



中国：化工行业

冠农股份 2008 年业绩预增 100%，低于我们的预期

中金公司研究部

分析员：时雪松 shixs@cicc.com.cn

电话：86-21-5879 6226

..... 2009 年 1 月 19 日

事件：

冠农股份发布业绩预增公告。经公司财务部门初步测算，预计公司 2008 年度归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比上升 100%以上，业绩低于我们预期。2007 年的净利润为 13,864,010.58 元。业绩预增的主要原因是：由于公司参股子公司——国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司按权益法核算，给公司带来较大投资收益。而果疏等主业 4 季度继续亏损，状况差于我们预期。

分析和评论：

罗钾 4 季度销售均价低于预期，主业亏损拖累全年业绩

公司的业绩主要由持有 20.3%股权的参股子公司——国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司提供，自 2008 年 11 月罗钾 120 万吨钾肥项目投料成功以来，目前最先开出的一条生产线已经完全达到负荷，未来全部达产技术上已经不存在障碍。11 月以来，钾肥需求的淡季以及市场对于钾肥价格过高的担忧，硫酸钾随氯化钾呈现价跌量缩的行情，成交非常清淡，部分地区硫酸钾年末售价跌到 4000~4400 元/吨，4 季度的销售价格低于预期，预计全年罗钾实现利润在 2.90 亿元左右，低于我们 3.3 亿元的预测。

主业方面，由于四季度宏观经济下行，公司的果疏制品和糖的销量都明显收到负面影响，4 季度主业仍然亏损，预计全年主业亏损 4000 万元，我们原来对全年主业做了基本打平的预测。

国际钾肥生产商减产保价，2009 年二季度是钾肥价格关键时期

相对于氮肥和磷肥，钾肥由于其资源属性及较高的垄断性，生产企业具有很强定价能力。截止目前，世界各大钾肥公司宣布的 2009 年钾肥减产计划在 400 万吨左右，我们预期其对钾肥的价格有一定支撑作用，目前温哥华氯化钾仍然能维持在 550~600 美元/吨的离岸价格，Canpotex 和 BPC 两大集团坚持各地到岸价维持在 800 美元以上。但是考虑到农民的承受能力及目前粮食价格水平下农民的承受能力，IFA 预测 2009 年全球钾肥需求将下降 8%左右，09 年下半年国际现货市场价格可能会回落到 500 美元/吨左右的水平。2009 年 2 季度的全球的钾肥采购量显得非常关键。同时，由于硫磺价格的大幅度下跌，未来硫酸钾和氯化钾的价差会保持在 400 元/吨左右。

下调盈利预测，具有相对防御性，维持“推荐”评级

考虑到罗钾的资源储量充分，随着产能逐步释放以及罗钾二期 60 万吨硫酸钾、110 万吨硫酸钾镁肥的建设，未来三年业绩具有较好成长性，钾肥仍是中国比较稀缺的资源品种，盈利能力将长期高于其它资源品，即使长期国际钾肥价格回落到 300 美元，目前冠农股份股价仍具有防御性。（表 2：国际钾肥价格和冠农股份 EPS 的敏感性分析）

短期来看，目前国内市场对高价钾肥承受能力已经下行，我们将罗钾 08 年的主业盈利和投资受益重新做了调整，并将 09 年硫酸钾的销售均价从 5000 元/吨下调至 4520 元/吨。我们下调 08 至 10 年盈利预测至 0.13 元，2.98 元和 3.99 元，下调幅度分别为 62.23%，13.28%和 1.7%，维持“推荐”评级。

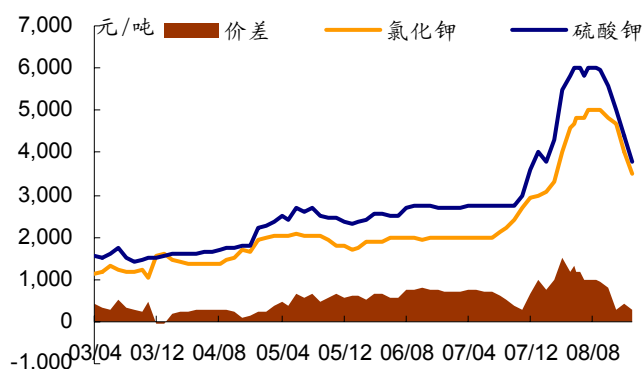


表 1: 主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	A股	
主营业务收入	267	518	477	628	704	当前股价	人民币32.97
(+/-)	40%	94%	-8%	31%	12%	股票代码	600251 CH
主营业务利润	65	82	73	108	122	日成交量(百万股)	2.6
(+/-)	2%	27%	-12%	49%	14%	52周最高价/最低价	人民币96.9/19.5
净利润	-32	14	32	719	1,068	发行股数(百万股)	241
每股盈利(元)	-0.18	0.08	0.13	2.98	4.42	其中:流通股(百万股)	174
(+/-)	-654%	-143%	73%	2133%	48%	总市值(百万元)	7,959
市盈率	n.m.	428.6	247.1	11.1	7.5	主要股东(持股比例)	新疆生产建设兵团农业建设第二师二十九团(21.06%)
市净率	16.8	15.7	9.8	5.2	3.1		
EV/EBITDA	286.4	207.0	752.5	262.7	220.7		
净资产收益率	-9.1%	3.7%	4.0%	47.0%	41.1%		
ROCE	-6.6%	3.3%	3.7%	45.8%	40.4%		
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
每股经营现金流(元)	-0.37	0.19	0.31	-0.17	0.02		
股价/经营现金	n.m.	174	108	n.m.	1,982		

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 1: 氯化钾硫酸钾走势及价差



资料来源: 中国化工网、中金公司研究部



表 2: 钾肥价格对应冠农股份的 EPS 敏感性分析 (罗钾以 1 期完全满负荷 150 万吨销量计)

罗钾1期完全达产冠农股		
份EPS	国内硫酸钾价格 (元/吨)	温哥华离岸价(美元/吨)
5.03	5688	700
4.22	4934	600
3.81	4557	550
3.41	4181	500
3.01	3804	450
2.60	3427	400
2.20	3050	350
1.79	2674	300
1.39	2297	250

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 3: 冠农股份盈利预测调整

(人民币百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	539	477	-11.4%	628	628	0.0%	704	704	0.0%
主营业务成本	441	403	-8.5%	511	517	1.3%	571	579	1.3%
主营业务利润	96	73	-24.8%	114	108	-5.8%	130	122	-5.6%
营业费用	49	48	-1.6%	53	53	0.0%	60	60	0.0%
管理费用	38	43	13.9%	44	56	28.6%	49	63	28.6%
财务费用	14	22	56.6%	13	15	20.4%	22	22	3.2%
投资收益	95	70	-25.9%	829	738	-11.1%	1,091	1,091	0.0%
净利润	88	32	-63.2%	829	719	-13.3%	1,086	1,068	-1.7%
每股盈利 (元)	0.36	0.13	-63.2%	3.44	2.98	-13.3%	4.50	4.42	-1.7%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



附表 1、行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2009-1-16	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国内化肥公司													
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	19.52	12.5	10.2	9.4	2.7	2.4	2.1	7.5	6.1	5.4
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	38.69	17.2	6.8	9.4	9.2	4.8	5.1	11.0	4.0	5.5
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7	13.9	11.2	9.8	2.1	1.8	1.5	7.4	6.6	5.6
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	12.28	14.6	14.1	11.0	2.5	2.2	1.9	8.5	7.9	6.9
六国化工	600470 CH	CNY	中性	7.32	12.9	11.6	9.9	1.5	1.4	1.3	4.7	4.1	3.8
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	32.97	247.2	11.1	7.5	9.8	5.2	3.1	760.6	259.3	214.5
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	11.43	15.4	16.5	9.9	4.0	3.5	2.8	7.3	6.1	4.0
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.96	11.6	8.7	9.0	1.8	1.5	1.3	0.9	0.7	0.8
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	18.35	23.2	16.4	15.7	10.8	6.5	4.6	10.8	7.3	6.6
平均					40.9	11.8	10.2	5.0	3.3	2.6	91.0	33.6	28.1
中间值					14.6	11.2	9.8	2.7	2.4	2.1	7.5	6.1	5.5
国内材料公司													
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	11.93	11.6	13.7	10.7	3.5	2.8	2.2	8.3	9.2	7.1
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	39.87	6.6	15.6	12.7	3.8	3.3	2.7	4.7	9.2	7.3
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	9.06	24.5	31.9	20.1	1.5	1.4	1.3	8.6	7.7	6.5
三爱富	600636 CH	CNY	中性	4.67	10.1	15.1	11.7	0.8	0.8	0.8	2.4	3.1	2.6
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	4.92	16.9	20.9	21.4	1.4	1.3	1.3	6.9	6.8	6.8
山西三维	000755 CH	CNY	中性	5.68	17.5	17.1	13.6	1.2	1.1	1.1	8.6	8.1	7.5
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	6.73	16.3	26.7	13.7	1.2	1.2	1.1	7.7	8.5	6.4
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	7.19	10.9	16.5	13.3	2.8	2.5	2.1	6.4	8.2	7.6
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	12.48	11.9	17.8	13.0	3.0	2.6	2.2	7.9	8.4	6.5
云维股份	600725 CH	CNY	中性	11.91	12.0	28.8	19.2	2.0	1.9	1.7	6.3	8.1	6.6
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	13.59	50.2	62.3	30.9	14.4	3.3	3.1	44.0	21.3	9.9
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.564	14.6	18.1	9.0	4.2	1.0	0.9	19.5	10.7	7.7
平均					16.9	23.7	15.8	3.3	1.9	1.7	10.9	9.1	6.9
中间值					13.3	18.0	13.5	2.4	1.6	1.5	7.8	8.3	7.0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



附表 2、国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率				市净率				EV/EBITDA		
			2009-1-15	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
国际化肥公司															
加拿大化肥公司															
Potashcorp	POT CN	CAD	88.45	25.27	6.78	5.55	4.96	4.65	3.52	2.24	1.55	12.98	4.68	3.89	3.62
Agrium	AGU CN	CAD	39.9	12.16	3.85	4.49	4.53	2.04	1.30	1.00	0.83	8.65	3.31	3.74	3.85
美国化肥公司															
Mosaic	MOS US	USD	34.47	7.33	4.39	3.61	3.45	2.27	1.55	0.95	0.83	4.35	2.61	2.14	2.04
Terra Industry	TRA US	USD	16.29	7.51	2.80	4.35	5.29	2.35	1.45	1.11	n.a.	2.58	1.50	2.77	4.68
Terra Nitrogen	TNH US	USD	107.47	9.86	n.a.	n.a.	n.a.	9.70	n.a.	n.a.	n.a.	8.29	n.a.	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司															
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	1.81	60.16	3.35	3.01	1.69	19.51	2.80	1.31	0.89	10.28	2.59	1.88	1.31
Yara	YAR NO	NOK	145.25	7.05	3.19	5.73	5.01	2.02	1.41	1.20	1.01	8.44	2.90	4.86	4.28
K+S	SDF GR	EUR	38.95	n.m.	6.51	5.50	5.40	6.90	4.04	2.70	2.03	15.68	4.26	4.26	4.26
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	2655	16.47	3.81	3.98	2.97	4.92	3.19	2.52	2.06	3.50	4.03	4.20	3.14
平均				18.23	4.33	4.53	4.16	6.04	2.41	1.63	1.31	8.31	3.24	3.47	3.40
中间值				9.86	3.85	4.49	4.96	3.50	1.55	1.20	1.28	8.37	3.31	3.89	3.85
国际材料公司															
聚氨酯公司															
Bayer AG	BAY GR	EUR	42.72	7.32	11.57	11.15	9.98	1.95	1.91	1.73	1.61	7.65	6.72	6.40	6.16
BASF AG	BAS GR	EUR	23.23	5.58	5.94	8.33	8.04	1.16	1.15	1.14	1.10	3.22	3.38	4.10	3.98
Dow Chemical Co	DOW US	USD	15.2	5.02	5.66	7.38	6.59	0.74	0.73	0.73	0.70	4.08	4.25	4.60	4.49
平均				5.97	7.73	8.95	8.20	1.28	1.26	1.20	1.14	4.98	4.79	5.03	4.88
中间值				5.58	5.94	8.33	8.04	1.16	1.15	1.14	1.10	4.08	4.25	4.60	4.49
有机硅公司															
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2315	8.78	11.58	12.21	10.45	1.23	1.19	1.08	0.98	5.30	6.18	6.19	5.44
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	509	8.58	8.70	10.17	8.87	0.63	0.64	0.62	0.62	3.54	3.74	4.53	4.50
Solvay SA	SOLB BB	EUR	54.31	5.74	7.68	8.46	7.40	1.04	1.00	0.94	0.86	3.69	4.46	4.87	4.53
3M Co.	MMM US	USD	55.17	9.68	10.66	11.80	12.05	3.33	3.22	2.86	2.67	6.59	6.31	7.00	7.26
平均				8.19	9.66	10.66	9.69	1.56	1.51	1.37	1.28	4.78	5.17	5.64	5.43
中间值				8.68	9.68	10.99	9.66	1.13	1.09	1.01	0.92	4.50	5.32	5.53	4.98
有机硅公司															
GE Co.	GE US	USD	13.77	6.32	7.41	9.76	9.71	1.19	1.10	1.14	1.12	17.93	15.53	16.20	16.34
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4280	10.03	9.60	9.92	9.08	1.28	1.17	1.09	1.01	3.60	4.11	3.88	3.88
Rhodia SA	RHA FP	EUR	3.932	3.05	2.93	4.13	2.95	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.50	2.89	3.08	2.84
Cabot Corp	CBT US	USD	15.05	7.31	11.80	6.75	6.19	0.82	0.70	0.65	n.a.	5.00	5.40	4.34	5.12
平均				6.68	7.94	7.64	6.98	1.10	0.99	0.96	1.06	7.26	6.98	6.88	7.05
中间值				6.81	8.51	8.25	7.64	1.19	1.10	1.09	1.06	4.30	4.76	4.11	4.50
环氧树脂公司															
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	5.53	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.40	0.84	7.79	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	292	9.06	9.23	12.11	13.21	0.45	0.44	0.44	0.44	5.17	5.67	6.13	6.40
Sunoco Inc	SUN US	USD	39.9	5.36	6.89	11.36	9.54	1.85	1.51	1.41	1.29	3.65	3.72	5.21	4.41
Ciba	CIBN VX	CHF	48.74	13.81	22.89	18.11	15.80	0.99	1.17	1.15	1.12	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均				9.41	13.01	13.86	12.85	0.92	0.99	2.70	0.95	4.41	4.70	5.67	5.41
中间值				9.06	9.23	12.11	13.21	0.72	1.01	1.28	1.12	4.41	4.70	5.67	5.41

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附表 3、国际可比公司行业板块估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	14.1	10.9	17.4	9.7	2.1	2.2	2.0	2.1	7.1	8.8	6.3	5.9
美国大宗化学品	5.7	9.1	14.3	10.3	1.1	1.0	1.0	0.7	4.6	4.6	5.0	4.6
欧洲化工	8.8	8.0	8.3	7.7	1.5	1.5	1.3	1.2	5.8	5.4	5.5	5.1
日本化工	11.5	16.6	13.4	11.4	0.8	0.8	0.8	0.8	4.2	4.8	5.1	4.8
亚太化工	7.3	9.0	10.4	10.4	1.0	1.2	1.1	1.1	11.0	7.8	9.5	10.4
平均	9.8	10.9	12.6	9.7	1.3	1.4	1.2	1.2	6.5	6.2	6.1	5.9
分类别估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元体化工	6.4	11.8	10.3	9.5	0.8	0.8	0.8	8.6	8.1	5.8	7.1	7.6
工业气体	9.1	10.7	9.1	8.1	1.3	1.3	1.2	10.6	7.1	7.6	6.3	5.7
大宗化学品	10.5	9.5	13.5	10.2	1.3	1.2	1.1	5.6	5.2	4.6	5.1	4.6
特殊化学品	11.7	11.3	14.6	9.6	1.6	1.8	1.6	8.1	6.3	7.1	6.0	5.7
平均	9.8	10.9	12.6	9.7	1.3	1.4	1.2	1.2	6.5	6.2	6.1	5.9
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	10.1	11.8	11.6	10.2	1.9	1.8	1.7	9.2	6.8	6.3	6.5	6.4
中盘公司	8.5	9.0	11.1	8.2	0.8	0.8	0.7	6.4	6.6	5.1	5.9	5.8
小盘公司	11.7	13.4	22.5	14.5	1.0	1.6	1.3	7.3	5.5	9.3	4.7	3.4
平均	9.8	10.9	12.6	9.7	1.3	1.4	1.2	1.2	6.5	6.2	6.1	5.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。