



2009年3月24日

化工

业绩回顾

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

推荐

冠农股份(600251.SH)

罗钾进展符合预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	267	518	561	597	663
(+/-)	40%	94%	8%	7%	11%
主营业务利润	65	82	76	102	114
(+/-)	2%	27%	-7%	34%	12%
净利润	-32	14	29	586	874
每股盈利(元)	-0.13	0.06	0.12	2.43	3.62
(+/-)	-654%	-143%	108%	1939%	49%
市盈率	n.m.	707.7	340.8	16.7	11.2
市净率	27.7	25.9	12.0	7.0	4.3
EV/EBITDA	350.4	366.3	239.0	295.1	252.9
净资产收益率	-9.1%	3.7%	3.5%	41.8%	38.4%
ROCE	-6.6%	3.3%	3.2%	39.6%	37.0%
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	-0.53	-0.17	0.03
股价/经营现金	n.m.	214	n.m.	n.m.	1,450

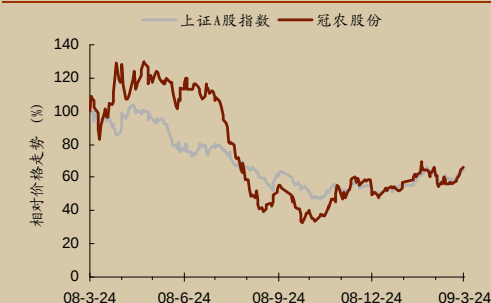
股票信息

	A股
股票代码	600251 CH
当前股价	人民币40.95
目标价格	-
日成交量(百万股)	4.33
52周最高/最低价	人民币89.49/19.5
发行股数(百万股)	241.40
总市值(百万元)	9798.43
流通股(百万股)	173.62
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%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600251.SH]	+15.18	+0.95	+26.41	+28.49
[上证A股指数]	+7.99	+0.85	+22.52	+23.61
[中金化工指数]	+10.60	+2.26	+17.54	+41.74

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

2009/5/26 股改锁定股份流通

四季度罗钾收益上升:

冠农股份公布了2008年年报。全年主营业务实现销售收入5.61亿元, 同比上升8.2%, 主营业务利润0.76亿元, 同比下降7.5%, 全年主业依然亏损, 盈利贡献主要来自公司参股的国投罗钾, 共实现投资收益0.59亿元, 由此带来的全年净利润0.29亿元, 同比上升107.7%, 合每股收益0.12元。其中四季度单季度实现投资收益0.21亿元, 实现净利润0.17亿元, 同比上升62.1%, 环比上升40.4%。全年业绩基本符合我们预期。

参股公司国投罗钾2008年销售硫酸钾13.92万吨, 实现净利润272亿元, 净利润率61.4%。察汗乌苏水电站工程(3×103MW)三台机组目前已全部发电, 2008年全年累计完成售电量81,485.3万千瓦时, 主营业务收入15,924.47万元, 实现利润1,551.04万元。

公司2008年拟分配方案, 每10股派发现金1元, 每10股转增股本5股。

正面:

- 罗钾2条线基本正常, 产量逐步提升中。罗钾二期已经计划建设60万吨硫酸钾和110万吨硫酸钾镁肥项目, 预计2012年底建成。

负面:

- 主业状况一般, 现金流存在压力, 未来国投罗钾现金分红后将有改善。全球钾肥需求低迷, 库存上升, 国际价格下行压力明显。

发展趋势:

国投罗钾新建的120万吨装置中两条线基本达产, 日产量接近2,000吨, 销售价格在3,800~4,000元/吨左右, 4条线全部调试后将分别集中停车整改, 预计下半年装置能够全部达产。短期铁路车皮较紧, 公司正在向铁道部申请专用车皮计划, 我们预计能够获得批准, 公司全部达产后, 运输不是大问题。全球钾肥需求低迷, 生产企业负荷很低, 各主要生产区域的钾肥库存仍是有增无降, 尽管最近受农产品期货价格回升等影响, 巴西需求有所改善, 成交量仍比较小, 当前700美元/吨的钾肥价格无法持续, 下半年国际钾肥价格下跌风险仍然很大。

估值与建议:

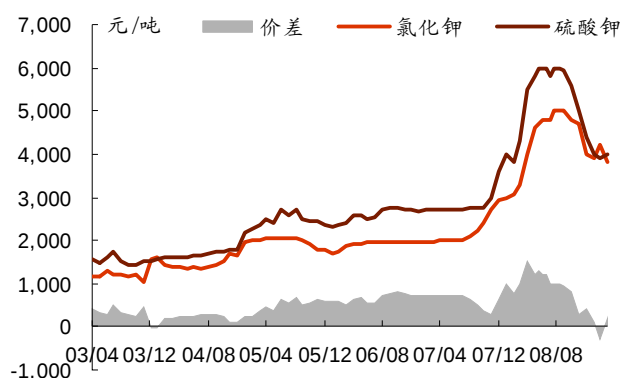
我们将罗钾的硫酸钾销售均价从4,500元/吨下调至3,800元/吨, 将冠农股份2009年和2010年每股盈利预测分别下调18.46%和18.14%至2.43元和3.62元, 短期受到美元走软和农产品走强预期的影响, 冠农股价仍有走强可能。需要密切关注巴西、印度和中国钾肥进口量的变化, 6月前后将最可能出现国际钾肥价格调整。钾肥价格大幅下跌时将是买入钾肥股的最好时机。

图表 1: 08 年业绩分析

	季度数据										年度数据			中金点评	
百万元	07 1Q	07 2Q	07 3Q	07 4Q	08 1Q	08 2Q	08 3Q	08 4Q	QoQ	YoY	2008	2007	YoY		
主营业务收入	111	68	110	229	129	138	149	145	-2.8%	-37.0%	561	518	8.2%	绿源糖业并入，果蔬产销量增加	
主营业务成本	102	56	87	188	115	126	133	110	-17.0%	-41.4%	483	433	11.5%		
主营业务利润	9	11	21	41	14	12	16	34	108.9%	-17.6%	76	82	-7.5%		
营业费用	5	5	13	27	5	7	11	4	-61.6%	-84.7%	26	50	-47.9%		
管理费用	5	6	9	13	7	9	10	15	54.7%	16.8%	41	33	22.0%		
财务费用	3	5	3	9	7	10	6	10	68.3%	13.9%	33	20	63.4%	贷款增加	
资产减值损失	-	-1	0	-2	0	-3	-	13	n.m.	n.m.	10	-3	n.m.		
营业利润	-5	-4	-4	-6	-5	-10	-10	-9	-17.5%	51.0%	-34	-19	78.3%		
投资收益	-	8	0	11	5	11	22	21	-2.0%	93.5%	59	19	207.1%	罗钾盈利大幅增加	
利润总额	1	2	3	15	1	2	12	17	44.8%	17.0%	32	20	58.1%		
所得税	-	0	0	0	-	1	1	-0	n.m.	n.m.	2	0	573.4%		
净利润	1	1	2	10	1	-1	12	17	40.4%	62.1%	29	14	107.7%		
每股收益（元）	0.00	0.00	0.01	0.04	0.00	-0.00	0.05	0.07	40.4%	62.1%	0.12	0.06	107.7%		
财务比率															
毛利率	8.1%	16.7%	20.5%	18.2%	11.0%	9.0%	10.9%	24.0%	13%	6%	13.8%	16.3%	-2.5%		
营业费用率	4.6%	7.7%	11.9%	11.7%	3.5%	5.0%	7.2%	2.8%	-4%	-9%	4.7%	9.7%	-5.0%		
管理费用率	4.6%	8.8%	8.6%	5.6%	5.4%	6.5%	6.5%	10.4%	4%	5%	7.3%	6.5%	0.8%		
财务费用率	2.9%	7.7%	2.8%	3.9%	5.7%	7.0%	4.1%	7.1%	3%	3%	6.0%	4.0%	2.0%		
营业利润率	-4.2%	-6.6%	-3.9%	-2.5%	-4.0%	-7.2%	-6.9%	-5.9%	1%	-3%	-6.0%	-3.7%	-2.4%		
净利率	0.5%	1.2%	2.1%	4.5%	0.8%	-0.5%	7.9%	11.5%	4%	7%	5.1%	2.7%	2.5%		

数据来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 钾肥价格走势



资料来源：中国资讯网，中金公司研究部

图表 3: 主要赢利假设 (罗钾项目)

	2009E	2010E
销售单价 (元/吨)		
硫酸钾	3,360	3,360
销量 (万吨)		
硫酸钾	100	144
毛利率 (%)		
硫酸钾	82.1	84.5

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 4: 赢利预测调整

(百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	628	597	-4.8%	704	663	-5.7%
主营业务成本	517	493	-4.7%	579	546	-5.6%
主营业务利润	108	102	-5.5%	122	114	-6.5%
营业费用	53	51	-4.8%	60	56	-5.7%
管理费用	56	54	-4.8%	63	60	-5.7%
财务费用	15	15	0.0%	22	22	-3.8%
投资收益	738	598	-18.9%	1,091	890	-18.4%
净利润	719	586	-18.5%	1,068	874	-18.1%
每股盈利 (元)	2.98	2.43	-18.5%	4.42	3.62	-18.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入净额	267	518	561	597	663
主营业务利润	65	82	76	102	114
营业费用	46	50	26	51	56
管理费用	39	33	41	54	60
财务费用	13	20	33	15	22
营业利润	(34)	(19)	(34)	(18)	(23)
投资收益	3	19	59	598	890
所得税	1	0	2	(1)	(2)
净利润	(32)	14	29	586	874
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	(67)	34	(129)	(41)	7
投资活动现金流净额	(30)	(91)	(197)	(108)	(108)
融资活动现金流净额	82	89	383	(50)	18
货币资金增加额	(15)	32	57	(200)	(83)
资产负债表 (百万元)					
流动资产	445	548	680	614	596
固定资产	492	384	512	584	651
流动负债	525	719	533	564	620
长期负债	86	36	60	39	39
股东权益	354	378	816	1,402	2,276
总资产	1,012	1,143	1,441	2,043	2,980
财务指标					
主营业务利润率	24.6%	16.3%	13.8%	17.4%	17.6%
息税前利润率	-8.0%	-0.2%	1.7%	-0.5%	-0.3%
净利润率	-12.0%	2.7%	5.1%	98.2%	131.8%
净资产收益率	-9.1%	3.7%	3.5%	41.8%	38.4%
总资产收益率	-3.2%	1.2%	2.0%	28.7%	29.3%
总资产负债率	60.3%	66.0%	41.2%	29.5%	22.1%
净资产负债率	172.5%	199.4%	72.7%	43.0%	29.0%
流动比率	0.8	0.8	1.3	1.1	1.0
速动比率	0.6	0.4	0.6	0.4	0.3
应收帐款周转期	235.5	129.0	127.3	127.3	127.3
存货周转期	177.6	199.3	225.7	225.7	225.7
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

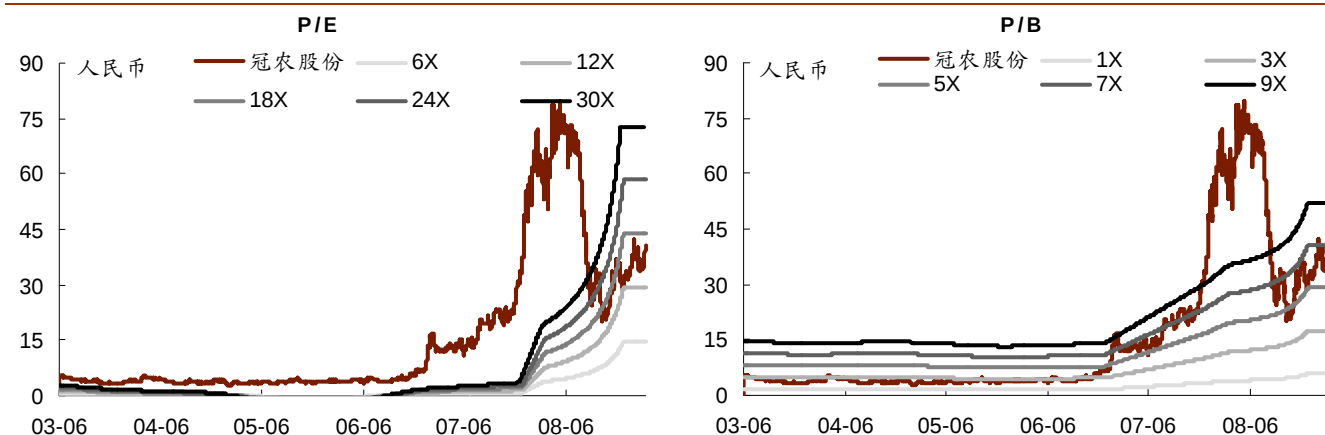
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2009-3-23	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	25.83	21.1	24.0	16.5	3.8	3.4	3.1	11.0	9.8	7.8
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	60.4	26.8	10.6	14.7	14.4	7.5	7.9	16.9	6.2	8.4
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	8.13	20.2	13.1	11.4	2.5	2.2	2.0	5.8	5.9	5.1
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	15.38	18.2	17.6	13.8	3.2	2.8	2.4	10.3	9.6	8.4
六国化工	600470 CH	CNY	中性	10	34.0	19.0	17.8	2.1	2.0	1.9	13.2	7.8	7.4
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	40.59	340.8	16.7	11.2	12.0	7.0	4.3	239.5	290.0	245.4
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	13.9	18.8	20.1	12.0	4.9	4.3	3.4	9.1	7.5	4.9
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.85	12.5	13.5	11.0	1.8	1.6	1.4	10.4	11.1	9.7
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	25.87	32.7	23.1	22.1	15.2	9.2	6.5	15.7	10.7	9.9
平均					58.3	17.5	14.5	6.6	4.4	3.6	36.9	39.8	34.1
中间值					21.1	17.6	13.8	3.8	3.4	3.1	11.0	9.6	8.4
国内材料公司													
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	14.09	15.5	16.9	15.5	4.9	3.8	3.0	12.5	14.9	10.3
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	40.39	6.7	15.8	12.9	3.9	3.3	2.7	4.8	9.3	7.4
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	13.87	37.6	48.8	30.8	2.2	2.2	2.0	11.8	10.5	8.9
三爱富	600636 CH	CNY	中性	6.86	n.a.	75.6	66.6	3.3	3.2	3.0	24.7	13.8	12.2
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	6.25	21.4	26.6	27.2	1.7	1.7	1.6	8.0	8.0	7.9
山西三维	000755 CH	CNY	中性	8.34	331.0	53.1	27.8	1.8	1.8	1.7	17.8	13.8	11.3
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	9.53	23.0	37.8	19.3	1.7	1.7	1.6	9.9	10.9	8.3
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.23	46.4	34.6	26.4	3.6	3.3	3.0	9.9	13.4	11.5
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	17.63	15.1	25.2	18.3	3.9	3.5	3.0	9.7	11.8	8.8
云维股份	600725 CH	CNY	中性	15.54	33.8	37.6	25.0	2.8	2.7	2.5	10.3	9.6	7.5
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	19.3	227.6	108.5	27.9	25.4	5.0	4.4	89.3	31.3	9.7
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.938	77.4	36.9	9.5	8.6	1.7	1.5	40.6	16.3	7.0
平均					75.9	43.1	25.6	5.3	2.8	2.5	20.8	13.6	9.2
中间值					33.8	37.3	25.7	3.5	2.9	2.6	11.0	12.6	8.8

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E, P/B bands



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 8: 国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率					市净率				EV/EBITDA		
			09-3-23	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	95.02	27.15	7.28	5.96	5.33	5.00	3.78	2.41	1.66	13.98	5.05	4.19	3.90
Agrium	AGU CN	CAD	44.9	13.69	4.33	5.06	5.09	2.29	1.47	1.12	0.93	8.79	3.36	3.79	3.91
美国化肥公司															
Mosaic	MOS US	USD	41.62	8.86	5.30	4.36	4.16	2.74	1.87	1.15	1.00	5.35	3.20	2.63	2.50
Terra Industry	TRA US	USD	26.6	12.26	4.57	7.10	8.64	3.84	2.37	1.81	n.a.	3.86	2.24	4.15	7.00
Terra Nitrogen	TNH US	USD	129.99	11.93	n.a.	n.a.	n.a.	11.73	n.a.	n.a.	n.a.	10.46	n.a.	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司															
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	1.9	63.15	3.51	3.16	1.78	20.49	2.94	1.37	0.94	11.17	2.82	2.05	1.43
Yara	YAR NO	NOK	153.75	7.46	3.38	6.07	5.30	2.13	1.49	1.27	1.07	10.78	3.70	6.21	5.46
K+S	SDF GR	EUR	34.85	n.m.	5.82	4.92	4.83	6.18	3.61	2.41	1.82	13.98	3.80	3.80	3.80
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	3315	20.57	4.76	4.98	3.71	6.14	3.99	3.14	2.58	3.60	4.14	4.32	3.23
平均				20.63	4.87	5.20	4.85	6.73	2.69	1.84	1.43	9.11	3.54	3.89	3.90
中间值				12.26	4.76	5.06	5.09	4.42	2.37	1.81	1.37	9.63	3.70	4.15	3.90
国际材料公司															
聚氨酯公司															
Bayer AG	BAY GR	EUR	37.92	6.49	10.27	9.90	8.86	1.73	1.69	1.54	1.43	7.25	6.38	6.07	5.85
BASF AG	BAS GR	EUR	24.3	5.84	6.22	8.72	8.41	1.22	1.20	1.20	1.15	3.37	3.54	4.29	4.17
Dow Chemical Co	DOW US	USD	7.68	2.53	2.86	3.73	3.33	0.37	0.37	0.37	0.35	2.76	2.87	3.11	3.03
平均				4.96	6.45	7.45	6.87	1.11	1.09	1.03	0.98	4.46	4.26	4.49	4.35
中间值				5.84	6.22	8.72	8.41	1.22	1.20	1.20	1.15	3.37	3.54	4.29	4.17
有机硅公司															
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2775	10.53	13.88	14.63	12.53	1.47	1.42	1.29	1.17	6.34	7.39	7.40	6.51
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	546	9.20	9.33	10.91	9.52	0.67	0.68	0.66	0.66	3.62	3.83	4.63	4.60
Solvay SA	SOLB BB	EUR	47.86	5.06	6.77	7.45	6.52	0.91	0.88	0.83	0.76	3.22	3.89	4.25	3.95
3M Co.	MMM US	USD	45.93	8.06	8.88	9.82	10.03	2.77	2.68	2.38	2.22	5.73	5.49	6.09	6.31
平均				8.21	9.72	10.70	9.65	1.46	1.42	1.29	1.20	4.73	5.15	5.59	5.34
中间值				8.63	9.11	10.37	9.77	1.19	1.15	1.06	0.97	4.68	4.69	5.36	5.45
有机硅公司															
GE Co.	GE US	USD	9.54	4.38	5.13	6.76	6.73	0.82	0.76	0.79	0.77	15.18	13.15	13.72	13.83
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4830	11.32	10.84	11.19	10.25	1.44	1.32	1.23	1.14	4.36	4.98	4.70	4.70
Rhodia SA	RHA FP	EUR	2.791	2.16	2.08	2.93	2.09	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.16	2.50	2.67	2.46
Cabot Corp	CBT US	USD	9.33	4.53	7.32	4.18	3.84	0.51	0.44	0.40	n.a.	3.78	4.08	3.28	3.88
平均				5.60	6.34	6.27	5.73	0.93	0.84	0.81	0.96	6.37	6.18	6.09	6.22
中间值				4.45	6.22	5.47	5.28	0.82	0.76	0.79	0.96	4.07	4.53	3.99	4.29
环氧树脂公司															
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	6.32	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.45	0.96	8.90	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	253	7.85	8.00	10.50	11.45	0.39	0.38	0.38	0.38	5.22	5.73	6.19	6.47
Sunoco Inc	SUN US	USD	26.87	3.61	4.64	7.65	6.43	1.25	1.02	0.95	0.87	3.08	3.14	4.40	3.72
Ciba	CIBN VX	CHF	49.2	13.94	23.11	18.28	15.95	1.00	1.19	1.16	1.13	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均				8.47	11.92	12.14	11.27	0.77	0.89	2.85	0.79	4.15	4.44	5.30	5.10
中间值				7.85	8.00	10.50	11.45	0.72	0.99	1.05	0.87	4.15	4.44	5.30	5.10

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 9: 国际化工公司分类估值表

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	13.1	10.0	14.5	9.0	2.0	2.1	1.9	2.1	7.1	8.3	6.1	6.1
美国大宗化学品	4.9	7.3	12.6	9.1	1.0	0.9	0.8	0.6	4.1	4.1	4.5	4.1
欧洲化工	9.2	8.1	8.4	7.8	1.5	1.5	1.3	1.2	6.1	5.6	5.7	5.3
日本化工	11.9	16.6	13.4	11.5	0.8	0.8	0.8	0.7	4.3	5.0	5.3	5.0
亚太化工	8.1	10.1	11.5	11.5	1.1	1.3	1.2	1.2	11.8	8.6	10.3	11.1
平均	9.8	10.6	11.9	9.6	1.3	1.3	1.2	1.2	6.7	6.2	6.2	6.1
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	6.7	12.1	10.6	10.0	0.9	0.9	0.8	0.8	8.5	6.0	7.4	7.9
工业气体	9.8	11.9	9.9	8.8	1.5	1.5	1.3	1.2	7.7	8.2	6.7	6.1
大宗化学品	10.9	8.6	12.8	9.7	1.3	1.2	1.0	0.9	5.1	4.5	5.0	4.6
特殊化学品	11.2	10.8	13.0	9.3	1.6	1.7	1.5	1.5	6.4	6.9	6.0	5.9
平均	9.8	10.6	11.9	9.6	1.3	1.3	1.2	1.2	6.7	6.2	6.2	6.1
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	10.4	12.0	11.7	10.2	2.0	1.9	1.7	1.6	7.0	6.6	6.7	6.5
中盘公司	8.8	8.6	10.7	8.2	0.8	0.7	0.7	0.7	6.8	5.1	6.1	6.1
小盘公司	10.7	11.7	17.2	13.9	1.0	1.3	1.1	1.2	5.5	8.2	4.4	3.5
平均	9.8	10.6	11.9	9.6	1.3	1.3	1.2	1.2	6.7	6.2	6.2	6.1

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个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。