

盐湖钾肥：钾肥行情触底回暖

三季报点评

报告关键点：

- 三季报业绩符合预期
- 农业景气度回升提振钾肥行情
- 重组项目进展顺利

报告摘要：

- 三季报业绩符合预期：**报告期内公司共实现营业收入40.3亿元，较上年同期上升41.2%，归属于母公司净利润10.4亿元，较上年同期上升了11.3%，折合EPS1.36元。公司净利润增速远落后于收入增速的主要原因在于公司报告期内毛利率下滑幅度较大。前三季度公司毛利率为60.6%，较去年同期下降了12.8个百分点。2009年受金融危机影响，全球钾肥需求量有所下滑。国际钾肥主要生产商限产保价，全球产量缩减了1/3，使得价格钾肥在上半年仍保持在一个相对较高的位置。而今年前三季度钾肥价格一直呈现疲软态势，导致公司盈利能力有所下降。
- 农业景气度回升提振钾肥行情：**全球粮食减产以及需求回暖使得农产品价格近期开始大幅上涨。农业景气度回升带动了对钾肥的需求，长三甲地区钾肥价格由八月份的2400元/吨已上涨至目前的2800元/吨。由于前期钾肥价格过低，公司采取了惜售策略。我们预期随着钾肥价格的持续上扬，公司将很快再次销售，四季度业绩值得期待。
- 重组项目进展顺利：**公司新增股份换股吸收合并青海盐湖工业集团股份有限公司的重大资产重组项目目前进展顺利。从每股所含的氯化钾储量看，在完成换股吸收合并后，盐湖钾肥的氯化钾储量将有大幅提升，由合并前的0.0044吨升至0.0361吨；每股所含的氯化钾产能数据在合并后由0.0015吨下滑到0.0009吨。重组项目可使公司钾肥资源量大幅增加。
- 维持买入-A评级，6个月目标价82元：**我们预测公司2010年，2011年，2012年EPS分别为2.03元，2.35元，2.73元。考虑到公司重组后钾肥资源量将得到大幅提升，为公司未来稳定发展奠定基础，我们给予公司2011年35PE，6个月目标价82元，维持买入-A评级。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

 目标价格：**82.00 元**

期限： 6个月 上次预测：120.00 元

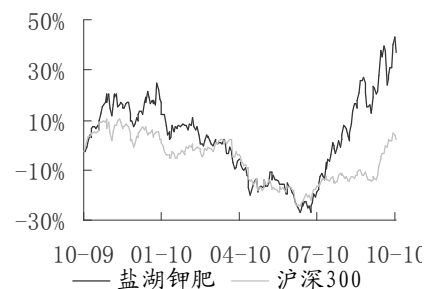
现价： 69.00 元

 报告日期：**2010-10-28**

市场数据

总市值(百万元)	52,960.95
流通市值(百万元)	26,961.57
总股本(百万股)	767.55
流通股本(百万股)	390.75
12个月最高/最低	36.45/73.48 元
十大流通股(%)	25.04%
股东户数	46,141

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.50)	35.92	34.62
绝对收益	11.65	54.78	36.86

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,068.9	4,560.1	5,335.3	6,402.4	7,679.7
Growth(%)	30.9%	12.1%	17.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,364.3	1,229.7	1,559.9	1,802.0	2,092.1
Growth(%)	37.8%	-9.9%	26.9%	15.5%	16.1%
毛利率(%)	77.0%	64.4%	64.5%	65.0%	64.0%
净利润率(%)	33.5%	27.0%	29.2%	28.1%	27.2%
每股收益(元)	1.78	1.60	2.03	2.35	2.73
每股净资产(元)	6.59	6.67	8.99	11.31	14.00
市盈率	40.6	45.1	35.5	30.8	26.5
市净率	11.0	10.8	8.0	6.4	5.2
净资产收益率(%)	50.4%	40.9%	35.1%	32.4%	30.4%
ROIC(%)	48.1%	33.1%	35.2%	34.4%	32.8%
EV/EBITDA	20.3	26.2	21.6	18.1	15.3
股息收益率	2.3%	0.6%	1.7%	2.0%	2.3%

前期研究成果

盐湖钾肥：销量回归常态 预收货款大幅增加	2008-10-30
盐湖钾肥：一季度业绩低于预期，“惜售”或将贯穿全年	2008-04-21
盐湖钾肥：量价齐升推动增长	2007-08-25

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-26

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,068.9	4,560.1	5,335.3	6,402.4	7,679.7	成长性					
减: 营业成本	936.0	1,622.9	1,894.0	2,240.8	2,764.7	营业收入增长率	30.9%	12.1%	17.0%	20.0%	20.0%
营业税费	159.4	332.9	373.5	467.4	560.6	营业利润增长率	55.4%	-24.5%	19.9%	18.4%	18.3%
销售费用	71.5	326.6	373.5	448.2	537.6	净利润增长率	37.8%	-9.9%	26.9%	15.5%	16.1%
管理费用	159.2	173.8	213.4	256.1	307.2	EBITDA 增长率	45.7%	-21.8%	22.1%	21.1%	17.6%
财务费用	66.9	43.9	49.6	74.0	59.6	EBIT 增长率	49.9%	-23.6%	19.8%	19.0%	17.4%
资产减值损失	0.2	9.0	-28.8	3.5	4.3	NOPLAT 增长率	45.0%	-18.4%	15.5%	16.7%	15.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.5%	8.8%	19.3%	20.9%	8.0%
投资和汇兑收益	-1.5	-	-	-	-	净资产增长率	26.7%	1.2%	34.8%	25.8%	23.9%
营业利润	2,718.3	2,051.0	2,460.1	2,912.5	3,445.7	利润率					
加: 营业外净收支	282.9	411.6	393.2	400.0	400.0	毛利率	77.0%	64.4%	64.5%	65.0%	64.0%
利润总额	3,001.2	2,462.6	2,853.3	3,312.5	3,845.7	营业利润率	66.8%	45.0%	46.1%	45.5%	44.9%
减: 所得税	450.4	371.0	428.0	496.9	576.9	净利率	33.5%	27.0%	29.2%	28.1%	27.2%
净利润	1,364.3	1,229.7	1,559.9	1,802.0	2,092.1	EBITDA/营业收入	71.4%	49.8%	51.9%	52.4%	51.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	67.4%	45.9%	47.0%	46.6%	45.6%
货币资金	1,946.3	1,195.8	1,167.1	1,608.4	3,016.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	201	180	205	250	255
应收帐款	84.2	307.3	132.0	158.3	189.9	流动营业资本周转天数	249	267	212	169	170
应收票据	1,059.8	2,458.1	2,192.6	2,631.1	3,156.1	流动资产周转天数	378	426	420	399	433
预付帐款	397.8	302.9	579.5	906.7	1,310.4	应收帐款周转天数	4	4	4	5	5
存货	1,369.5	1,738.0	2,072.3	2,451.8	3,024.9	存货周转天数	87	123	129	127	129
其他流动资产	-58.6	-	300.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	655	691	727	750	756
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	526	532	519	520	494
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.0	41.0	40.0	40.0	40.0	ROE	50.4%	40.9%	35.1%	32.4%	30.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	31.8%	22.0%	20.1%	19.3%	18.5%
固定资产	2,272.8	2,289.8	3,785.8	5,093.8	5,766.1	ROIC	48.1%	33.1%	35.2%	34.4%	32.8%
在建工程	847.2	1,069.1	1,734.5	1,667.3	1,108.6	费用率					
无形资产	5.5	5.3	5.2	5.0	4.8	销售费用率	1.8%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	94.1	81.7	60.7	50.7	45.7	管理费用率	3.9%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	8,028.6	9,489.1	12,069.7	14,613.1	17,662.6	财务费用率	1.6%	1.0%	0.9%	1.2%	0.8%
短期债务	-	30.0	1,188.4	1,087.5	981.7	三费/营业收入	7.3%	11.9%	11.9%	12.2%	11.8%
应付帐款	429.9	627.6	778.4	920.9	1,136.2	偿债能力					
应付票据	-	-	34.0	40.2	49.6	资产负债率	37.0%	46.1%	42.8%	40.6%	39.1%
其他流动负债	1,681.5	2,783.8	2,771.8	3,732.2	4,884.2	负债权益比	58.8%	85.4%	74.9%	68.4%	64.3%
长期借款	745.4	516.5	516.5	516.5	516.5	流动比率	2.16	1.56	1.39	1.43	1.67
其他非流动负债	-	2.4	5.0	5.0	5.0	速动比率	1.54	1.10	0.94	0.98	1.20
负债总额	2,971.6	4,371.3	5,169.1	5,934.3	6,913.8	利息保障倍数	40.99	47.73	50.56	40.35	58.82
少数股东权益	2,186.8	2,091.1	2,870.0	3,782.2	4,841.3	分红指标					
股本	767.6	767.6	767.6	767.6	767.6	DPS(元)	1.67	0.40	1.22	1.41	1.64
留存收益	2,107.7	2,012.4	3,263.0	4,129.1	5,139.9	分红比率	94.1%	25.2%	60.0%	60.0%	60.0%
股东权益	5,057.0	5,117.7	6,900.5	8,678.8	10,748.8	股息收益率	2.3%	0.6%	1.7%	2.0%	2.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2,550.7	2,091.6	1,559.9	1,802.0	2,092.1	EPS(元)	1.78	1.60	2.03	2.35	2.73
加: 折旧和摊销	163.1	175.4	261.9	370.4	442.5	BVPS(元)	6.59	6.67	8.99	11.31	14.00
资产减值准备	0.2	9.0	-28.8	3.5	4.3	PE(X)	40.6	45.1	35.5	30.8	26.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.0	10.8	8.0	6.4	5.2
财务费用	94.3	90.1	51.7	49.6	74.0	P/FCF	-601.6	65.9	49.0	-1,146.2	47.2
投资收益	1.5	-	-	-	-	P/S	13.6	12.2	10.4	8.7	7.2
少数股东损益	1,186.4	861.8	865.4	1,013.6	1,176.8	EV/EBITDA	20.3	26.2	21.6	18.1	15.3
营运资金的变动	-559.1	-1,466.8	-392.6	-308.9	-452.5	CAGR(%)	3.3%	16.0%	9.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	2,120.2	1,000.8	2,315.4	2,954.6	3,322.8	PEG	12.1	2.8	3.8	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-349.4	-316.9	-2,700.0	-1,301.0	-551.0	ROIC/WACC	5.7	3.9	4.2	4.1	3.9
融资活动产生现金流量	-1,635.0	-1,434.4	-57.7	-1,256.2	-1,420.6	REP	1.6	2.2	1.7	1.5	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

李昕

010-59113565

潘冬亮

010-59113590

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘艳

021-68766516

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034