



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 5 月 10 日

化工

研究部

高峰¹

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210070001
gaozheng@cicc.com.cn

关滨

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210030004
guanbin@cicc.com.cn

配置钾肥股的时机已经到来

上调冠农股份和中化化肥评级至“推荐”

继续“推荐”盐湖钾肥

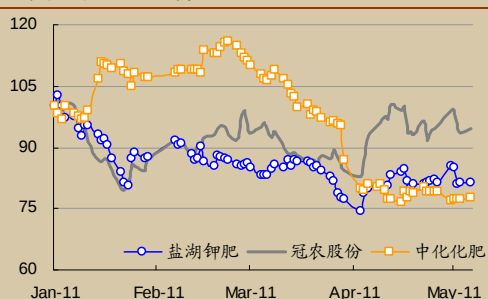
钾肥价格敏感性分析

氯化钾出厂价 (元/吨)	盐湖钾肥 EPS	硫酸钾出厂价 (元/吨)	冠农股份 EPS
2600	2.12	3100	0.92
2700	2.23	3200	0.98
2800	2.35	3300	1.04
2900	2.47	3400	1.09
3000	2.59	3500	1.15
3100	2.70	3600	1.21
3200	2.82	3700	1.27
3300	2.94	3800	1.32

公司 EPS 预测上调幅度

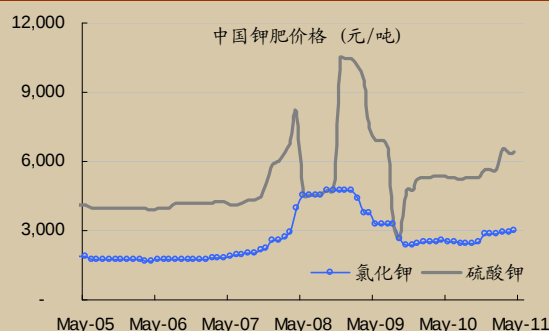
	2011E	2012E
盐湖钾肥	5%	9%
冠农股份	53%	53%

各公司相对大盘走势



注: 相对大盘指盐湖钾肥、冠农股份相对沪深 300 指数, 中化化肥相对香港红筹指数

国内钾肥价格走势



资料来源: 中国资讯网、中金公司研究部

¹报告贡献人: 王子欣

行业近况:

今年以来, 在需求拉动下国际国内钾肥价格缓慢攀升。上周盐湖钾肥调涨出厂价 100 元/吨, 国内氯化钾送到价达 3000 元/吨, 而国际价格也已突破 CFR 510 美元/吨, 创出年内新高。我们预计 2011 年下半年钾肥价格将继续保持升势。

2-3 季度将迎来钾肥的生产和销售旺季, 基本面确定性强。随着印度和中国钾肥谈判的推进, 钾肥价格仍将上扬, 公司业绩有进一步提升空间。我们认为配置钾肥股的时机已经到来。

推荐逻辑:

- 国际农产品种植回报率创历史新高, 带动国际钾肥现货价格自 2010 年以来逐步回升, 目前国际价格已高出中国 2011 年上半年进口大合同价格 30%。
- 北美生产商累计库存不足 200 万吨, 低于 2010 年同期以及过去 5 年同期平均水平。国内库存水平维持在相对低位, 不具备持续的谈判僵持能力。
- 印度钾肥谈判在即, 价格可能高于中国 2011 年上半年 400 美元/吨谈判价格 10% 以上, 从而继续抬升国内钾肥出厂价。印度已超越中国成为全球第一大钾肥进口国, 中国下半年钾肥价格谈判也即将展开, 预计将高于印度谈判价格。

投资建议: 全面推荐钾肥板块。

- 冠农股份: 因罗钾生产成本大幅下降, 上调冠农股份 2011-2012 年盈利至 1.04 和 1.31 元, 对应 PE 24x 和 20x, 评级由“中性”上调至“推荐”;
- 中化化肥: 上调港股中化化肥评级, 从“审慎推荐”上调至“推荐”, 维持目标价 3.90 港元。维持 2011 年和 2012 年盈利预测 0.22 和 0.26 元, 处于市场高端, 目前股价对应 PE 仅 12x 和 10x;
- 盐湖钾肥: 继续“推荐”盐湖钾肥, 上调 2011 年和 2012 年盈利预测至 2.47 和 3.16 元, 对应 PE 21x 和 17x。

催化剂:

印度确定 2011 年钾肥大合同谈判价格; 中国钾肥谈判价格确立。

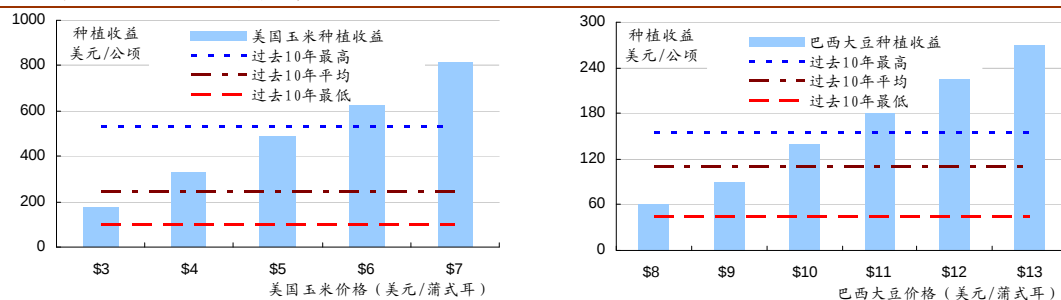
风险:

农产品价格、化肥需求大幅下滑风险; 市场估值中枢下行风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

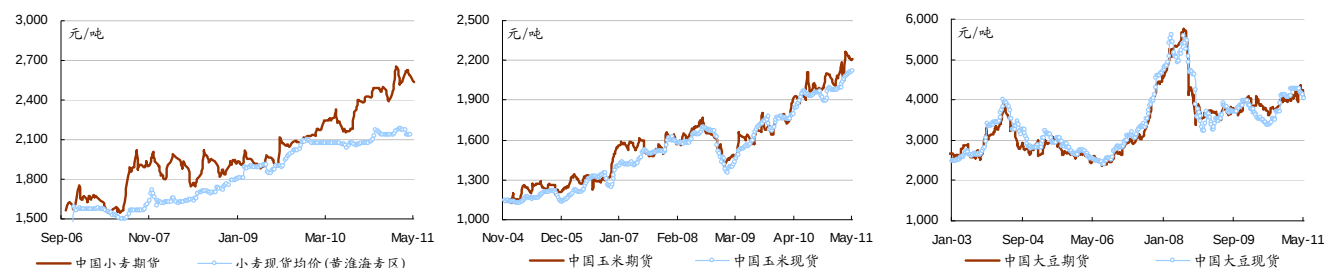
国际农产品种植回报率创历史新高：

图表 1：2011 年美国玉米种植收益有望超过过去 10 年最高值（左图，目前玉米价格已达 7 美元/蒲式耳）；2011 年巴西大豆种植收益有望超过过去 10 年最高值（右图，目前大豆价格已达 13.75 美元/蒲式耳）



资料来源：Potash Corp、中金公司研究部

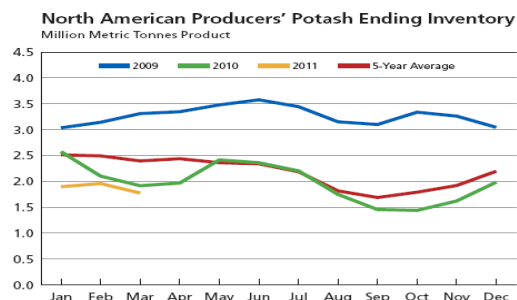
图表 2：农产品现货期货价格走势对比



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

国际和国内钾肥库存均处于低位：

图表 3：北美钾肥库存处于低位（左图）；中国钾肥实际消费量与库存量（氯化钾实物量）粗估（右图）



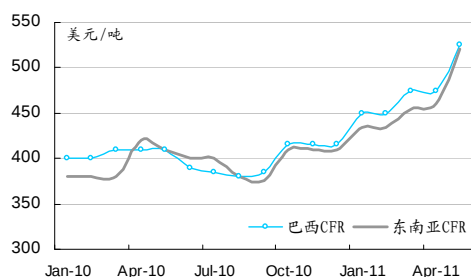
中国钾肥库存粗估

百万吨	2007	2008	2009	2010	2011E
年初库存	3.40	5.50	6.00	4.50	4.00
实际消费量	9.50	7.30	7.00	8.50	8.50
产量	2.40	3.50	3.20	4.00	4.30
净进口量	9.20	4.30	2.30	4.00	3.50
年末库存	5.50	6.00	4.50	4.00	3.30
平均库存	4.45	5.75	5.25	4.25	3.65
表观消费量	11.60	7.80	5.50	8.00	7.80

资料来源：Potash Corp、中金公司研究部

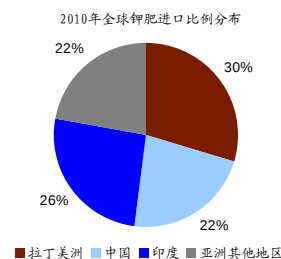
国际价格屡创新高，印度谈判价格将成为催化剂：

图表 4：巴西、东南亚钾肥进口价不断攀升（左图）；中、印历年钾肥合同谈判（中图）；全球钾肥进口分布（右图）



中国日期	合同价格	合同数量	备注	卖方
2008年	580美元/吨	1000千吨	FOB价格	BPC
2009-12-22	350美元/吨	1000千吨±20%	CFR价格	BPC
2011-1-12	400美元/吨（上半年）	1000千吨（全年）	CFR价格	BPC

印度日期	合同价格	合同数量	备注	卖方
2008-3-27	625美元/吨	750千吨	CFR价格	BPC
2009-7-24	460美元/吨	675千吨	CFR价格	BPC
2010-3-12	370美元/吨	900千吨	CFR价格	BPC



资料来源：中国资讯网，Potash Corp，中金公司研究部

冠农股份（600251.CH）：上调至“推荐”

冠农股份主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	561	534	821	1,020	1,103
(+/-)	8%	-5%	54%	24%	8%
主营业务利润	76	74	125	105	138
(+/-)	-7%	-2%	68%	-16%	31%
净利润	29	27	6	394	474
每股盈利(元)	0.08	0.08	0.02	1.09	1.31
(+/-)	108%	n.m.	n.m.	6542%	20%
市盈率	333.9	349.5	1,618.9	24.4	20.3
市净率	11.8	11.7	11.8	7.9	5.7
EV/EBITDA	157.5	293.3	224.7	-1,579.5	613.9
净资产收益率	3.5%	3.4%	0.7%	32.3%	28.0%
ROCE	3.2%	2.3%	0.5%	23.9%	22.3%
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)	-0.53	-0.30	-0.37	-0.18	-0.07
股价/经营现金	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

冠农股份股票信息

	A股
股票代码	600251 CH
当前股价	人民币26.51
目标价格	-
日成交量(百万股)	5.29
52周最高价/最低价	人民币35.74/14
发行股数(百万股)	362.10
总市值(百万元)	9599.27
流通股(百万股)	362.10
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%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

冠农股份最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：罗钾开工率提升致成本大幅下降，硫酸钾后续有望量价齐升

中长期（1~2年）投资主题

正面：

- 国投罗钾开工率大幅提升致成本大幅下降，一季度吨净利接近1700元/吨，同比提升4倍以上。
- 印度钾肥合同谈判在即，预计谈判价格将超过我国上半年签订的CFR 400美元/吨的合同价格10%以上，从而继续抬升国内钾肥出厂价。

短期（3~6个月）催化剂

- 印度和中国钾肥谈判价格超预期
- 国投罗钾上调硫酸钾出厂价

股价敏感因素：

- 国际和国内钾肥价格
- 进口钾肥合同谈判
- 财务、经营数据

估值：

我们上调公司2011年盈利预测53%至1.09，上调2012年盈利预测53%至1.31元，目前股价对应PE 24x和20x，由“中性”上调至“推荐”评级。

风险：

- 化肥需求减少风险。
- 市场估值中枢下行风险。

图表5：历史及未来财务数据，2011年业绩敏感性分析及EPS构成

损益表（百万元）	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入净额	561	534	821	1,020	1,103
主营业务利润	76	74	125	84	138
营业费用	26	27	64	77	83
管理费用	41	52	75	88	95
财务费用	33	33	45	48	56
营业利润	-34	-47	-103	-129	-95
投资收益	59	69	112	492	537
所得税	2	3	2	-19	-14
净利润	29	27	6	376	450
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	-129	-109	-136	-73	-37
投资活动现金流净额	-197	-75	-95	-108	-108
融资活动现金流净额	383	294	262	-81	-58
货币资金增加额	57	110	31	-262	-202
资产负债表（百万元）					
流动资产	680	749	1,115	1,127	1,007
固定资产	512	593	667	725	779
流动负债	533	557	1,034	1,222	1,236
长期负债	60	364	413	387	387
股东权益	816	818	815	1,202	1,652
总资产	1,441	1,772	2,296	2,851	3,321
财务指标					
主营业务利润率	13.8%	14.9%	16.2%	9.2%	13.5%
息税前利润率	1.7%	-0.9%	-1.6%	-7.9%	-3.6%
净利润率	5.1%	5.1%	0.7%	36.8%	40.8%
净资产收益率	3.5%	3.4%	0.7%	31.3%	27.2%
总资产收益率	2.0%	1.5%	0.3%	13.2%	13.5%
总资产负债率	41.2%	51.9%	63.0%	56.5%	48.9%
净资产负债率	72.7%	112.5%	177.6%	133.9%	98.3%
流动比率	1.3	1.3	1.1	0.9	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.2	0.1
应收帐款周转期	127.3	64.4	60.9	60.9	60.9
存货周转期	225.7	278.5	298.5	298.5	298.5
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

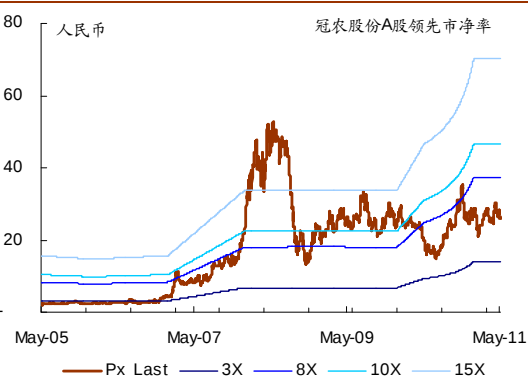
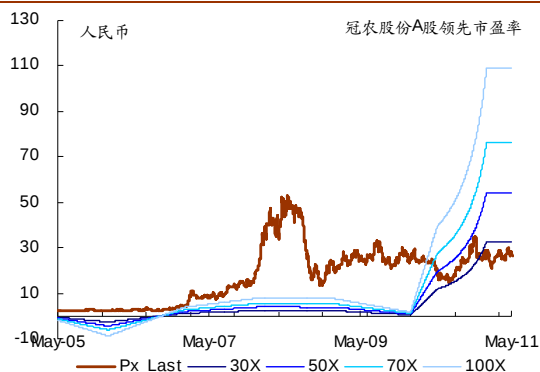
冠农股份2011年EPS敏感性分析

国内硫酸钾价格 (元/吨)	冠农股份 EPS	罗钾投资收 益EPS
3100	0.92	1.04
3200	0.98	1.10
3300	1.04	1.15
3400	1.09	1.20
3500	1.15	1.26
3600	1.21	1.32
3700	1.27	1.37
3800	1.32	1.43

公司EPS构成	2011E	2012E
罗钾投资收益	1.20	1.37
水电投资收益	0.08	0.09
主营业务	-0.20	-0.16
合计	1.09	1.31

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表6：公司PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表7：盈利预测调整

(百万元)	2011E			2012E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	1,020	1,020	0.00%	1,103	1,103	0.00%
主营业务成本	964	905	-6.13%	1,008	954	-5.34%
主营业务利润	46	105	127.93%	84	138	63.79%
营业费用	77	82	6.67%	83	88	6.67%
管理费用	88	82	-6.98%	95	88	-6.98%
财务费用	48	48	0.00%	56	56	-0.59%
投资收益	405	491	21.15%	444	560	26.16%
净利润	257	394	53.20%	311	474	52.50%
每股盈利(元)	0.71	1.09	53.20%	0.86	1.31	52.50%

资料来源：中金公司研究部

盐湖钾肥 (000792.CH): 维持“推荐”

盐湖钾肥主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	4,069	4,560	4,952	6,354	7,646
(+/-)	31%	12%	9%	28%	20%
主营业务利润	3,018	2,604	2,508	4,727	5,972
(+/-)	48%	-14%	-4%	88%	26%
净利润	1364	1230	1108	3931	5025
(+/-)	38%	-10%	-10%	255%	28%
每股盈利 (元)	1.78	1.60	1.44	2.47	3.16
市盈率	29.8	33.1	36.7	21.4	16.8
市净率	14.2	13.4	10.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.9	18.3	21.6	7.0	4.9
ROCE	23.5%	21.7%	17.4%	23.7%	25.7%
净资产收益率	47.5%	40.6%	28.7%	28.4%	30.5%
现金分红收益率	2.7%	1.8%	0.0%	2.8%	3.6%
每股经营现金流 (元)	2.76	1.30	2.75	2.82	3.97
股价/经营现金	19.2	40.6	19.3	18.8	13.4

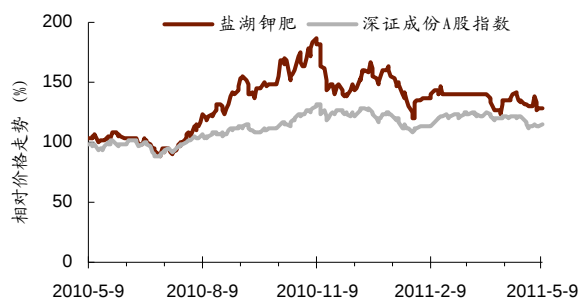
资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

盐湖钾肥股票信息

	A股
股票代码	000792 CH
当前股价	人民币52.99
目标价格	-
日成交量 (百万股)	3.36
52周最高价/最低价	人民币78.05/36.45
发行股数 (百万股)	767.55
总市值 (百万元)	40,672.47
流通股 (百万股)	478.00
主要股东 (持股比例)	青海省国有资产投资管理有限公司 (30.99%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

盐湖钾肥最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：量升、价涨、成本降

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面：

- 印度钾肥合同谈判在即，预计谈判价格将超过我国上半年签订的 CFR 400 美元/吨的合同价格 10% 以上，从而继续抬升国内钾肥出厂价。
- 两湖合并后，公司原先支付给盐湖集团的矿产使用费已经取消，未来钾肥业务毛利率有望继续回升。

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 印度和中国钾肥谈判价格超预期
- 盐湖钾肥上调出厂价

股价敏感因素：

- 国际和国内钾肥价格
- 进口钾肥合同谈判
- 财务、经营数据

估值：

我们上调公司 2011 年盈利预测 5% 至 2.47，上调 2012 年盈利预测 9% 至 3.16 元，目前股价对应 PE 21x 和 17x，维持“推荐”评级。

风险：

- 天气原因导致化肥需求大幅减少的风险。
- 市场估值中枢下行风险。

图表8：历史及未来财务数据，敏感性分析

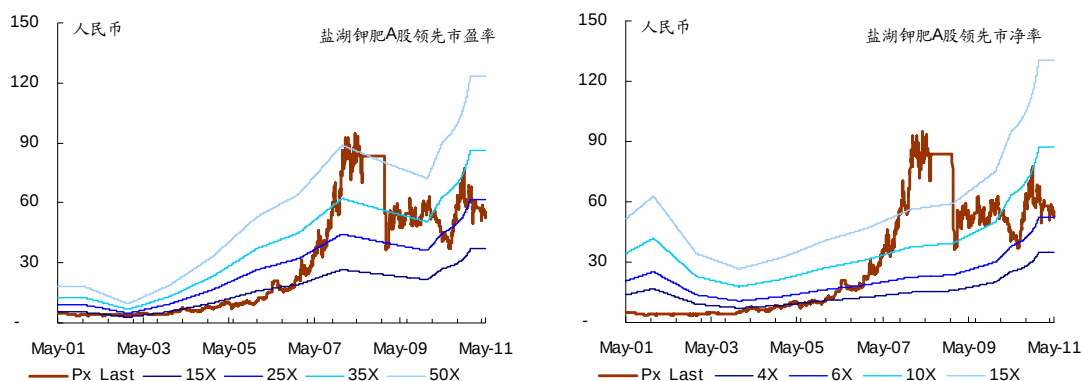
损益表(百万元)					
主营业务收入	4,069	4,560	4,952	6,354	7,646
主营业务利润	3,018	2,604	2,508	4,727	5,972
营业费用	72	327	639	283	344
管理费用	159	174	186	283	306
财务费用	67	44	29	37	31
营业利润	2,720	2,051	1,654	4,125	5,292
利润总额	3,001	2,463	2,191	4,983	6,324
所得税	450	371	329	747	949
净利润	1,364	1,230	1,108	3,931	5,025
现金流量表(百万元)					
经营活动产生之现金流	2,120	1,001	2,112	4,491	6,309
投资活动产生之现金流	-349	-317	-297	-194	-192
筹资活动产生之现金流	-1,635	-1,434	-1,230	6,603	-2,452
现金及现金等价物净增加额	136	-751	584	10,901	3,665
资产负债表(百万元)					
流动资产	4,799	6,002	6,720	17,755	21,769
固定资产	3,180	3,400	3,868	3,795	3,702
流动负债	2,226	3,852	4,279	5,008	6,005
长期负债	745	519	455	418	325
股东权益	2,873	3,027	3,857	13,823	16,489
总资产	8,029	9,489	10,660	21,621	25,542
财务指标					
主营业务利润率	74%	57%	51%	74%	78%
净利率	34%	27%	22%	62%	66%
净资产收益率	47%	41%	29%	28%	30%
股息收益率	3%	2%	0%	3%	4%
净债务/股东权益	-41%	-8%	-34%	-88%	-97%
资产负债率	37%	46%	44%	25%	25%
流动比率	2.16	1.56	1.57	3.55	3.63
速动比率	1.57	1.11	1.18	3.24	3.37

盐湖钾肥2011年EPS敏感性分析

国内氯化钾价格(元/吨)	盐湖钾肥EPS
2600	2.12
2700	2.23
2800	2.35
2900	2.47
3000	2.59
3100	2.70
3200	2.82
3300	2.94

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表9：公司 PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表10：盈利预测调整

(百万元)	2011E			2012E		
	调整前	调整后	变化(%)	调整前	调整后	变化(%)
主营业务收入	6,135	6,354	3.6%	7,168	7,646	6.7%
主营业务成本	1,436	1,436	0.0%	1,445	1,445	0.0%
主营业务利润	4,515	4,727	4.7%	5,509	5,972	8.4%
营业费用	273	283	3.6%	323	344	6.7%
管理费用	273	283	3.6%	287	306	6.7%
财务费用	37	37	0.0%	31	31	0.0%
营业利润	3,932	4,125	4.9%	4,869	5,292	8.7%
所得税	714	747	4.7%	875	949	8.4%
净利润	3,742	3,931	5.1%	4,611	5,025	9.0%
每股盈利(元)	2.35	2.47	5.1%	2.90	3.16	9.0%

资料来源：中金公司研究部

中化化肥 (0297.HK)：提高评级从“审慎推荐”至“推荐”

中化化肥主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	45,393	27,011	29,271	33,552	37,217
(+/-)	59.9%	-40.5%	8.4%	14.6%	10.9%
毛利	3,401	-563	1,491	2,919	3,271
(+/-)	24.1%	-116.5%	-364.9%	95.8%	12.0%
净利润	1,913	-1,444	536	1,534	1,846
(+/-)	198.3%	-175.5%	-137.1%	186.3%	20.3%
每股收益	0.27	-0.21	0.08	0.22	0.26
市盈率	10.4	n.m.	37.2	12.3	10.2
市净率	1.4	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.2	-17.7	22.5	12.8	11.0
ROE	17.8%	-11.1%	4.3%	11.5%	12.4%
股息收益率	0.86%	0.00%	0.33%	1.54%	1.85%
每股经营现金流	-0.3	0.2	0.2	-0.3	0.1
股价/经营现金	-10.9	13.2	13.3	-8.5	37.2

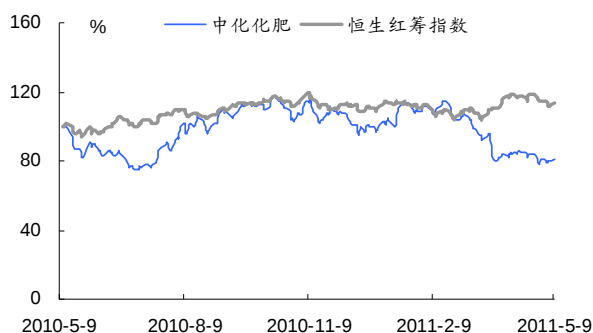
资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

中化化肥股票信息

	H 股
代码	0297 HK
股价	港元3.23
目标价	港元3.90
日成交量 (百万股)	17.2
52周最高/低	港元4.8/2.98
总股本 (百万股)	7,021
其中：流通股本 (百万股)	1,776
总市值 (百万元)	22,678
主要股东	中国中化集团 (53.53%) Portash Corp.(20%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

中化化肥最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：2011年复苏大势不容错过

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面：

- 中国最大化肥、特别是钾肥进口商和分销商之一
- 长期锁定进口资源量
- 一体化产业链的延伸潜力
- 整合矿产资源、销售渠道和政府资源的潜力

负面：

- 国内钾肥产量提升可能削弱市场控制力度
- 贸易风险较大，利润较难预测

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 上半年价格稳步提升，存货收益可能超过人民币每吨 500 元；
- 下半年进口钾肥谈判价格超预期可能进一步提升销售毛利，全年毛利复苏趋势确定，谨慎估计平均钾肥销售毛利可达人民币 400 元以上；
- 其他肥种毛利也稳中有升；
- 盐湖钾肥盈利能力持续增强，中化化肥持有 8.94% 股权，2011 年净利润贡献可望达 19%

股价敏感因素：

- 国际和国内钾肥价格
- 进口钾肥合同谈判
- 财务、经营数据

估值：

我们目前盈利预测位于市场高端。2011-2012 年 EPS 预测分别为人民币 0.22 和 0.26 元。目前股价对应两年 PE 分别为 12x 和 10x。上调评级，从“审慎推荐”至“推荐”，维持目标价 3.90 港元。

风险：

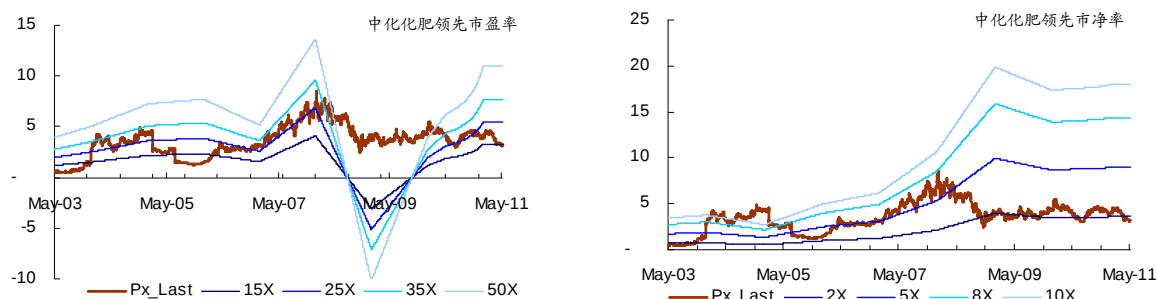
- 化肥需求大幅低于预期；
- 采购价格谈判风险；
- 市场价格波动导致库存跌价风险；
- 异常气候导致销量波动风险。

图表 11: 历史及未来财务数据

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	45,393	27,011	29,271	33,552	37,217
营业成本	-41,992	-27,573	-27,780	-30,633	-33,947
毛利	3,401	-563	1,491	2,919	3,271
其它业务利润	282	772	372	200	200
营业费用	688	833	763	822	822
管理费用	544	492	500	681	681
营业利润	1,859	-1,940	457	1,473	1,473
财务费用	295	451	315	315	315
税前利润	2,084	-2,149	483	1,662	2,029
所得税	176	-683	0	174	174
净利润	1,913	-1,444	536	1,534	1,846
资产负债表					
总非流动资产	14,433	14,999	14,930	15,096	15,497
总流动资产	15,692	10,292	10,514	16,451	18,386
总资产	30,125	25,291	25,445	31,547	33,883
资本	3,078	3,349	3,361	3,361	3,361
未分配利润	5,718	3,903	4,343	5,570	7,047
所有者权益	14,370	12,535	12,934	14,435	15,934
其它应付款	1,826	1,938	2,455	2,098	2,325
长期借款	983	3,801	3,573	982	982
递延所得税负债	105	69	54	54	54
应付款	4,163	2,194	2,576	5,515	6,118
应交税金	321	140	4	69	77
短期借款	7,537	3,768	2,993	7,538	7,538
总负债	15,755	12,756	12,511	17,112	17,949
负债及所有者权益	30,125	25,291	25,445	31,547	33,883
现金流量表					
经营活动净现金流量	-1,828	1,501	1,488	-2,341	533
投资活动净现金流量	-5,996	229	-217	-316	-337
筹资活动净现金流	7,864	-1,690	-1,238	-	-307
现金净增加	40	39	33	-2,657	-111

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 12: 公司 PE、PB Band 走势



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 中金公司研究部

附表 13、化肥可比公司估值表

公司	Bloomberg code	货币	收盘价 2011-5-9	近1年股价		总市值 百万元	股价波动 (%)			市盈率			EV/EBITDA			市净率	收益(10A)	
				最高	最低		1周	1月	1年	10A	11E	12E	10A	11E	12E		10A	ROE (%)
华鲁恒升(*)	600426 CH Equity	RMB	15.94	18.99	11.10	10,134	-3.9	-4.5	9.9	31.1	19.8	12.0	11.9	8.8	6.6	2.1	7%	1%
China BlueChem(*)	3983 HK Equity	HKD	6.71	7.17	4.25	30,933	6.2	-1.8	42.8	22.4	15.6	14.9	10.9	8.5	7.9	2.9	11%	1%
兴发集团(*)	600141 CH Equity	RMB	20.98	28.05	12.10	7,668	-1.5	-15.8	35.2	41.3	28.5	26.1	13.1	9.6	8.2	4.4	11%	0%
盐湖钾肥(*)	000792 CH Equity	RMB	52.99	78.05	36.45	84,281	-1.91	-5.0	31.3	36.7	21.5	16.8	49.5	27.1	25.0	7.0	19%	0%
冠农股份(*)	600251 CH Equity	RMB	26.51	35.74	14.00	9,599	-2.75	-4.7	38.0	1,618.9	24.3	20.2	212.4	n.m.	593.3	11.8	0%	0%
金正大	002470 CH Equity	RMB	18.38	29.90	15.00	12,866	3.3	-1.4	n.a.	36.8	n.a.	n.a.	29.0	n.a.	n.a.	4.7	13%	1%
芭田股份	002170 CH Equity	RMB	10.90	15.37	5.76	4,316	-4.0	-17.1	34.3	41.2	27.0	15.2	28.5	n.a.	n.a.	6.3	15%	0%
辽通化工	000059 CH Equity	RMB	n.a.	13.30	7.18	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6%	n.a.
川化股份	000155 CH Equity	RMB	7.74	8.10	5.16	3,638	4.03	8.7	10.1	n.m.	n.a.	n.a.	51.3	n.a.	n.a.	2.3	-13%	0%
湖北宜化	000422 CH Equity	RMB	20.26	24.44	12.71	10,989	-4.2	-5.1	22.9	19.2	14.4	10.7	4.9	4.2	3.3	3.9	20%	0%
四川美丰(*)	000731 CH Equity	RMB	6.99	8.36	5.57	3,494	1.5	-5.9	-7.7	34.7	23.1	18.1	9.2	6.4	6.0	1.8	5%	1%
鲁西化工	000830 CH Equity	RMB	7.63	8.44	4.16	11,177	6.1	13.9	41.3	38.2	21.9	15.8	n.a.	8.1	6.6	2.3	6%	n.a.
泸天化	000912 CH Equity	RMB	7.35	9.88	5.92	4,300	1.38	-5.6	-11.8	n.m.	n.a.	n.a.	17.0	n.a.	n.a.	1.9	-8%	0%
建峰化工(*)	000950 CH Equity	RMB	n.a.	10.60	6.45	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6%	n.a.
兴化股份	002109 CH Equity	RMB	10.12	12.09	7.08	3,627	-3.4	-8.0	-5.4	37.5	30.2	23.0	18.8	18.6	15.3	3.3	9%	1%
云天化(*)	600096 CH Equity	RMB	20.42	31.60	14.65	12,050	-3.3	-17.0	3.2	33.6	21.4	11.7	6.1	5.0	3.6	2.6	4%	1%
云天化	600227 CH Equity	RMB	7.03	8.79	4.59	6,681	-0.4	-4.0	14.1	50.2	27.6	19.5	31.9	17.7	15.2	2.0	4%	0%
昌九生化	600228 CH Equity	RMB	8.95	13.58	6.42	2,160	0.8	-29.2	3.2	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21.4	-139%	n.a.
沧州大化	600230 CH Equity	RMB	13.99	17.20	10.80	3,628	9.6	-8.2	7.9	38.0	30.4	28.6	8.2	7.4	6.4	3.0	8%	1%
柳化股份	600423 CH Equity	RMB	9.37	13.27	7.67	3,742	-1.3	-14.0	10.9	66.9	16.4	12.7	9.5	n.a.	n.a.	2.6	4%	0%
六国化工(*)	600470 CH Equity	RMB	14.96	17.78	9.97	4,877	0.8	-8.8	38.4	46.8	30.2	27.4	23.3	17.5	15.5	2.2	5%	1%
China XLX Fertilizer	1866 HK Equity	HKD	2.65	3.78	2.59	2,650	-1.1	-2.6	-11.7	n.a.	14.6	12.0	6.6	6.0	4.9	n.a.	n.a.	n.a.
Sinofer(*)	297 HK Equity	HKD	3.23	4.80	2.98	22,681	-0.3	-3.9	-13.4	36.1	12.8	10.2	16.5	7.8	6.6	1.8	4%	0%
Koyo Chemical(*)	827 HK Equity	HKD	0.20	0.26	0.13	1,453	-	0.5	19.5	n.m.	10.2	6.4	14.8	2.9	2.1	1.6	-3%	0%
平均值										39.9	21.6	16.3	18.4	9.2	7.8	4.0	-3%	0%
中间值										37.7	21.9	15.2	16.5	7.4	6.4	2.5	5%	0%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部 注释：*为中金公司预测，其余来自市场预测平均值

附表 14、中金公司重点覆盖化工行业公司估值表

公司名称	代码	货币	股价		市盈率				市净率				EV/EBITDA			
			2011-5-9	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
国内化肥公司																
云天化	600096 CH	CNY	20.42	155.9	33.6	21.4	12.8	2.7	2.6	2.4	2.1	16.1	10.7	8.8	7.0	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	52.99	33.1	36.7	21.4	16.8	13.4	10.5	6.1	5.1	37.0	44.9	19.4	15.4	
四川美丰	000731 CH	CNY	6.99	25.4	34.7	23.1	18.1	2.1	1.8	1.8	1.7	n.a.	9.4	6.6	6.1	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	15.94	18.6	31.1	19.8	12.0	2.9	1.7	1.1	1.0	12.6	14.5	10.8	8.0	
六国化工	600470 CH	CNY	14.96	62.1	46.8	30.2	27.4	4.4	2.2	2.1	2.0	38.5	21.6	16.1	14.3	
冠农股份	600251 CH	CNY	26.51	349.5	1618.9	24.4	20.3	11.7	11.8	7.9	5.7	293.3	221.0	n.a.	577.9	
建峰化工	000950 CH	CNY	7.78	27.6	35.2	23.8	18.0	1.3	2.0	1.9	1.8	15.5	19.6	10.2	7.6	
玖源集团	827 HK	HKD	0.20	n.m.	n.a.	12.4	8.4	1.4	1.4	1.2	1.0	69.4	20.1	4.3	3.3	
中化化肥	297 HK	HKD	3.23	n.m.	36.0	12.3	10.2	1.6	1.5	1.3	1.2	n.m.	23.0	10.8	9.0	
中海石油化学	3983 HK	HKD	6.71	27.5	22.4	15.3	12.2	2.8	2.5	2.2	1.9	14.9	12.1	8.9	7.0	
平均				87.5	210.6	20.4	15.6	4.4	3.8	2.8	2.4	62.2	39.7	10.7	65.6	
中间值				30.3	35.2	21.4	14.8	2.8	2.1	2.0	1.8	26.6	19.9	10.2	7.8	
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	23.47	36.6	25.5	17.9	14.0	7.7	6.4	4.5	3.4	27.1	21.8	12.1	9.4	
新安股份	600596 CH	CNY	12.25	28.2	49.6	30.5	23.5	1.0	2.1	2.0	1.8	17.1	21.7	14.8	12.4	
*ST新材	600299 CH	CNY	14.17	n.m.	98.1	64.4	41.1	2.7	2.6	2.5	2.4	31.0	15.4	10.7	8.6	
三爱富	600636 CH	CNY	37.31	2223.5	281.7	19.6	15.6	17.5	16.5	9.0	5.7	52.6	27.1	11.1	8.8	
巨化股份	600160 CH	CNY	31.48	189.4	32.9	17.0	13.1	8.8	7.9	7.1	5.1	56.6	22.7	12.4	9.8	
山西三维	000755 CH	CNY	11.34	500.1	159.4	51.4	38.4	2.5	2.4	2.3	2.2	22.6	15.1	14.8	13.0	
沈阳化工	000698 CH	CNY	10.54	101.6	32.4	17.1	13.2	2.5	2.3	2.1	1.9	24.2	12.3	7.9	7.0	
澄星股份	600078 CH	CNY	11.04	125.6	155.4	55.7	35.4	4.7	4.6	4.3	3.8	26.7	22.1	14.4	12.4	
兴发集团	600141 CH	CNY	20.98	54.3	41.3	28.5	26.1	6.2	4.5	4.0	3.6	28.9	16.0	11.8	10.0	
云维股份	600725 CH	CNY	9.58	62.9	31.9	24.0	18.7	2.4	2.3	2.1	2.0	20.9	12.9	9.9	8.5	
丹化科技	600844 CH	CNY	15.21	n.m.	871.5	37.0	9.5	9.4	5.2	7.4	4.3	7354.4	377.9	14.9	5.5	
丹科B	900921 CH	USD	1.00	n.m.	57.1	2.4	0.6	0.6	0.3	0.5	0.3	1290.6	66.3	2.6	1.0	
烟台氨纶	002254 CH	CNY	29.48	44.1	30.1	20.9	17.1	3.1	4.5	4.0	3.5	27.2	16.1	11.4	8.9	
普利特	002324 CH	CNY	16.29	22.9	21.9	16.1	11.0	2.2	2.1	1.9	1.7	37.9	40.5	25.0	16.9	
中国玻纤	600176 CH	CNY	27.04	n.m.	56.1	20.7	14.2	9.5	8.1	3.2	2.8	27.1	12.4	10.7	9.0	
平均				308.1	129.7	28.2	19.4	5.4	4.8	3.8	3.0	603.0	46.7	12.3	9.4	
中间值				62.9	49.6	20.9	15.6	3.1	4.5	3.2	2.8	27.2	21.7	11.8	9.0	

资料来源：Wind，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED