

证券研究报告—行业快评

基础化工

盐湖股份氯化钾提价点评

推荐

(维持评级)

2011年7月11日

意料之外，情理之中

证券分析师:	刘旭明	010-66025272	liuxum@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070001
证券分析师:	张栋梁	0755-82130532	zhangdl@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120013
证券分析师:	吴琳琳	0755-82130615	wulinl@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120067
联系人:	梁丹	0755-82134323	liangdan@guosen.com.cn	

事项:

6月28日中国2011年下半年进口氯化钾合同价格上涨70美元/吨后,7月6日盐湖股份调整氯化钾价格:主产品—60%的结晶氯化钾“出厂价格”为3150元/吨。调价前的报价方式为“送到价”3100元/吨(反映平均送到市场价格),考虑格尔木至东部市场的铁路运费在130-200元/吨,因而本次调价涨幅在200元/吨以上,涨幅约7%,送到市场价格达3300元/吨以上。

值得注意的是,本次报价方式由送到价(市场价)回归到“人祸天灾”前的格尔木出厂价,回归至2008年前、长期稳定的报价方式。这也表明经历两年需求异常带来的动荡后,我们所期待的国内钾肥行业终于回归正常,无论是产业市场经营还是资本市场投资,均属于重大利好拐点。

盐湖股份提价,好于“资本市场上难以明显上涨”的预期,时点也比我们预计8月底有所提前。(参见《钾肥行业点评:国内钾肥价格进入持续上升通道-110628》)

评论:

■ 盐湖股份首次引领市场提价,出乎市场预期之外,已开始获得市场承认

7月6日盐湖股份在历史上第一次率先提价:其主产品—60%的结晶氯化钾“出厂价格”为3150元/吨(如下表1);7月7日中化、中农停售港口钾肥。作为主要进口商和国内经销商的中化、中农,历来是国内钾肥市场价格的确定者,国内生产企业是跟随者。2011年下半年进口氯化钾合同价格确定后,进口商并未提价的因素在于:目前到货的仍是400美元/吨的合同货,名义上的发改委监管不允许两家企业凭借垄断地位而赚取超额收益。

市场经销商已经有所反映:7月7日,脱胎于中化化肥的华农连锁对氯化钾产品价格普遍进行了上调,表明经销商对钾肥看涨的预期。其国产白钾60%(H₂O≤1%)到站3400-3450元/吨,边贸红钾60%到站3400-3450元/吨,海运红钾到站3450-3500元/吨(上述产品基本和盐湖股份60%结晶氯化钾对应)。

表 1: 青海盐湖工业股份有限公司氯化钾产品价格

单位: 元/

产品名称	KCL 含量 (%)	K ₂ O 含量 (%)	形状	出厂价格
氯化钾	98	62	结晶	3300

氯化钾	97	61.28	结晶	3225
氯化钾	95	60	结晶	3150
			粉末	3140
氯化钾	93	58.75	结晶	3030
			粉末	3020
氯化钾	90	57	结晶	2880
			粉末	2870

数据来源：中国化肥信息网、国信证券经济研究所整理

注：1、本价格自 2011 年 7 月 6 日 18:00 起执行；2、粉末与结晶产品价差为 10 元/吨。

国内硫酸钾施用量虽然低于正常水平，对整体钾肥市场影响小。但今年需求更旺，价格更为强势。**罗钾公司硫酸钾市场送到价格在 6 月底即已上调 200 至 3650 元/吨**（年初和 4 月初分别为 3180 和 3330 元/吨）。

■ 农民“施肥旺季”如期来临，经销商“蓄水池”功能恢复，凸显供应偏紧，钾肥涨价势头强尚属合理

国内钾肥生产企业的完全成本基本都在千元左右，而国际钾肥垄断定价机制决定进口钾肥的成本统一，国内钾肥自给率基本都在一半以上，因而**进口氯化钾合同价格决定国内市场价格，成为产业界运营和股市投资的准绳**。

2008 年下半年金融危机，国内农产品保价政策未获有效实施，“人祸”影响化肥需求；2010 年秋季、2011 年上半年持续干旱、低温的农业灾害天气，导致农民“施肥”下降，钾肥和氮肥、磷肥一样遭遇淡旺季失调。更为重要的是，高关税基本堵住国内钾肥出口，而淡季备肥和确定进口合同遭遇旺季低迷超预期，进口商和经销商连续两年亏损严重，持续处于去库存的状态。化肥季节性很强，经销商的“蓄水池”功能非常重要，社会钾肥库存下降成为拉低表观消费量（为资本市场所关注的钾肥生产企业面临的消费量，并非农民施肥量）的重要原因之一。因而短期、异常因素造成的“供过于求”导致国内钾肥价格低于进口合同价格。

2010 年下半年天气正常，农业需求也恢复正常，“进口决定国内”的定价机制重新恢复，国内价格走势基本符合预期。部分生产企业前期低价订单较多也带来市场钾肥成本多元化，一定程度影响着国内市场价格。具体情况如下表。

表 2：农业需求恢复正常后，国内氯化钾价格定价机制分析

时间	港口氯化钾价格情况	与进口合同价比较	进口决定国内定价机制的影响因素分析
2010 年 7 月-10 月	2200 涨至 2850 元/吨	低于进口合同价 350 美元/吨	2010 年上半年全国异常低温天气影响钾肥需求，价格低于进口导致进口商、经销商出现第二年亏损；秋季农民施肥期天气正常，钾肥需求恢复，国内价格回归正常。
2010 年 10 月-11 年 1 月	稳定在 2850 元/吨	相当于进口合同价 350 美元/吨	农民用肥很少，经销商备肥决定市场需求，心态有所好转而决定市场正常，价格符合进口决定国内的定价机制。
2011 年 2 月-5 月初	连续提价至 3020 元/吨	相当于进口合同价 400 美元/吨	1 季度备肥阶段，持续亏损 2 年的下游经销商担心旺季再次遭遇自然灾害，且目前到货仍为 350 美元/吨的合同，因而 2011 年上半年进口合同签订后，港口价格小幅上涨 2900 元/吨。400 美元/吨的新合同货源 4 月到港，五一如期提价到 3020 元/吨。上述情况基本符合进口决定国内的定价机制。
2011 年 5 月-6 月	5 月下旬涨至 3170 元/吨	高于进口合同价 400 美元/吨	4 月下旬开始，东北、华中、华东、华北相继进入农民集中施肥阶段，需求旺盛凸显国内库存偏低（我们在年初的判断）的问题，钾肥价格高于进口合同价格。

资料来源：中国资讯网、国信证券经济研究所整理

2011 年 5 月下旬市场价格高于进口合同价格，主要原因在于供应相对需求紧张。即我们在去年底明确指出：“社会库存少，进口量少和青海冬季停产决定今年春耕钾肥供应紧张”，农民集中施肥季节到来，供应紧张问题凸显。此外考虑近几年人工、港口杂费等成本上升上升，其实进口商超额收益相比测算结果应该低。

我们在《钾肥行业点评：国内钾肥价格进入持续上升通道-110628》中指出：考虑进口钾肥 1%关税、港口杂费、进口散货船分装成袋、人工、保险等合理费用，以及进口商的合理利润，进口合同价格 470 美元/吨对应港口氯化钾价格约 3440 元/吨；涨价时点在新合同到货的 8 月以后。但秋粮生产仍需要农民集中施肥，社会库存低、进口量少带来的**供应紧张问**

题仍在，成为盐湖股份提价时间早于我们预期的根本原因。

值得注意的是，本次提价主因不应该是国产钾肥运输困难，否则应该是进口商先提价。化肥享受低运价，每年青海、新疆铁路运输钾肥都时松时紧，4月和5月上旬铁路运输紧张，而5月下旬后运力已高于正常水平。

值得注意的是，复合肥的观望状态并不是限制钾肥涨价的因素，有可能是后续支撑涨价的因素。历史经验表明，国内经销商、复合肥企业最担心的是价格异常波动，并非是涨价。毕竟农产品价格支撑农民种粮收益：从农业长周期看，国家政策正在纠正农业补贴工业的历史问题；中周期看，连续两年减产后需要恢复；短周期看，钾肥价格刚回到2008年初的正常水平，而国内农产品价格涨幅都在30%以上。复合肥行业近期的观望问题主要是针对尿素。我们在《2011年化肥出口关税政策调整点评-101215》中早已指出：2010年下半年氮肥、磷肥大量出口和限电减产，2011年上半年国内需求转旺必将带动价格上涨；原料价格上涨将导致出口更加从紧，氮、磷肥价格和盈利将迅速转差。回顾上半年市场情况，磷肥基本符合预期，但2季度尿素价格波动较大，幅度在400元/吨。从国内氮肥、钾肥的施用比例上看，折合成尿素的氮肥实物量是氯化钾的5倍，即尿素价格波动400元，相当于氯化钾价格波动2000元。而且钾肥价格稳中向上趋势早已获得市场认同，而尿素价格前高后低也得到市场认同，因而**复合肥企业观望的是尿素价格。从另一个角度说明复合肥库存钾肥并不充足，后续“补充合理库存”，钾肥需求将放大。**

■ 国际钾肥价格如期出现新一轮上涨，2012年中国进口氯化钾长单合同价格上涨压力增大

6月28日中国2011年下半年进口氯化钾合同价格上涨70美元/吨后，国外五大钾肥市场均出现交易放大，价格上调的情况。

表3：中国签订合同后，国外五大钾肥市场最新动态

国家或地区	市场特点	市场最新动态
美国	本土市场	Potashcorp从7月1日起提高氯化钾价格33美元/吨，港口价格相当于593美元/吨，继续领跑全球钾肥市场。Potashcorp也声明9月底之前的订单基本售罄。
西欧	本土市场	德国K+S上涨10欧元/吨已为客户接受，目前价格相当于532美元/吨。
印度	海外长单市场	正如我们预期，中国率先签订合同出乎国际市场的预期，印度长单进口合同谈判压力骤然提升。政府虽然马上提高钾肥进口补贴，支持长单合同价格由CFR440美元/吨提至CFR470美元/吨。但BPC的报价从CFR495美元/吨提高到CFR530美元/吨。 6月印度进口基本停滞，钾肥库存很低；目前Canpotex在第三季度无法向印度发货，BPC的货船也只能在8月份发出；印度只能求助生产规模较小的APC和ICL。
巴西	海外短单市场	6月率先上涨30美元/吨的巴西市场成交继续放量，BPC已经售光7、8月份的所有货源。
东南亚	海外短单市场	据FMB报道，BPC准备将标准氯化钾价格上调30至540美元/吨，最新消息表明有可能至550美元/吨。

资料来源：中国资讯网、国信证券经济研究所整理

国际市场涨价情况好于年初的情况，符合我们在《钾肥行业点评：国内钾肥价格进入持续上升通道-110628》的分析。Canpotex在与中化签订合同时，也说明中国进口量少，仅为三年备忘录（2010年10月签署）规定量的低端，反映目前钾肥供应紧张的格局。Canpotex正在全力发运第三季度订单，第四季度订单也成交很多。

我们坚持认为：2011年底氯化钾价格有望上升至600美元/吨（北美港口价格目前已达593美元/吨）。

■ 中国2011年进口氯化钾合同全部签订，进口量少决定中国补库存仍未完成

6月28日BPC和中化、中农确定2011年下半年中国进口氯化钾合同价格为CFR470美元/吨后，Canpotex、APC、ICL均按上述价格和中国进口商签订合同。合同量基本和上半年相差不多，相比2010年也仅APC增长较多。

2011年上半年进口氯化钾合同量为178-205万吨，下半年为193-213万吨，海运长单合同量为371-418万吨。2011年上半年来自德国K+S的进口量为8万吨，预计2011年全年进口量16万吨（2010年进口量为15万吨）。累计**2011年全年海运合同量为387-434万吨，高于2010年的363万吨**（农业需求异常和进口商亏损期间）和**2008年的300万吨**（需求旺盛期间，长单合同签订较晚，且晚于印度，因而合同量低），但**低于1998-2007年正常年份500-600万吨的水**

平。

表 4: 中国 2011 年上、下半年进口氯化钾合同情况

国外供应商	中国进口商	下半年合同量	上半年合同量	2010 年合同情况
BPC	中化、中农	50 万吨, 20 万吨双方可选	48 万吨, 12 万吨双方可选	100 万吨, 20 万吨双方可选, 实际执行 111.1 万吨
Canpotex	中化	63 万吨	60 万吨	未有明确合同, 实际执行 110.2 万吨
APC	中化	30 万吨	20-35 万吨	实际执行 31.3 万吨
ICL	三家省级经销商和 50 万吨 六家复合肥企业		50 万吨	实际执行 95.8 万吨

资料来源: 中国资讯网、国信证券经济研究所整理

1-5 月边贸进口氯化钾 48 万吨, 同比下降 10 万吨。边贸进口主要来源——Uralkali 和 Silvinite 合并后, Uralkali 对外宣布将提早一年, 即在 2011 年 12 月 31 日之后, 将所有钾肥出口渠道统一交给 BPC 公司经营。该决定是边贸进口下降的主因。中国进口商连续亏损导致进口价格一直相比海外市场偏低, 也是部分因素。因此下半年边贸进口仍不会太乐观, 预计全年边贸进口量将会明显低于去年的 181 万吨, 低于 2005—2008 年 164-274 万吨的水平, 回到国内钾肥需求启动的 2003、2004 年, 进口量将在 100 万吨的水平。

边贸进口钾肥下降, 考虑下半年进口氯化钾合同船期 1-2 月的滞后问题, 预计 2011 年氯化钾进口量基本将稳定在 500 万吨水平, 基本与去年 524 万吨相差不多。目前盐湖股份、罗钾实际新增量已有限, 考虑今年需求旺盛以及正常冬季备肥需求, 2011 年进口量少决定: 去年年底以来的国内钾肥供应偏紧格局不会有明显改观。

连续两年“人祸天灾”导致中国钾肥行业去库存。钾肥行业恢复正常后, 进口量少导致中国补库存在今年尚难完成, 这成为国际和国内钾肥价格上涨奠定基础。综合考虑国际钾肥市场情况, 预计 2011 年底签订的 2012 年进口氯化钾合同将补涨 40-70 美元/吨, 对应港口氯化钾价格分别为 3700 和 3890 元/吨。

■ 买入盐湖股份和冠农股份, 抗通胀预期的首选标的; 业绩前低后高明显, 涨幅将快于价格涨幅

盐湖股份 7 月 6 日提高氯化钾价格, 好于进口合同价格确定时“资本市场上难以明显上涨”的预期。提价时点比我们预期提前, 表明目前钾肥供应偏紧, 景气上行确定; 公司报价回归“出厂价”, 预示钾肥行业动荡结束。因而**盐湖股份和罗钾提价, 应该是盐湖股份和冠农股份股价向上的拐点。**6 月国内 CPI 高达 6.4%, 政府加息以对, 这符合我们率先在去年 7 月提出的农业减产、恢复的大周期逻辑; 因此**通胀背景下, 投资滞后农产品涨价周期的钾肥板块恰逢其时。**

2011 年上半年盐湖股份财务实现的氯化钾销售价格严重滞后市场价格水平, 3 季度财务实现氯化钾销售均价将加速向市场价格靠拢, 4 季度主要反映下半年进口合同价格对应的水平。下半年盐湖股份不仅迎来钾肥价格持续上涨, 钾肥销量也将持续上升; 运力不是销售的制约因素, 公司要求老订单补涨而难以开发票是根本因素; 钾肥市场持续向上格局已定, 盐湖股份率先提价也表明这一点, 公司销量也将是“前低后高”。行业大动荡背景下, 公司开发票和向税务局报税晚, 导致 2010 年 4 季度、2011 年 1 季度增值税返还滞后 (2006-2010 年增值税返还比例为 104、90、66、113 和 105%), 2 季度返还虽仍存滞后, 但返税将逐步提升。预计 2011-2013 年公司氯化钾销量分别为 300、320 和 350 万吨, 氯化钾销售价格分别为 2959 (市场价格)、3455 (格尔木出厂价格) 和 3748 (格尔木出厂价格) 元/吨, 考虑集团资源综合利用一、二期在 4 季度开始产生效益, 相应 EPS 为 3.1、4.34 和 5.37 元。钾肥行业动荡结束, 2011-2012 年的氯化钾价格上涨为向国际市场补涨, 因而不存在周期波动 (价格缓步上涨, 不存在 2008 年暴涨、暴跌的局面), 因而公司投资价值的估值基础, 应选用“预期钾肥价格下的年化业绩”, 即 2011 年 1 季度的低价已经成为历史。基于下表业绩敏感性分析, 给予 6 个月目标价 79.4 元, 维持“推荐”的投资评级。

表 5: 盐湖股份业绩敏感性分析 (未考虑盐湖股份资源综合利用项目收益)

销量 (万吨)	氯化钾实现价格 (元/吨)	2936	3292	3551	3745
270		2.85	3.26	3.56	3.88
300		3.18	3.65	3.97	4.37
350		3.74	4.29	4.66	5.11

数据来源: 中国资讯网、国信证券经济研究所整理

注: 增值税返还按照当年返还 90% 计算

2936、3292、3551 和 3745 元为公司格尔木出厂价格, 分别对应进口氯化钾合同价格 415、470、510 和 540 美元/吨

罗钾公司去年没有大量库存, 销售基本正常, 财务实现价格基本跟随市场上涨。现有项目达产和新建项目扩产, 罗钾硫酸钾实际销量未来仍有 75% 的增长空间。罗钾公司对冠农股份的投资将逐步提升。

预计罗钾公司 2011、2012 和 2013 年硫酸钾销量分别为 150、160 和 160 万吨, 销售价格 (哈密车板价) 分别为 3288、3700 和 4025 元/吨, 则相应冠农股份 EPS 分别为 1.4、2.04 和 2.46 元。公司投资价值的估值基础应选用“预期钾肥价格下的年化业绩”, 基于下表敏感性分析, 给予 6 个月目标价 40.8 元, 给予“推荐”的投资评级。

表 6: 罗钾硫酸钾销量及价格对冠农股份业绩的影响分析

价格 (元/吨)	销量 (万吨)	130	150	162
3216		1.18	1.43	1.58
3572		1.39	1.68	1.85
3831		1.55	1.86	2.04
4025		1.67	2.00	2.19

数据来源: 中国资讯网、国信证券经济研究所整理

注: 1、价格为哈密出厂价; 2、3216、3572、3831 和 4025 元为公司哈密车板价格, 分别对应进口氯化钾合同价格 415、470、510 和 540 美元/吨。主业假设亏损 0.17 元

■ 风险提示:

国内钾肥价格持续上涨, 公司销售存在惜售情况影响销量确认, 也将影响财务结算价格上行, 进而影响短期业绩。

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±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±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

分析师承诺:

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。

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。