

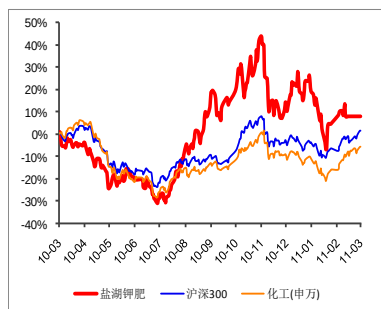
投资评级

谨慎推荐

市场数据

股价（元）	57.77
合并后总股本（百万股）	1590.5
合并前总股本（百万股）	767.55
合并前流通股（百万股）	390.75
合并前总市值（亿元）	443.4
合并前流通市值（亿元）	225.7
近 3 月最高/最低	49.10/71.09
行业	化工/化肥

股价走势图



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858131

Email: haolifang@cnpsc.com

新增百万吨级钾肥项目 向资源综合型公司转变

——盐湖钾肥（000792）年报点评

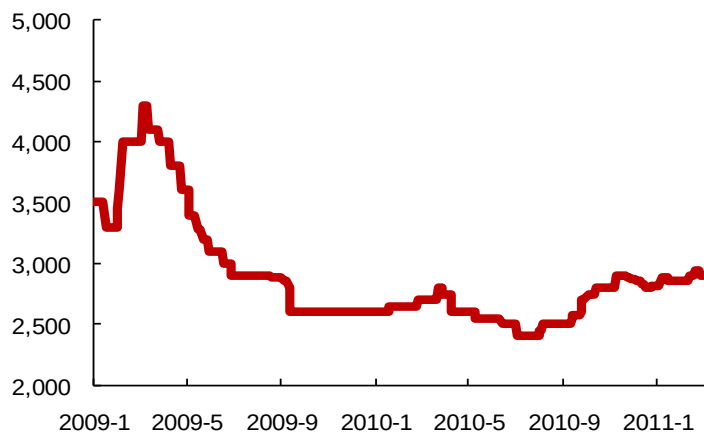
报告原因：公司发布年度报告。

摘要：

- **公司业绩低于市场预期：**2010 年公司生产氯化钾 231.6 万吨，较上年总产量提高 8%。公司实现营业收入 49.5 亿元，同比增长 9%；归属于上市公司股东的净利润 11.0 亿元，同比减少 9.9%；基本每股收益 1.44 元，同比降低 10%。公司业绩低于市场预期。公司 2010 年实现的销售均价 2250 元/吨低于我们的预期 2300 元/吨，产品毛利率实现 58.5%，低于我们预期的 60%。此外，公司大规模检修维护等也导致成本费用上升。
- **2010 年钾肥价格同比降低：**2010 年钾肥价格前三季度低位徘徊，九月初开始，国际农产品价格带动国际钾肥价格上涨，国内价格亦跟随进口价格上涨。但整体而言，2010 年公司产品实现平均单价 2259 元/吨，比上年单价 2523 元/吨下降 10.5%。价格的下滑是导致公司业绩同比降低的主要原因。
- **国际钾肥大涨，国内钾肥价格仍有上行空间：**中国进口商与钾肥巨头白俄罗斯钾肥公司 BPC 签订了 2011 年进口氯化钾合同，定价机制从此前的一年一调改为半年一调。上半年合同价为 400 美元/吨（CFR），涨幅 14%。而日前国际钾肥价格继续上涨，大有突破每吨 600 美元之势，虽然国际价格涨幅并不能完全传导到国内，但依旧能够拉动国内价格呈现上行趋势。
- **固液转化 100 万吨氯化钾项目将显著增厚公司业绩：**公司通过子公司盐湖发展新建 100 万吨氯化钾项目，建设期约 18 个月，2012 年底有望投产，投产后公司产能将由 250 万吨/年增加到 350 万吨/年。公司作为国内钾肥市场的主要供应商，业内地位将进一步夯实。
- **关注公司转变为资源综合利用型公司后的发展：**“两湖”将于 11 年上半年完成合并。公司资源综合利用项目包括盐湖资源综合利用一、二期工程、优质碳酸锂项目、ADC 发泡剂一体化项目、镁钠资源综合利用金属镁一体化项目等。预计综合利用项目将从 2011-2012 年开始贡献业绩，其中综合利用一期工程已投产。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2011-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 2.29、2.69 元/股，以停牌前收盘价 57.77 元计算，对应 PE 为 25 及 21 倍，给予公司“谨慎推荐”投资评级。
- **风险提示：**公司产品下游需求疲软；公司产品价格大幅下滑。

¹ 报告贡献人：郝力芳

图表 1: 2009 年以来钾肥价格 单位: 元/吨



资料来源: 公司公告、中邮证券研发部

图表 2: 公司盈利预测 单位: 百万元

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4068.90	4560.12	4951.63	7020.00	8120.00
减: 营业成本	936.04	1622.93	2080.04	1404.00	1624.00
营业税金及附加	159.44	332.92	363.32	434.23	502.27
营业费用	71.53	326.60	639.07	510.74	590.77
管理费用	159.20	173.78	186.37	268.80	310.92
财务费用	66.87	43.89	28.87	-51.11	-163.86
资产减值损失	0.16	9.01	0.44	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	44.12	0.00	0.00	702.00	812.00
营业利润	2718.28	2050.99	1653.51	5155.35	6067.91
加: 其他非经营损益	282.88	411.61	537.31	0.00	0.00
利润总额	3001.16	2462.60	2190.82	5155.35	6067.91
减: 所得税	450.41	371.01	328.73	773.30	910.19
净利润	2550.75	2091.59	1862.09	4382.05	5157.72
减: 少数股东损益	1186.42	861.84	754.15	744.95	876.81
归属母公司股东净利润	1364.33	1229.75	1107.93	3637.10	4280.91
每股收益 (元)	1.778	1.602	1.443	4.739	5.577
全面摊薄每股收益 (元)	0.86	0.77	0.70	2.29	2.69
PE(倍)			83	25	21

资料来源: 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司(以下简称“公司”)是经中国证券监督管理委员会批准设立,注册地及公司总部设在西安,目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为:中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局,公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年,从事单一经纪业务。2006 年 4 月,公司完成了第一次增资扩股,引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东;2009 年 3 月,公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格,完成了由单一业务范围向多元化经营的突破;2009 年 10 月,经中国证监会和国家工商总局审批同意后,公司在西安市工商局办理了登记注册手续,正式更名为“中邮证券有限责任公司”;2009 年 10 月 21 日,西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》;2010 年 11 月,公司取得证券投资基金销售业务资格,使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部,分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名,保有客户数量 5 万余人,管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准,开展证券经纪业务。业务内容包括:证券的代理买卖;代理证券的还本付息、分红派息;证券代保管、鉴证;代理登记开户;

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有:中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准,开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金,以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。