

冠农股份 (600251.SS/600251 CH)

国投罗钾投产，业绩大幅增长

Rmb40.19

持有
从增持

结果公布
评级调降

✓ 王志霖

✓✓ 886.2.2181.8730

✗ stephen.wang@kgi.com.tw

✓ 张琼钢 (Coordinator)

✓✓ 86.21.6125.8680

2008 年业绩符合预期

国投罗钾一期投产，冠农股份业绩将大涨

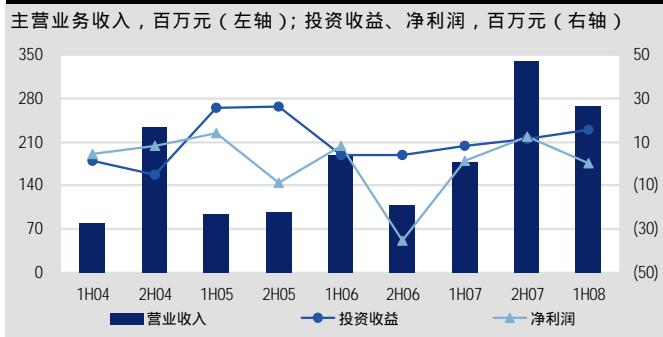
12 月目标价 39 元，下调评级至「持有」

2008 年业绩符合预期

观念农股份 2008 年实现营业收入 5.6 亿元，同比增长 8%，实现净利润 2,875 万元，同比增长 107%，每股收益 0.12 元，基本符合我们的预期。2008 年计划每 10 股派发现金 1 元，资本公积转增 5 股。

其中主业依然处于亏损状态，盈利主要来自于对国投罗钾的投资收益。2008 年国投罗钾销售硫酸钾 13.92 万吨，产品销售均价 3,182 元/吨，毛利率高达 70%，实现销售收入 4.43 亿元，净利润 2.7 亿元，为公司贡献 EPS 0.21 元。另外，公司持股 25% 的国电新疆开都河流域水电开发公司也为公司贡献了 EPS 0.01 元。

图一：盈利主要来自于投资收益



资料来源：公司公告

未来业绩还将主要来自于国投罗钾的投资收益

冠农股份主营棉花、果蔬、糖等农产品，虽然公司也在不断加强主业，其 2008 年公司增加了 1.1 万吨的西红柿加工产能以及 3 万吨酒精产能，但由于农产品加工业利润微薄、市场波动大，预计未来还将维持小幅亏损状态，公

司未来业绩还将主要来自于国投罗钾的投资收益。

国投罗钾 120 万吨/年的一期项目已于去年年底建成投产，今年有望实现满负荷运行，总产量有望达到 82 万吨。另外，10 万吨/年硫酸钾镁肥的实验装置也已经开工，预计年底建成，这将为二期 60 万吨硫酸钾、110 万吨硫酸钾镁肥项目提供可靠技术来源。随着一期开工率不断提高以及二期规划建设，国投罗钾的钾肥产量将保持高速增长，最终产能将超过 300 万吨/年，成为我国最大的钾肥生产企业，冠农股份的投资收益也将大幅提高。

图二：国投罗钾业绩预测

百万元	2007	2008	2009F	2010F	2011F
销售量 (千吨)	11	14	82	112	140
销售均价 (千元/吨)	1,950	3,182	4,200	4,200	4,200
单位成本 (千元/吨)	941	942	950	950	950
毛利率 (%)	51.7	70.4	77.4	77.4	77.4
主营业务收入	221	443	3,444	4,704	5,880
主营业务成本	106	131	779	1,064	1,330
主营业务利润	114	312	2,665	3,640	4,550
三项费用	42	40	80	100	120
所得税	0	0	388	531	665
净利润	72	272	2,197	3,009	3,766
冠农投资收益	15	55	446	611	764

资料来源：凯基证券集团

公司评价与投资建议

由于硫磺的价格大幅下跌，导致硫酸钾和氯化钾的价格差大幅缩小至 200 元/吨以内，因此，我们下调硫酸钾出厂价由 5,000 元/吨至 4,200 元/吨，同时下调盈利预测，我们预测 09-11 年冠农股份每股收益分别为 1.60 元、2.18 元、2.70 元，考虑到国投罗钾巨大的发展潜力，我们给予公司 2010 年 18 倍 PE 的估值，目标价 39 元，下调评级至「持有」。

至 12 月 31 日	主营业务收入 (百万元)	主营业务利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2008A	561	76	(0)	33	29	0.12
2009F	594	79	(1)	43	386	1.60
2010F	624	83	(1)	47	526	2.18
2011F	655	88	(1)	51	652	2.70
至 12 月 31 日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2008A	22.3	(30,030.7)	231.3	425.0	10.1	4.8
2009F	16.8	(13,362.5)	378.1	25.2	5.7	38.2
2010F	16.2	(12,867.1)	231.3	18.5	4.0	35.9
2011F	15.7	(12,418.3)	231.3	14.9	3.0	31.7
产业	化工	52 周股价 (低/高):				20.1-34.7
12 月目标价 (人民币元)	39.0	市值 (十亿元/美金百万):				9.7/1,347
上涨/下跌空间 (%)	(3.0)	流通在外股数 (百万股):				241
上涨空间排名 (percentile, %)	65	不受大股东控股股数 (百万股):				174
股利收益率-12/09 估 (%)	N.A.	外资持有股数 (百万股):				N.A.
每股净值-12/09 估 (人民币元)	5.0	3 个月平均日成交量 (百万股):				3
价格每股净值比-12/09 估 (x)	8.1	股价绝对表现 % (3, 6, 12 个月)				32.6; 18.5; -34.2
净负债比率-12/09 估 (%)	25.1	股价相对表现 % (3, 6, 12 个月)				5.7; 12.4; 2

资产负债表

至12月31日(百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
资产总额	1,143	1,440	1,980	2,726	3,649
流动资产	572	680	765	892	1,046
现金及短期投资	74	130	212	311	436
存货	287	351	343	360	378
应收帐款及票据	25	39	41	43	45
其它流动资产	187	160	170	178	187
非流动资产	571	760	1,215	1,834	2,603
长期投资	168	227	679	1,295	2,064
固定资产	386	514	516	518	517
什项资产	17	19	20	21	22
负债总额	765	624	779	999	1,270
流动负债	719	532	674	874	1,119
应付帐款及票据	25	55	42	44	47
短期借款	360	326	462	651	885
什项负债	333	151	170	178	187
长期负债	46	92	104	125	151
长期借款	17	39	51	72	98
其它负债及准备	29	53	53	53	53
股东权益总额	378	816	1,202	1,727	2,379
普通股本	180	241	241	241	241
资本公积	153	500	500	500	500
保留盈余	46	74	460	986	1,637

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务比率

至12月31日(百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
年成长率(%)					
营业收入	94.1	8.2	6.0	5.0	5.0
营业利益	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
EBITDA	(14.9)	(27.2)	30.9	8.6	7.9
税后纯益	N.A.	80.4	1,241.3	36.3	24.0
每股盈余	N.A.	73.2	1,241.3	36.3	24.0
获利能力分析(%)					
营业毛利率	15.9	13.6	13.4	13.4	13.4
营业利益率	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA 利益率	8.8	5.9	7.3	7.5	7.7
税后纯益率	4.3	5.4	65.1	84.4	99.5
平均资产报酬率	2.1	2.3	22.6	22.4	20.4
平均净值报酬率	4.3	4.8	38.2	35.9	31.7
稳定性\偿债能力分析					
毛负债比率(%)	99.7	44.7	42.7	41.9	41.3
净负债比率(%)	80.2	28.8	25.1	23.9	23.0
利息保障倍数(X)	2.1	1.9	11.0	10.6	9.6
利息及短期债保障倍数(X)	0.1	0.2	0.9	0.9	0.8
Cash Flow Int. Coverage (X)	(5.3)	(5.5)	(0.4)	(1.0)	(1.0)
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	(0.3)	(0.5)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
流动比率(X)	0.8	1.3	1.1	1.0	0.9
速动比率(X)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债(Rmb百万)	230.4	269.1	268.2	357.0	480.0
每股资料分析(人民币元)					
每股盈余	0.1	0.1	1.6	2.2	2.7
每股现金盈余	0.3	0.3	1.8	2.4	2.9
每股净值	1.6	3.4	5.0	7.2	9.9
每股营收	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7
EBITDA/lshr	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
每股股利	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
资产运用状况					
资产周转率(X)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
应收帐款周转天数	17.4	25.2	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	202.1	228.8	210.8	210.8	210.8
应付帐款周转天数	17.9	35.7	26.0	26.0	26.0
现金转换循环天数	201.6	218.2	209.8	209.8	209.8

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日(百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
营业收入	518	561	594	624	655
营业成本	436	484	515	540	567
营业毛利	82	76	79	83	88
营业费用	81	77	80	84	88
营业利益	1	(0)	(1)	(1)	(1)
利息收入净额	(18)	(33)	(37)	(51)	(70)
利息收入	2	3	5	8	11
利息支出	20	36	42	59	81
投资收益净额	19	59	451	616	770
其它营业外收入净额	20	7	2	2	2
税前纯益	23	32	416	566	701
所得税费用	1	2	29	40	49
非常项目税后利润	22	30	387	527	652
非常项目(包括少数股东权益)	(6)	(1)	(1)	(1)	(0)
税后纯益	16	29	386	526	652
EBITDA	45	33	43	47	51
每股盈余(人民币元)	0.07	0.12	1.60	2.18	2.70

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日(百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
营运活动之现金流量	(107)	(199)	(18)	(59)	(84)
本期纯益	22	30	387	527	652
折旧及摊提	44	33	44	48	51
本期运用资金变动	(154)	(203)	2	(17)	(18)
其它营业资产及负债变动	(19)	(59)	(451)	(616)	(770)
投资活动之现金流量	(21)	(164)	(48)	(51)	(51)
资本支出净额	70	(161)	(47)	(50)	(50)
本期长期投资变动	(83)	(1)	0	0	(0)
其它资产变动	(8)	(2)	(1)	(1)	(1)
Free Cash Flow	(129)	(363)	(66)	(110)	(135)
融资活动之现金流量	70	421	149	210	260
现金增资	7	409	(0)	(0)	0
本期负债变动	81	(12)	148	210	260
其它长期负债变动	(18)	24	0	0	0
本期产生现金流量	(59)	58	83	100	125

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - $\frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}}$	= 营业利润率
2007A	75.6%	8.5%	15.6%	0.3%
2008A	80.4%	6.0%	13.7%	(0.1%)
2009F	79.2%	7.4%	13.5%	(0.1%)
2010F	79.0%	7.7%	13.5%	(0.1%)
2011F	78.8%	7.9%	13.5%	(0.1%)
至12月31日	1 / $\frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}}$	= 资本周转率
2007A	0.3	0.7	0.0	0.9
2008A	0.7	0.9	0.0	0.6
2009F	0.6	0.9	0.0	0.7
2010F	0.6	0.8	0.0	0.7
2011F	0.6	0.8	0.0	0.7
至12月31日	营业利润率	\times	资本周转率	\times 1 - 有效现金税率 = 税后 ROIC
2007A	0.3%	\times	0.9	\times 97.3% = 0.3%
2008A	(0.1%)	\times	0.6	\times 93.5% = (0.0%)
2009F	(0.1%)	\times	0.7	\times 93.0% = (0.1%)
2010F	(0.1%)	\times	0.7	\times 93.0% = (0.1%)
2011F	(0.1%)	\times	0.7	\times 93.0% = (0.1%)

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估