

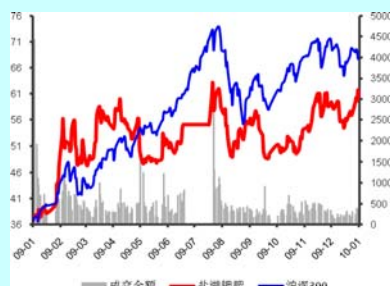
投资评级:

投资评级	持有
上次评级	无
目标价格	60.5
当前市场价格	60.7

基础数据

总股本(百万股)	767
流通股(百万股)	391
总市值(亿元)	465
流通市值(亿元)	237
净资产收益率(%)	47.5

股价相对市场表现



相关研究:

化工行业分析师:

傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

盐湖钾肥 (000792):

吸收合并有望通过, 关注套利机会

投资要点:

- ◆ 盐湖钾肥吸收合并盐湖集团获得国资委审批通过。盐湖集团增加信达资产作为吸收合并现金选择权及盐湖钾肥异议股份收购请求权第三方后, 市场对方案获批的预期增强, 有望合并成功。后续程序为合并双方股东大会审批通过、报证监会审核通过, 方可最终实施。
- ◆ 盐湖集团股东大会通过可能性非常大。一方面增加信达资产作为现金选择权提供方, 另一方面持有换股的流通股股东可获得1送0.22的股, 最终换股比例为2.38, 如果盐湖钾肥股价在 $60.5 = 25.46 \times 2.38$ 元以上, 盐湖集团的流通股股东换股为盐湖钾肥的吸引力增强。
- ◆ 盐湖钾肥股东大会通过可能性很大。换股吸收合并摊薄盐湖钾肥每股收益, 增厚每股净资产, 但有利于关联交易, 有利于盐湖钾肥长期发展。静态测算, 盐湖钾肥净资产增厚32.6%-67%。盐湖钾肥EPS 摊薄11%-14%。尽管EPS 可能有所摊薄, 但盐湖钾肥股东处于长远整合效应考虑, 投票通过的概率较大。
- ◆ 套利机会分析: (1) 如果盐湖集团股价在现金选择权之下, 可以买入盐湖集团股票在股东大会投反对票获得现金选择权; (2) 股票套利, 对于长期投资者而言, 如果盐湖钾肥价格: 盐湖集团股价 >2.38 , 持有盐湖钾肥股票的投资者可以卖出盐湖钾肥买入盐湖集团。
- ◆ 若以吸收合并完成后的总股本和业务主体为基准进行模拟预测, 09-11年的销量假设分别为140、260 和280 万吨; 氯化钾均价假设分别为3100、2700 和2850 元。则预计公司09-11 年EPS 分别为1.32、2.10 和2.47 元。公司目前股价61.80, 相应2010年动态PE 29.4倍, 给予公司“持有”评级。

财务摘要

(百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	3109	4069	4340	6780	8140
(+/-)%	20%	31%	7%	56%	20%
净利润	990	1,364	2,101	3,176	4,017
(+/-)%		37%	54%	51%	26%
每股收益	1.29	1.77	1.32	1.99	2.52

图表 1. 盈利假设

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
产能（万吨）	180	196	200	205	205	210
产量（万吨）	173	190	209	210	210	220
销量（万吨）	174	184	125	140	260	280
价格（元/吨）	1,484	1,660	3,250	3,100	2,600	2,900
成本（元/吨）	475	497	715	500	500	500
资源税（元/吨）	35	50	94	135	135	135
主营收入	2,582	3,060	4,049	4,340	6,760	8,120
主营成本	826	916	891	700	1,300	1,400
营业税金及附加	85	124	159	232	419	459
资源税	60	93	118	189	351	378
营业税金	25	31	42	43	68	81
税率	0.96%	1.00%	1.03%	1.00%	1.00%	1.00%
矿产资源补偿费	23	28	36	39	61	73
税率	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
其他管理费用	99	106	123	140	150	150
管理费用	122	134	159	179	211	223

图表 2. 利润表预测

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,582	3,109	4,069	4,340	6,780	8,140
减：折扣与折让	0	0	0		0	0
主营业务收入净额	2,582	3,109	4,069	4,340	6,780	8,140
减：主营业务成本	826	946	892	717	1,317	1,417
主营业务税金及附加	85	124	159	232	75	90
主营业务利润	1,671	2,040	3,018	3,391	5,388	6,633
加：其他业务利润	1	0	0			
营业费用	118	67	72	95	149	179
管理费用	126	135	159	179	250	250
财务费用	87	79	67	80	400	400
资产减值损失	0	10	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	1,340	1,749	2,720	3,036	4,589	5,804
加：投资收益	0	0	-2			
补贴收入	300	0	0			

营业外收入	0	315	307			
减：营业外支出	20	28	25	0	0	0
利润总额	1,620	2,036	3,001	3,036	4,589	5,804
减：所得税	247	311	450	505	763	965
加：财政返还	0	0	0			
减：少数股东权益	562	735	1,186	430	650	823
净利润	812	990	1,364	2,101	3,176	4,017
总股本	768	768	768	1,590	1,590	1,590
每股收益（元）	1.0578	1.2902	1.7765	1.3213	1.9973	2.5262

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。