

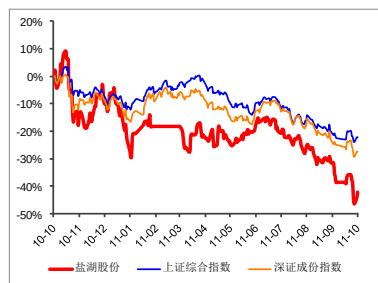
投资评级

谨慎推荐

市场数据

股价（元）	39.44
总股本（百万股）	1590
流通股（百万股）	577
总市值（亿元）	627
流通市值（亿元）	228
近三月最高/最低	57.46/37.03
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》

¹报告贡献人：郝力芳

业绩略低预期 毛利率提升

——盐湖股份（000792）2011 三季度报点评

事件：

公司公布三季度报。

点评：

- **公司三季度净利润同比增长 21%：**公司三季度实现营业收入 18.5 亿元，同比增加 22.1%；净利润 7.8 亿元，同比增长 20.7%；基本每股收益 0.45 元。前三季度实现营业收入 55.4 亿元，同比增加 16.1%；净利润 24.2 亿元，同比增加 12.1%；基本每股收益 1.84 元，全面摊薄基本每股收益 1.52 元，略低于我们的预期。
- **运输影响，公司营业收入略低于预期：**公司前三季度营业收入虽然实现 16.1% 增长，但是收入水平略低于我们预期。我们可看到，三季度虽然氯化钾价格同比上升 20% 以上，但是由于青海铁路运输问题，公司三季度销量低于预期，整体业绩略低于我们预期。
- **毛利率同比提升：**三季度，公司整体毛利率达到 66.0%，比去年同期的 61% 提升了 5 个百分点，公司主导产品氯化钾价格高于去年同期是提升毛利率的主要原因。此外，公司吸收合并后，两公司原持续存在的药剂、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。
- **费用率降低：**三季度，公司三费率（销售、管理、财务费用）18.0%，比去年同期的 20.3% 下降了 2.3 个百分点。两公司合并后，公司原需要支付的矿产资源使用费用等消除，是导致费率降低的原因。
- **盈利预测及投资评级：**由于前三季度业绩略低于预期，我们对公司盈利预测进行一定向下调整，调整后公司 2011-2013 年基本每股收益为 2.0、2.5、2.9 元，以最新收盘价 39.44 元计算，对应的 PE 分别为 20、16 及 14 倍，公司估值较低，维持公司“谨慎推荐”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）
- **风险提示：**公司产品下游需求疲软；公司产品价格大幅下滑。

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4952	7350	8453	9720
净利润(百万元)	1862	3620	4565	5185
基本每股收益(元)	0.70	2.00	2.53	2.87
PE(倍)		20	16	14

资料来源：公司季报、中邮证券研发部

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: 公司单季度毛利率 (%)



资料来源: 公司季报、中报、年报; 中邮证券研发部

图表 3: 公司盈利预测表 单位: 百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4560.1	4951.6	7350.0	8452.5	9720.4
减: 营业成本	1622.9	2080.0	2205.0	2113.1	2430.1
营业税金及附加	332.9	363.3	411.6	473.3	544.3
营业费用	326.6	639.1	529.2	608.6	699.9
管理费用	173.8	186.4	367.5	338.1	388.8
财务费用	43.9	28.9	42.9	49.3	56.7
资产减值损失	9.0	0.4	-5.0	0.0	0.0
加: 投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	2051.0	1653.5	3798.8	4870.1	5600.6
加: 其他非经营损益	411.6	537.3	460.0	500.0	500.0
利润总额	2462.6	2190.8	4258.8	5370.1	6100.6
减: 所得税	371.0	328.7	638.8	805.5	915.1
净利润	2091.6	1862.1	3620.0	4564.6	5185.5

减：少数股东损益	861.8	754.2	434.4	547.7	622.3
归属母公司股东净利润	1229.8	1107.9	3185.6	4016.8	4563.2
每股收益（元）	0.77	0.70	2.00	2.53	2.87
PE(倍)			20	16	14

资料来源：公司季报、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。