

盐湖资源价值待挖掘，低成本纯碱形成业绩拐点

公司研究简报

◆公司依托青海柯柯及内蒙古吉兰泰两大盐湖资源，价值值得挖掘：

公司拥有青海柯柯盐湖 12.2 平方公里的盐湖资源，其巨大潜力未受到市场关注。据查盐湖固体矿层及卤水储量分别达到 10.3 亿吨和 2.39 亿吨，计算得其中仅氯化钠就含有 7.93 亿吨，其余包括氯化钾 365 万吨以及丰富的镁系列资源。且青藏铁路专用线直达，交通便利。除柯柯盐湖外，公司内蒙古吉兰泰盐湖原盐成本极低（仅 60-80 元/吨），目前吨净利达 90 元，未来将充分受益于并矿盐成本推动造成的原盐价格上涨。

◆即将投产的低成本 100 万吨/年纯碱项目形成公司业绩拐点：

公司控股的青海昆仑碱业 100 万吨纯碱项目将于今年 8 月试车，预计年内达产。纯碱行业作为传统的周期性行业，其价值的关键在于成本控制能力。由于控股公司享有青海柯柯盐湖丰富资源，且当地石灰石价格低廉，因此我们分析纯碱的完全成本低于 600 元/吨，按目前市场价格吨净利超过 500 元/吨。假设 12 年纯碱年均出厂价格在 1600 元/吨（含税），我们预计昆仑碱业将带给公司 EPS0.66 元，成为公司业绩大幅增长的拐点。

◆公司还有不为市场关注的煤炭及石灰石资源：

公司拥有丰富的内蒙古煤炭及石灰石资源，公司旗下煤矿有 60 万吨/年巴音井田、45 万吨/年千里沟福利煤炭（51%权益）、30 万吨/年黄土川煤矿，目前皆处于建设阶段，出产工程煤。我们测算工程煤业务将为公司 12-13 年分别贡献 0.17 元/股和 0.34 元/股。

◆资源支撑下金属钠、氯酸钠业务成本优势强，核级钠国内唯一且 15 年有望贡献业绩：

在强大资源属性下公司深挖盐产业链。目前公司是全球最大的金属钠供应商，国内最大的氯酸钠企业。由于两者均是高耗能及资源性产品（其中金属钠需耗电 10500 度，氯酸钠耗 5500 度电），因此在公司盐湖资源及自备电厂支撑下其产品成本优势突出。

中国实验快堆突破将加快推进第四代核电，公司核级钠全国唯一，2015 年有望率先在三明快堆示范项目上突破。初步测算该电站约需 8000 吨核级钠作为冷却剂，可贡献业绩约 0.37 元。

◆手握两盐湖及丰富煤炭资源，纯碱业务明年将成就公司业绩的拐点。给予“买入”评级，目标价 20 元：

我们认为公司手握两大盐湖丰富资源，其中柯柯盐湖有望从目前原盐开采的初级阶段向综合利用方向发展。12 年后 100 万吨纯碱项目及内蒙煤炭项目将开始贡献业绩，另外公司作为央企中国盐业总公司旗下上市公司平台，存在资本运作的巨大空间。

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.22/1.02/1.36 元，考虑到公司经营拐点已现，而且 12 年后将迎来爆发性发展，可更多的参考 12 年的估值。因此我们给予公司“买入”的投资评级，按照 2012 年 20 倍 PE 估值，目标价格 20 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,088	1,420	1,631	3,122	3,631
营业收入增长率	7.57%	30.50%	14.87%	91.41%	16.30%
净利润（百万元）	33	55	77	366	487
净利润增长率	-45.55%	69.92%	40.05%	373.00%	32.98%
EPS（元）	0.09	0.15	0.22	1.02	1.36
ROE（摊薄）	3.33%	5.02%	6.59%	23.89%	24.80%
P/E	142	83	60	13	9

买入（首次）

当前价/目标价：12.56/20.00 元

目标期限：12 个月

分析师

程磊（执业证书编号：S0930510120003）

021-22169157

chenglei@ebcn.com

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）

021-22169167

zhangly@ebcn.com

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）

021-22169077

wangxixin@ebcn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebcn.com

市场数据

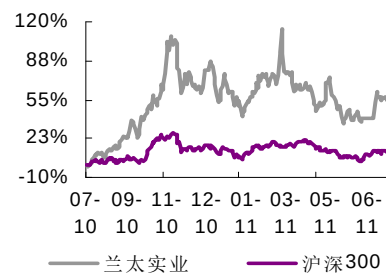
总股本(亿股)：3.59

总市值(亿元)：45.10

一年最低/最高(元)：7.93/17.98

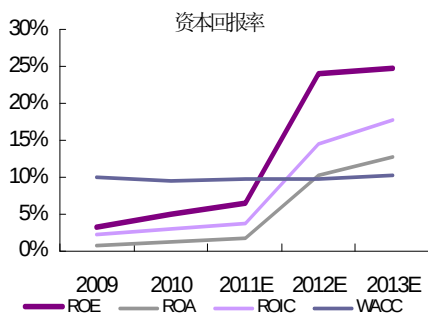
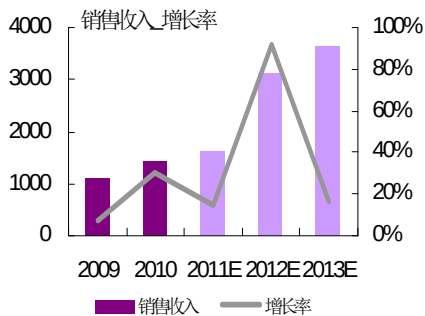
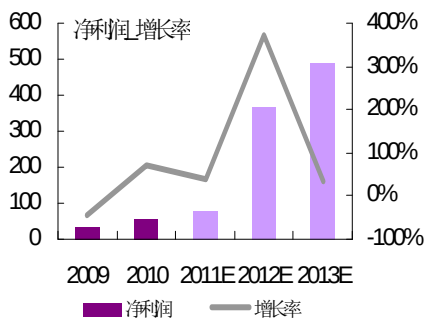
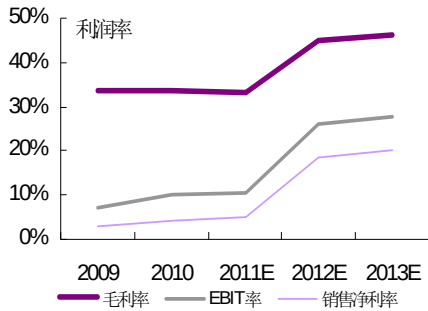
近 3 月换手率：125.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.49	4.61	47.95
绝对	13.98	-2.42	58.26



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,088	1,420	1,631	3,122	3,631
营业成本	724	945	1,091	1,718	1,954
折旧和摊销	97	109	224	242	257
营业税费	27	30	34	66	76
销售费用	127	150	179	265	309
管理费用	127	134	163	237	276
财务费用	68	81	83	110	105
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	21	0	1	1	1
营业利润	30	61	92	710	904
利润总额	41	76	102	722	916
少数股东损益	-1	5	4	211	246
归属母公司净利润	32.55	55.31	77.46	366.40	487.26

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,766	4,724	4,662	5,687	5,780
流动资产	1,639	1,350	1,469	2,656	2,926
货币资金	603	346	326	624	726
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	155	136	94	178	206
应收票据	102	115	117	257	285
其他应收款	23	25	33	61	70
存货	160	232	319	459	543
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	1	0	0	0	0
长期投资	100	100	100	100	100
固定资产	1,111	1,073	1,245	1,312	1,311
无形资产	476	498	473	450	427
总负债	2,461	3,278	3,140	3,595	3,012
无息负债	542	703	731	1,088	1,162
有息负债	1,920	2,575	2,409	2,507	1,849
股东权益	1,305	1,445	1,522	2,092	2,769
股本	359	359	359	359	359
公积金	336	408	416	452	501
未分配利润	282	330	394	716	1,099
少数股东权益	327	343	347	558	804

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	46	31	275	365	982
净利润	33	55	77	366	487
折旧摊销	97	109	224	242	257
净营运资金增加	241	-11	157	863	213
其他	-325	-123	-183	-1,106	26
投资活动产生现金流	-209	-995	-44	-79	-79
净资本支出	534	1,004	99	80	80
长期投资变化	100	100	0	0	0
其他资产变化	-843	-2,098	-143	-159	-159
融资活动现金流	681	708	-250	13	-801
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,006	656	-166	98	-658
无息负债变化	224	161	28	357	75
净现金流	518	-257	-20	298	102

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	7.57%	30.50%	14.87%	91.41%	16.30%
净利润增长率	-45.55%	69.92%	40.05%	373.00%	32.98%
EBITDA 增长率	-16.18%	44.37%	58.67%	166.39%	19.15%
EBIT 增长率	-39.76%	83.87%	23.18%	369.07%	23.06%
估值指标					
PE	142	83	60	13	9
PB	5	4	4	3	2
EV/EBITDA	38	31	19	8	6
EV/EBIT	86	54	44	10	8
EV/NOPLAT	111	68	55	12	10
EV/Sales	6	5	5	3	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	33.45%	33.49%	33.12%	44.97%	46.20%
EBITDA 率	15.98%	17.68%	24.42%	33.99%	34.83%
EBIT 率	7.09%	9.98%	10.71%	26.23%	27.76%
税前净利润率	3.73%	5.36%	6.25%	23.12%	25.23%
税后净利润率 (归属母公	2.99%	3.89%	4.75%	11.73%	13.42%
ROA	0.84%	1.28%	1.75%	10.15%	12.68%
ROE (归属母公司) (摊	3.33%	5.02%	6.59%	23.89%	24.80%
经营性 ROIC	2.23%	2.97%	3.65%	14.57%	17.85%
偿债能力					
流动比率	1.30	0.91	1.09	1.50	2.51
速动比率	1.17	0.75	0.86	1.24	2.05
归属母公司权益/有息债务	0.51	0.43	0.49	0.61	1.06
有形资产/有息债务	1.70	1.63	1.73	2.08	2.88
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.09	0.15	0.22	1.02	1.36
每股红利	0.01	0.02	0.02	0.16	0.19
每股经营现金流	0.13	0.09	0.76	1.02	2.74
每股自由现金流(FCFF)	-1.70	-2.09	0.27	-0.08	2.17
每股净资产	2.72	3.07	3.27	4.27	5.47
每股销售收入	3.03	3.95	4.54	8.69	10.11

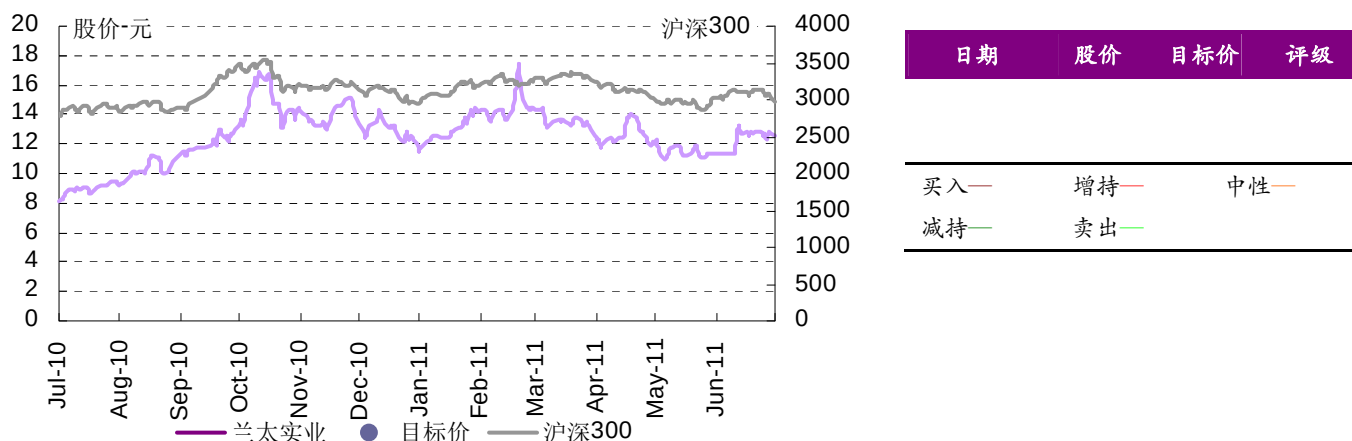
资料来源：光大证券、上市公司

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

兰太实业 (600328)



资料来源：光大证券研究所

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