

公司研究

基础化工

评级：强烈买入

当前股价：49.80 元

基础资料

总股本（百万股）	768
总市值（亿元）	382
流通股数（百万股）	391
流通市值（亿元）	195

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

化工研究小组：

郭荆璞 执业编号：S1500210020003

+86 10 63081257

guojingpu@cindasc.com

联系人：

麦士荣

+86 10 63081084

maiturong@cindasc.com

印培

+86 10 63081087

yinpei@cindasc.com

赵雅君

+86 10 63081095

zhaoyajun@cindasc.com

盐湖钾肥(000792.sz)公告点评

2011 年 1 月 27 日

■ 两湖合并进入实质性操作阶段

1 月 26 日，盐湖钾肥公告临时股东会决议，延长授权董事会办理两湖合并事务的期限一年，同时修改公司章程，为新增 10.6 亿股股份吸收合并盐湖集团做准备。两湖合并已经进入实质性操作阶段，我们判断 2 月份将可能完成最后的工作，资本市场将很快迎来国内基础化工行业盈利能力最为强大，未来覆盖化肥、化工原材料、新材料的巨无霸。

■ 固液转化项目及下游配套加工能力建设展开

公司同时公告了董事会决议，准备展开固液转化项目及下游配套加工能力的建设。根据我们数次实地调研的反馈，在数年潜心试验和大量翔实数据论证的基础上，开展固液转化项目有利于察尔汗盐湖资源的长期可持续开发，其项目投资回收周期不到 3 年，未来将有力地保证股东权益的快速增长。

我们预计，到 2012 年，盐湖集团权益产能将接近 300 万吨。

■ 全球钾肥产量创造历史新纪录，需求复苏，去库存结束

根据我们对 14 家主要生产商(占全球钾肥产能的 97%)的跟踪统计和估算，2010 年全球钾肥产量达到 5,720 万吨，创造了历史最高纪录，而库存并未大幅增长，这就意味着全球钾肥需求已经复苏。

目前主要生产商的开工率已经上升到 88%，钾肥国际贸易供给紧张的局面将可能在 2011 年二季度重现。

■ 国际钾肥市场垄断格局在 5 年内很难改变

根据我们的测算，国际钾肥市场在未来 3~5 年内仍然会维持 5~6 家寡头垄断国际市场 70%供应能力的格局，如果考虑寡头参股企业，这个比例还将上升到 80%，国内钾肥价格仍然会参照国际定价，中国由于进口量占全球贸易量比例的降低，将进一步丧失在海外的话语权。我们在 10 月 21 日的报告《中化合同点评》中，测算的 2011~2013 年国内钾肥价格分别为 3,100、3,500、4,000 元/吨。

维持合并后 2010~2012 年每股收益 2.1、3.4、4.1 元/股的预测，动态市盈率为 24/15/12 倍，复合增长率 40%。给予目标价 80 元/股。

■ 维持盐湖钾肥“强烈买入”评级。

固液转化项目及下游配套加工能力建设展开

根据我们数次实地调研的反馈，在数年潜心试验和大量翔实数据论证的基础上，开展固液转化项目有利于察尔汗盐湖资源的长期可持续开发，其项目投资回收周期不到 3 年，未来将有力地保证股东权益的快速增长。

由于察尔汗盐湖的盐壳中存在大量固态含钾矿物，目前的工艺无法充分利用，盐湖集团开发了固液转化的方法。使用生产钾肥产生的老卤，在充分利用其中的镁、锂等资源后，与地表河流的淡水混合，控制合适的浓度，在采卤区内将配置好的卤水灌入地下，使固态的含钾矿物溶解在卤水中，供下游加工成为钾肥。

固液转化项目实施后，察尔汗采卤区的地下水位将维持稳定，盐湖集团开采钾肥进入可持续发展的新时期。我们预计，到 2012 年，盐湖集团总产能将达到 330 万吨。

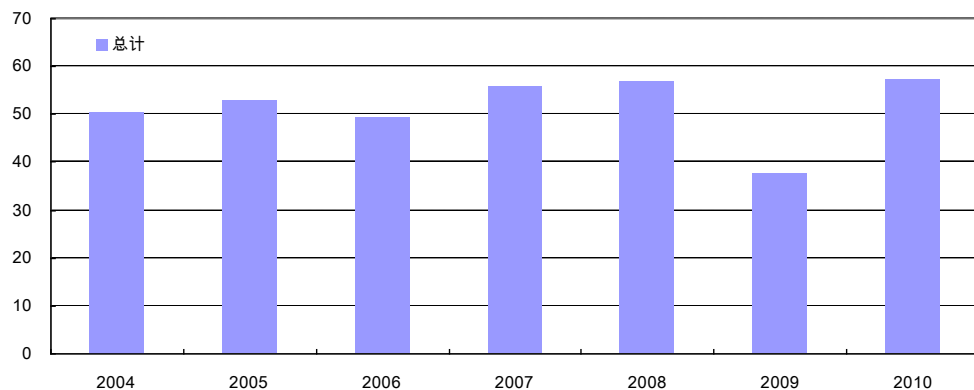
全球钾肥产量创造历史最高纪录

俄国最大的钾肥生产商乌拉尔钾肥和西尔维尼特同时公布了 2010 年的产量数据。根据我们的统计和估算，2010 年全球钾肥产量已经超越了 2007、2008 年，创造了历史最高纪录，比 2009 年增长了 52%。

根据我们对全球最大的 14 家钾肥生产企业年报、季报的统计，以及我们对四季度产量的估计，2010 年全球钾肥产量折氯化钾达到 5,720 万吨，已经超过了 2007、2008 年(5,560~5,670 万吨)。全球钾肥产能的名义开工率为 88.2%，接近 2007 年 91.4%的最高水平，对寡头剩余产能做调整后，全球的实际开工率已经达到了 94.0%，加拿大、前苏联 6 家寡头均超过了 90%。各家目前披露的产销量也都超过了 90%，有的还超过了 100%。

目前无论从中国国内的库存水平，还是北美生产商库存水平来看，钾肥库存并没有非理性地增长，而是维持在合理水平，低于过去 5 年的平均水平，大幅度增长的产量和销售量意味着消费的恢复和去库存的结束，事实上我们在 2010 年四季度重新开始强烈推荐盐湖钾肥的重要理由，正是我们监测的全球钾肥生产商，特别是 6 家寡头的开工率回复到 90%以上。

图表 1：2004~2010 年全球钾肥产量（折氯化钾）



资料来源：信达证券

第二大寡头美盛股权面临变更

最近钾肥行业两件大事，全球第二大生产商美盛(Mosaic)控股权可能出售，北美销售联盟 Canpotex 与中化达成 2011 年上半年大合同（60 万吨，400 美元，与 BPC 合同相同）。

美盛大股东嘉吉(Cargill)考虑将其 64%的控股权出售给嘉吉的信托受益人和债权人，将美盛变成公众分散持股的公司，交易估计在 240~250 亿美元之间。也就是说，嘉吉对美盛的估值是 380 亿美元。必和必拓在敌意收购萨斯喀彻温钾肥公司(Potash Corp)之前，曾经接触嘉吉，试图购买美盛的股权，但没有成功，彼时嘉吉表示美盛是其核心资产，不会对外出售。

此次出售表态，也主要是对嘉吉自身的信托持有人。必和必拓和淡水河谷对钾肥行业觊觎已久，但是能否通过收购来达到目的，还未可知。另一方面，美盛对此事也积极表态，支持嘉吉将美盛的股权进一步分散化的努力，其中隐约可知，美盛管理层是愿意逐步脱离嘉吉的绝对控股的。

萨斯喀彻温钾肥公司钾肥业务估值为 380-430 亿美元，对应百万吨钾肥业务价值为 42~47 亿美元，与嘉吉对美盛的估值水平匹配。由此估计盐湖集团合并后的钾肥业务价值约为 $45 \times 3 / 1.1 \times 6.6 = 900$ 亿元 RMB，加上综合开发 200 亿元左右的业务价值，合并后的盐湖钾肥估值在 1100 亿元以上，每股合理价格为 70 元左右，目前仍有较高的安全边际。

国际钾肥市场垄断格局在 5 年内很难改变

中国十二五期间主要的扩产集中在青海（100~150 万吨氯化钾）、新疆（170 万吨硫酸钾），以及海外 35~50 万吨，预计 2013 年可形成折氯化钾产能 600 万吨，2015 年 700 万吨，届时将满足国内 70%的需求，海运进口量将维持在 270~300 万吨，消费量重新回到 2007 年 1,000 万吨的水平，国内钾肥供应受到国际市场影响的格局不会出现大的变化。

2010 年，在 25 个国家和地区新增了一百多个钾肥项目，过去 3 年，仅加拿大地区就获得了 180 个开采许可。2009~2014 年全球钾肥新开发项目主要出现在加拿大和俄罗斯，其他地区，如阿根廷、智利、刚果、以色列、约旦和老挝也有增加。虽然钾肥行业面临扩产的压力，但是有三个因素将在 2011~2013 年持续支持行业的垄断利润：

首先，钾矿建设周期长。新矿通常都需要 5~7 年的开发，填平补齐扩产也需要 2~3 年，现有国外在建项目基本无法在 2013 年之前完成，2014 年产能增加并不明显。

其次，钾肥需求增长较快。无论国际还是国内的需求，一方面因 2007~2009 年施用量大幅下降带来的恢复性增长，另一方面，钾肥与氮肥消费比例正在提高，不断增加的人口也对农产品有更高的需求，按照平衡施肥比例的计算，中国、印度、巴西三国的钾肥需求量就需要增加 2,400 万吨，这相当于 2009 年全球需求的 60%。钾肥需求的增长，将直接抵消钾肥供应的增长。

最后，钾肥主要的扩产项目，仍然掌握在先进入行业的垄断供应商手里。2015 年之前可能投放的约 2,000 万吨产能中，有 1,500 万吨掌握在垄断钾肥供应的加拿大、独联体六大巨头手中，250 万吨为必和必拓控制的延森矿。新扩产能成本大部分高出 现有产能 100~200 美元/吨，垄断供应商的高成本扩产难以打破目前以需定产，限产保价的局面。

未来 3 年预计我国钾肥产量折合氯化钾在 520~600 万吨之间，而需求量折合氯化钾则为 780~900 万吨之间，也即经过 2008、2009 年的大幅下降之后，在 2013 年回到接近 2007 年的消费水平。

图表 2：中国钾肥供需平衡测算表

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
折纯产能	万吨	323	323	323	383	383	386	490
折纯产量	万吨	316	307	312	327	360	363	429
开工率	%	97.8%	95.0%	96.5%	85.4%	94.0%	94.0%	87.6%
折合氯化钾		527	512	520	545	600	605	715
海运进口		180	200	258	301	275	310	269
边贸进口	万吨	40	60	80	80	80	80	80
结转量		530	272	314	391	481	541	579
总供应量		1,277	1,044	1,172	1,316	1,435	1,536	1,643
钾肥消费		670	730	781	836	894	957	1,024
适当库存	万吨	335	365	391	418	447	478	512
总需求量		1,005	1,095	1,172	1,254	1,341	1,435	1,536
Canpotex 海运量								
低限	万吨			100	105	110	110	110
高限				129	150	137	155	134
合同最高价格	亿美元			6.0	7.3	8.7	10.2	11.7
单位最高价格								
低限	美元/吨			600	695	791	927	1,064
高限	美元/吨			465	486	633	658	870
国内钾肥价格				3,182	3,311	4,218	4,370	5,672

资料来源：信达证券

中国钾肥对外依存度降低的同时将丧失海外市场话语权

在中国钾肥消费最高峰的 2005~2007 年，中国的进口量曾经达到全球贸易量的 10~15%，中国作为最大最优质的客户，其消费量占 Canpotex 和 BPC 出货量的 15~20%。

随着国内钾肥资源的探寻和开发，我们预期到 2011~2015 年，中国的钾肥进口量将维持在 330~400 万吨/年，这相当于全球贸易量的 5.5~8%，其中海运进口量约为 250~300 万吨/年，相当于 Canpotex 和 BPC 出货量的 6~10%。中国在海外市场的地位会出现明显的下滑，但又无法摆脱国际市场价格的牵引，这可能会造成国内钾肥价格仍然随国际市场波动，但低于国际价格 30~50 美元/吨（相当于贸易商的利润空间），大大压缩钾肥贸易的盈利能力，而钾肥生产商的利润则几乎不受影响。

盐湖钾肥投资逻辑转变——从资产重估到盈利估值

我们在前面的报告中提出，应当转变投资逻辑，重新从钾肥价格分析，盈利预测的角度进行估值。

我们维持对盐湖钾肥合并后的盈利预测为 2010~2012 年 2.1、3.4、4.1 元/股，对应目前股价动态市盈率 24/15/12 倍，钾肥价格上升 100 元/吨，收益增加 0.15 元/股。

给予目标价 80 元/股。维持“强烈买入”评级。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102