



基础化工/原材料

盐湖钾肥 (000792)

钾肥行业处于底部，高库存提供超预期基础

——2009 年报点评



魏涛

0755-23976212

weitao@gtjas.com

本报告导读：

钾肥行业处于底部，去库存后价格有望进入上行通道；公司 2010 年可供销售量超过 370 万吨，存在业绩超预期的可能。

投资要点：

- 2009 年公司实现销售收入 45.6 亿元，同比增长 12.07%，实现净利润 12.3 亿元，同比下降 9.15%；净资产收益率 40.84%；摊薄 EPS 为 1.6 元；每股经营活动产生的现金流量净额为 1.3 元。公司 2009 年度利润分配方案为：每 10 股派现金 4.03 元。2009 年四季度仍有 1.2 亿元增值税未获返还，这部分退税有望在今年一季度收到。
- 按照公司的产量和年底库存量推算，2010 年可供出售的氯化钾将达到 370 万吨，将为公司盈利超预期打下基础。
- 盐湖钾肥吸收合并盐湖集团已获股东大会通过，待证监会审批通过后方案将得以实施，从而解决困扰公司长期发展的钾盐资源问题。
- 近日 BPC 宣布上调对亚洲和巴西市场的氯化钾报价，调整后的亚洲市场现货交易价为 CFR400 美元/吨，巴西大颗粒 CFR425 美元/吨。另外，目前德钾的成交价为 285 欧元/吨。我们认为全球钾肥市场已处于底部，但由于前期库存较高，需经历一段时间的去库存，在去库存结束后，今年下半年钾肥价格有望进入上行区间。
- 按 250 万吨销量，2700 元/吨售价测算，若不合并（这种可能性基本不存在），2010-2012 年 EPS 为 2.53、3.35、4.08 元；若合并为 2.4、3.29、4.2 元。考虑到钾肥的资源属性及钾肥行业已处于底部，去库存后价格上涨将提升估值水平，给予“增持”评级。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：70.00

上次预测：60.00

当前价格：53.70

2010.02.05

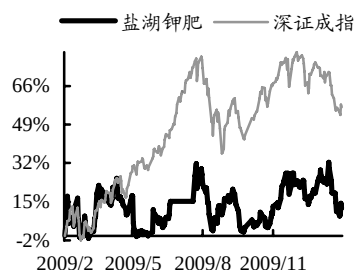
交易数据

52 周内股价区间 (元)	44.76-66.72
总市值 (百万元)	41,217
总股本/流通 A 股 (百万股)	768/391
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交额 (百万元)	309

资产负债表摘要 (12/09)

股东权益 (百万元)	3026
每股净资产	3.94
市净率	13.6
资产负债率	46.1%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4069	4560	5973	7681	8496
(+/-)%	31%	6%	5%	4%	4%
经营利润 (EBIT)	1816	1793	3233	4585	5471
(+/-)%	-1%	-1%	80%	42%	19%
净利润	1364	1230	1941	2574	3134
(+/-)%	38%	-10%	58%	33%	22%
每股净收益 (元)	1.78	1.60	2.53	3.35	4.08
每股股利 (元)	1.27	0.40	0.80	1.02	1.20

利润率和估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	45%	39%	54%	60%	64%
市盈率	30	33.5	21.2	16	13
股息率 (%)	2%	1%	1%	2%	2%

相关报告

销量环比回升，钾肥价格下滑致盈利
(09.10.27)

印度合同价明朗，国际钾肥将进入去库
(09.07.26)

氯化钾售价下降风险大幅释放，估值水
(09.05.08)

1. 经营回顾

1.1. 销量同比大幅上升，价格下跌致盈利略有下降

2009 年公司实现销售收入 45.6 亿元，同比增长 12.07%，实现净利润 12.3 亿元，同比下降 9.15%；净资产收益率 40.84%；摊薄 EPS 为 1.6 元；每股经营活动产生的现金流量净额为 1.3 元。公司 2009 年度利润分配方案为：每 10 股派现金 4.03 元。

2009 年钾肥市场平淡，公司改变销售策略，主动承担运费，导致销售费用同比增加 357%，达到 3.26 亿元。四季度仍有 1.2 亿元增值税年内未获返还，这部分退税有望在今年一季度收到。

2009 年公司生产氯化钾 214 万吨，同比增加 5 万吨；销售氯化钾 202 万吨，同比增长 77.4 万吨，其中四季度单季销量达到 100 万吨；年末库存量为 147 万吨，为历年来最高。产品含税销售均价为 2523 元/吨，而 2008 年为 3600 元/吨；氯化钾销售毛利率为 65.41%，同比下降 13 个百分点。2009 年收入、利润增幅大幅低于销量增幅的原因在于钾肥销售价格大幅下滑。

图 1: 公司 2001 年以来主营收入及增长率

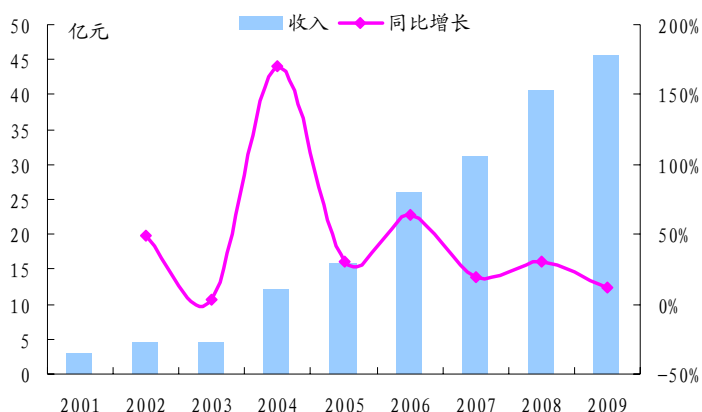


图 2: 公司 2001 年以来净利润及增长率

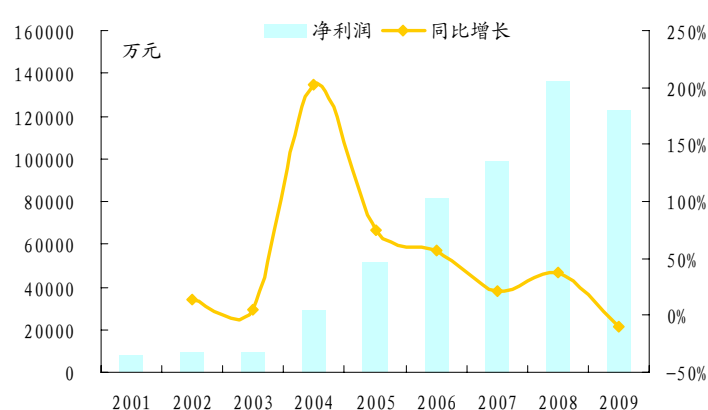


图 3: 公司 2001 年以来毛利率

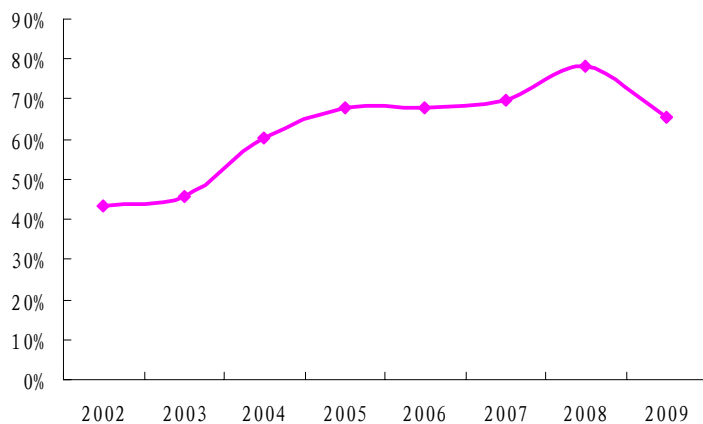
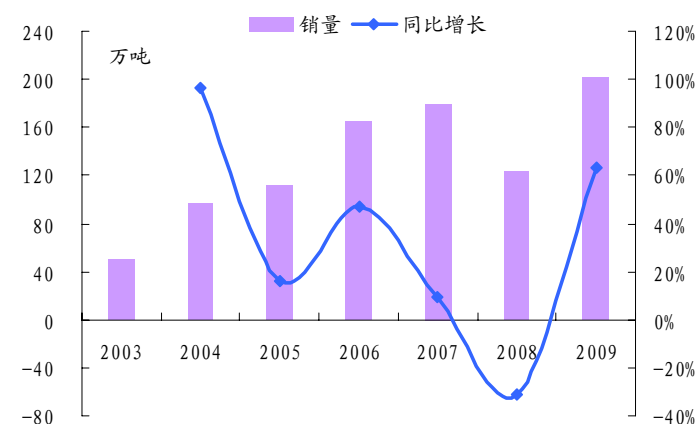


图 4: 公司 2003 年以来销量及增长率



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 子公司经营情况

公司控股子公司生产经营情况正常，报告期内盐湖发展实现净利润 15.1 亿元；三元钾肥公司实现净利润 1.42 亿元；晶达公司实现净利润 5888 万元；元通公司实现净利润 1.16 亿元。

三元公司建设的年产 10 万吨热溶精制氯化钾项目 2009 年底已基本建成，计划 2010 年中期投入运行，届时三元公司产能将增加至 22 万吨。盐湖发展冬季供暖工程 2009 年底已基本建成，2010 年将增加一个月的生产期。

表 1：公司本部及子公司产能、持股比例和权益产能

	本部	盐湖发展	三元	晶达	元通	合计
产能(万吨)	43	100	12	5	40	205
盐湖钾肥持股比例	100%	50.91%	57%	78.40%	29.10%	
盐湖钾肥权益产能(万吨)	43	50.9	6.8	3.9	11.6	116

资料来源：国泰君安证券

表 2：2007-2009 年子公司净利润

	盐湖发展	三元公司	晶达科技	元通公司
2007 净利润(万元)	117007	24833	3046	—
2008 净利润(万元)	188887	24254	5213	36678
2009 净利润(万元)	150993	14224	5888	11578

资料来源：财务报告，国泰君安证券

2. 2010 年存在超预期的基础

2.1. 高库存增加未来两年可供出售量

公司拥有 200 万吨氯化钾生产能力，近两年产量达到 210-220 万吨的水平，目前公司处于冬季休产期，将于 2 月下旬恢复生产。按照公司的产量和年底库存量推算，2010 年可供出售的氯化钾将达到 370 万吨，将为公司盈利超预期打下基础。

2.2. 合并完成后固矿液化项目将进入实质性建设阶段

盐湖钾肥吸收合并盐湖集团的重组方案已获股东大会通过，待证监会审批通过后方案将得到实施，从而解决困扰盐湖钾肥长期发展的钾盐资源问题。

察尔汗盐湖固体钾镁盐矿面积大于 1000 平方公里，矿层多为层状分布，其间夹杂土层、砂石层及石膏层等杂质，总体氯化钾储量在 3 亿吨左右。公司将这些利用固矿建设百万吨固矿液化项目，目前固矿液化的前期注水试验已举得良好效果，在盐湖钾肥对盐湖集团的吸收合并完成后百万吨固矿液化将进入实质性建设阶段，项目建成后公司氯化钾产能将增加到 300 万吨。

3. 钾肥行业已处于底部，等待去库存后景气回升

相比氮、磷肥，在金融危机中钾肥价格下跌滞后，2009 年二季度才开始下滑。经过近一年的调整，国内钾肥价格从 4750 元/吨下跌至目前的 2500 元/吨左右，国际价格从 900 多美元/吨跌至 400 美元/吨。2010 年 1 月，我国与 BPC 签署正式合同确定采购 80-120 万吨氯化钾，价格为 CFR 为 350 美元/吨。近日 BPC 宣布上调对亚洲和巴西市场的氯化钾报价，调整后的亚洲市场现货交易价为 CFR400 美元/吨，巴西大颗粒 CFR425 美元/吨。另外，目前德钾的成交价在 285 欧元/吨。我们认为全球钾肥市场已处于底部，但由于前期库存较高，需经历一段时间的去库存，在去库存结束后，今年下半年钾肥价格有望进入上行区间。

图 5：国际氯化钾价格

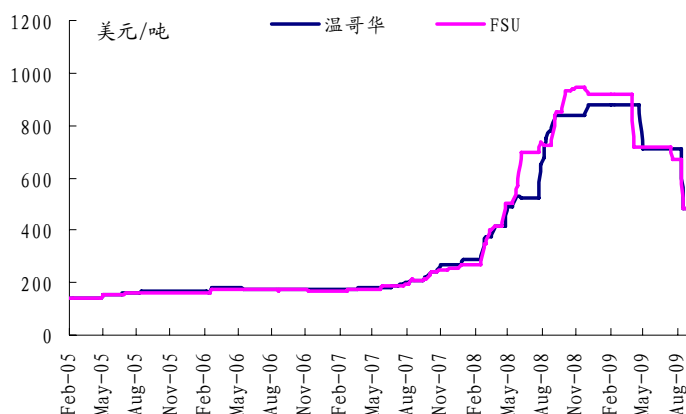
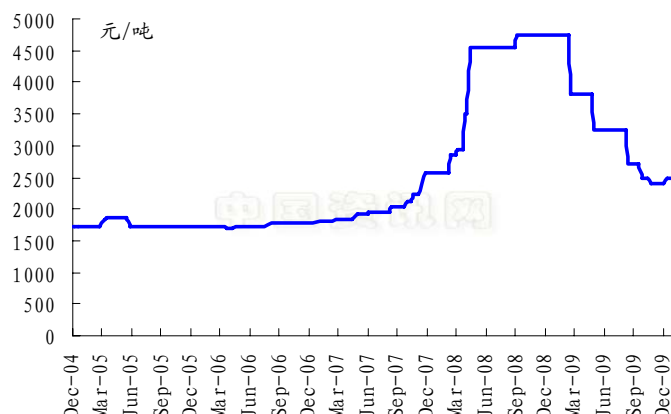


图 6：盐湖钾肥氯化钾（60%结晶）出厂价



资料来源：中国资讯网、国泰君安证券

4. 给予“增持”评级

2010 年公司可供销售的氯化钾将超过 370 万吨，预计销量将达到 250 万吨以上。按 250 万吨销量，2700 元/吨售价测算，若合并（这种可能性基本不存在），2010-2012 年 EPS 为 2.53、3.35、4.08 元；若合并为 2.4、3.29、4.2 元。考虑到钾肥的资源属性及钾肥行业已处于底部，未来价格上涨将提升估值水平，给予“增持”评级。

表 3：不吸收合并，公司 2010 年 EPS 对氯化钾价格和销量敏感性分析

敏感性分析				
销量\价格				
2.53	2600	2700	2800	2900
190	1.79	1.91	2.02	2.13
210	1.99	2.11	2.24	2.36
230	2.19	2.32	2.46	2.59
250	2.38	2.53	2.67	2.82
270	2.58	2.74	2.89	3.05
290	2.77	2.94	3.11	3.28

资料来源：国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312899
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		