

钾肥

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 梁皓

S0960111010122

0755-82026836

lianghao@cjis.cn

6-12个月目标价: 70.00元

当前股价: 53.03元

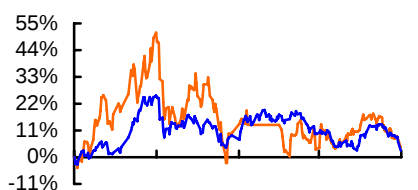
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	11312.63
总股本(百万)	1591
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	254
EPS (TTM)	0.81
每股净资产(元)	3.73
资产负债率	44.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
盐湖股份	-11.78	0.44	0.00
深证成份指数	-8.80	-6.26	0.00



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5

—— 盐湖股份 —— 深证成份指数

相关报告

盐湖股份

000792

强烈推荐

盐湖综合利用如期进行, 公司钾镁两翼待齐飞

投资要点:

- **盐湖股份是亚洲最大的钾肥生产基地, 2013年将新增氯化钾产能100万吨。**2010年公司氯化钾年生产能力200万吨, 实际生产氯化钾231.6万吨, 国内市场占有率约25%。公司正在兴建的固液转化项目将于2013年投产, 届时将新增100万吨产能, 实际生产能力达到330-350万吨。
- **国际钾肥价格上涨趋势明确。**国际钾肥供给高度垄断, 行业巨头以锁定产量的策略使供给具有可控性, 钾肥供需偏紧的局面将长期存在。我们认为需求不出现大幅萎缩的情况下, 决定钾肥价格的主要因素是种植收益和钾肥的边际生产成本; 一方面, 2010年下半年以来农产品价格快速上涨, 农民的种植收益大幅回升, 对钾肥价格的容忍度提高; 另一方面, 国际新建钾肥项目单位产能的投资额大幅提升, 钾肥生产的边际成本大幅上涨。我们认为国家钾肥价格上涨有较强的支撑因素, 中长期上涨趋势明确。
- **公司氯化钾生产成本大幅降低。**两湖合并后, 预计公司氯化钾生产成本大幅降低至600元/吨左右, 同时公司新建的固液转化100万吨氯化钾产能投产后, 生产成本将与现有产能接近。
- **金属镁一体化项目综合利用盐湖资源, 成本优势明显, 前景广阔。**公司钾肥生产排放的老卤经过简单盐田自然蒸发结晶, 无须纯化便可获得符合炼镁纯度的水氯镁石 ($MgCl_2 \cdot 6H_2O$), 生产镁的成本在10000元/吨左右, 而目前硅热法的生产成本在15500元/吨左右。预计启动项目10万吨金属镁产能将于2013年建成, 后续30万吨产能将于13年开始建设。
- **盐湖综合利用一期和二期项目将陆续投产。**公司综合利用一期项目已经试生产, 预计明年正式投产, 二期13年正式投产。我们认为影响一期和二期项目盈利情况的主要变量是天然气价格和运费。
- **投资建议:** 预计公司11-13年的EPS分别为2.31、2.97和3.97, 未来100万吨/年的固液转化和金属镁项目将显著增厚业绩, 公司将在2013年进入新一轮的高成长周期。我们给予公司6-12个月目标价70元, 强烈推荐评级。

风险提示:

- 极端天气影响钾肥需求、综合利用项目进展不顺、小非大量解禁

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4952	7270	8400	10880
同比(%)	9%	47%	16%	30%
归属母公司净利润(百万元)	1108	3673	4716	6320
同比(%)	-10%	231%	28%	34%
毛利率(%)	58.0%	74.5%	80.3%	81.3%
ROE(%)	28.7%	44.0%	36.1%	32.6%
每股收益(元)	1.44	2.31	2.97	3.97
P/E	39.39	24.62	19.18	14.31
P/B	11.31	10.83	6.92	4.66
EV/EBITDA	49	19	15	12

资料来源: 中投证券研究所

目 录

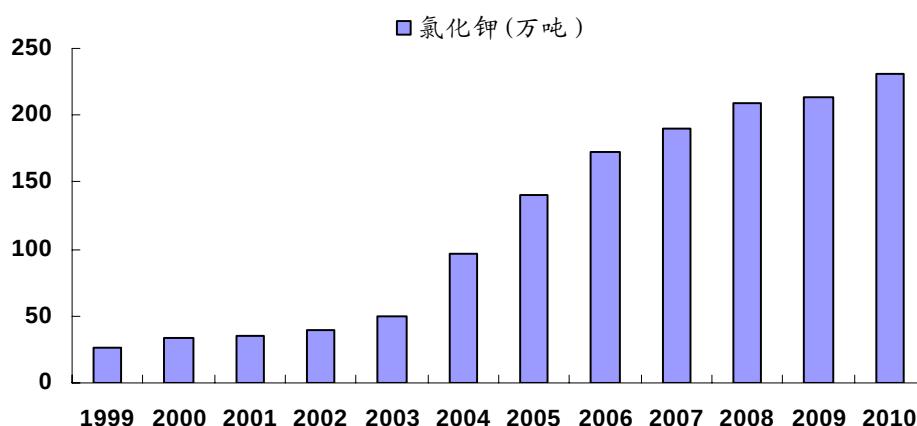
一、公司简介：中国最大的钾肥生产基地	3
二、世界钾肥行业：中长期钾肥价格上涨趋势明确	4
2.1 钾肥是农业生产不可或缺的元素	4
2.2 世界钾矿资源丰富，但分布高度集中	5
2.3 世界钾肥供给寡头垄断，供需分布不均	5
2.3.1 钾肥供给寡头垄断	5
2.3.2 世界钾肥供需分布不均	7
2.3.2 以销定产、跟随定价下的高毛利	8
2.3.4 长期看，供给垄断有弱化的趋势	9
2.4 世界钾肥需求稳定增长	10
2.4.1 短期来看，农产品价格创历史新高，拉动钾肥需求	10
2.4.2 长期来看，粮食需求、平衡施肥和消费结构的改变将带动钾肥需求的持续增长	11
2.5 未来五年全球供需盈余量将扩大	12
2.6 中长期国际钾肥价格上涨趋势明确	12
2.6.1 农产品价格上涨，农民种植收益增加，对钾肥价格的容忍度增强	13
2.6.2 全球钾肥生产的边际成本将大幅上升	14
2.6.3 国际钾肥和磷肥价格比仍处于合理水平	14
三、中国钾肥行业分析：	15
3.1 我国钾盐资源匮乏，生产企业集中	15
3.2 国内钾肥对外依存度高，国内企业跟随国际定价	16
3.3 平衡施肥的推广将加大钾肥需求	17
3.4 国内钾肥库存偏低	18
3.5 国内企业积极在海外寻找钾矿资源	18
四、公司业务分析：	19
4.1 两湖合并钾肥成本下降，固液转化新增产能 100 万吨	19
4.2 开发海外矿山意义深远	20
4.3 综合利用项目陆续投产	20
4.4 金属镁一体化项目前景广阔	21
4.5 碳酸锂项目预计将在 12 年产生收益	24
五、投资建议	25

一、公司简介：中国最大的钾肥生产基地

青海盐湖工业股份有限公司（000792）地处青海省格尔木市察尔汗，是中国现有最大的钾肥生产基地。目前公司钾肥设计产能 200 万吨，实际生产能力可以达到 230 万吨，公司计划在子公司盐湖发展新增 100 万吨产能，预计到 2012 年下半年将可以进行试车，达产后公司总生产能力将达到 330 万吨。

2010 年公司唯一产品为氯化钾，实际生产氯化钾产品 231.6 万吨，销售 246 万吨，市场占有率约为 25%，实现营业收入 49.5 亿元，实现营业利润为 16.5 亿元。

图 1. 盐湖股份 1999-2010 年氯化钾产量

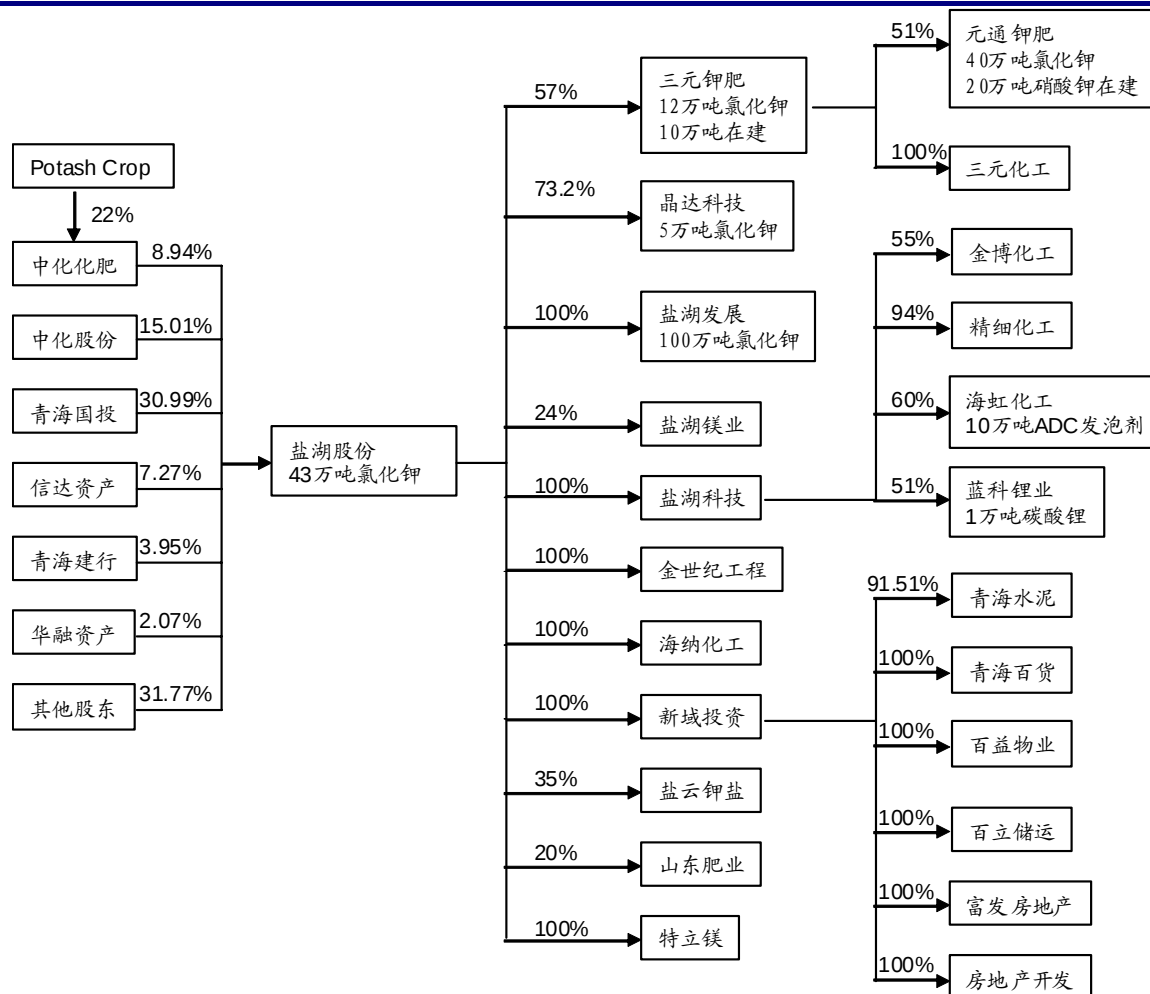


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司成立于1997年8月25日，经青海省经济体制改革委员会以及中国证监会批准，由盐湖公司为主发起人，以募集方式设立的股份有限公司，成立时总股本为2亿股，后来十几年中通过增发、配股等事宜，截止2010年底，总股本为7.67亿。

2011 年上半年，公司成功换股吸收合并盐湖集团后，总股本增至 15.90 亿股。吸收合并后的存续公司将在统一平台上对盐湖资源进行综合开发和循环利用，逐步形成以钾肥为龙头，综合利用镁、钠、锂资源，打造盐湖化工与天然气化工、煤化工的产业布局，实现由钾盐到钾碱、由无机到有机、由化肥到化工、再到精细化工，由盐湖资源开发延伸到有色金属提炼，多行业、全方位的可持续发展的新格局。

图2. 吸收合并后公司股权结构图



资料来源:公司公告、中投证券研究所

表 1、合并后盐湖钾肥氯化钾产能

	持股比例	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
盐湖钾肥	100%	43	43	
三元钾肥	57%	12	6.84	10 万吨精制氯化钾
元通钾肥	51%*57%	40	11.628	20 万吨硝酸钾
晶达科技	73.20%	5	3.66	
盐湖发展	100%	100	100	100 万吨氯化钾
合计		200	165.128	

数据来源: 公司公告、中投证券研究所

二、世界钾肥行业: 中长期钾肥价格上涨趋势明确

2.1 钾肥是农业生产不可或缺的元素

钾肥是一种很重要的农用肥料, 主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以

及硫酸钾镁；其中氯化钾由于其养份浓度高，资源丰富，价格低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的 95%。钾肥虽不属于植物组织或化合物的组成部分，但在维持植物生命的几乎所有过程中均必不可少。此外，钾肥还具有增强作物的抗虫害、抗冻害和抗不良土壤环境的能力。

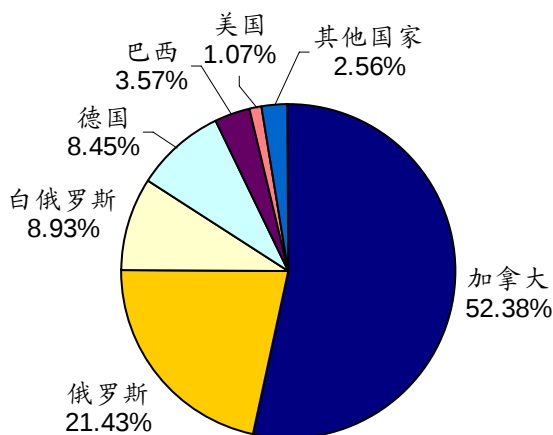
除农业用途外，氯化钾还有广泛的工业用途，制取其它钾盐，如氢氧化钾、碳酸钾、硝酸钾、硫酸钾、氯酸钾，磷酸二氢钾，高锰酸钾等；用于石油工业，橡胶工业和电镀工业；在医药卫生上作利尿剂、代盐等；在电解氯化镁制取金属镁时，常作配制电解液成份之一，等等。

2.2 世界钾矿资源丰富，但分布高度集中

2009 年世界钾储量为 94.5 亿吨（纯氧化钾），储量基础为 197 亿吨。按目前的生产水平，现有探明储量可供世界开采 300 年以上。

但世界钾盐的分布很不均衡，绝大部分在北半球，目前已发现 33 个世界级的钾盐盆地和大型矿床都在北纬 40° - 60° 之间。加拿大储量及储量基础居世界首位，占世界的 53%，俄罗斯为第二，占 21.7%，白俄罗斯和德国分别列第三和第四位，各占 9%，上述四国合计占世界总储量的 92.3%。其余储量及储量基础较多的国家依次为巴西、美国、约旦和以色列等国。

图 3. 世界主要国家氯化钾资源分布



数据来源:中投证券研究所

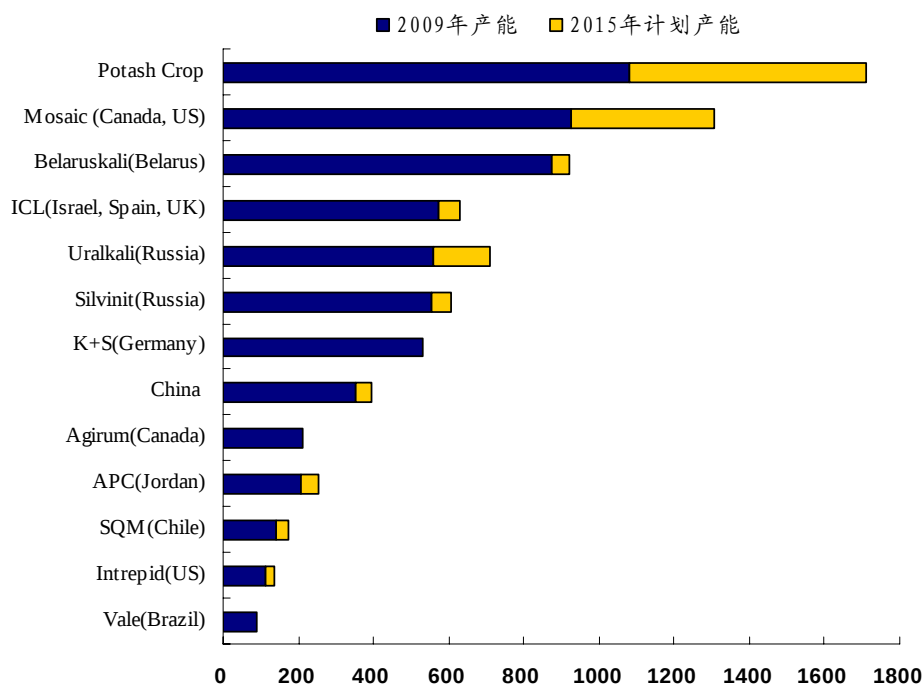
2.3 世界钾肥供给寡头垄断，供需分布不均

2.3.1 钾肥供给寡头垄断

受资源限制，钾肥行业生产集中度非常高，世界钾肥生产主要集中在北美和前苏联地区的加拿大钾肥Potash Corp、Agrum、美盛Mosaic、白钾Belaruskali、乌拉尔钾肥Uralkali和谢尔维尼特钾肥Silvinit等厂商手中（Uralkali

和Silvinit已于2010年年底合并)。2010年上述地区的6家厂商的产量占全球总产量的75%。

图4. 世界主要钾肥厂家09年产能和15年的计划产能



资料来源: 中投证券研究所

表 2. 2010 年世界主要钾肥厂家产量和全球占比

公司	国家	产量	全球占比
Potash Corp	加拿大	808	16.10%
Mosaic	美国	554	11.00%
Agrium	加拿大	178	3.60%
Belaruskali	白俄罗斯	860	17.16%
Silvinit	俄罗斯	520	10.40%
Uralkali	俄罗斯	506	10.10%
ICL	以色列	425	8.50%
APC	约旦	194	3.90%
盐湖股份	中国	232	4.60%
合计		4277	85.36%

资料来源: 中投证券研究所

在生产高度集中的同时,钾肥生产厂家组建 BPC 和 Conpotex 等厂家负责统一对外销售,形成供给联盟,相对需求方更加强势。

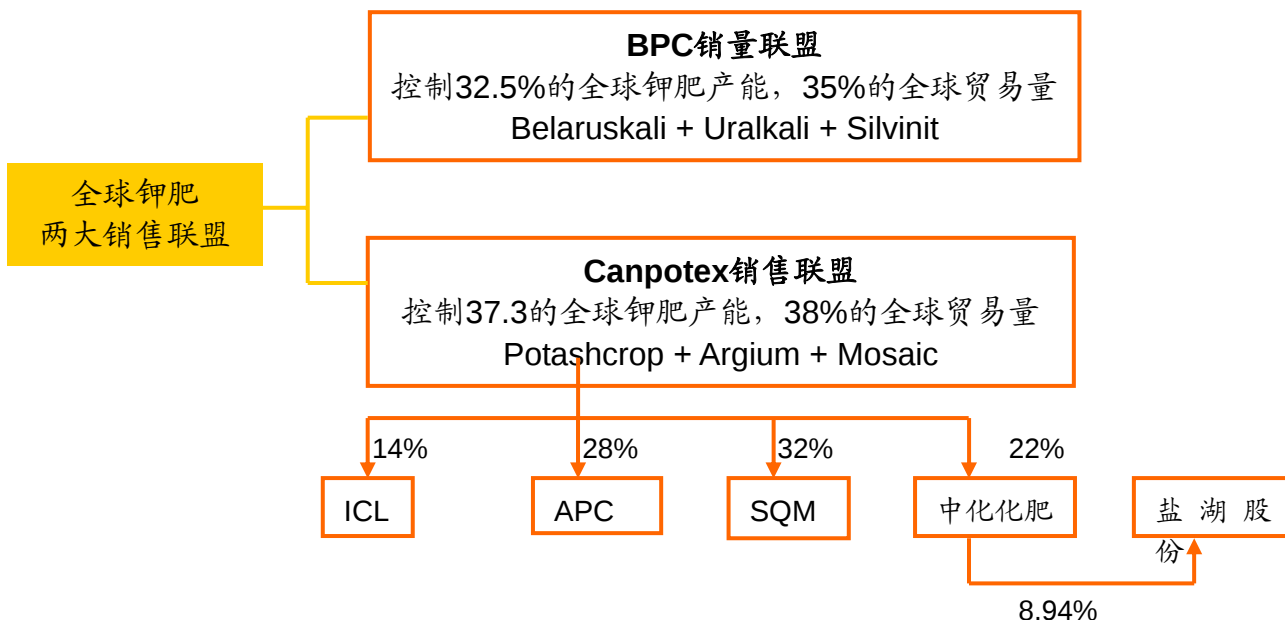
BPC由前苏联的白俄钾肥公司 (Belaruskali) 和俄罗斯Uralkali 公司组建,BPC 现在全球最大的钾肥出口机构,2010年占全球钾肥贸易的38%左右。俄罗斯Uralkali和Silvinit合并后,Silvinit也将加入该联盟。

Canpotex由北美的PotashCorp, Mosaic, Agrium 三家公司1986 年组建,

2010年占全球钾肥贸易量的35%。

与此同时，PotashCorp 还参股了钾肥产能世界前列的ICL（14%，以色列1998）、APC（28%，最大股东，约旦2003）、SQM（32%，世界最大硝酸钾生产商，智利2001）及中化化肥（22%股权及董事会七个席位中的两个，2005）。

图5. 世界钾肥两大销售联盟

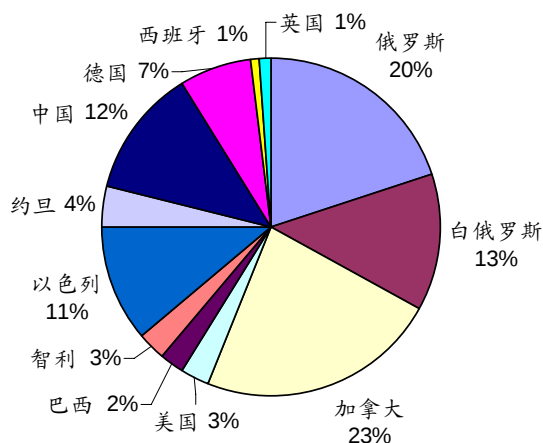


资料来源：中投证券研究所

2.3.2 世界钾肥供需分布不均

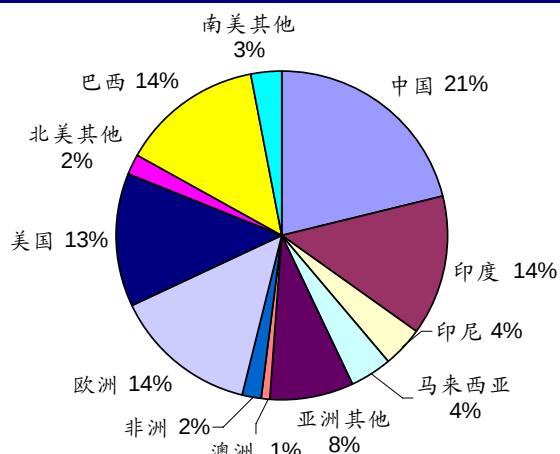
钾肥的生产主要集中在12个国家的13个厂商，但是几乎所有的国家都需要使用钾肥，产销地非常不平衡。全球20%的钾肥用于国内需求，80%的用于出口贸易。从国家层面来看，前四大消费国为中国、巴西、印度和美国等农业大国，总需求量占全球60%以上。2009 年全球钾肥出口前三大国家（加拿大、俄罗斯和白俄）占全球贸易比重69%，最大的进口国为印度、巴西和欧洲，占全球贸易比分别为27%，18%和11%（中国10%）。

图 6: 2009 年世界主要钾肥生产国家产量占比



资料来源: 中投证券研究所

图 7: 2009 年世界主要钾肥需求国家需求占比



资料来源: 中投证券研究所

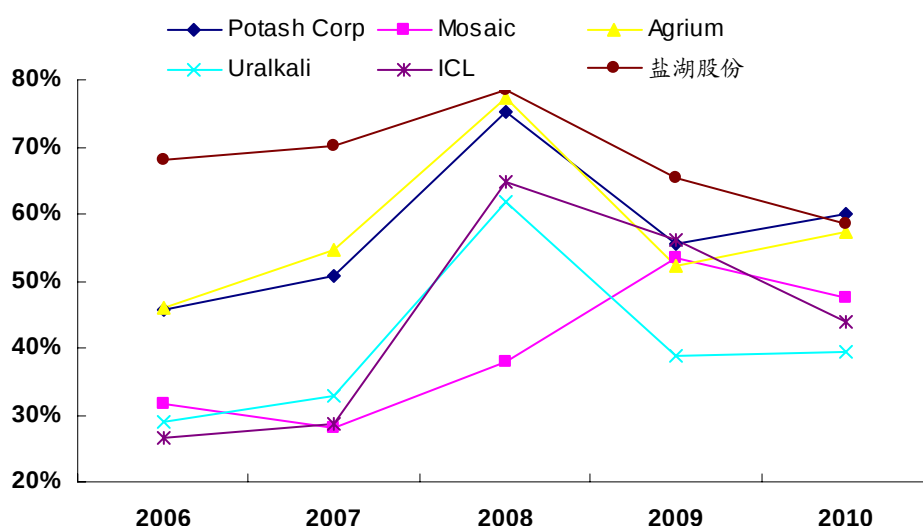
2.3.2 以销定产、跟随定价下的高毛利

在钾肥行业高度垄断和供需分布不均的局面下, 国际巨头采取以销定产的策略来保持较高的价格和毛利。

垄断供给方一般会与需求方谈判签订年度大单采购合同, 确定采购量与价格, BPC 或 Canpotex 签定后, 以色列 ICL、约旦 APC 及德国 K+S 等一般跟随行动。

需求较差时, 供给方联手限产保价, 使得钾肥价格近年一直处于较高水平。09 年经济危机, 钾肥企业开工率 5 成以下, 毛利仍可保持较高的水平。

图 8. 2006-2010 年国际主要公司钾肥业务的毛利率



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

2.3.4 长期看，供给垄断有弱化的趋势

中国、印度、巴西等发展中国家的钾肥消费量占全球钾肥消费量近 70%，而且需求增长迅速。为了打破国际巨头对钾肥的垄断，近年来巴西、印度和中国等企业在全球积极寻找钾矿，力图在未来的钾肥定价上获取更多的话语权。

一般来说，钾矿投资额巨大，建设周期需要 5-7 年，因此国际钾肥的垄断局面在未来几年内仍将维持，但长期看供给垄断的趋势在弱化。

钾肥需求国家全球布局钾矿资源。铁矿石巨头 BHP（必和必拓）与巴西的淡水河谷公司正在全球范围整合化肥资源。BHP 在加拿大收购了当地的 Anglo 和 Athabasca 钾肥公司，共计获得超过 11338 平方公里的钾矿勘探开采权益，同时积极开展钾肥运输和港口仓库方面的建设。保守估计，BHP 当前的计划产能至少达到 1000 万吨。淡水河谷公司则整合南美洲的磷肥和钾肥资源，并在莫桑比克收购钾矿资源。

淡水河谷（Vale）公司是巴西唯一的钾肥生产企业，产能 85 万吨/年，正计划凭借其雄厚的财力成为一家全球性的大型肥料生产商。公司获得巴西境内新钾矿 2014 年前后投产，产能为氯化钾 120 万吨/年，用于接替 2017 年前后将枯竭的现有钾矿；2010 年起公司在阿根廷门东萨省投资 41 亿美元，开发科洛拉多河流域的钾矿；此外公司还在加拿大拥有钾矿项目。

印度，农民肥料合作社（IFFCO）参股 20%，与巴西（参股 80%）合作开发秘鲁境内钾矿资源，一期 25 万吨/年，二期 50 万吨/年，建成后印度每年可以得到 50% 钾肥产量。

中国为改变钾肥供应对进口的过分依赖，积极与老挝、加拿大、泰国、约旦、俄罗斯等国进行接触，探讨共同开发钾矿的可能性及钾盐矿源勘探、开发、建厂和生产的意向。我国在以上国家寻找钾肥资源取得初步成果，近几年年将有 100 万吨以上的产能投产，远景规划将有 1000 万吨以上的产能，能够完全满足国内的需要。

钾肥是高投入、高风险的长周期行业。一般来说，一个成型的钾肥矿投资需要上百亿元，主要是因为钾矿的开采，需投入大量的机械设备，有时开矿深度达到地下 1000 米左右。关键是在资金充足的情况下，仍需要 5-7 年的建设周期。因此，较大的资金投入和较长的假设周期，以及未来钾肥价格的不确定性都是投资钾矿需要考虑的问题。另外，安全性也是必须要考虑的问题，俄罗斯一钾矿就因透水事故而永久关闭。

其次，钾矿开采需要大量的配套设施。生产钾肥需大量的工业用水，部分国家在高原地区有探明的钾矿，但因缺乏水资源而无法开发。运输也是需要考虑的问题，一般比较规模化的钾肥项目都地处偏远，而钾矿动辄百万吨的生产规模需要强大的运输能力，因此需要新建铁路和仓储设施。如果考虑新建铁路和仓储设施的费用，资金投入量会更大。钾肥一般用于出口，有无出口的港口及距离远近都将是钾矿开采所必需考虑的因素。

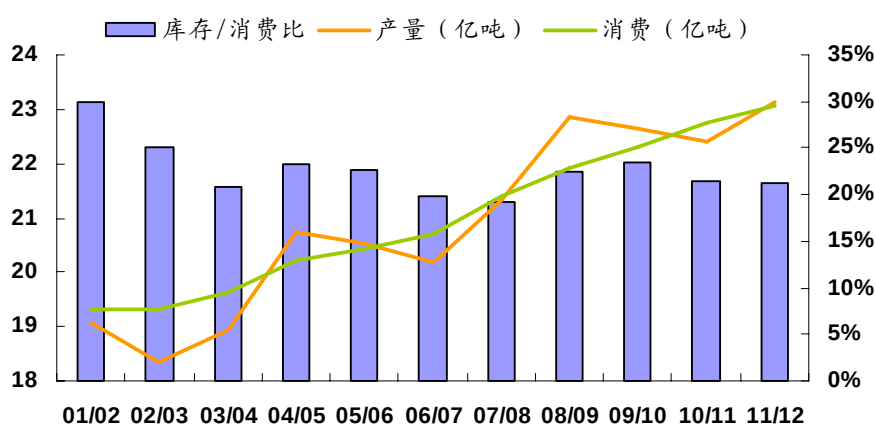
2.4 世界钾肥需求稳定增长

2.4.1 短期来看，农产品价格创历史新高，拉动钾肥需求

根据FAO的统计，2009年全球谷物产量在22.64亿吨，同比下降0.96%。2010年，独联体国家高温和干旱的气候，以及美国玉米产区湿热气候致使全球谷物产量同比下降2.2%,至22.4亿吨。从FAO的最新预计显示，2011年全球谷物产量将同步增长3.27%至23.12亿吨。

虽然全球粮食产量在2011年有所反弹，但是全球粮食库存/消费比依然在轻微下滑，处于07年粮食危机以来的低位。

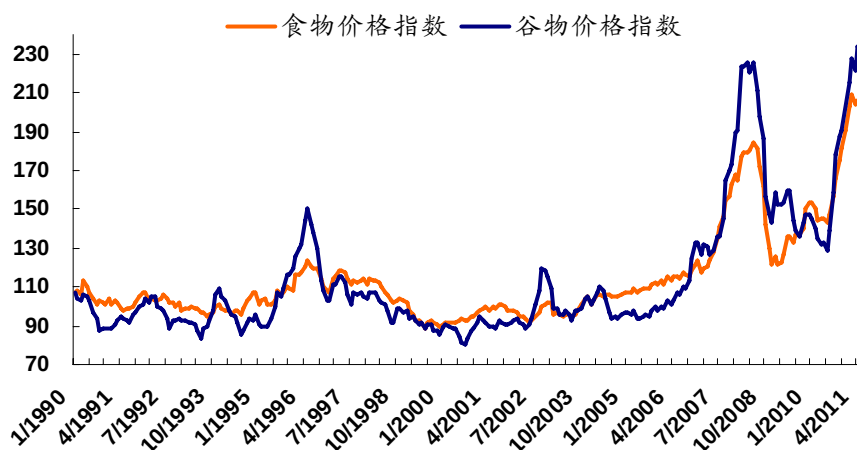
图9. 世界谷物产量、消费和库存/消费比



数据来源：FAO、中投证券研究所

在全球粮食供给偏紧、流动性充裕和种植成本上升的背景下，全球农产品价格指数创历史新高。农产品价格的上涨提升农民种植的积极性，使用钾肥来提升产量的意愿增大，拉动钾肥的需求。

图10. 全球食物价格指数和谷物价格指数



数据来源：FAO、中投证券研究所

2.4.2 长期来看，粮食需求、平衡施肥和消费结构的改变将带动钾肥需求的持续增长

粮食需求带来钾肥需求的增长。农产品作为刚性需求消费品，在消费结构中具有不可替代的作用。1975 年世界人口为 40.58 亿，2000 年世界人口达到 60.52 亿，预计到 21 世纪中叶，将达 90 亿至 120 亿，全球人口在不断增长，对农产品的需求将不断增加。

此外，由于经济发展和生活水平的提高，人类膳食结构的改变对肉禽蛋奶等动物性食品的需求也大为增加。据统计，每生产 1 千克鸡肉需要消耗 2 千克粮食，生产 1 千克猪肉需要消耗 3 千克粮食，生产 1 千克牛肉需要 7 千克粮食。由此可见，消费升级拉动的农产品需求增长将是一个庞大的数字。

国际油价的上涨推动了生物能源的应用，世界各国积极发展生物能源，也会增加对农产品的需求。

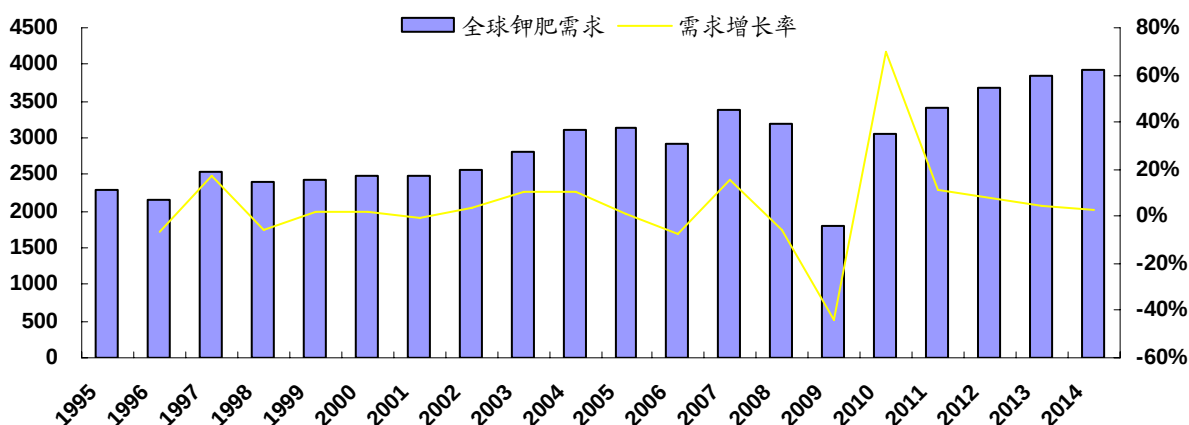
然而，世界耕地面积的增长远远跟不上农产品需求的增长。1975 年全球耕地面积为 14.8 亿公顷，2000 年全球耕地面积仅为 15.5 亿公顷，25 年间全球耕地面积的增长不到 5%。

在耕地有限的情况下，为满足日益增长的农产品需求，单位面积产量的提升是必然的结果。而农化产品是提供单位面积产量的主要手段，因此粮食需求的增长将拉动钾肥的需求。

平衡施肥将拉动钾肥需求。目前，许多发展中国家的施肥不均衡导致养分施用比率远达不到科学建议的施肥量，对钾肥的施用量不足、养分施用不平衡必然降低了粮食产量。虽然现在大多数国家采取了科学的施肥建议，增加钾肥使用量，拉丁美洲、中国、印度、其他亚洲国家和北美的钾肥消费量已经在过去 20 年上升了 70%，但这个增长幅度还不能达到科学建议的平衡施肥水平。因此，未来钾肥消费量还将面临持续增长。

消费结构改变带动钾肥需求。随着经济发展，收入增加，人们日常消费水平结构发生改变，蔬菜和水果的消费比例增加，带动水果和蔬菜种植面积增加，而水果和蔬菜是高需钾作物，这将增加对钾肥的需求。

图11. 世界钾肥需求和需求增长率（单位：折纯K2O，万吨）



数据来源：Potash Crop、中投证券研究所

2.5 未来五年全球供需盈余量将扩大

2010和2011年全球钾肥名义产能分别在7250万吨和7400万吨KCl左右，主要增长来自加拿大、智利、以色列、约旦和俄罗斯。尽管全球钾肥名义产能在2011年达到7400万吨KCl左右，但实际可以利用的钾肥产能远远低于名义产能。

目前来看，对全球实际产能的估算存在一定的争议，IFA预测2010和2011年底全球钾肥有效产能在3780和3860万吨K₂O，而Potash Crop预测的有效产能较IFA的预测少150万吨左右。

根据2011年6月IFA发布最新的全球钾肥需求展望，未来5年全球钾肥供给盈余将扩大。未来五年全球将有30个钾肥在建项目，如果全部顺利投产，钾肥产能将从去年的4270万吨增至5960万吨，主要为氯化钾。区域看北美将是最大的供应者，占钾肥供应总量的39%，东欧中亚占29%，东亚占10%，西亚占8%，拉美占5%。随着农业逐步回暖，全球钾肥需求也随之增加，预期未来2010~2015年钾肥需求增长20%，潜在盈余也将从今年的760万吨增长至1580万吨。

表 3. 2010-2015 世界钾肥供需（单位：折纯 K₂O，百万吨）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
供应						
产能	42.9	43.7	48	51.2	56	59.7
总供应 *	38	39.8	42.5	45	48.3	52.3
需求						
肥料需求	26.6	28.7	29.9	30.8	31.7	32.6
非肥料使用	2.4	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9
流通损失	0.9	0.9	0.9	1	1	1
总需求	29.9	32.2	33.5	34.6	35.6	36.5
潜在平衡	8.1	7.6	9	10.4	12.7	15.8
占供应%	21%	19%	21%	23%	26%	30%

资料来源：IFA、中投证券研究所

2.6 中长期国际钾肥价格上涨趋势明确

在目前的全球钾肥格局下，由于供给高度垄断的局面在未来几年难以改变，国际钾肥巨头会采取以销定产的策略来保持钾肥的高盈利，因此新增产能的投放和现有产能的利用可能会低于预期，钾肥的供需将继续偏紧，决定钾肥价格上涨的主要因素将是农民的种植收益和钾肥的开采成本。

2.6.1 农产品价格上涨，农民种植收益增加，对钾肥价格的容忍度增强

种植收益对化肥的施用量有很大影响。由于钾肥需求的弹性，钾肥的施用量受种植收益的影响更大。2010年下半年以来，国际农产品价格快速上涨，突破了此前08年的高点。农产品价格的上涨提升了农民的种植收益，一方面会拉动钾肥的需求，另一方面也会提高农民对高价钾肥的容忍度。

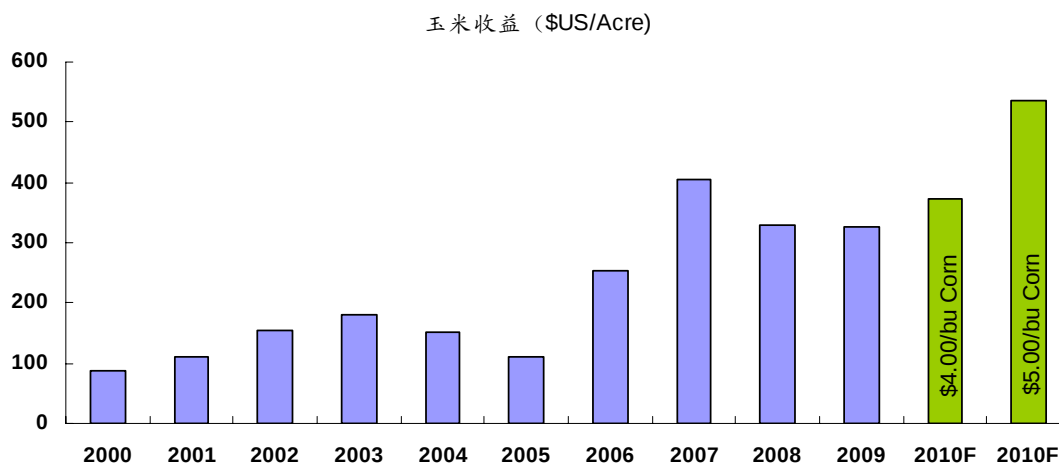
图12. 美国玉米价格走势



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

以玉米为例，USDA的数据显示，10/11美国玉米的平均价格为5.20 USD/bu，玉米每英亩的种植收益超过536美元，超过了07年的405美元。

图13. 美国玉米种植的平均收益



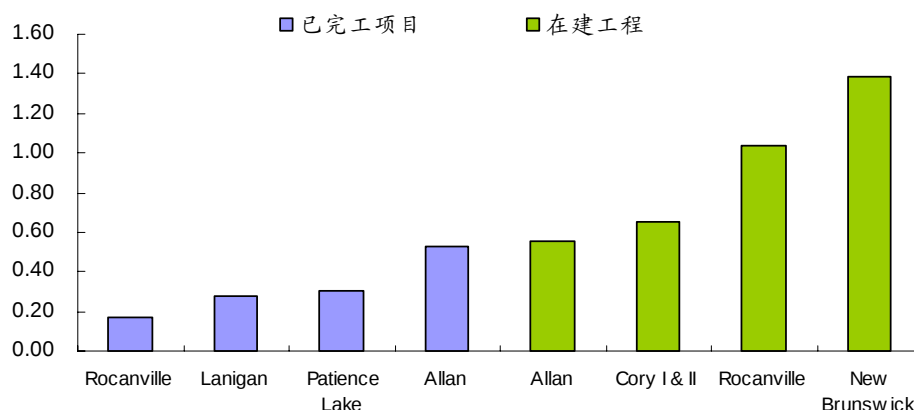
资料来源: Potash Crop、中投证券研究所

2.6.2 全球钾肥生产的边际成本将大幅上升

钾肥的成本构成可简单划分为三大部分，投资的资本成本，采选矿的运行成本和运输成本。一般比较规模化的钾肥项目都地处偏远，从勘探到生产出合格产品投资额大、建设周期长、运输成本较高。从钾肥资源形态和开采方式来看，有露天盐湖浓缩提纯，有地下蒸汽热溶解泵出提纯和地下洞采固体再提纯几类，其生产成本往往不同。因此，不同矿区的钾矿其开采成本往往是不同的。各大钾肥厂家往往优先开采成本较低的矿区，随着全球钾肥需求的上升，高成本厂矿的开工率将提升，全球钾肥生产的边际成本将上升。

目前全球扩建和新建的产能项目大都面临昂贵的开发投资和更高的生产成本，需要市场远期价格不断提升来实现投资回报。未来两年间，新增产能将主要来自于旧矿扩产，成本更高的新矿开采项目将于2014年后逐步投产。据加拿大钾肥公司的研报显示，其新建钾肥项目盈亏平衡点在500美元/吨，而该公司2010年2季度钾肥业务的盈亏平衡点仅在308美元。计划于2014年完工的阿根廷RioColorado项目单位投资比北美高一倍，生产成本将更高。

图14. 加拿大钾肥公司新增产能单位投资金额（单位：Billion \$CDN/MMT）

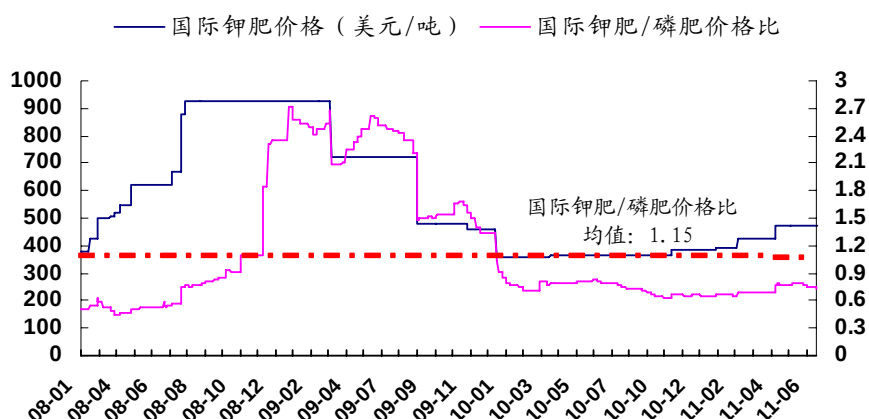


资料来源: Potash Crop、中投证券研究所

2.6.3 国际钾肥和磷肥价格比仍处于合理水平

钾肥作为肥料中的一个分支产品，与氮肥和磷肥在一定程度上也是相互竞争的关系，在极端的市场条件下彼此可以部分替代，从而影响钾肥市场的供求平衡。目前国际钾肥/磷肥价格比为 0.73，低于近几年的平均水平 1.15，未来钾肥价格仍有上涨空间。

图 15: 国际钾肥价格和钾肥/磷肥价格比



资料来源：百川资讯、中投证券研究所

三、中国钾肥行业分析：

3.1 我国钾盐资源匮乏，生产企业集中

我国钾盐资源匮乏，几乎没有可利用的固体钾盐资源，液体钾盐资源不到世界钾盐资源的 5%。同时我国钾盐资源还存在着分布不均的问题，钾盐资源主要集中在西北(占我国储量的 96.9%)和西南（占全国储量的 2.6%）。目前我国已发现的最大的钾盐资源是青海柴达木盆地和新疆罗布泊，已探明资源储量分别是 3.7 亿吨和 2.5 亿吨，地理位置相对偏僻、交通不便。其余钾盐资源分布在云南、山东、新疆、四川和甘肃等省（区）。

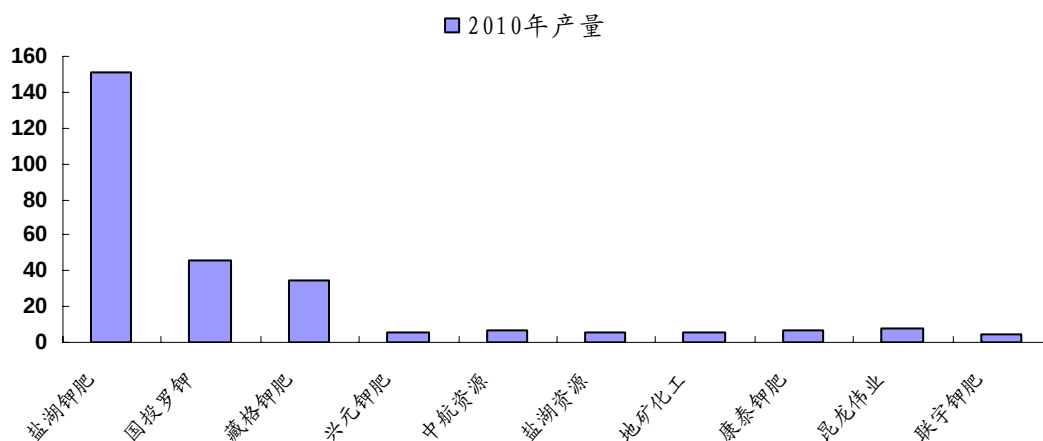
目前，中国利用钾矿资源生产的资源性钾盐产品主要是氯化钾、硫酸钾和硫酸钾镁，主要原料是青海、新疆的盐湖卤水、云南的固体钾矿和山东、天津、江苏等的海盐苦卤。而中国的钾肥产量，2010 年仍还是以上 3 种资源性钾肥产品的产量总和。虽然国内钾肥生产厂家众多，但是由于资源相对集中，主要产能仍集中在少数生产商手中。

表 4. 国内 2010 年资源性钾肥产量（单位：折纯 K₂O，万吨）

年份/品种	氯化钾	硫酸钾	硫酸钾镁肥	合计	同比
2010 年产能	340.2	85.32	23.68	449.2	15.21%
2010 年产量	274.7	49.25	10.18	334.13	4.19%

资料来源：中投证券研究所

图 16. 2010 年国内主要钾肥厂家产量（单位：折纯 K₂O,万吨）



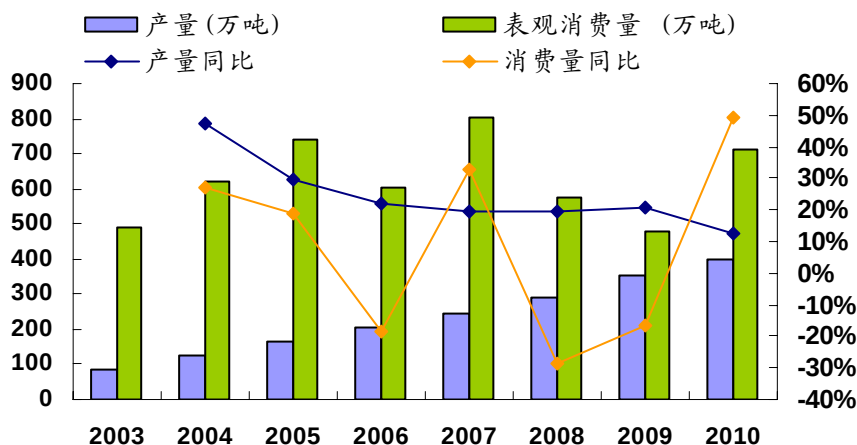
资料来源：中投证券研究所

3.2 国内钾肥对外依存度高，国内企业跟随国际定价

由于国内可利用的钾资源匮乏，我国钾肥产量一直不能满足国内的需求，对外依存度较高，但是近年来随着国内产能的建设，对外依存度有下降的趋势。2010年，我国钾肥产量397万吨，同比增长12.7%，进口量321.3万吨，同比增长132%，表观消费量712万吨，同比增长49%。未来随着盐湖钾肥固液转化项目100万吨KCl和国投罗钾180万吨硫酸钾产能的投放，预计国内钾肥产能有较大的增长。

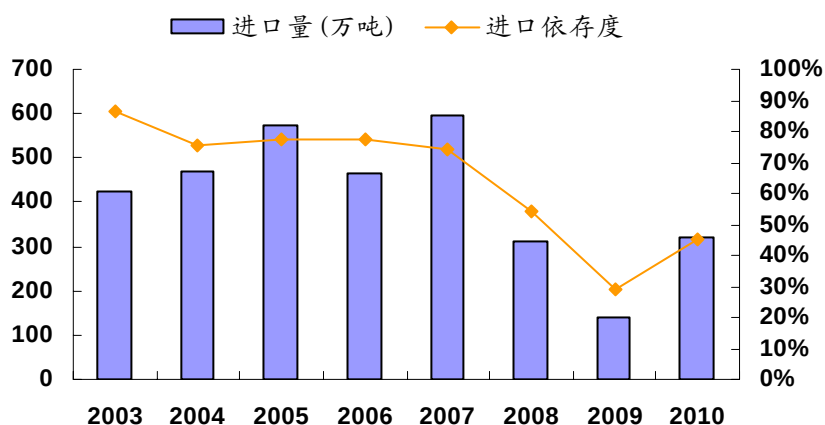
目前我国钾肥主要从独联体国家进口。中国钾肥进口多采用长期合同采购，主要采购方为独联体国家占60%，其次为加拿大占26%，中国钾肥主要用于高价值的蔬菜、水果，其次为大米。

图17. 国内钾肥产量和表观消费量（单位：折纯K₂O,万吨）



资料来源：wind、中投证券研究所

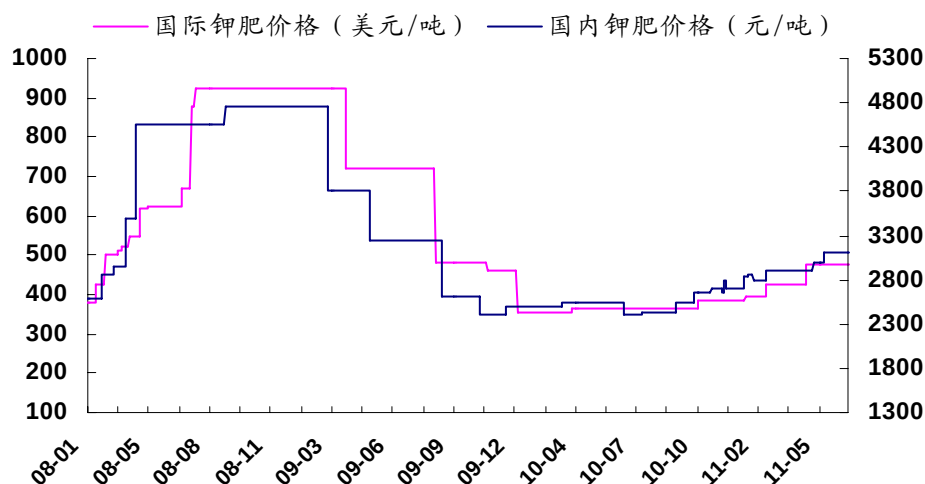
图18. 国内进口量和进口依存度（单位：折纯K₂O,万吨）



资料来源：wind、中投证券研究所

国内钾肥采取跟随国际钾肥价格定价的方式。由于国内钾肥供应以进口钾肥为主导，国内钾肥的定价机制基本上就是跟随定价，即根据市场上进口钾肥价格来确定国产钾肥的价格，而进口钾肥的价格按签订合同的离岸价加上海运费用再加上中间商的利润。

图19. 国内和国际钾肥价格走势



资料来源：百川资讯、中投证券研究所

3.3 平衡施肥的推广将加大钾肥需求

目前，对于我国农业土壤中的营养元素构成来说，普遍出现重氮、轻磷、缺钾非均衡施肥结构现象，造成钾肥增产空间很大，农民对钾肥的重要性还没有足够的认识，现在国内一些复合肥生产企业在生产的过程中也没有严格执行相关标准，导致钾肥的用量不够科学。

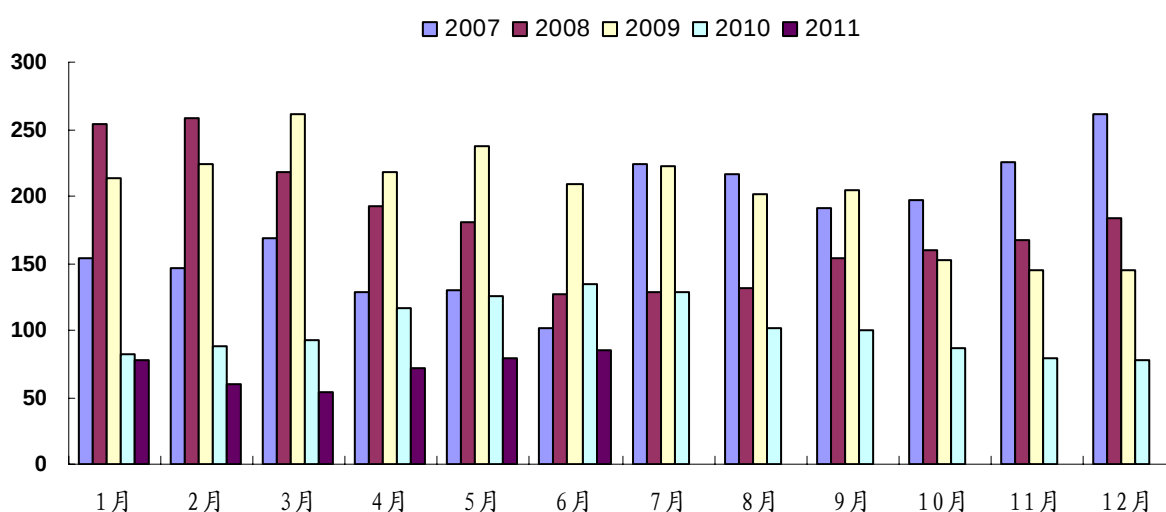
近几年，我国一直在推行的农业政策主要包括调整农业结构、推广农业技

术、提高农民种粮积极性、扩大农业种植面积等措施。农业结构的调整和农业技术的推广提高了钾肥的使用比例，目前我国农业投入的氮、磷、钾养分比约为1: 0.35: 0.24 (08年国家统计局)，世界平均水平约为1: 0.39: 0.27 (IFA 2010年数据)，而发达国家相应比例约为1: 0.35: 0.38(USDA 08年数据)。仅此一点，我国钾肥使用量就有近50%的提升空间。

3.4 国内钾肥库存偏低

今年上半年以来，国内钾肥库存一直处于低位。2011年6月底，港口钾肥库存80万吨左右，低于历史平均水平60万吨左右，而经销商的库存也较低。

图 20. 国内港口钾肥库存 (单位: 万吨)



资料来源：中国资讯网、中投证券研究所

3.5 国内企业积极在海外寻找钾矿资源

鉴于我国的钾资源较少，需要量又较大，而国外钾盐资源比较丰富，为改变我国钾肥供应对进口的过分依赖，在大力发展国内钾盐钾肥生产基地的同时，走出去寻求钾盐资源，建立海外钾肥生产供应基地意义重大。

从我国钾肥产业发展的远期规划来看，未来钾肥供给三分之一靠国内生产，三分之一靠进口，三分之一依靠海外基地供给。从目前的数据看，国内企业在海外生产的钾肥还没有形成足够大的规模，企业需加快步伐走出去。未来十年这一目标可能将逐步实现，国内的生产压力也将有所减轻。

老挝是我国企业进驻最早、有望最快投产的海外钾肥基地。老挝的钾盐能提供国内1/3的钾肥，如在老挝建成我国钾盐矿的境外生产基地，将为打破加拿大、俄罗斯等国的钾肥价格垄断提供重要筹码。

目前经过老挝政府批准进入该国开发钾矿的4家中国公司已取得的开采权矿地面积700平方公里，探矿权面积325平方公里，钾矿形态主要为钾石盐

矿。我国在老挝投资的4个项目中，3家企业分别为5万吨/年、10万吨/年、12万吨/年的试验工程已开工建设，将在10年内，形成600万吨/年的海外权益产能。

老挝的钾矿虽然资源很好，固矿含量至少在40%以上，但是废水废渣的环保问题较难解决，每吨的开采成本在2400-2500元，较国内现有盐湖的开采成本高很多。

我国企业除在老挝外，还与加拿大、泰国、约旦、俄罗斯等国进行接触，探讨共同开发钾矿的可能性及钾盐矿源勘探、开发、建厂和生产的意向。

最近，盐湖股份与中川国际矿业控股有限公司签署战略合作协议，共同开发中川矿业旗下的加拿大钾盐矿区 KP-488，总投资预计32亿美元，以建设年产300万吨的钾盐基地。春和集团计划以1.15亿加元（1.2亿美元）的价格收购了加拿大矿业公司 Mag Industries Corp，以使后者获得足够资金来开发它在刚果的关键钾肥项目。

表 5. 中国企业境外钾矿开发项目

地区	国家/地点	中国开发企业	资源量（亿吨）	产能（万吨）
亚洲	老挝，甘蒙	中农矿产资源勘探有限公司	1.044	10/100/300
	老挝，万象	云南中寮矿业投资开发有限公司		5/65/100
	老挝，万象	中国水电矿业（老挝）钾盐有限公司	0.7	12/100
	老挝，甘蒙	四川开元集团有限公司	3	50/200
	乌兹别克斯坦，卡什卡达里亚	中国中信集团中信建设公司	0.445	20/40
北美洲	加拿大，萨斯喀彻温	中川矿业、盐湖股份	5	300万吨
	加拿大			
	加拿大	青海中航资源有限公司	--	--
非洲	刚果(布)，奎卢	威海国际经济技术合作股份有限公司	100	
	刚果(布)，奎卢	春和集团		60/120

资料来源：中投证券研究所

四、公司业务分析：

4.1 两湖合并钾肥成本下降，固液转化新增产能100万吨

两湖合并钾肥成本下降。两湖合并前，公司的卤水资源不够，向集团公司购买卤水生产钾肥，需要缴纳一定的矿产资源使用费。据我们测算，公司2010年大约生产了230万吨钾肥，其中约有87%借用了集团的卤水资源，需要缴纳资源使用费。合并以后，仅考虑资源使用费一项，钾肥吨成本可以下降265元/吨。

固液转化新增产能100万吨。为了充分利用固态钾盐，盐湖集团从纳林格勒湖引水至盐湖，对固态钾盐进行溶解，可增加100万吨的氯化钾产能。我们预计固液转化的100万吨产能将在12年年底建成，13年试车。固液转化项目的装置并不复杂，如果顺利投产的话，KCl的生产成本可能和盐湖发展现有的100万吨装置差不多。

国内钾肥价格持续上涨。国内钾肥价格自去年下半年以来一路上扬，盐湖股份钾肥价格从去年7月的2400元/吨上涨至目前的3200元/吨（出厂价）。同时公司在今年7月份改变了销售政策，销售报价由送到价改为出厂价，运费改为客户承担，此前公司钾肥的运费大致在200元/吨。

未来公司钾肥产能继续扩张较为困难。公司现有盐湖资源的合理开采规模大概在350万吨/年。公司的固液转化项目100万吨产能达产以后，实际可生产量预计将在350万吨左右，因此，公司钾肥业务以后产能扩张的空间较小。

从资源综合利用的角度看，察尔汗盐湖是一个以钾盐为主，伴生有镁、钠、锂、硼、碘等多种矿产的大型内陆综合性盐湖。公司现在开采1吨KCl附带生产3吨NaCl和10吨MgCl₂，长期以来，NaCl和MgCl₂无法综合利用。公司现在开展的盐湖综合利用项目，计划综合利用盐湖的钾、镁、氯、钠、锂资源。因此，KCl的开采进度也需要考虑其他资源的利用进度，实现资源的最优化配置。

4.2 开发海外矿山意义深远

2011年6月10日，公司与中川国际矿业控股有限公司在“2011中国·青海绿色经济投资贸易洽谈会”上，就将加拿大KP-488项目建设成为我国海外钾盐生产基地达成合作意向，签署了《合作开发加拿大300万吨钾盐基地战略合作协议》。

中川矿业于2010年取得了加拿大萨斯喀彻温省KP488钾盐矿床采矿权。KP488钾盐矿床勘查区位于加拿大萨斯喀彻温省的南中部，西北方向距省会萨斯喀通市55公里，东南距贾纳市170公里，面积96km²。双方约定：在国家和青海省支持下，拟通过公司与中川矿业双方的共同努力，将KP-488项目建设成为我国海外钾盐生产基地。**该协议仅仅是合作意向，存在较大的不确定性。**

从初步的勘探结果来看，KP-488项目可能有近9亿吨的KCl储量，含量在30%以上，但是钾矿在地底1200-1600米的深度，需要先注水进去融矿，然后抽出卤水生产。公司没有融矿开采的技术，未来可能会向加拿大的其他厂家购买类似的技术。如果项目达成的话，估计KCl的建设成本在1000美金，生产成本在1000人民币，具有一定的成本优势。

我们认为，公司目前的盐湖每年开采的合理产量在350万吨，未来继续扩产的可能性不大，如果海外项目达成，一方面可以解决公司未来成长性的问题，另一方面可以提升我国钾肥的自给率。**但是考虑到钾肥开采需要5-7年的建设周期，如果能顺利达产的话，至少是五年以后，对公司短期业绩影响很小。**

4.3 综合利用项目陆续投产

盐湖资源丰富。盐湖钾肥所在的察尔汗盐湖总面积为5856平方公里，是一个以钾盐为主，伴生有镁、钠、锂、硼、碘等多种矿产的大型内陆综合性盐湖。察尔汗盐湖是我国最大的可溶性钾镁盐矿床，各种盐的总储量达到600多亿吨，其中氯化镁储量16.5亿吨，氯化锂储量824.6万吨，均占全国首位；

氯化钠储量 462.2 亿吨，可供全世界人口食用 2000 年。察尔汗盐湖氯化钾资源量 5.4 亿吨，其中氯化钾工业储量为 1.45 亿吨，探明储量在国内位列第一。

表 6. 盐湖综合利用项目概况

	投资金额	主要产品	预计投产时间
综合利用一期	约 50 亿	碳酸钾 7.38 万吨、氢氧化钾 6 万吨、PVC10 万吨、尿素 33 万吨、甲醇 10 万吨。	2011 年底
综合利用二期	50.71	氢氧化钠 10 万吨、合成氨 30 万吨、PVC12 万吨、尿素 33 万吨、	2012 年底
年产 1 万吨优质碳酸锂项目	5.05	碳酸锂 1 万吨，远景 3 万吨	2011 年底
ADC 发泡剂一体化项目	12.88	ADC 发泡剂 10 万吨、纯碱 15 万吨、硫胺 12.5 万吨	2011 年底
镁钠资源综合利用甘河项目	48.42	烧碱 20 万吨、PVC 24 万吨、水泥 200 万吨	2014 年
金属镁一体化项目（启动项目）	198	金属镁 10 万吨、PVC50 万吨、纯碱 100 万吨	2014 年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司生产氯化钾的同时会附带生产氯化钠和氯化镁，盐湖综合利用项目的本质是综合利用盐湖的钾、钠、镁和锂的资源。综合利用一期、二期和三期分别电解氯化钾、氯化钠和氯化镁，分离金属元素和氯元素，金属元素制取碳酸钾、氢氧化钾、烧碱和金属镁，氯离子和天然气生产 PVC、尿素和 ADC 发泡剂。

从综合项目一期的情况来看，项目如果顺利达产的话，年消耗天然气 3.1 亿 NM³，煤 60 万吨，氯化钾 16.6 万吨。项目配备有热电车间，基本实现电力和蒸汽的自给。

从目前的情况看，影响综合利用一期盈利的主要变量是天然气成本和运输价格。天然气是涩北气田经由格尔木输往兰州的天然气输送管线提供，合同价是 0.773 元/Nm³ 的价格，但是市场价接近 1.5 元/Nm³，目前公司和中石油签订了供气协议，但是合同价和市场价的比例尚未确定，比例不同对整体项目的盈利影响较大。运输方面，公司目前试销了部分 KOH、液氯和 PVC，主要是通过汽车运输销售，吨运输成本在 1000 元。如果改用铁路运输的话，大致运输成本在 400 元/吨。

综合利用一期目前在试生产，我们预计明年可以投产，同时转固。综合利用二期明年试生产，后年转固。

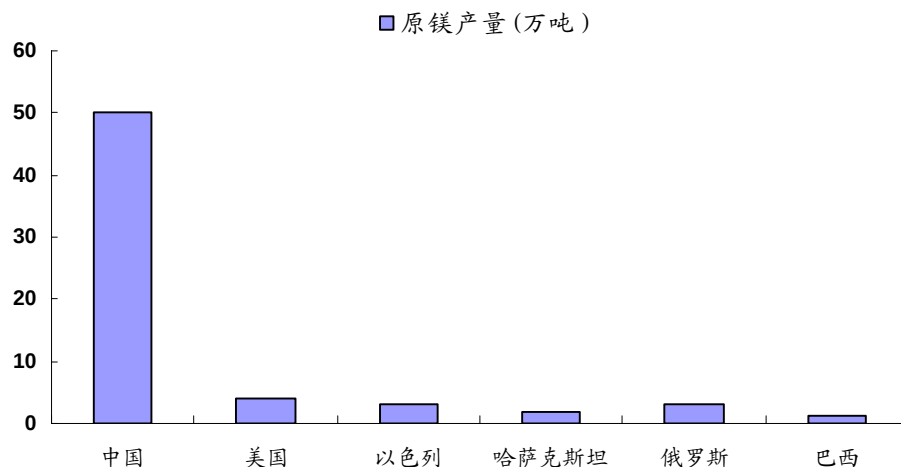
4.4 金属镁一体化项目前景广阔

镁是自然界中分布最广泛的 10 种元素之一，在 20 世纪 70 年代之前，镁主要应用于军事工业，导弹、战斗机、运载火箭等军工产品出于减轻自身重量的考虑而广泛使用镁合金作为其壳体或其他零部件的原材料。

90 年代以后，随着“硅热法”（皮江法）的成熟和发展，中国镁工业快速崛起，西欧国家、日本、挪威、加拿大等国家和地区逐渐退出了原镁生产领域。镁的生产成本也不断降低，金属镁开始快速进入民用领域。

截止到 2009 年底，世界生产原镁的国家仅有 6 个，他们分别是中国、美国、俄罗斯、以色列、哈萨克斯坦和巴西。

图 21. 2009 年世界主要国家原镁产量

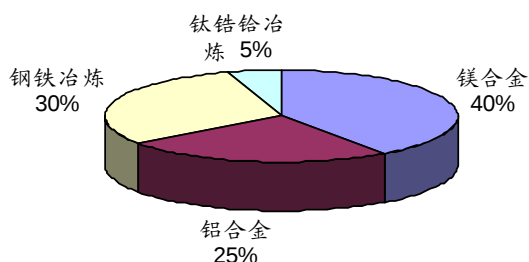


资料来源：中国有色金属工业协会镁业分会、中投证券研究所

原镁的应用领域除了生产镁合金之外，主要用途还包括铝合金生产中的合金添加剂，钢铁工业中的炼铁脱硫剂，海绵钛等金属冶炼过程中的还原剂等。

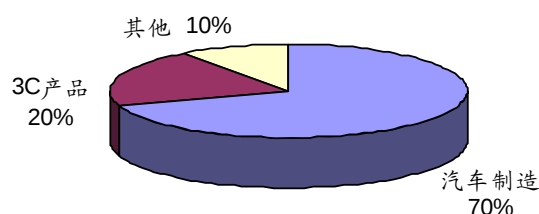
镁合金是以镁为基加入其他元素组成的合金。与其他合金及材料相比，镁合金具备更好的性能。其一，镁合金是最轻的可用于结构材料的实用金属且具备良好的物理特性。镁合金比重为铝合金的 2/3，减振性能比铝合金高 30 倍，镁合金比重为工程塑料 ABS 的 1.8 倍，比塑料导热性能高 200 倍，但其热膨胀性能只有塑料的 1/2。其二，镁合金具备良好的机械性能和加工性能。其三，镁合金具备良好的电磁波屏蔽性和再生性，可省去电磁波屏蔽膜的电镀工序和成本。

图 22. 全球原镁下游需求占比



资料来源：中投证券研究所

图 23. 全球镁合金下游需求占比



资料来源：中投证券研究所

镁合金在汽车领域应用前景广阔。由于汽车在石油消费结构中的比重增大以及环保问题的日益突出，汽车轻量化将是未来汽车工业的发展方向，而锂离子、油电混合动力等新能源汽车是全球汽车业的发展目标。目前阻碍电动汽车产业化的主要问题是一次充电后的续航能力过短，因此降低汽车自身重量，提高电池使用效率也是提高电动汽车续航能力的重要途径。而镁合金由于较低的密度、良好的机械性能、加工性能和稳定性是汽车轻量化的首选材料。

以镁合金取代钢材为例，1 千克镁合金的体积相当于4 千克钢材，目前3.5 千克/辆的镁合金消费强度相当于为每辆汽车减重10.5 千克。根据国外汽车行业专家较乐观的预测，未来经过若干年的发展后，镁合金在汽车零部件领域将在更大范围内取代钢材，全球平均每辆汽车镁合金用量将达到120 千克，这将使汽车减重360 千克/辆。

事实上，汽车所用燃料的60%消耗于自重，按照每辆普通乘用车平均自重1.5吨、每公里耗油量11L 测算，汽车自身重量每降低10%，相同行驶历程的油耗可降低7%，二氧化碳排放量可下降6.5%，一次续航能力可提高6%。

表 7. 每辆汽车镁合金用量与相关指标的敏感性分析（千克）

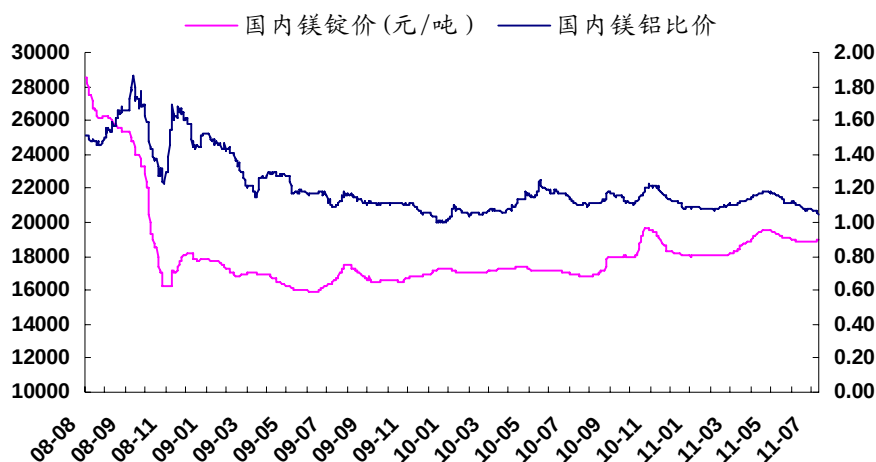
每辆车镁合金用量	3.5	10	15	50	80	100	120
油耗量降幅	0.49%	1.40%	2.10%	7.00%	11.20%	14.00%	16.80%
CO2 排放量降幅	0.46%	1.30%	1.95%	6.50%	10.40%	13.00%	15.60%
续航里程增幅	0.42%	1.20%	1.80%	6.00%	9.60%	12.00%	14.40%

资料来源：中投证券研究所

目前全球平均每辆汽已使用约3.5 千克镁合金，按照全球6500 万辆/年的汽车产量测算，目前每年全球汽车行业消费镁合金约23 万吨。随着而随着汽车轻量化进程的推进，全球镁需求将大幅增长。

假设2015年全球汽车行业镁合金消费强度达到15 千克/辆，汽车产量保持稳定，将消耗镁合金100 万吨/年。对比目前全球30 万吨/年的镁合金市场规模，未来5 年内镁合金市场容量增长潜力很大。

图 24. 国内镁价走势和镁铝价格比



资料来源：百川资讯、中投证券研究所

公司金属镁一体化项目有成本优势。镁的生产工艺主要有电解法和硅热还原法。20世纪90年代以前，“电解法”炼镁工艺在西方世界盛行，主要以菱镁矿为原料提取熔融的氯化镁，然后电解制取原镁，该工艺生产成本较高，投资巨大。90年代以后，随着国内低成本“硅热法”制镁的大量推广，电解镁在成本上没有竞争优势，西欧国家、日本、挪威、加拿大等国家和地区已退出了原镁生产领域，2009年国内生产原镁近50万吨，占据全球产量的80%。从目前国内主要企业的生产情况来看，国内使用硅热还原法制镁的成本约为15500元/吨。

公司的金属镁一体化项目综合利用盐湖资源，较硅热法有明显的优势。公司钾肥生产排放的老卤经过简单盐田自然蒸发结晶，无须纯化便可获得符合炼镁纯度的水氯镁石（ $MgCl_2 \cdot 6H_2O$ ），生产镁的成本在10000元/吨左右，成本优势明显。

此前，由于公司无法去除水氯镁石（ $MgCl_2 \cdot 6H_2O$ ）中的6个结晶水，项目迟迟未取得进展。公司此次从北美成套引进先进设备和技术，形成水氯镁石—原镁生产—镁合金加工的产业链，以18000元/吨的镁价格计算，金属镁一体化的10万吨先导项目预计盈利32亿。

我们预计公司金属镁一体化项目的先导10万吨产能将在2013年建成，14年投产，同时公司可能会在13年开始建设后续的30万吨产能。

公司项目的投产有可能使镁铝比价低于1，加大镁替代铝的范围。镁是铝的主要替代材料，而替代的主要制约因素是镁铝比价问题。按照目前的硅铁价格和电价，国内使用硅热还原法制镁的成本约为15500元/吨，而预焙槽制电解铝的成本约为14000元/吨，镁的生产成本较铝高出约10%。如果公司项目顺利投产，镁成本在10000元/吨左右，则未来使镁铝比价低于1，加大镁替代铝的范围。

4.5 碳酸锂项目预计将在12年产生收益

全球碳酸锂需求量接近10万吨，未来新能源汽车、储能市场的启动将加速碳酸锂需求的增长，预计2010-2015年全球碳酸锂需求量将维持10%左右的复合增速。目前世界上主要的碳酸锂厂商主要有3家，智利的SMQ，产量2.8万吨，德国的Chemetall和美国的FMC产量分别为2万吨，合计6.8万吨，占据全球70%左右的产能。

公司下属子公司青海蓝科锂业（51%）引入佛照锂能源公司俄罗斯技术，开发查尔汗盐湖锂盐资源，生产碳酸锂。此前公司的碳酸锂项目因为锂吸附树脂经过老卤长期浸泡和冲刷，损失量较大，造成生产成本高于原估算成本，需进行工艺技术改造。预计公司和佛照锂能源公司合作后，将突破此前的技术瓶颈。

如果项目顺利达产，我们预计1万吨碳酸锂可增加公司收入约3亿元，盈利在1亿元左右。

五、投资建议

我们认为钾肥价格上涨趋势明确。短期来看，一方面农产品价格处于历史高位，农民种植收益大幅提升，对钾肥价格容忍度提高，另一方面，国际钾肥库存处于历史低位，北美肥料研究所的最新数据显示，6月份北美地区氯化钾库存量降至174万吨，同比减少27%，低于五年平均值26%。长期来看，钾肥的资源属性和行业的垄断特性决定了，只要需求不出现大幅萎缩，价格上涨的趋势是可以持续的。

国内方面，因为钾肥的投资金额巨大，投资建设周期长，我们认为国内钾肥自给度在未来难以有效提高，国内钾肥跟随国际钾肥定价的模式将延续存在，盐湖股份将受益钾肥价格上涨带来的盈利增长。

近日，印度和钾肥供应商 Canpotex 签订钾肥进口合同，约定今年四季度钾肥进口价格为 CFR470 美元/吨，与中国下半年钾肥进口价格相同，但明年一季度价格上调至 CFR530 美元/吨，也显著加强了市场对未来国际钾肥价格上涨的预期。

对于公司的综合利用一期和二期项目，我们认为影响其盈利的主要因素是天然气价格和运费，现阶段我们对其盈利前景持保守态度，但是我们看好公司的金属镁一体化项目的盈利前景。

综合判断，公司的业绩有很强的安全边际。公司的业绩有可能在2013年迎来新一轮的高速增速，主要是固液转化项目的100万吨氯化钾产能将在13年投产，另一方面，金属镁一体化项目先导10万吨产能预计将在13年建设完成，14年产生收益。

表 8. 公司 11-13 年钾肥销量和价格预测

钾肥	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产能（万吨）	200	200	200	200	300
产量（万吨）	214	232	240	245	325
销量（万吨）	208	246	272	280	340
不含税价格（元/吨）	2168	1999	2673	3000	3200
成本（元/吨）	750	829	681	590	600
营业收入（百万）	4509	4918	7270	8400	10880
营业成本（百万）	1560	2039	1851	1652	2040
毛利率	65.41%	58.54%	74.54%	80.33%	81.25%

资料来源：中投证券研究所

预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 2.31、2.97 和 3.97，对应 PE 分别为 24/19/14 倍，我们给予公司 6-12 个月 70 元的目标价，强烈推荐评级。

表 9. 2011 年公司 EPS 对钾肥均价和销量的弹性分析

	2500	2600	2700	2800	2900	3000
240	1.86	1.96	2.06	2.17	2.27	2.38
250	1.94	2.04	2.15	2.26	2.37	2.47
260	2.01	2.13	2.24	2.35	2.46	2.57
270	2.09	2.21	2.32	2.44	2.56	2.67
280	2.17	2.29	2.41	2.53	2.65	2.77
290	2.25	2.37	2.50	2.62	2.75	2.87
300	2.32	2.45	2.58	2.71	2.84	2.97

说明：纵轴为销量假设（单位：万吨），横轴为价格假设（单位：元/吨）

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	6720	12071	17869	26189	营业收入	4952	7270	8400	10880
现金	1780	5901	11208	17717	营业成本	2080	1851	1652	2040
应收账款	2	85	85	88	营业税金及附加	363	225	260	337
其它应收款	40	69	78	100	营业费用	639	349	386	500
预付账款	191	331	250	307	管理费用	186	360	399	495
存货	1679	1840	1560	1914	财务费用	29	-9	-68	-139
其他	3028	3845	4688	6063	资产减值损失	0	3	3	3
非流动资产	3939	4458	4897	5265	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	36	38	38	投资净收益	0	-0	-0	-0
固定资产	2463	3561	4295	4822	营业利润	1654	4490	5767	7644
无形资产	6	7	8	8	营业外收入	543	763	882	1142
其他	1429	854	556	397	营业外支出	6	5	4	5
资产总计	10660	16529	22767	31454	利润总额	2191	5249	6645	8781
流动负债	4279	5046	5788	7159	所得税	329	789	999	1319
短期借款	0	10	10	8	净利润	1862	4460	5646	7462
应付账款	339	339	294	361	少数股东损益	754	787	930	1142
其他	3940	4698	5484	6790	归属母公司净利润	1108	3673	4716	6320
非流动负债	455	273	124	-22	EBITDA	1874	4711	6015	7893
长期借款	438	264	113	-34	EPS (元)	1.44	2.31	2.97	3.97
其他	17	9	11	11	主要财务比率				
负债合计	4733	5320	5911	7137	会计年度	2010	2011	2012	2013
少数股东权益	2069	2856	3787	4928	成长能力				
股本	768	1591	1591	1591	营业收入	8.6%	46.8	15.5	29.5
资本公积	208	208	208	208	营业利润	-19.4	171.6	28.4	32.5
留存收益	2603	6275	10991	17312	归属于母公司净利润	-9.9%	231.5	28.4	34.0
归属母公司股东权益	3857	8353	13069	19389	获利能力				
负债和股东权益	10660	16529	22767	31454	毛利率	58.0	74.5	80.3	81.3
现金流量表					净利率	22.4	50.5	56.1	58.1
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	28.7	44.0	36.1	32.6
经营活动现金流	2112	4050	6154	7296	ROIC	36.9	78.7	97.0	112.7
净利润	1862	4460	5646	7462	偿债能力				
折旧摊销	192	230	317	389	资产负债率	44.4	32.2	26.0	22.7
财务费用	29	-9	-68	-139	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.57	2.39	3.09	3.66
营运资金变动	2	-696	235	-450	速动比率	1.18	2.02	2.82	3.39
其它	27	65	24	35	营运能力				
投资活动现金流	-297	-739	-757	-758	总资产周转率	0.49	0.53	0.43	0.40
资本支出	301	743	754	757	应收账款周转率	34	74	45	52
长期投资	0	-5	3	-0	应付账款周转率	6.39	5.46	5.22	6.23
其他	4	-1	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-1230	809	-90	-29	每股收益(最新摊薄)	0.70	2.31	2.97	3.97
短期借款	-30	10	0	-2	每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	2.55	3.87	4.59
长期借款	-79	-174	-151	-147	每股净资产(最新摊薄)	2.43	5.25	8.22	12.19
普通股增加	0	823	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	39.39	24.62	19.18	14.31
其他	-1122	150	62	119	P/B	11.31	10.83	6.92	4.66
现金净增加额	584	4120	5307	6510	EV/EBITDA	49	19	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

梁皓: 中投证券研究所基础化工行业分析师, 南开大学理学博士, 2010 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434