

证券研究报告



分析师

郑方铤

021-3856 5927

zhengfb@xyzq.com.cn

SAC: S0190510120005

联系人

刘曦

021-3856 5754

liuxi@xyzq.com.cn

钾肥

推荐

(维持)

盐湖钾肥(000792)

百万吨钾肥新项目上马, 长期业绩增厚明显

2011年1月27日

投资要点

事件:

盐湖钾肥发布公告: 公司董事会审议通过了《关于青海盐湖发展有限公司新建 100 万吨钾肥产能装置的议案》, 拟依托盐湖集团别勒滩矿区盐湖固态钾矿资源, 通过固液转化, 由子公司盐湖发展实施新建年产 100 万吨氯化钾项目。预计项目总投资额约 25 亿元, 建设期约 18 个月, 项目资金来源为项目公司自筹和银行贷款。本项目尚须双方公司(或吸收合并后存续公司)股东大会通过, 并报请青海省及国家相关部门批准后方可实施。

点评:

- **百万吨氯化钾项目上马, 长期业绩增厚明显。**根据公告, 盐湖钾肥此次拟新建的 100 万吨固液转化钾肥项目工艺路线是: 通过引入察尔汗盐湖当地河流淡水掺兑部分老卤(老卤系提取过氯化钾以后的卤水), 掺兑后的淡水在缓慢渗透过程中会大量溶解别勒滩矿区目前无法开采出的固态钾盐, 从而增加目前正在开采的卤水单位体积中的含钾量。在此基础上, 新建年产 100 万吨氯化钾装置。

盐湖钾肥现有氯化钾产能约为 230 万吨/年(合并数, 含盐湖发展 2004 年投产的 100 万吨氯化钾项目), 新建 100 万吨项目投产后, 公司氯化钾产能将达 330 万吨, 由此将显著增厚公司业绩。根据公告, 我们预计项目将于 2012 年中期投产, 2012 年将带来新增产量 15-20 万吨; 项目投产 2 年内可望实现达产, 对公司长期业绩增厚效应明显。

- **吸收合并即将实施, 长期增长前景可期。**盐湖钾肥吸收合并控股股东盐湖集团的方案已获得国务院国资委和中国证监会的批准, 根据本次公告, 预计此项吸收合并工作将于 2011 年上半年内完成(公司 1 月 26 日股东大会通过议案, 延长授权公司董事会全权办理吸收合并事宜的有效期一年)。我们认为, 伴随公司吸收合并工作的实施, 除了本次固矿液化新增 100 万吨钾肥产能外, 盐湖资源的综合开发利用项目(一、二、三期, 开发镁、锂等资源, 并生产 PVC、尿素等副产品)进程也将加快, 从而为公司的长期增长打下坚实基础。
- **2011 年钾肥行业前景良好。**首先, 在经历 2008 年末至 2010 年上半年两年多的低迷之后, 伴随农产品价格上涨、种植面积扩大, 化肥行业的整体需求在 2011 年将有恢复性增长, 而经济作物种植比例的提升对于钾肥尤其有利;

第二, 在中印等发展中国家崛起、各国之间围绕优势资源的博弈, 以及各国推行宽松货币政策的背景之

下，基础化工行业三大稀缺资源钾矿、磷矿和萤石面临重估机遇，钾肥行业由于其供给的集中导致了明显的资源稀缺性，是农化行业上升周期中的领先行业之一；

最后，近期 BPC、CANPOTEX 陆续与国内进口商达成 2011 年上半年氯化钾供货协议，并确定了进口价格（BPC 价格为 CFR400 美元/吨，较去年上涨 50 美元/吨；CANPOTEX 未透露具体价格，但暗示可能与近期通过海运销往中国的钾肥相当）和定价方式（由原来的一年一定改为半年一定）；国产钾肥出厂价也在同步上调（盐湖集团 60%氯化钾到站价由 2700 元/吨上调至 2826 元/吨）；加之今年冬储钾肥储备量不足，春节后农业备肥将陆续启动，届时复合肥厂对钾肥的采购也会增加。预计钾肥价格在步入用肥旺季后有望进一步上涨。

- **维持“推荐”评级。**钾肥行业 2011 年前景良好，盐湖钾肥作为资源优势突出的行业龙头增长态势明朗，新建的 100 万吨/年固液转化氯化钾项目建成后，将显著强化公司竞争力，增厚公司业绩；而吸收合并方案的实施也将促进公司通过盐湖资源的综合开发利用，实现更为长远的健康发展。

根据本次公告，以及行业及公司经营形势，我们对盐湖钾肥的盈利预测作相应调整，小幅下调公司 2010 年 EPS 预测至 1.67 元，上调公司 2011、2012 年 EPS 预测至 2.47 和 3.16 元（11、12 年的预测数假定吸收合并已经实施）。公司短、长期增长前景明确，估值偏低，我们维持“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6002	5965	9188	11324
货币资金	1196	1714	4443	6153
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	254	53	74	87
其他应收款	53	51	71	84
存货	1738	1203	944	989
非流动资产	3487	3627	4939	5658
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	41	10	10	10
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2290	2836	2880	5270
在建工程	1069	685	1966	297
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5	5	5	5
资产总计	9489	9592	14128	16982
流动负债	3852	2584	3051	3419
短期借款	30	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	312	473	391	409
其他	3510	2111	2660	3010
非流动负债	519	517	517	517
长期借款	517	517	517	517
其他	2	0	0	0
负债合计	4371	3100	3567	3936
股本	768	768	1591	1591
资本公积	208	208	208	208
未分配利润	1340	2118	4566	6088
少数股东权益	2091	2495	831	1040
股东权益合计	5118	6492	8689	11175
负债及权益合计	9489	9592	12256	15110

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1230	1279	3934	5030
折旧和摊销	175	191	227	335
资产减值准备	9	-1	15	10
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	44	40	18	-11
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	862	835	207	210
营运资金的变动	666	313	43	67
经营活动产生现金流量	1650	2018	4371	5508
投资活动产生现金流量	-253	-319	-1553	-1055
融资活动产生现金流量	-1225	-1181	-90	-2743
现金净变动	172	518	2729	1710
现金的期初余额	1946	1196	1714	4443
现金的期末余额	2118	1714	4443	6153

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4560	5118	7131	8372
营业成本	1623	2013	1663	1741
营业税金及附加	333	330	361	399
销售费用	327	640	749	753
管理费用	174	154	214	234
财务费用	44	40	18	-11
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2051	1942	4126	5254
营业外收入	412	579	770	935
营业外支出	0	25	25	25
利润总额	2463	2496	4872	6164
所得税	371	382	731	925
净利润	2092	2114	4141	5240
少数股东损益	862	835	207	210
归属母公司净利润	1230	1279	3934	5030
EPS（元）	1.60	1.67	2.47	3.16

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	12.1%	12.2%	39.3%	17.4%
营业利润增长率	-23.2%	-5.3%	112.5%	27.3%
净利润增长率	-9.1%	4.0%	207.6%	27.9%
盈利能力(%)				
毛利率	64.4%	60.7%	76.7%	79.2%
净利率	27.0%	25.0%	55.2%	60.1%
ROE	40.6%	32.0%	50.1%	49.6%

偿债能力(%)

资产负债率	46.1%	32.3%	29.1%	26.0%
流动比率	1.56	2.31	3.01	3.31
速动比率	1.10	1.84	2.70	3.02

营运能力(次)

资产周转率	0.52	0.54	0.60	0.54
应收帐款周转率	27.44	29.41	78.15	72.48

每股资料(元)

每股收益	1.60	1.67	2.47	3.16
每股经营现金	1.30	2.63	2.75	3.46
每股净资产	3.94	5.21	4.94	6.37

估值比率(倍)

PE	31.08	29.88	20.13	15.75
PB	12.63	9.56	10.08	7.82

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。