

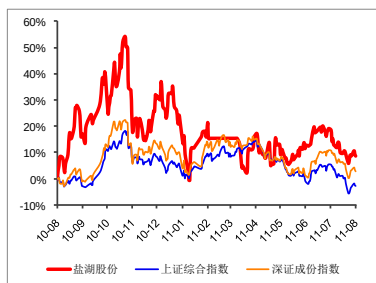
投资评级

谨慎推荐

市场数据

股价（元）	54.40
总股本（百万股）	1590
流通股（百万股）	577
总市值（亿元）	870
流通市值（亿元）	315
近三月最高/最低	61.11/51.01
行业	化工/化肥

股价走势图



研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858131

Email: haolifang@cnpsec.com

相关报告

《新增百万吨级钾肥项目 向资源综合型公司转变——盐湖钾肥（000792）年报点评》

业绩符合预期 钾肥景气持续上升

——盐湖股份（000792）2011 半年报点评

事件：

公司公布半年报。

点评：

● **公司业绩符合预期：**上半年，公司实现营业收入 36.9 亿元，较上年同期增长 13.3%；归属于母公司股东的净利润 16.4 亿元，较上年同期增长 8.4%；全面摊薄每股收益为 1.03 元/股，基本符合我们预期。受益于钾肥行业景气的上升，报告期内钾肥价格提升，同时，公司吸收合并集团后生产成本得以降低。

● **氯化钾仍是利润主要贡献者，价格同比上涨 16%：**上半年，氯化钾仍为公司的主要盈利点。报告期内公司销售 142 万吨，略高于去年同期的 139 万吨；平均不含税销售单价 2275 元/吨，比去年同期增加 317 元/吨，同比增长 16%。而且，印度钾肥合同确定下半年合同价在 470 和 490 美元/吨 CFR，明年 1 季度的合同价为 490 和 530 美元/吨 CFR，这将对下半年和明年一季度的国内钾肥出厂价构成支撑。

● **上半年完成对集团的吸收合并，成本得以降低：**2011 年上半年，公司完成对盐湖集团的吸收合并，合并后两公司原持续存在的矿产资源使用费用、药剂、编织袋、给排卤、水、电等关联交易事项自行消除，从而使氯化钾产品的生产成本得以降低，合并后的优势逐渐体现。

● **氯化钾毛利率提升：**上半年，公司主产品氯化钾实现毛利率 76.2%，比去年同期的 60.4%（以盐湖钾肥为主体）增长 15.8%，产品价格的上升及吸收合并后生产成本的降低是毛利率提升的主要原因。以盐湖集团为主体，去年同期毛利率为 74.6%，本期毛利率同比上升 1.6%。

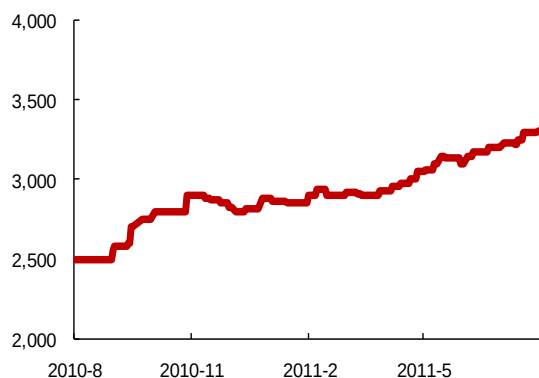
● **资源综合利用项目陆续推进，未来几年逐期释放业绩：**公司资源综合利用项目陆续推进，其中一期工程上半年部分装置已试车并产出合格产品；二期工程基本建成，12 年上半年试车；子公司三元公司的 10 万吨精制氯化钾、三元化工的 10 万吨硫化碱进入试车阶段。随着项目的顺利推进，未来几年将有望陆续释放业绩。

● **盈利预测及投资评级：**基于谨慎原则，暂不考虑资源综合利用项目的利润贡献，我们维持公司 2011-2012 年基本每股收益 2.3、2.7 元，以最新收盘价 54.4 元计算，对应的 PE 分别为 23 及 20 倍，维持“谨慎推荐”投资评级。

● **风险提示：**公司产品下游需求疲软；公司产品价格大幅下滑。

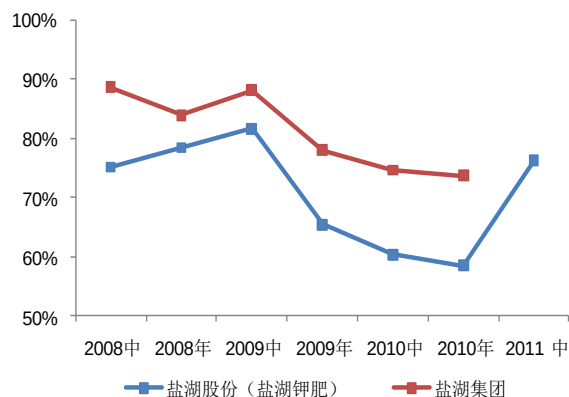
¹报告贡献人：郝力芳

图表 1: 钾肥价格走势 单位: 元/吨



资料来源: 化工在线、中邮证券研发部

图表 2: 公司氯化钾毛利率 (%)



资料来源: 公司财报、中邮证券研发部

图表 3: 公司资源综合利用项目进展情况

资源综合利用项目	项目进展情况
1、综合利用项目一期工程	上半年已经进入部分装置投料试车阶段，部分装置已生产出合格产品
2、综合利用项目二期工程	大部分装置基本建成，预计 2012 年上半年进入试车阶段。
3、盐湖镁钠资源综合利用金属镁一体化工程项目	各装置、供热中心、综合办公楼土建已开工
4、盐湖镁钠资源综合利用甘河项目	部分装置安装
5、子公司三元公司 10 万吨精制氯化钾项目及 间接控股子公司青海盐湖三元化工有限公司 10 万吨硫化碱项目	均已进入试车阶段
6、新建 100 万吨钾肥生产装置项目	正在报批

资料来源: 公司财报、中邮证券研发部

图表 4: 公司盈利预测表 单位: 百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4560.1	4951.6	7400.0	8510.0
减: 营业成本	1622.9	2080.0	1702.0	1787.1
营业税金及附加	332.9	363.3	414.4	476.6

营业费用	326.6	639.1	532.8	612.7
管理费用	173.8	186.4	278.5	320.3
财务费用	43.9	28.9	43.1	49.6
资产减值损失	9.0	0.4	-5.0	0.0
加：投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	2051.0	1653.5	4434.1	5263.7
加：其他非经营损益	411.6	537.3	460.0	500.0
利润总额	2462.6	2190.8	4894.1	5763.7
减：所得税	371.0	328.7	734.1	864.6
净利润	2091.6	1862.1	4160.0	4899.1
减：少数股东损益	861.8	754.2	457.6	538.9
归属母公司股东净利润	1229.8	1107.9	3702.4	4360.2
每股收益（元）	0.77	0.70	2.33	2.74
PE(倍)			23	20

资料来源：公司中报、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司(以下简称“公司”)是经中国证券监督管理委员会批准设立,注册地及公司总部设在西安,目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为:中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局,公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年,从事单一经纪业务。2006 年 4 月,公司完成了第一次增资扩股,引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东;2009 年 3 月,公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格,完成了由单一业务范围向多元化经营的突破;2009 年 10 月,经中国证监会和国家工商总局审批同意后,公司在西安市工商局办理了登记注册手续,正式更名为“中邮证券有限责任公司”;2009 年 10 月 21 日,西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》;2010 年 11 月,公司取得证券投资基金销售业务资格,使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部,分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名,保有客户数量 5 万余人,管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准,开展证券经纪业务。业务内容包括:证券的代理买卖;代理证券的还本付息、分红派息;证券代保管、鉴证;代理登记开户;

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有:中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准,开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金,以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。