

2010年2月5日

盐湖钾肥

2009年净利同比下降10%

A

买入

000792.SZ - 人民币 53.70

目标价格: 人民币 60.50

倪晓曼

(8621) 6860 4866 分机 8319
xiaoman.ni@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	(10)	2	18
相对新华富时A50指数(%)	6	0	11	(21)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	768
流通股(%)	51
流通市值(人民币百万)	22,195
3个月日均交易额(人民币百万)	316
净负债比率(%)	
主要股东(%)	
青海盐湖工业集团	30.6

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

公司2009年实现净利12.3亿元，同比小幅下降10%。考虑2010年钾肥行业景气度恢复，以及与集团合并后公司未来增长更为确定，我们维持其买入评级。

支撑评级的要点

- 公司2009年净利小幅下降主要是由于氯化钾需求低迷导致产品价格同比下滑32%和为促销改变销售政策导致销售费用大幅上升所致。全年公司仍实现了202万吨氯化钾销量，同比大幅提升。
- 考虑2010年国内外钾肥需求的恢复，虽然氯化钾价格不会有大幅提升，但产销量的增加将拉动公司2010年净利同比增长近50%。

评级面临的风险因素

- 盐湖集团新建综合利用项目进度和产品盈利能力低于预期的风险。

估值

- 考虑公司未来增长较为确定，我们将公司估值提升，给予其28倍2010年预期市盈率，结合摊薄后2.16元每股盈利，维持公司目标价60.50元和买入评级。

图表1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	4,069	4,560	5,973	6,442	7,409
变动(%)	31	12	31	8	15
净利润(人民币百万)	1,364	1,230	1,824	2,001	2,321
全面摊薄每股收益(人民币)	1.778	1.602	2.376	2.606	3.024
变动(%)	35.5	(9.9)	48.3	9.7	16.0
市场预期每股收益(人民币)	-	1.878	2.858	3.219	3.560
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.483	2.725	-
调整幅度(%)	-	-	(4.3)	(4.4)	N/A
核心每股收益(人民币)	1.778	1.602	2.376	2.606	3.024
变动(%)	35.5	(9.9)	48.3	9.7	16.0
全面摊薄市盈率(倍)	30.2	33.5	22.6	20.6	17.8
核心市盈率(倍)	30.2	33.5	22.6	20.6	17.8
每股现金流量(人民币)	2.71	1.29	5.55	4.76	5.23
价格/每股现金流量(倍)	19.8	41.5	9.7	11.3	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.3	18.9	11.8	10.6	8.9
每股股息(人民币)	1.200	1.672	0.403	0.700	1.000
股息率(%)	2.2	3.1	0.8	1.3	1.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

估值。虽然盐湖钾肥 2009 年净利同比小幅下滑，但由于钾肥需求的恢复，我们认为 2010 年行业将步入景气回升阶段。另外，由于公司吸收合并盐湖集团完成以后，公司不仅盐湖资源储量增加，并且新建系列项目将在 2010-2012 年之间分别贡献利润，我们对公司未来利润的持续增长较为乐观。考虑公司未来增长较为确定，我们给予公司 28 倍的 2010 年预期市盈率，结合摊薄后 2.16 元每股盈利，维持公司目标价 60.50 元，维持买入评级。

2009 年公司净利同比下降 10%。盐湖钾肥 2009 年实现销售收入 45.6 亿元，同比增长 12%，净利 12.3 亿元，同比微降 10%，该结果略低于我们预期。公司同时宣布 2009 年实行每 10 股派现金 4.03 元的分红方案。

图表 2. 业绩摘要

(人民币 百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
营业额	4,069	4,560	12
销售税金	(159)	(333)	109
净销售额	3,910	4,227	8
销售成本	(936)	(1,623)	73
毛利润	2,973	2,604	(12)
销售费用	(72)	(327)	357
管理费用	(162)	(174)	8
经营利润	2,740	2,104	(23)
投资收益	(2)	0	
财务费用	(67)	(44)	(34)
资产减值	(0)	(9)	
其它	293	412	41
税前利润	2,965	2,463	(17)
所得税	(444)	(371)	(16)
少数股东权益	(1,157)	(862)	(26)
净利润	1,364	1,230	(10)
主要比率 (%)			
毛利率	73.1	57.1	
经营利润率	67.3	46.1	
净利率	33.3	27.0	

资料来源：公司数据

公司 2009 年度生产氯化钾 214 万吨，销售 202 万吨，较好地实现了全年销售目标。但由于钾肥市场需求的低迷，导致其 2009 年氯化钾平均含税价格为 2523 元/吨（公司四季度处理了 30 多万吨 90% 品位产品，拉低了全年销售均价），同比下降 32%，从而拉低其毛利率 16 个百分点至 57.1%。另外，由于公司为了更好消化库存，变更了销售政策，自 09 年中期后，铁路费用和仓储费用大幅上升，导致公司销售费用同比激增 3.6 倍，虽然公司所得税和少数股东权益同比有所下降，但净利同比仍小幅下滑 10%。

未来增长较为确定。由于盐湖钾肥吸收合并盐湖集团的方案已经获得两个公司关键的流通股东的同意，我们预计盐湖钾肥吸收合并盐湖集团的方案基本取得成功。合并后，盐湖钾肥不仅将全部拥有盐湖集团目前所有的青海盐湖资源，并且新建 100 万吨固态液化氯化钾项目进度也将加快，我们预计在 2011 年可贡献利润。并且，盐湖集团正在进行建设的盐湖综合利用一期和二期项目在未来几年也将陆续贡献利润，合并后对公司长远发展较为有利，公司未来业绩增长较为确定。另外，包括中国在内的全球钾肥需求也逐渐恢复，我们预计 2010 年盐湖钾肥可实现氯化钾销量 250 万吨，同比增长 20%，实现氯化钾销售价格 2700 元/吨，同比也有所上升。在假设公司销售政策恢复往年正常情况下，我们预计公司 2010 年可实现净利 18.3 亿元，同比上升 48%。如果考虑公司吸收合并盐湖集团的因素，我们预计 2010 年合并后公司每股盈利将摊薄 10%-15%，即每股 2.16 元。

损益表 (人民币百万)

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,069	4,560	5,973	6,442	7,409
销售成本	(1,051)	(1,956)	(2,183)	(2,285)	(2,593)
运营费用	(68)	(325)	(227)	(187)	(196)
息税折旧前利润	2,950	2,279	3,564	3,971	4,620
折旧与摊销	(163)	(175)	(275)	(349)	415
营业利润(息税前利润)	2,787	2,104	3,289	3,622	4,205
净利润收入/(费用)	(69)	(53)	(62)	(73)	(81)
其它盈利/(亏损)	283	412	538	580	667
税前利润	3,001	2,463	3,764	4,129	4,791
所得税	(450)	(371)	(565)	(619)	(719)
少数股东损益	(1,186)	(862)	(1,376)	(1,509)	(1,751)
净利润	1,364	1,230	1,824	2,001	2,321
核心净利润	1,364	1,230	1,824	2,001	2,321
每股收益(人民币)	1.778	1.602	2.376	2.606	3.024
核心每股收益(人民币)	1.778	1.602	2.376	2.606	3.024
每股派息(人民币)	1.200	1.672	0.403	0.700	1.000
营收增长率(%)	31	12	31	8	15
系税前利润增长率(%)	49	(25)	56	10	16
息税折旧前利润增长率(%)	45	(23)	56	11	16
每股收益增长率(%)	35	(10)	48	10	16
核心每股收益增长率(%)	35	(10)	48	10	16

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币百万)

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	3,001	2,463	3,764	4,129	4,791
折旧与摊销	163	175	275	349	415
净利润息费用	69	53	62	73	81
营运资本变动	(703)	(1,327)	726	(281)	(551)
支付税金	(450)	(371)	(565)	(619)	(719)
其它经营现金流	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	2,079	993	4,262	3,650	4,017
固定资产净采购	(345)	(291)	(1,650)	(1,300)	(1,800)
投资减少/(增加)	17	0	0	0	0
其它投资现金流	(177)	33	0	0	0
投资活动产生的现金流	(504)	(258)	(1,650)	(1,300)	(1,800)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(450)	181	(697)	0	0
支付股息	(921)	(1,614)	(309)	(537)	(768)
其它筹资现金流	(68)	(53)	(62)	(73)	(81)
筹资活动产生的现金流	(1,439)	(1,486)	(1,068)	(610)	(849)
现金余额变动	136	(751)	1,545	1,740	1,369
年初现金	1,811	1,946	1,196	2,740	4,480
公司自由现金流	1,575	735	2,612	2,350	2,217
股权自由现金流	1,125	916	1,916	2,350	2,217

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币百万)

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	1,946	1,196	2,740	4,480	5,849
应收帐款	1,103	2,712	2,091	2,255	2,593
库存	1,311	1,738	1,673	1,804	2,074
其它流动资产	439	356	311	411	180
流动资产合计	4,799	6,002	6,815	8,950	10,696
固定资产	3,180	3,400	5,271	6,222	7,607
无形资产	0	0	0	0	0
其它长期资产	50	87	87	87	87
长期资产合计	3,229	3,487	5,357	6,308	7,694
总资产	8,029	9,489	12,172	15,258	18,390
应付账款	210	312	351	365	423
短期债	20	430	50	50	50
其它流动负债	1,996	3,110	3,945	4,383	5,560
流动负债合计	2,226	3,852	4,346	4,798	6,033
长期借款	745	517	200	200	200
其他长期负债	0	2	0	0	0
股本	768	768	768	768	768
储备	2,106	2,259	3,391	4,516	5,677
股东权益	2,873	3,027	4,159	5,284	6,445
少数股东权益	2,184	2,091	3,467	4,976	5,711
负债权益总计	8,029	9,489	12,172	15,258	18,389
每股账面价值(人民币)	3.74	3.94	5.42	6.88	8.40
每股有形资产(人民币)	3.74	3.94	5.42	6.88	8.40
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.54)	(0.32)	(3.24)	(5.51)	(7.29)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	72.5	50.0	59.7	61.6	62.4
息税前利润率 (%)	68.5	46.1	55.1	56.2	56.8
税前利润率 (%)	73.8	54.0	63.0	64.1	64.7
净利率 (%)	33.5	27.0	30.5	31.1	31.3
流动性					
流动比率	2.2	1.6	1.6	1.9	1.8
已获利息倍数	40.7	39.8	53.0	49.6	51.9
净负债权益比					
速动比率	1.6	1.1	1.2	1.5	1.4
估值(倍)					
市盈率	30.2	33.5	22.6	20.6	17.8
核心市盈率	30.2	33.5	22.6	20.6	17.8
目标价对应的核心市盈率	34.0	37.8	25.5	23.2	20.0
市净率	14.3	13.6	9.9	7.8	6.4
股价/现金流	19.8	41.5	9.7	11.3	10.3
企业价值/息税折旧前利润	14.3	18.9	11.8	10.6	8.9
营运能力					
存货周转天数	329.3	284.5	285.1	277.7	95.5
应收帐款周转天数	103.0	152.7	146.7	123.1	119.4
应付账款周转天数	20.7	20.9	20.3	20.3	19.4
收益率 (%)					
派息率	67.5	104.4	17.0	26.9	33.1
净资产收益率	51.7	41.7	50.8	42.4	39.6
资产营运利润率	32.0	20.4	25.8	22.4	21.2
已投入资本收益率	50.5	35.4	47.2	39.4	36.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371