

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号: S0500511010012

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号: S0500511010012

联系人:

陈刚

Tel: 021-68634518-8221

E-mail: cg3264@xcsc.com

事件

- **盐湖股份公告:** 2011年6月10日, 公司与中川国际矿业控股有限公司(简称“中川矿业”) 在“2011 中国·青海绿色经济投资贸易洽谈会”上, 就将加拿大 KP-488 项目建设成为我国海外钾盐生产基地达成合作意向, 签署了《合作开发加拿大 300 万吨钾盐基地战略合作协议》。项目投资总额约 32 亿美元, 其中需取得国家支持资金 20-25 亿美元。

点评

- **KP-488 钾盐资源丰富、品质优良:** 中川矿业于 2010 年取得了加拿大萨斯喀彻温省 KP488 钾盐矿床采矿权。KP488 钾盐矿床勘查区位于加拿大萨斯喀彻温省的南中部, 西北方向距省会萨斯喀通市 55 公里, 东南距贾纳市 170 公里, 面积 96 平方公里。根据公开资料, 该钾矿具有 5 亿吨以上氯化钾储量, 品位达 28%-38%, 是目前国内企业在海外获得的资源量最大、钾含量最高的钾石盐矿。

- **布局海外, 战略意义重大:**

缓解海外钾资源垄断。我国钾资源匮乏, 储量仅为世界的 2%。2010 年, 我国钾肥表观消费量在 924 万吨左右, 进口依存度 58%, 其中氯化钾进口量为 524 万吨左右。此项目将形成 300 万吨的钾盐规模, 若顺利推进, 这将缓解我国钾肥近半左右的进口压力, 有效减轻国外钾资源联合体哄抬资源价格的影响。

进一步提升公司盈利。公司目前氯化钾产能约 230 万吨/年, 另外 100 万吨/年的固液转换项目在建。若此项目顺利进行, 公司钾肥生产能力将超 600 万吨/年, 有效提升公司的资源价值, 在钾资源不断涨价的趋势中, 公司业绩将会出现新的增长。

- **中印钾肥合同无果, 国内外价格持续涨价:** 根据 5 月末结束的蒙特利尔 IFA 会议消息, 备受关注的中国、印度两大钾肥合同因价格等方面原因, 仍未签订。国际市场方面, BPC 与 Canpotex 对巴西市场氯化钾继续上调 30 美元, 即 550-560 美元, 较年初上涨了 150 美元左右; 国内方面, 既盐湖股份 5 月初上调 100 元/吨之后, 5 月末公司继续上调 100 元/吨, 现 60%氯化钾价格为 3100 元/吨。虽然因气候因素国内钾肥使用量有所下降, 但今年 1-4 月国内钾肥进口同比下降 20%左右, 供需仍旧偏紧, 预计钾肥未来仍将保持高位。
- **估值和评级:** 由于公告项目仍为意向性, 能否顺利实施有待观察, 我们维持此前对公司的估值判断, 2011-2013 年每股收益分别为 2.35 元、3.13 元和 3.63 元, 对应动态市盈率分别为 24 倍、18 倍、15 倍, 考虑到钾肥近期的景气度及其优良的防御性, 维持公司“增持”评级。

估值表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6720	9393	14419	19828	营业收入	4952	6278	8142	9567
现金	1780	3717	7259	11311	营业成本	2080	2143	2454	2882
应收账款	2	144	192	227	营业税金及附加	363	424	573	669
其他应收款	40	83	105	123	营业费用	639	573	819	978
预付账款	191	406	469	535	管理费用	186	248	318	371
存货	1679	2073	2418	2843	财务费用	29	22	24	34
其他流动资产	3028	2970	3976	4788	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3939	3783	3539	3281	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	27	30	32	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2463	3555	3451	3190	营业利润	1654	2866	3954	4632
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	543	414	427	437
其他非流动资产	1429	194	52	53	营业外支出	6	4	11	10
资产总计	10660	13176	17959	23109	利润总额	2191	3277	4371	5060
流动负债	4279	4020	5087	5936	所得税	329	492	656	759
短期借款	0	0	0	0	净利润	1862	2785	3715	4301
应付账款	339	436	486	557	少数股东损益	754	983	1311	1518
其他流动负债	3940	3584	4601	5379	归属母公司净利润	1108	1802	2404	2783
非流动负债	455	444	445	446	EBITDA	1874	3096	4234	4927
长期借款	438	438	438	438	EPS (元)	1.44	2.35	3.13	3.63
其他非流动负债	17	6	7	8	主要财务比率				
负债合计	4733	4465	5532	6382	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2069	3052	4363	5881	成长能力				
股本	768	768	768	768	营业收入	8.6%	26.8%	29.7%	17.5%
资本公积	208	208	208	208	营业利润	-19.4	73.3%	37.9%	17.1%
留存收益	2603	4405	6809	9591	归属于母公司净利	-9.9%	62.7%	33.4%	15.8%
归属母公司股东权	3857	5659	8063	10846	获利能力				
负债和股东权益	10660	13176	17959	23109	毛利率(%)	58.0%	65.9%	69.9%	69.9%
现金流量表					净利率(%)	22.4%	28.7%	29.5%	29.1%
单位: 百万元					ROE(%)	28.7%	31.8%	29.8%	25.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	31.3%	44.4%	59.2%	66.6%
经营活动现金流	2112	1889	3567	4085	偿债能力				
净利润	1862	2785	3715	4301	资产负债率(%)	44.4%	33.9%	30.8%	27.6%
折旧摊销	192	208	256	261	净负债比率(%)	9.68%	12.50%	10.26%	8.96%
财务费用	29	22	24	34	流动比率	1.57	2.34	2.83	3.34
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.18	1.82	2.36	2.86
营运资金变动	2	-1066	-427	-511	营运能力				
其他经营现金流	27	-60	-1	0	总资产周转率	0.49	0.53	0.52	0.47
投资活动现金流	-297	-46	-10	-2	应收账款周转率	34	77	48	46
资本支出	301	60	8	0	应付账款周转率	6.39	5.53	5.32	5.52
长期投资	0	-14	2	2	每股指标(元)				
其他投资现金流	4	0	0	0	每股收益(最新摊)	1.44	2.35	3.13	3.63
筹资活动现金流	-1230	95	-14	-31	每股经营现金流	2.75	2.46	4.65	5.32
短期借款	-30	0	0	0	每股净资产	5.03	7.37	10.51	14.13
长期借款	-79	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	38.49	23.66	17.74	15.32
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	11.06	7.54	5.29	3.93
其他筹资现金流	-1122	95	-14	-31	EV/EBITDA	48	29	21	18
现金净增加额	584	1937	3542	4052					

资料来源: 湘财证券研究所

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。