

分析师

郑方镛

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)

吸收合并正式实施，长期增长前景可期

2011年1月31日

投资要点

事件：

1月29日，盐湖钾肥和盐湖集团（000578）发布公告，就吸收合并相关事宜做出安排。至此，盐湖钾肥吸收合并盐湖集团的工作正式展开。

点评：

- **吸收合并正式实施。**本次盐湖钾肥吸收合并盐湖集团的换股比例为每 2.90 股盐湖集团股份换 1 股盐湖钾肥股份，吸收合并完成后，盐湖钾肥总股本将由 7.68 亿股增加至 15.91 亿股（表 2）。

吸收合并方案同时向两家公司的异议股东提供了异议股东收购请求权（盐湖钾肥）或现金选择权（盐湖集团），实施价格分别为 51.46、25.26 元/股（表 1）。按照 2011 年 1 月 28 日的收盘价计算，盐湖钾肥、盐湖集团股价相比上述价格分别高 8.7% 和低 4.0%；虽然盐湖集团股价表面上低于现金选择权价格，但是考虑到根据盐湖集团股权分置改方案，本次现金选择权实施后，青海国投、中化股份、兴云信将向盐湖集团无限售条件的流通股股东实施追加送股 1788.6577 万股，而流通股股东中，华美丰收、禾之禾、王一虹、兴云投资承诺放弃追送对价，由此测算，符合送股条件的流通股每股将获得 0.2072 股追送股份，因此若追加送股后盐湖集团股价维持 1 月 28 日收盘价水平，则相对应的盐湖集团流通股价值也将高于现金选择权价格。

表 1 盐湖钾肥吸收合并盐湖集团方案

	换股比例	1月28日 收盘价	异议股东收购请求权 或现金选择权价格	备注
盐湖钾肥（000792）	每 2.9 股盐湖集团股份换 1 股盐湖钾肥股份	55.93	51.46	未行使现金选择权的盐湖集团异议流通股股东将获得青海国投、中化股份、兴云信追送的 1789 万股，相当于每股获送 0.2072 股
盐湖集团（000578）		24.25	25.26（备注）	

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 2 吸收合并前后盐湖钾肥股本变化情况（万股）

	吸收合并前	吸收合并后	备注
盐湖钾肥（000792）	76755	159051	盐湖集团股份换股新增盐湖钾肥 105780 万股，盐湖集团持有的 23484 万股盐湖钾肥股份将在盐湖钾肥以新增股份换股吸收合并盐湖集团的同时被注销

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 3 本次换股吸收合并实施时间表

时间	内容
2011 年 1 月 29 日	公告本次换股吸收合并全套文件及异议股份收购请求权、现金选择权实施细则；
2011 年 1 月 31 日	盐湖钾肥异议股份收购请求权、盐湖集团现金选择权股权登记日。
2011 年 2 月 14 日	异议股份收购请求权、现金选择权申报期起始日，刊登异议股份收购请求权、现金选择权提示性公告。
2011 年 2 月 14 日至 2011 年 2 月 18 日	异议股份收购请求权、现金选择权申报期，刊登异议股份收购请求权、现金选择权提示性公告。
2011 年 2 月 18 日	现金选择权、异议股份收购请求权申报期截止日，刊登异议股份收购请求权、现金选择权提示性公告。盐湖集团最后一个交易日。
2011 年 2 月 21 日	盐湖钾肥、盐湖集团开始股票特别停牌。
T 日（具体时间另行 公告）	盐湖集团追送股份股权登记日（具体时间将在完成盐湖集团异议股东现金选择权、盐湖钾肥异议股份收购请求权实施完成后确定并另行公告），当日收市后登记公司结算系统处理追送股份事宜。
X 日（具体时间另行 公告）	换股股权登记日（具体时间将在盐湖集团追送股份实施完成后另行公告），当日收市后登记公司结算系统处理换股事宜。
Y 日（具体时间另行 公告）	盐湖集团注销所持盐湖钾肥股份、盐湖集团终止上市（具体时间将在盐湖集团注销所持盐湖钾肥股份、盐湖集团终止上市申请相关手续办理完毕后确定并另行公告）
G 日（具体时间另行 公告）	盐湖钾肥股票复牌，换股新增股份上市流通（具体时间将在换股新增股份上市申请相关手续办理完毕后确定并另行公告）。

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **长期增长前景可期。**吸收合并完成之后，盐湖钾肥将获得盐湖集团拥有的折合为 5413.86 万吨的采矿权证剩余可采氯化钾储量（盐湖钾肥现有采矿权证剩余可采氯化钾储量折合为 335.67 万吨），而盐湖集团拥有约 1.34 亿吨的氯化钾工业储量、察尔汗盐湖 5.4 亿吨氯化钾资源量的大多数份额，也将为吸收合并后的盐湖钾肥所承继。由此，盐湖钾肥的资源储量将得到大幅提升，公司的长远发展将获得充分保障。公司还将获得盐湖集团自主开发的“反浮选——冷结晶”等多项专利技术，从而显著降低生产成本，提升生产效率和产品品位。

与此同时，在吸收合并完成之后，盐湖集团拥有的资源储量将进入盐湖钾肥，由此盐湖钾肥控股子公司将无需向盐湖集团缴纳矿产使用费，从而大幅降低钾肥单位生产成本，提高产品毛利率。

此外，盐湖钾肥和盐湖集团合并带来的应交税金的减少和消除重复纳税将使得新公司每年节约税金 5000 万元以上，而双方在水电、编织袋和药剂供应、工程和运输劳务、技术专利许可、土地和房屋租赁、老卤排放等方面存在的关联交易也将实现体内循环。

进一步地，从长远发展的角度看，吸收合并完成之后，百万吨固矿液化生产氯化钾新项目（即将实施）、盐湖资源综合利用项目（一、二、三期，开发镁、锂等资源，并生产 PVC、尿素等副产品）也将稳步推进（表 4），公司将走上更为长远健康发展的道路。

表 4 盐湖资源综合利用项目实施及进展情况

项目	立项/ 备案	资金概算 (亿元)	其中：资本金（亿元）		其中：银行贷款（亿元）		预计（实际） 投产时间
			拟投入资本金	已到位资本金	拟贷款	已到位贷款	
综合利用一期	✓	38.23	14.39	14.39	21.21	21.21	2010 年 11 月
综合利用二期	✓	50.71	20.28	17.64	24	9.826	2012 年 12 月
年产 1 万吨优质碳酸锂项目	✓	5.05	1.85	1.85	2.8	2.8	2011 年 4 月
ADC 发泡剂一体化项目	✓	12.88	3	3	7	4	2011 年 4 月
镁钠资源综合利用甘河项目	✓	48.42	已经股东大会批准，项目资本金自筹，其余银行贷款，银行贷款部分正在履行银行审批手续，其中镁钠资源综合利用金属镁一体化项目已于 2010 年 7 月 27 日开工建设				
镁钠资源综合利用金属镁一体化项目	✓	198					

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **百万吨氯化钾新项目上马，长期业绩增厚明显。**盐湖钾肥于 1 月 27 日发布公告，拟新建 100 万吨固液转化钾肥项目，即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约 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。

- **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；伴随吸收合并方案的实施，公司资源储量增加，关联交易减少，协同效应增强，公司有望通过盐湖资源的综合开发利用，走上更为长远健康发展的道路。

我们维持盐湖钾肥 2010-2012 年 EPS 分别为 1.67、2.47、3.16 元的预测（11、12 年的预测按照吸收合并已经实施进行）。我们的预测暂未考虑盐湖资源综合利用带来的利润贡献，因此公司业绩存在超预期可能。公司短、长期增长前景明确，吸收合并利在长远，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。