

中报业绩符合预期，未来盈利逐步上行

公司研究简报

◆事件:

公司公布 11 年中期业绩预增公告，预计 2011 年 1-6 月业绩同比增长 70-120%，预计每股收益 0.98 元/股，我们认为其业绩符合预期。

◆点评:

公司业绩分析：公司二季度业绩环比小幅提升 8.5%，我们认为此符合预期。主要原因是价格走高，二季度国内钾肥价格监测均价为 2998 元/吨，较一季度价格环比上涨 5.48%。目前盐湖 60%粉钾出厂价为 3150 元/吨。

◆下半年钾肥价格趋势向上，公司业绩成长有保证:

从外国市场来看，中国下半年钾肥大合同敲定在 CFR450-470 美元/吨为下半年全球价格走高定下基调，另外由于国际供货吃紧，据悉钾肥巨头 BPC 和 Canpotex 对巴西和东南亚订单船期已经排至 8 月，而首批中国大合同货源的到埠将可能也要推迟至 8 月左右。在供应紧张的局面下，预计国际钾肥现货价格下半年将接近 CFR500 美元/吨。

从国内市场看，国内港口库存 (55-60 万吨) 处于低位，而 6 月份后青海地区发运的好转将使得成交量有所放大。价格上，按照经验，中化等进口商将至少按照上沿即 CFR470 美元/吨定国内销售价格，即 3300 元/吨。而盐湖股份 6 月下旬的提价 (送到价从 3100 元/吨上调至 3300 元/吨) 也基本顺应了下半年钾肥价格的上升趋势。

从化肥比价效应看，目前钾元素相比氮磷的溢价在 10-15% 左右，符合正常水平，未来价格有较强支撑。

◆长期看垄断程度不断提升，钾肥是农产品牛市中必然受益品种:

国际农产品长期牛市形成，全球定价的钾肥是农产品景气产业链中必然受益的品种。并且从俄罗斯乌拉尔和希尔维尼特两钾肥巨头合并来看，未来全球钾肥垄断程度将不断提升。

◆维持“买入”的投资评级，给予目标价 70 元:

预计公司 11-13 年 EPS 2.30 元、3.16 元、3.65 元，公司作为资源类上市公司可以享受超过行业平均的估值水平，未来 100 万吨/年固液转换钾肥项目预计 1-2 年达产将明显增加公司价值，而盐湖综合开发一期、二期、金属镁一体化等项目将为公司提供新的利润增长点。因此我们维持对公司“买入”评级，给予公司目标价 70 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	4,560	4,952	7,205	9,628	10,925
营业收入增长率	12.07%	8.59%	45.50%	33.64%	13.47%
净利润 (百万元)	1,230	1,108	3,662	5,026	5,803
净利润增长率	-9.86%	-9.91%	230.52%	37.24%	15.47%
EPS (元)	0.77	0.70	2.30	3.16	3.65
ROE	40.63%	28.72%	48.70%	42.76%	35.26%
P/E	77	85	26	19	16

买入 (维持)

当前价/目标价: 59.21/70.00 元

目标期限: 12 个月

分析师

程磊 (执业证书编号: S0930510120003)

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

王席鑫 (执业证书编号: S0930511020001)

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

张力扬 (执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

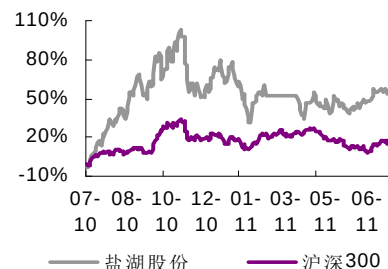
总股本(亿股): 15.91

总市值(亿元): 941.74

一年最低/最高(元): 36.90/78.05

近 3 月换手率: 24.65%

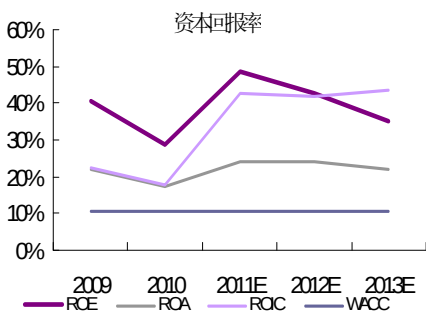
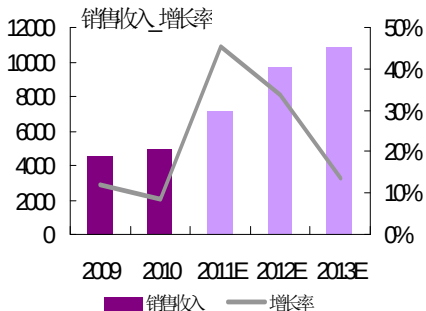
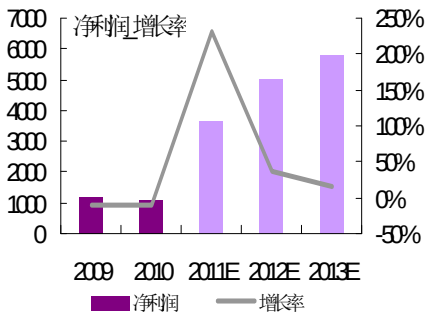
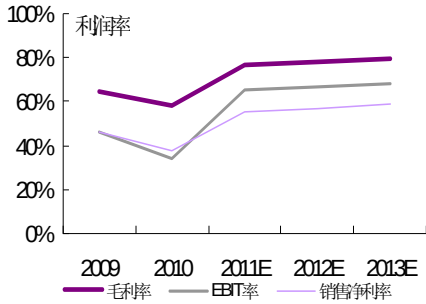
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.73	13.90	38.92
绝对	6.34	6.30	57.18

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,560	4,952	7,205	9,628	10,925
营业成本	1,623	2,080	1,678	2,101	2,279
折旧和摊销	175	192	256	348	438
营业税费	333	363	231	308	350
销售费用	327	639	295	395	448
管理费用	174	186	274	366	415
财务费用	44	29	44	-9	-82
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,051	1,654	4,661	6,442	7,533
利润总额	2,463	2,191	4,661	6,442	7,533
少数股东损益	862	754	300	450	600
归属母公司净利润	1,229.75	1,107.93	3,661.94	5,025.71	5,803.26

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	9,489	10,660	16,346	22,780	29,146
流动资产	6,002	6,720	11,153	16,435	21,742
货币资金	1,196	1,780	6,021	8,779	13,413
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	254	2	129	195	149
应收票据	2,458	3,028	3,389	5,202	5,908
其他应收款	53	40	108	111	126
存货	1,738	1,679	1,339	1,882	1,905
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	41
固定资产	2,290	2,463	3,753	4,920	5,976
无形资产	5	6	6	6	5
总负债	4,371	4,733	6,458	8,208	9,267
无息负债	3,425	4,275	5,920	7,670	8,729
有息负债	947	458	538	538	538
股东权益	5,118	5,926	9,888	14,572	19,880
股本	768	768	1,591	1,591	1,591
公积金	673	783	181	181	181
未分配利润	1,340	2,028	5,469	9,703	14,411
少数股东权益	2,091	2,069	2,369	2,819	3,419

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,001	2,112	5,693	5,029	7,140
净利润	1,230	1,108	3,662	5,026	5,803
折旧摊销	175	192	256	348	438
净营运资金增加	1,081	-428	136	2,483	529
其他	-1,486	1,240	1,639	-2,827	370
投资活动产生现金流	-317	-297	-1,500	-1,500	-1,500
净资本支出	291	300	1,500	1,500	1,500
长期投资变化	41	41	0	0	0
其他资产变化	-649	-637	-3,000	-3,000	-3,000
融资活动现金流	-1,434	-1,230	47	-771	-1,006
股本变化	0	0	823	0	0
债务净变化	181	-489	80	0	0
无息负债变化	1,219	851	1,645	1,750	1,058
净现金流	-751	584	4,241	2,758	4,634

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.07%	8.59%	45.50%	33.64%	13.47%
净利润增长率	-9.86%	-9.91%	230.52%	37.24%	15.47%
EBITDA 增长率	-21.87%	-17.46%	164.74%	36.67%	16.35%
EBIT 增长率	-23.62%	-19.69%	179.67%	36.72%	15.83%
估值指标					
PE	77	85	26	19	16
PB	31	24	13	8	6
EV/EBITDA	23	28	20	14	12
EV/EBIT	25	31	21	15	13
EV/NOPLAT	30	36	25	18	15
EV/Sales	12	10	14	10	9
EV/IC	7	6	10	8	7
盈利能力 (%)					
毛利率	64.41%	57.99%	76.71%	78.18%	79.14%
EBITDA 率	49.79%	37.85%	68.86%	70.42%	72.21%
EBIT 率	45.94%	33.98%	65.31%	66.81%	68.20%
税前净利润率	54.00%	44.24%	64.70%	66.91%	68.95%
税后净利润率 (归属母公	26.97%	22.38%	50.83%	52.20%	53.12%
ROA	22.04%	17.47%	24.24%	24.04%	21.97%
ROE (归属母公司) (摊	40.63%	28.72%	48.70%	42.76%	35.26%
经营性 ROIC	22.19%	17.81%	42.51%	41.96%	43.35%
偿债能力					
流动比率	1.56	1.57	1.89	2.15	2.50
速动比率	1.11	1.18	1.67	1.91	2.28
归属母公司权益/有息债务	3.20	8.42	13.98	21.84	30.60
有形资产/有息债务	9.98	23.21	30.31	42.27	54.11
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.77	0.70	2.30	3.16	3.65
每股红利	0.19	0.00	0.50	0.69	0.81
每股经营现金流	0.63	1.33	3.58	3.16	4.49
每股自由现金流(FCFF)	0.37	1.10	1.66	1.17	2.97
每股净资产	1.90	2.43	4.73	7.39	10.35
每股销售收入	2.87	3.11	4.53	6.05	6.87

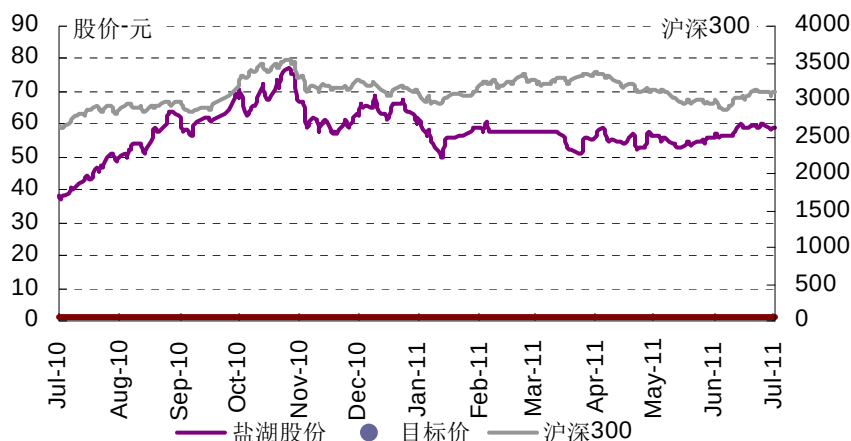
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

盐湖股份 (000792)



日期	股价	目标价	评级
2009-08-03	60.46	70.00	买入
2009-08-10	58.10	70.00	买入
2009-08-17	52.54	70.00	买入
2009-08-24	51.74	70.00	买入
2009-08-31	54.30	70.00	买入
2010-07-12	39.00	50.00	买入
2011-04-18	57.99	50.00	买入
2011-06-07	53.93	65.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com