

盐湖钾肥 (000792)

增持/维持评级

股价: RMB57.77

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赵森

(0755)8236 8536

zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

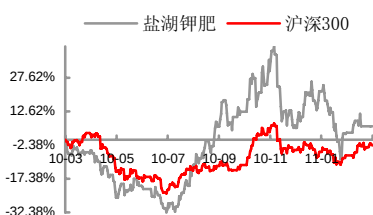
相关研究

《钾肥龙头, 受益行业趋势好转》100831

基础数据

总股本 (百万股)	768
流通 A 股 (百万股)	768
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	44,341

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩低于预期 2011 趋势向好

——盐湖钾肥 2010 年报点评

- **业绩低于预期。**盐湖钾肥 2010 年报, 实现营业收入 49.5 亿元, 同比增长 8.59%, 净利润 11.08 亿元, 同比下降 9.91%, EPS 1.44 元, 其中 Q4 EPS 仅为 0.09 元。全年 ROE 28.7%, 同比降低 11.9 个百分点。公司全年销售均价、销量低于预期, 以及期间费用率上升是业绩低于预期的主要原因。
- **毛利率降低。**公司 2010 年氯化钾均价 2259 元/吨, 同比下降 10.5%, 且由于增加水采船 5000 万元维修费用等, 导致公司单吨氯化钾成本增加 7.3%, 毛利率由 64%下降至 58%。
- **销量未达预期。**公司销量 246 万吨, 同比增长 22%, 低于我们 280 万吨预期, 9 月起价格上涨抑制部分需求。10 年对中化化肥销量骤减, 2011 已预收款 4.3 亿元, 我们认为情况将好转。估算公司 10 年末库存约 132.6 万吨。
- **三项费用增加。**公司三项费用由 09 年 11.9%上升至 17.3%, 其中由于公司承担运费及仓储费用, 营业费用增加 96%。财务费用降低 34%, 但“两湖”合并后, 综合开发项目将导致长期借款增加, 财务费用将有显著增长。
- **现金流充沛, 经营情况良好。**经营性现金流量同比增长 111%, 主要是销售现金及预收款增加。其中预收款高达 30 亿, 同比增长 62%。公司应收账款周转率由 31%提升至 39%, 主要由于中化化肥 2.49 亿元货款收回。
- **钾肥需求向好。**国际农产品价格高位, 钾肥价格接受程度提高, 5 月巴西到岸价将再上调 50 美元至 520-530 美元/吨, 美国本土也将上调 45 美元/吨。北美 1 月钾肥库存是氮磷钾三大肥料中唯一环比下降品种, 国际主要生产商 2 月上旬已将一季度钾肥销售完毕, 中国 1 月进口同比增长 55%, Canpotex 在美洲已开始销售 5 月产品。国内 2 月中上旬, 中化、盐湖钾肥上调国内氯化钾到站价, 其他厂家跟涨 50 元/吨左右。
- **投资建议。**公司将新建 100 万吨/年氯化钾产能, 我们预计 2012 下半年起, 该项目可贡献业绩。我们预计公司合并后, 2011-2012 年 EPS 分别为 2.22 元、2.51 元, 对应停牌前 PE 为 26 倍和 23 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 国际原油价格大幅波动; 天气等因素影响农化产品需求。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4952	8086.0	9015.0	9892.0
(+/-%)	8.59	0.0	11.5	9.7
归属母公司净利润(百万元)	1108	3528.0	3988.0	4431.0
(+/-%)	-9.9	0.0	13.0	11.1
EPS(元)	1.44	2.22	2.51	2.78
P/E(倍)	40.1	26.1	23.1	20.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测 (2011 年起, 预测考虑合并完成后情况)

图表目录

图 1:	成本增加, 均价、毛利率降低.....	3
图 2:	销量增长, 但仍低于预期.....	3
图 3:	公司对中化销售骤减.....	4
图 4:	公司对中化销量骤减.....	4
图 5:	公司销售费用大量增加.....	4
图 6:	三项费用增加.....	4
图 7:	1 月北美钾肥库存下降 8.5 万吨.....	5
图 8:	中国年度合同价格上调, 巴西到岸价涨至 440 美元/吨.....	5
图 9:	1 月氯化钾进口 51 万吨.....	6
图 10:	1 月硫酸钾进口 1 万吨.....	6
图 11:	12 月国内钾肥产量创新高, 55.7 万吨.....	6
图 12:	国产氯化钾价格处于.....	6

2010 业绩低于预期

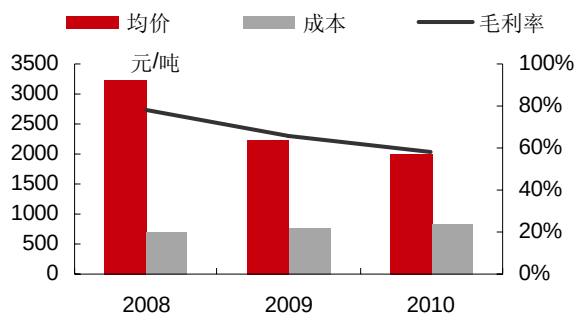
盐湖钾肥 2010 年报业绩低于预期。实现营业收入 49.5 亿元，同比增长 8.59%，净利润 11.08 亿元，同比下降 9.91%，EPS 1.44 元，其中 Q4 EPS 仅为 0.09 元。全年 ROE 28.7%，同比降低 11.9 个百分点。公司全年销售均价、销量低于预期，以及期间费用率上升是业绩低于预期的主要原因。

销售均价降低。2010 年公司钾肥销售均价仅 2259 元/吨，比 2009 年 2523 元/吨下降 10.46%。2010 国内钾肥供给充足，全年进口氯化钾 524 万吨，远高于 2009 年 198 万吨的水平，且 10 年雨雪冰冻天气影响需求，全年钾肥价格低位。

公司近三年氯化钾生产成本逐年增加。2010 年达到 828.9 元/吨，若在氯化钾成本中扣除 5000 万元水采船维修成本后，则公司 2010 生产成本为 808.5 元/吨，同比上升了 36 元/吨，我们认为这可能与盐湖发展公司产销量增加，公司向集团缴纳的 305 元/吨矿产资源使用费增长有关，两公司合并完成后，此项费用将取消。另外，公司生产原料中新增加防结块剂一项，全年采购金额 586 万元。

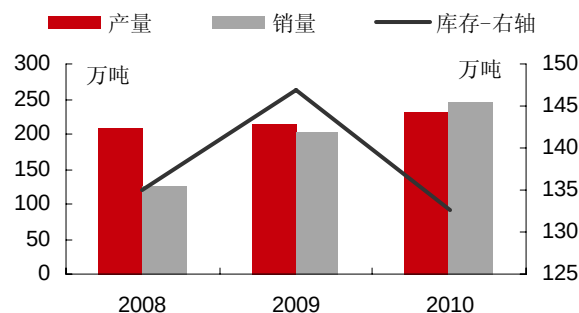
销量低于预期。公司全年销量 246 万吨，未达到我们预期 280 万吨的水平，其中上半年 139 万吨，下半年 107 万吨，显示 9 月起国际钾肥价格带动国内价格上涨后，市场降温，购买力有所下降。根据公司 2008 年末氯化钾库存 135 万吨，及 2009/10 年产销情况推算，2010 年末公司氯化钾库存约 132.6 万吨。

图 1： 成本增加，均价、毛利率降低



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

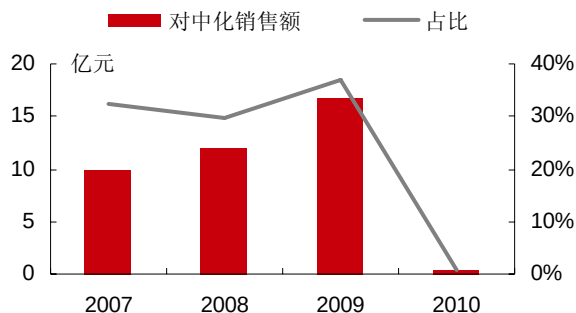
图 2： 销量增长，但仍低于预期



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

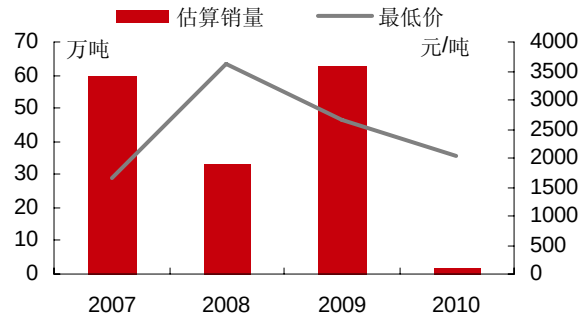
对中化化肥关联交易销售量骤减，2011 有望提升。2010 年公司对中化化肥钾肥销售额仅为 0.32 亿元，按照最低销售价格 2300 元/吨（含税）计算，销量为 1.57 万吨。公司 2007 年-2009 年公司对中化化肥关联交易金额均在 10 亿元/年左右（2007 年，9.86 亿元，占公司全部钾肥销售额的 32.22%；2008，12.05 亿，29.77%；2009，16.74 亿），其中 2009 年按照 3000 元/吨以上（含税）估算，则销量在 60 万吨左右。2010 年末公司已收取中化化肥 4.32 亿元预收款，我们预计公司 2011 对中化销量有望提升。

图 3： 公司对中化销售骤减



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

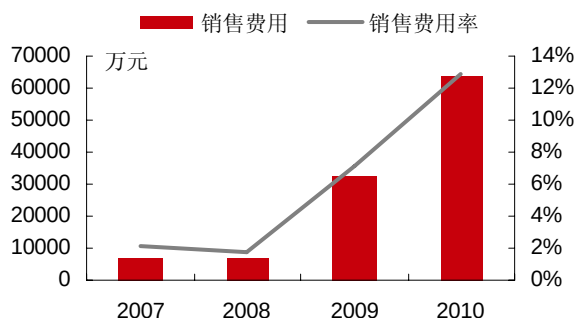
图 4： 公司对中化销量骤减



资料来源：公司公告，注：销量以最低价格估算

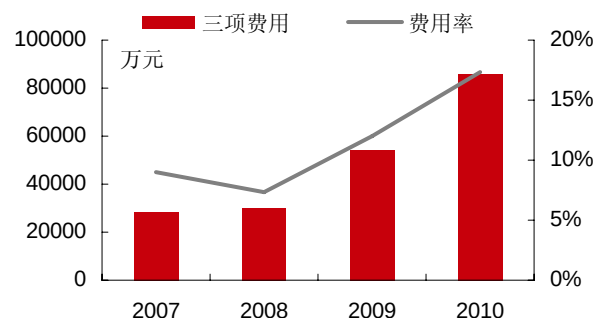
公司三项费用增加。2010 公司三项费用比例由 2009 年的 11.9% 上升至 17.3%，其中营业费用同比增加 96%，2010 公司为应对销售压力仍沿用 2009Q4 起采用的报价包含运费的方式，同时公司在用肥淡季将大量成品运往外地库存，此方式也增加了部分销售成本。由于借款减少，2010 公司财务费用降低 34%。“两湖”合并后，盐湖综合开发项目投资巨大，公司长期借款增加，财务费用将有显著增长。

图 5： 公司销售费用大量增加



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6： 三项费用增加



资料来源：华泰联合证券研究所

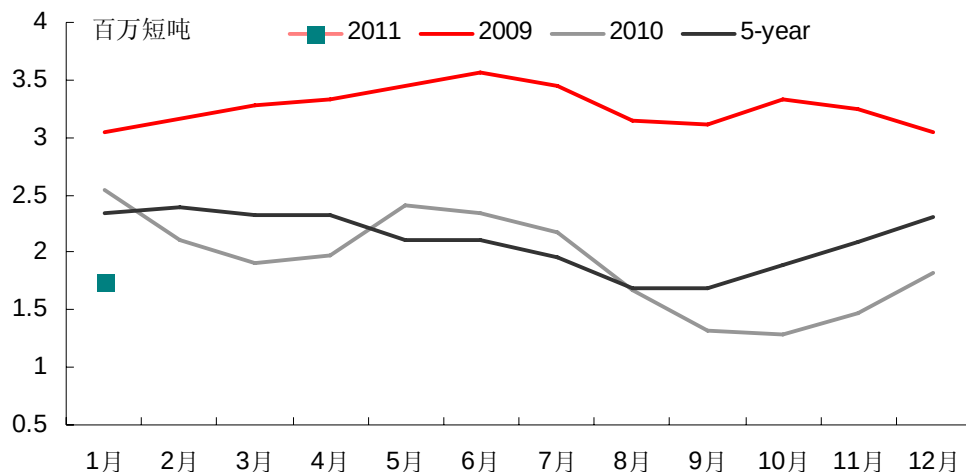
公司流动资产周转率自降低至 77.8%，此前自 2004 年起，该指标持续在 83% 以上。存货周转率则由 1.06 提升至 1.22，2010 销量大于产量，存货降低。

现金流充沛，公司经营情况良好。公司现金流情况良好，其中经营性现金流量同比增长 111%，主要是销售商品收到现金及预收钾肥货款增加所致。其中预收款高达 30 亿，同比增长 62%，显示公司经营情况良好。而公司应收账款周转率由 31% 提升至 39%，主要由于中化化肥 2.49 亿元货款已收回。

2011 钾肥趋势向好

1 月末，北美地区钾肥产量环比增长 4%，但库存下降 8.5 万吨，低于 5 年平均 24%，是三大肥料中唯一库存下降的品种，显示需求向好。以色列 DSW 公司工人及温哥华港口工人罢工事件，及波罗的海结冰影响航运，短期造成钾肥供给紧张。

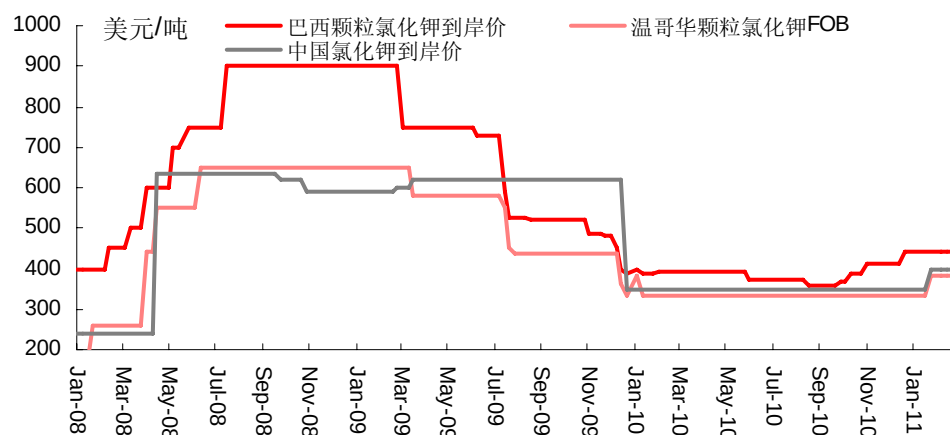
图 7： 1 月北美钾肥库存下降 8.5 万吨



资料来源: POT, 华泰联合证券研究所

中国进口合同价格上调至 400 美元/吨水平，巴西通常不签订长期供货合同，现货市场采购为主，目前价格到岸价格已上调至 470-480 美元/吨，预计从 5 月起将再次上调至 520-530 美元/吨的水平。

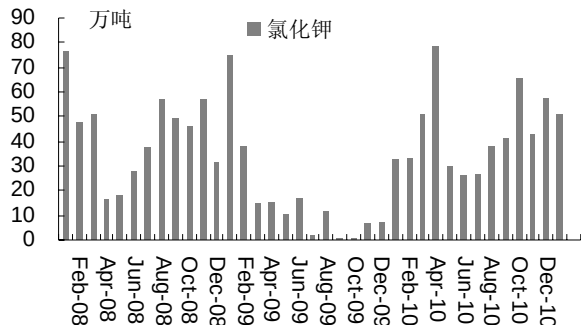
图 8： 中国年度合同价格上调，巴西到岸价涨至 440 美元/吨



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

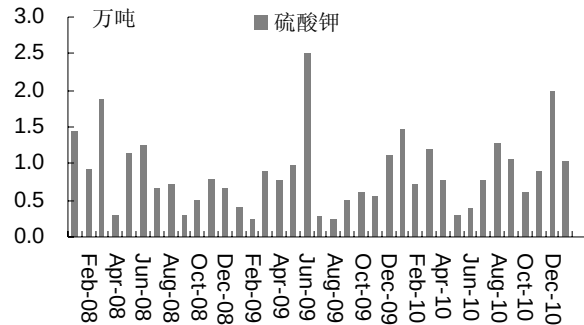
1月氯化钾进口 51 万吨，同比增长 55%，未达到 08-09 年 1 月 70 万吨以上的进口水平，但仍显示国内钾肥需求有所恢复。硫酸钾进口量保持在 1 万吨左右的水平。

图 9： 1 月氯化钾进口 51 万吨



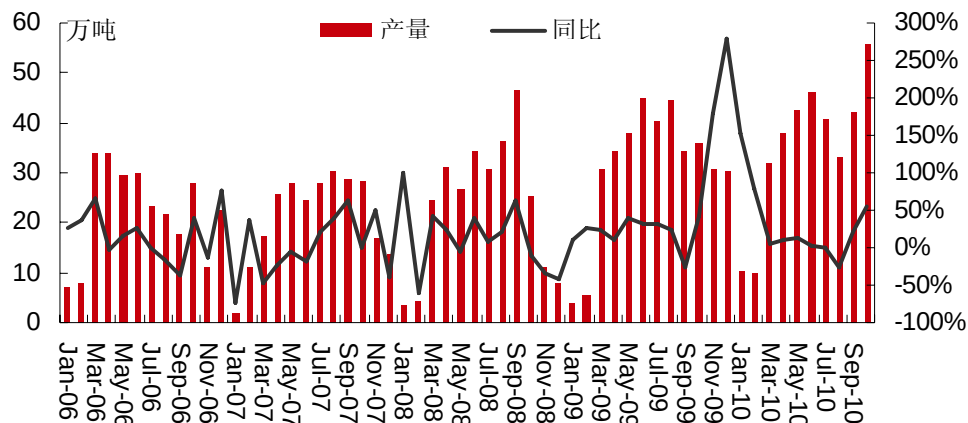
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 10： 1 月硫酸钾进口 1 万吨



资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

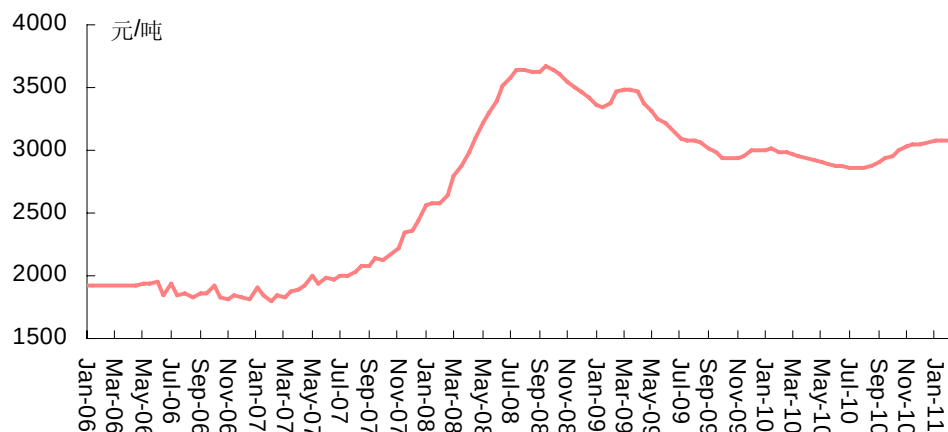
图 11： 12 月国内钾肥产量创新高，55.7 万吨



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

国内钾肥价格跟随国际钾肥价格上涨，预计从 3 月起，青海钾肥陆续复工以及大量进口钾肥到岸，价格上涨趋势将得到一定的抑制。

图 12： 国产氯化钾价格处于



资料来源：商务部，华泰联合证券研究所

投资建议

我们看好农产品中长期牛市下的化肥行情，2009/10 两年，国际、国内钾肥施用水平较低，2011 需求反弹概率大，维持行业“增持”评级。

合并后盐湖钾肥将新建 100 万吨/年氯化钾产能，建设周期 18 个月，我们预计 2012 下半年起，该项目可以贡献产能。我们预计公司合并后，2011-2012 年钾肥销量分别为 290 万吨和 300 万吨，氯化钾含税价格为 2800 元/吨和 3100 元/吨，对应 EPS 分别为 2.22 元和 2.51 元，对应停牌前 PE 为 26 倍和 23 倍，维持“增持”评级。

风险提示

国际原油价格大幅波动；受天气等因素影响，农化产品需求降低。

盈利预测 (2011 年起,预测考虑合并完成后情况)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6720	13063	13567	13698	营业收入	4952	8086	9015	9892
现金	1780	6855	6241	5376	营业成本	2080	2577	2788	2991
应收账款	2	18	21	25	营业税金及附加	363	432	445	472
其他应收款	40	84	88	97	营业费用	639	687	721	791
预付账款	191	475	574	654	管理费用	186	323	361	396
存货	1679	2173	2652	3032	财务费用	29	102	198	230
其他流动资产	3028	3458	3990	4514	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3939	7480	12912	19124	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	41	3	3	3	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	2463	3547	5600	8509	营业利润	1654	3966	4503	5013
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	543	934	1035	1141
其他非流动资	1429	3924	7303	10607	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	10660	20543	26479	32822	利润总额	2191	4900	5538	6154
流动负债	4279	3782	4510	5122	所得税	329	735	831	923
短期借款	0	100	100	100	净利润	1862	4165	4708	5231
应付账款	339	387	418	449	少数股东损益	754	637	720	800
其他流动负债	3940	3295	3991	4573	归属母公司净利	1108	3528	3988	4431
非流动负债	455	3455	3955	4455	EBITDA	1874	4297	5067	5826
长期借款	438	3438	3938	4438	EPS (元)	1.44	2.22	2.51	2.78
其他非流动负	17	17	17	17					
负债合计	4733	7237	8465	9577	主要财务比率				
少数股东权益	2069	2706	3426	4226	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	768	1591	1591	1591	成长能力				
资本公积	208	2600	2600	2600	营业收入	8.6%	63.3%	11.5%	9.7%
留存收益	2603	6131	10118	14549	营业利润	-19.4%	139.9	13.5%	11.3%
归属母公司股	3857	10600	14588	19019	归属母公司净利	-9.9%	218.4	13.0%	11.1%
负债和股东	10660	20543	26479	32822	获利能力				
					毛利率(%)	58.0%	68.1%	69.1%	69.8%
					净利率(%)	0.0%	43.6%	44.2%	22.4%
					ROE(%)	28.7%	33.3%	27.3%	23.3%
					ROIC(%)	31.3%	33.3%	24.7%	19.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.4%	35.2%	32.0%	29.2%
					净负债比率(%)	9.68%	54.42	52.43	51.56
					流动比率	1.57	3.45	3.01	2.67
					速动比率	1.18	2.87	2.42	2.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.52	0.38	0.33
					应收账款周转率	34	85	48	44
					应付账款周转率	6.39	7.10	6.93	6.90
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新)	0.70	2.22	2.51	2.78
					每股经营现金流	1.33	1.41	3.07	3.56
					每股净资产 (最)	2.42	6.66	9.17	11.95
					估值比率				
					P/E	82.96	26.05	23.05	20.74
					P/B	23.83	8.67	6.30	4.83
					EV/EBITDA	24	10	9	8

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn