

分析师：于娃丽
执业证书编号：S0050511040003
Tel：010-59355991
Email：yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

盐湖股份(000792.SZ)

产品价格上涨提升业绩

投资要点

● 1、备受关注的钾肥下半年进口谈判已取得进展，中国与BPC公司达成的供货价格为中国到港价470美元/吨，较上半年400美元/吨的价格上涨了17.5%，合同量为60万吨。另外俄罗斯两大钾肥生产商乌拉尔钾肥与西利维尼特合并完成，去年两公司氯化钾总产量达到1030万吨，总出口量达到830万吨，约占全球出口总量的21%~22%，合并后成为世界第二大钾肥生产商。随着钾肥产业集中度的提高，未来钾肥巨头在钾肥价格谈判中的话语权也将进一步提升。

● 2、470美元的到港价相对于国内售价3250元-3300元/吨左右，与盐湖股份60%KCl3100元/吨的销售价格还存在着一定的价差；且目前国内港口钾肥库存为55-60万吨左右，处于历史较低水平，因此我们认为国内钾肥生产企业未来上调价格的可能性较大。

综合评价及评级调整：

作为国内最大的氯化钾生产企业，盐湖股份目前产能230-250万吨，2012年百万吨项目投产后产能达350万吨，我们上调公司2011年、2012年EPS至2.30元、3.17元，目前公司11年、12年市盈率分别为25.6、18.6倍。虽然公司相对于化工股的平均市盈率较高，但由于公司的钾肥生产销售在国内处于垄断地位，因此我们仍然维持其买入评级。

风险提示：

农产品种植面积大幅减少，影响化肥施用

化工

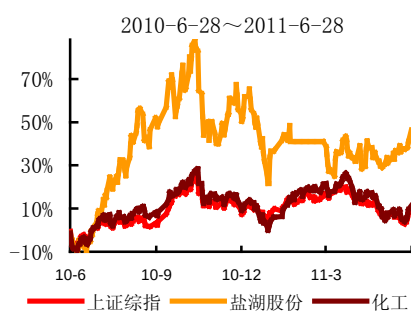
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	

市场数据

市价(元)	59.93
上市的流通A股(亿股)	4.78
总股本(亿股)	15.91
52周股价最高最低(元)	36.45-78.05
上证指数/深证成指	2758.23/12026.29
2010年股息率	3.09%

52周相对市场表现



相关研究

《业绩低于预期 期待价格上涨》
2011-03-08

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4951.63	7180	10411	11972
增长率(%)	8.58	45.00	45.00	15.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1107.93	3656	5041	5735
增长率(%)	-9.90	229.99	37.87	13.78
毛利率(%)	57.99	67.14	65.44	65.50
净资产收益率(%)	28.72	71.2	73.0	64.4
EPS(元)	1.44	2.30	3.17	3.61
P/E(倍)	86.03	25.6	18.6	16.3
P/B(倍)	11.91	7.81	6.79	6.32

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6720	7891	10060	12539
现金	1780	1827	2661	3666
应收账款	3070	3991	4989	6236
其它应收款				
预付账款				
存货	1679	1824	2100	2250
其他	191	248	310	388
非流动资产	10942	13743	16231	18478
长期投资	41	41	41	41
固定资产	3868	3964	3998	3999
无形资产	6	6	6	6
其他				
资产总计	10660	11925	14128	16609
流动负债	4279	4387	5136	5698
短期借款	20	20	20	20
应付账款	341	371	427	457
其他	3917	3997	4689	5221
非流动负债	455	470	484	499
长期借款	438	438	438	438
其他	17	32	46	61
负债合计	4733	4857	5620	6197
少数股东权益	754	629	729	963
股本	768	1590	1590	1590
资本公积金	208	208	208	208
留存收益	2028	4429	3729	5320
归属母公司股东权益	2069	1732	680	964
负债和股东权益	10660	11925	14128	16609
现金流量表				
单位：百万元	2010	2011E	2011E	2012E
经营活动现金流	2275	2082	3362	4249
净利润	1108	2668	3427	4528
折旧摊销	192	205	266	299
财务费用	29	12	7	(4)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	725	(1000)	(573)	(898)
其它	258	209	241	319
投资活动现金流	2275	2082	3362	4249
资本支出	(651)	(301)	(301)	(301)
长期投资	0	0	0	0
其他	19	0	0	0
筹资活动现金流	(1040)	(1734)	(2227)	(2943)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(79)	0	0	0
支付股利、利息	(741)	(1734)	(2227)	(2943)
其它融资现金流	600	0	0	0
现金净增加额	584	47	833	1005

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4952	7180	10411	11972
营业成本	2080	1993	3067	3520
营业税金及附加	363	366	531	611
营业费用	639	302	437	503
管理费用	186	252	365	419
财务费用	29	26	23	(4)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1654	4242	5988	6924
营业外净收入	537	800	800	800
营业外支出				
利润总额	2191	5042	6788	7724
所得税	329	756	1019	1159
净利润	1862	4286	5769	6565
少数股东损益	754	629	729	829
归属母公司净利润	1108	3656	5041	5735
EBITDA	1874	4473	6278	7219
EPS（元）	1.44	2.30	3.17	3.61
主要财务比率				
	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	4952	6437	8046	10058
营业利润	1654	3079	4089	5661
归属母公司净利润	1108	2668	3427	4528
获利能力				
毛利率	50.66%	58.81%	61.69%	67.03%
净利率	22.38%	41.45%	42.59%	45.02%
ROE	28.72%	55.69%	57.20%	59.78%
ROIC	23.17%	38.14%	44.98%	56.61%
偿债能力				
资产负债率	44.41%	40.73%	39.77%	37.31%
净负债比率				
流动比率	1.57	1.80	1.96	2.20
速动比率	1.18	1.38	1.55	1.81
营运能力				
存货周转率	1.24	1.20	1.19	1.15
应收帐款周转率	1.61	1.61	1.61	1.61
应付帐款周转率	6.10	5.88	5.85	5.65
每股指标(元)				
每股收益	1.44	1.68	2.16	2.85
每股经营现金	2.96	1.31	2.11	2.67
每股净资产	5.03	3.01	3.77	4.76
估值比率				
P/E	86.03	25.6	18.6	16.3
P/B	11.91	7.81	6.79	6.32
EV/EBITDA	23.90	13.59	10.27	7.52

分析师简介

2007年4月毕业于天津大学化工学院，工学硕士。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责化工行业及上市公司的研究工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn