

公司动态跟踪报告

化工行业

钾肥

盐湖钾肥 (000792)
谨慎推荐

当前价: 49.41 元(RMB)

(上调评级)

2009 年 02 月 09 日

化工行业首席分析师: 邱伟

电话: 0755-82130833-1858

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

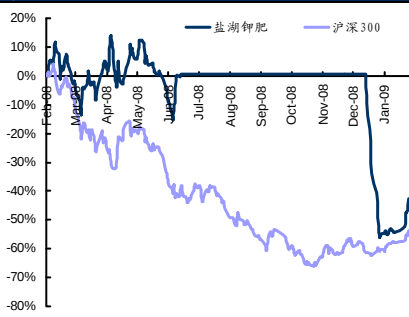
化工行业助理分析师: 陆震

电话: 0755-82130833-1839

E-mail: luzhen@guosen.com.cn

公司点评

长期价值仍被低估

一年收益率比较


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (02 月 06 日)

上证综合指数	2181.24
换手率(3个月)(%)	102.61
52 周价格波动(元)	37.00-107.69
总股本(百万股)	767.55
流通股(百万股)	390.75
息率(%)	1.35

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《国信证券晨会报告-盐湖钾肥: 长线投资机会将出现 090115》

《国信证券-盐湖钾肥: 钾肥价格面临下滑, 重组方案增厚业绩 081226》

《国信证券-盐湖钾肥: 公司业绩稳步前进 080730》

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

● 全球钾肥需求长期有望稳定增长, 短期内跨国订单陆续成交

长期来看, 由于钾肥的下游需求中经济作物占比超过 50%, 未来经济作物种植面积的持续上升将会支撑钾肥需求的稳定增长。

短期来看, 全球钾肥行业较有影响力的两家公司 IPC、BPC 分别与其下游客户签定了钾肥合同, 季节性的因素将推动短期内需求的回稳。

● 国际钾肥巨头限产保价, 进口钾肥价格依然主导国内钾肥市场

全球以加钾为首的钾肥巨头继续限产保价, 限产总量已经达到 500 万吨。尽管国内主要钾肥生产商盐湖钾肥、罗钾、中信国安钾肥产能总体增长较快, 但是进口钾肥价格依然主导国内钾肥市场。

预计 1H09 进口钾肥价格将会基本维持 2H08 的水平, 上下波动幅度较小。

● 中国钾肥需求 09 年维持低位, 长期可能量增价减

短期来看, 由于下游农民的种植效益不高, 用较为便宜的氮肥或者草木灰等替代钾肥以及钾肥的主要下游复合肥的可能性较大, 钾肥的需求下降已经被 08 年数据所证实;

中长期来看, 国内钾肥供给逐步增加, 国内钾肥价格跟随国际市场定价的局面可能逐步改变, 钾肥价格可能不会长期维持高位。但是国内经济作物等种植面积的上升将会推动钾肥消费量稳步上升。

未来钾肥市场焦点投向中国进口商和 BPC 关于 09 年合同的谈判, 我们将会继续紧密跟踪国内钾肥下游复合肥行业需求启动以及开工率变化。

● 上调投资评级至“谨慎推荐”

我们测算重组成功后公司的长期价值区间为 42.4~66.4 元, 重组后 2008-10EPS 分别为: 1.85 (26.7X)、3.87 (12.8X)、4.16 元 (11.9X), 重组前的 2008-10EPS 分别为: 1.85 (26.7X)、4.05 (12.2X)、4.34 元 (11.4X)。估值区间的波动除了钾肥价格波动因素以外也与市场整体估值水平有关。

● 主要投资风险在于重组的失败以及钾肥价格的下跌

主要投资风险在于重组失败以及钾肥价格的大幅下跌, 至少在 1H09 价格大跌的风险不大。

全球钾肥需求长期有望稳定增长，短期内 跨国订单陆续成交

长期来看，由于全球钾肥下游需求中经济作物占比达到 40% 以上，未来由于消费升级引起的经济作物种植面积持续上升将会支撑钾肥需求的稳定增长。

尽管全球来看，钾肥供大于求是常态，但是由于钾肥剩余产能主要集中在加拿大 Potash 公司，它集中了全球 75% 钾肥剩余产能。而该公司的战略突出表现为“以需定产”，适当控制产量增长节奏。

表 1: 加钾 1997-2007 年钾肥业务数据 百万吨, 美元/吨, 百万美元

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
产量	6.483	6.995	6.388	7.149	6.128	6.447	7.094	7.914	8.816	7.018	9.159
销售量	6.640	6.283	6.474	6.912	6.243	6.327	7.083	8.276	8.164	7.196	9.400
均价	96.99	105.57	106.36	102.76	104.95	105.74	107.12	127.61	164.27	170.58	191.19
收入	644	663.3	688.6	710.3	655.2	669	758.7	1,056.10	1,341.10	1,227.50	1,797.20
毛利	261.4	319.2	304.2	307.4	248.1	218	203.7	422.8	707.4	561.1	912.3
毛利率	40.59%	48.12%	44.18%	43.28%	37.87%	32.59%	26.85%	40.03%	52.75%	45.71%	50.76%

资料来源: Potash 公司财务报告, 国信证券经济研究所

表 2: 钾肥价格与产量变动对于 2008 年加钾 EPS 的敏感性分析

关键因素	对于 EPS 影响
钾肥价格变动 20 美元/吨	± 0.34
钾肥销量变动 100,000 吨	± 0.05

资料来源: Potash 公司财务报告, 国信证券经济研究所

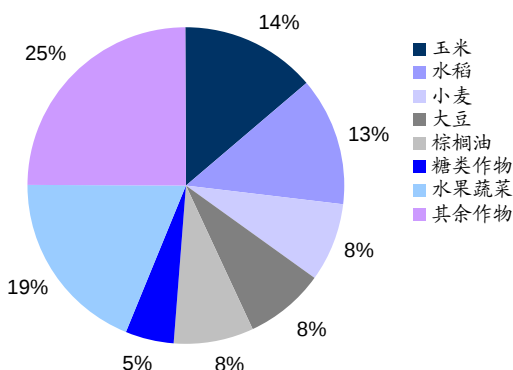
短期来看，全球钾肥行业最有影响力的联盟 Conpotex（由加拿大的 PotashCorp、美国的 Mosaic、加拿大的 Agrium 组成）、IPC（由俄罗斯的 Uralkali、Silvinit 和白俄罗斯 BPC 组成）、BPC（白俄罗斯钾肥公司）分别与其下游客户签定了钾肥合同：

全球钾盐垄断寡头之一的 Conpotex 宣布已经完成了 2009 年上半年日本的供应合同，新价格（含海运费）上涨 200-220 美元/吨。按照新的合同价，到日本的平均交货价已经高达每吨 900 多美元；

IPC 已经与其日本和韩国客户确定了 2009 年上半年合同价格在 CFR900 美元/吨左右；

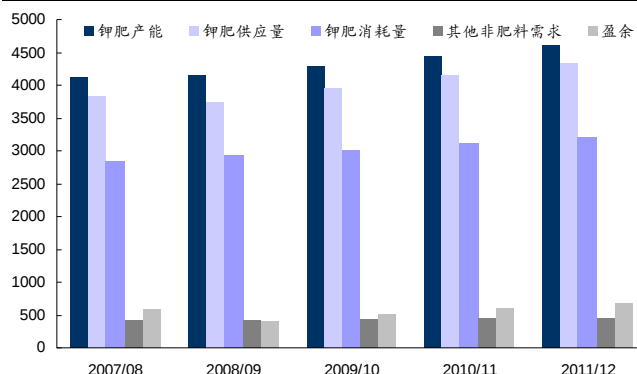
BPC 与 Pequiven 达成了 2009 年一季度总量 10 万吨的氯化钾合同（BPC 通常每个月有差不多等量大颗粒和标准规格的氯化钾共计 3-3.5 万吨输出这两个市场），其中大颗粒价格 CFR1000 美元/吨，标准规格价格 CFR990 美元/吨。BPC 签定的合同是在委内瑞拉和白俄罗斯政府协定基础上的长期合同。通常情况下，交易定价都是以半年为时间单位，但这次时间被压缩到 3 个月的区间，这无疑反映了购买商都希望第二季度价格能够有足够的浮动空间。

图 1: 经济作物主导全球钾肥下游需求



资料来源: IFA, Fertecon, 国信证券经济研究所

图 2: 2007/08~2011/12 年度全球钾肥供需平衡变化



资料来源: IFA, 国信证券经济研究所

根据我们的最新跟踪, 北美氯化钾库存在 08 年 12 月急速上升 41% 到 158.7 万吨 (折纯), 237 万吨 (实物)。已经比 5 年以来库存的平均水平高出 22% (当然这五年的平均水平也较低)。12 月开始回升的棕榈油、大豆、玉米、小麦期货价格成为钾肥生产商的利好, 但现在说市场继续上行还为时过早。

目前巴西钾肥库存量在 110 万吨左右, 差不多能维持 2~3 个月的用量, 到 2009 年 3 月份, 随着巴西、美国、印度及东南亚等市场的启动, 可能将对全球钾肥市场形成一定支撑。

● 国际钾肥巨头限产保价, 进口钾肥价格依然主导国内钾肥市场

全球以加钾为首的钾肥巨头继续限产保价, 限产总量已经达到约 500 万吨, 根据历史经验, 短期内全球钾肥价格出现大幅下降的可能性不大。

尽管国内主要钾肥生产商盐湖钾肥、罗钾、中信国安钾肥产能总体增长较快, 但是进口钾肥价格依然主导国内钾肥市场。

表 3: 当前全球钾肥巨头减产情况汇总

供应商	减少量 (吨)
加钾	2,000,000
K+S	700,000
乌拉尔	750,000
希尔维尼特	500,000-1,000,000
美盛	c.900,000
总计	4,850,000-5,350,000

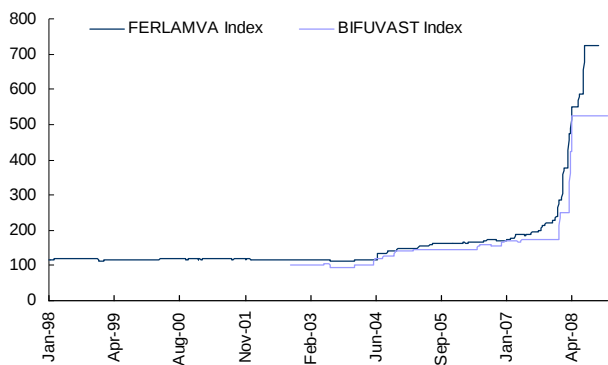
资料来源: 中国资讯网, 国信证券经济研究所

根据行业协会的统计结果: 2009 年的资源量为 1080 万吨, 其中预计生产 400 万吨, 2008 年的结转库存总量为 680 万吨。2009 年度即使不用进口, 钾肥资源量也能满足国内生产需求。从这个方面来看, 国内进口钾肥拥有较强议价能力。

但是, 应该注意到, 目前中化、中农作为国内最大的钾肥进口商, 代表中国和国际钾肥巨头就进口价格进行谈判, 但是由于谈判对手——加拿大的 Canpotex 公司是全球最大的钾肥供应商 PCS (加钾) 的海外销售公司, 而 PCS 是中化化肥 (0297.HK) 的第二大股东。因此中化不太可能主动要求大幅降低钾肥进口价 (中化自身的库存预计有 220 万吨)。

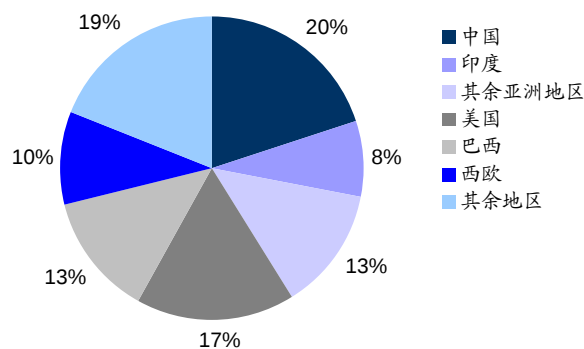
最近 BDIY 指数从 08 年 6 月初 11689 的高位大幅下降约 92% 至当前 881 的低位, 对于国际钾肥进口到岸价格形成了下行压力。

图 3: 1998.01- 2009.01 国外氯化钾价格走势 美元/吨



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 4: 中国在全球钾肥需求中比重最大



资料来源: IFA, Fertecon, 国信证券经济研究所

预计 1H09 年国内进口钾肥价格将会维持 2H08 水平, 2H09 可能略有下降, 但幅度不会太大。

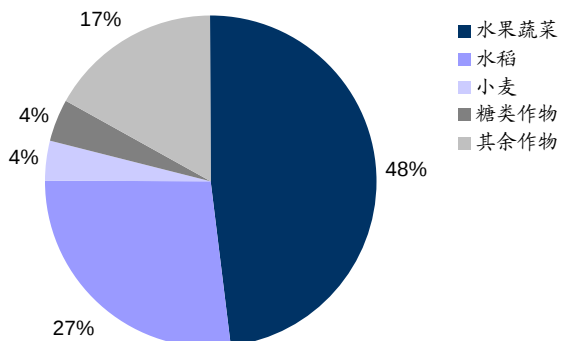
中国钾肥需求 09 年将维持低位, 长期可能量增价减

短期来看, 由于钾肥价格较高, 用较为便宜的草木灰等替代钾肥的可能性在上升, 而主要用于经济作物的复合肥(钾肥的主要下游应用领域)需求也迟迟不见大规模启动迹象。

目前复合肥下游经销商依然处于观望状态, 主要风险在于国内外农产品价格处于低位可能引起相应农资投入的下降, 但是 2009 年国家“一号”农业文件的出台, 通过继续提高粮食最低收购价格、扩大农资补贴范围以及农资补贴联动机制等, 在政策层面保证了钾肥的下游需求底线。

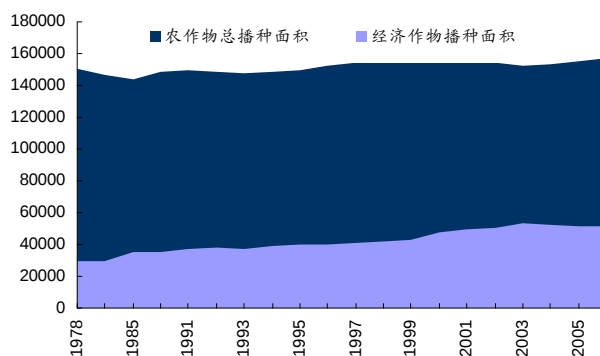
中长期来看, 国内钾肥供给逐步增加, 国内钾肥价格跟随国际市场定价的局面可能逐步改变, 钾肥价格可能不会长期维持高位。但是国内经济作物等种植面积的提升将会推动钾肥消费量稳步上升。

图 5: 经济作物主导中国钾肥市场需求



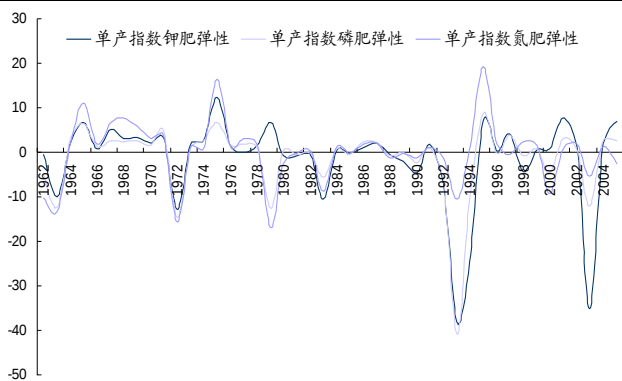
资料来源: IFA, Fertecon, 国信证券经济研究所

图 6: 1978-2006 中国经济作物播种面积占比持续上升 千公顷

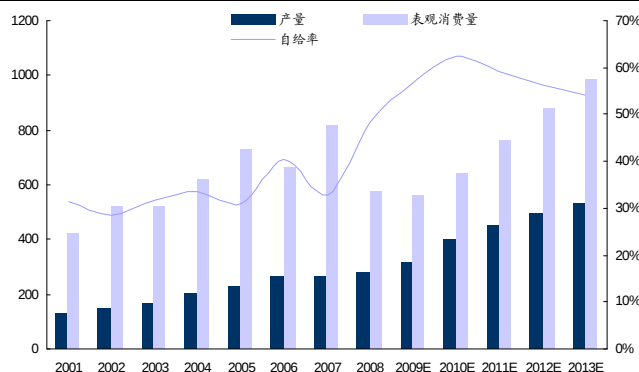


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

考虑到罗钾 2012 年将达到 300 万吨/年的产能以及其他的一些扩产项目(如中信国安), 2012 年以后中国的钾肥供应仍将部分依赖进口(自给率 60%左右)。

图 7：农业单产对单位面积化肥施用量的弹性变化


资料来源：FAO，国信证券经济研究所

图 8：2001-2013 年中国钾肥产销量变化 万吨（氧化钾折纯）


资料来源：中国石油与化学工业协会，国信证券经济研究所

密切关注进口钾肥谈判以及国内复合肥下游需求启动情况

未来钾肥市场焦点投向中国进口商和 BPC 关于 09 年合同的谈判。根据外刊报道，下一次协商可能会在 2 月 25-27 日 FMB 会议上进行，主要钾肥供应商 APC、BPC、Canpotex、ICL、IPC 和 K+S Kali 和中方主要进口商中化和中农都将与会（但从中方得到的消息是这个会上不主动进行钾肥谈判）。

年后的氯化钾市场延续了年前上涨势头：红钾的报价在 3700-4100 元，白钾的价格在 4000-4300 元（对应折氧化钾含量应该是在 60% 以上，氯化钾含量在 95% 左右），主要原因：一方面，市场预期复合肥市场将会在 2 月份启动，因此价格提前预涨；另一方面，一些进口商以及经销商等主要代表认为在很长一段时间没有新进口货源的情况下，后期钾肥上涨的趋势会比较明显。

盐湖钾肥集团旗下所有企业都停止报价，但每天都在对外发运货物，95% 含量的氯化钾预收款报价维持在 4750 元/吨。

我们将会继续紧密跟踪国内钾肥下游复合肥行业需求启动以及开工率变化。

上调投资评级至“谨慎推荐”

我们认为，由于以油价为首的全球资源价格的短期不确定性，我们很难对中长期氯化钾的价格做准确的预测（因为氯化钾历史价格曾比较低）。但是，作为一家资源类公司，我们可以利用敏感性分析寻找公司长期稳定的盈利水平，从而找到公司的价值底限，这也是本篇报告的核心内容：我们认为长期价值底限的寻找比判断短期业绩更加重要，因为短期业绩可以通过库存管理等手段进行一定的平滑，而且目前全球钾肥价格处于比较尴尬的境地。

在 1 月 15 日的点评中，我们已经指出当时的盐湖钾肥股价已经被低估。我们认为重组以后公司的长期价值区间为 42.4~66.4 元。估值上限对应的氯化钾价格为 3400 元/吨，估值下限对应的氯化钾价格为 2500 元/吨。考虑到目前的股价和氯化钾销售价格（公司报价仍在 4750 元），股价的安全边际较高，我们上调公司投资评级至“谨慎推荐”。

重组成功后公司长期价值：42.4~66.4 元/股

我们测算，重组成功以后，2011 年左右公司钾肥产销量将接近 330 万吨（2009-2010 年分别销售 250、290 万吨）并在未来保持基本稳定，届时当氯化钾价格在 2500-3400 元/吨对应的 EPS 区间为 3.26-4.75 元。如果我们以 13-14 倍 PE 作为一家资源股业绩稳定期的长期均衡市盈率，则得到盐湖钾肥的长期估值的区间为：**42.4-66.4 元**。

表 4：重组后 2011EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

		产量				
		300	310	320	330	340
售 价	4200	5.51	5.70	5.88	6.06	6.24
	3800	4.92	5.08	5.24	5.40	5.56
	3400	4.32	4.46	4.60	4.74	4.89
	3000	3.72	3.84	3.96	4.09	4.21
	2500	2.97	3.07	3.17	3.26	3.36
	2200	2.53	2.61	2.69	2.77	2.85
	1900	2.08	2.14	2.21	2.28	2.35

资料来源：国信证券经济研究所

我们同样通过敏感性分析给出盐湖钾肥重组以后的盈利区间，预测 2008-2010EPS 为 1.85（26.7X）、3.87（12.8X）、4.16 元（11.9X）。

目前 ST 盐湖在建项目包括三大类：1）青海盐湖 100 万吨盐湖综合利用项目（综合利用一期工程）：利用 3.1 亿/年立方天然气和 16 万吨/年氯化钾生产 10 万吨/年 PVC，7.2 万吨/年氢氧化钾，33 万吨/年尿素，5 万吨/年碳酸钾，280 立方米/小时的氩气；2）盐湖集团综合利用二期工程：7.2 万吨/年氢氧化钠，10 万吨/年 PVC，33 万吨/年尿素，5 万吨/年碳酸钠，280 立方米/小时氩气等预计 2010 年逐步建成；3）2 万吨/年碳酸锂项目，3000 吨/年氢氧化镁，10 万吨/年 ADC 发泡剂等 2012 年以后逐步体现效益。由于综合利用项目投资较大（130-150 亿元），产生效益较晚（2011 年开始逐步体现），而且项目进度存在一定不确定性，我们在考虑 2008-10 年盈利时暂时不考虑综合利用项目带来的收益，但是考虑了投资产生的财务费用影响。

表 5：重组后 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

		产量				
		220	235	250	265	280
售 价	4050	3.91	4.17	4.43	4.70	4.96
	3900	3.74	4.00	4.25	4.50	4.75
	3750	3.58	3.82	4.06	4.30	4.54
	3600	3.42	3.64	3.87	4.10	4.33
	3450	3.25	3.47	3.69	3.90	4.12
	3300	3.09	3.29	3.50	3.70	3.91
	3150	2.92	3.12	3.31	3.51	3.70

资料来源：国信证券经济研究所

重组前公司盈利预测

我们测算未重组情况下盐湖钾肥 2008-2010EPS 分别为 1.85（26.7X）、4.05（12.2X）、4.34 元（11.4X）。

表 6: 重组前 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

		产量				
		220	235	250	265	280
售 价	4050	4.15	4.43	4.71	4.98	5.26
	3900	3.96	4.23	4.49	4.75	5.02
	3750	3.77	4.02	4.27	4.52	4.77
	3600	3.58	3.81	4.05	4.29	4.53
	3450	3.38	3.61	3.83	4.06	4.28
	3300	3.19	3.40	3.61	3.83	4.04
	3150	3.00	3.20	3.40	3.59	3.79

资料来源：国信证券经济研究所

主要投资风险

重组如失败将影响公司的长期发展

目前公司发展的主动权掌握在集团（即 ST 盐湖）公司手中，公司目前需支付 305 元/吨的资源使用费给集团公司，因此重组失败后盐湖钾肥的未来发展将面临较大不确定性。

但是，重组失败，公司最大的可能是修改方案后重新启动重组。

钾肥价格 09 年大跌

至少在 1H09 这一风险不大，我们更加关注 2H09 进入相对淡季以后的全球钾肥以及中国钾肥价格趋势。

表 7: 财务报表预测 (重组前)

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	1811	1811	2669	4381	营业收入	3109	4155	9065	9931
应收款项	1220	1630	3555	3895	营业成本	946	972	2083	2413
存货净额	586	970	1539	1761	营业税金及附加	124	208	545	597
其他流动资产	129	173	377	413	销售费用	67	58	73	99
流动资产合计	3745	4583	8141	10450	管理费用	135	145	154	171
固定资产	3026	3274	3494	3693	财务费用	79	73	59	53
无形资产及其他	3	2	2	2	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	10	10	10	10
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	(19)	0	0	0
资产总计	6783	7869	11646	14153	营业利润	1749	2709	6161	6608
短期借款及交易性金融负债	120	255	120	120	营业外净收支	287	200	200	200
应付款项	252	274	662	757	利润总额	2036	2909	6361	6808
其他流动负债	1326	1423	3125	3587	所得税费用	311	440	954	1021
流动负债合计	1698	1952	3907	4465	少数股东损益	735	1050	2297	2458
长期借款及应付债券	1095	1095	1095	1095	归属于母公司净利润	990	1419	3110	3329
其他长期负债	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	1095	1095	1095	1095		2007	2008E	2009E	2010E
负债合计	2793	3047	5002	5560	净利润	990	1419	3110	3329
少数股东权益	1589	1927	2668	3461	资产减值准备	6	(10)	0	0
股东权益	2401	2894	3976	5133	折旧摊销	165	195	247	287
负债和股东权益总计	6783	7869	11646	14153	公允价值变动损失	(10)	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标					财务费用	79	73	59	53
	2007	2008E	2009E	2010E	营运资本变动	316	(728)	(609)	(40)
每股收益	1.29	1.85	4.05	4.34	其它	231	348	741	793
每股红利	0.87	1.21	2.64	2.83	经营活动现金流	1699	1215	3480	4358
每股净资产	3.13	3.77	5.18	6.69	资本开支	(405)	(424)	(458)	(475)
ROS	32%	34%	34%	34%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	41%	49%	78%	65%	投资活动现金流	(405)	(424)	(458)	(475)
毛利率	71%	76%	74%	73%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	59%	67%	69%	67%	负债净变化	(383)	0	0	0
EBITDA Margin	64%	71%	71%	70%	支付股利、利息	(671)	(925)	(2029)	(2171)
收入增长	20%	34%	118%	10%	其它融资现金流	1257	135	(135)	0
净利润增长率	22%	43%	119%	7%	融资活动现金流	(851)	(790)	(2164)	(2171)
资产负债率	65%	63%	66%	64%	现金净变动	443	0	858	1712
息率	1.0%	1.4%	3.0%	3.3%	货币资金的期初余额	1368	1811	1811	2669
P/E	67.4	47.0	21.5	20.0	货币资金的期末余额	1811	1811	2669	4381
P/B	27.8	23.1	16.8	13.0	企业自由现金流	1841	1395	4459	5425
EV/EBITDA	34.7	23.5	11.1	10.4	权益自由现金流	2715	1468	4274	5380

资料来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。