

冠农股份：钾肥价格上涨的受益者

投资要点：

- 钾肥价格已见底，需求将逐步复苏；
- 国电开都水电为公司业绩锦上添花；
- 糖、棉花价格上涨，公司主营业务明显好转。

报告摘要：

- **钾肥价格开始反弹。**在经历了长达 10 个月的低迷之后，钾肥价格在 7 月份开始逐步反弹，目前硫酸钾出厂报价为 2810 元/吨，较上月上涨约 12%。
- **参股国投罗钾的投资收益是公司当前利润的主要来源。**公司目前持有国投罗钾 20.3% 的股份，2009 年该股权的投资收益为 5264 万元，占营业利润总额的 150% 以上。
- **公司主营业务明显好转。**棉花、糖、果蔬作为公司的主营业务，一直处于盈亏边缘。受种植面积减少的影响，今年糖、棉花等产品的价格出现了大幅反弹，同比涨幅 30% 以上，公司主营业务今年有望盈利。
- **投资国电开都河水电，可为公司带来稳定收益。**公司持有国电开都河水电公司 25% 的股权，其中 30 万 Kw 察汗乌苏水电站已于 2008 年年底建成投产，2009 年实现投资收益 1536 万元；18 万 Kw 的柳树沟水电站预计明年年底可建成发电；根据规划，国电公司实施的南北疆电力大通道的支撑枢纽工程总装机 151 万千瓦，可为公司带来稳定收益。
- **房地产业务将是公司新的利润增长点。**与去年相比，今年公司房地产销售面积有望增长 50%，并且库尔勒房价相对稳定，均价在 2500/平方米，预计今年净利润在 800 万元左右。
- **风险提示：**极端天气情况及未来钾肥运输是否顺畅将是影响公司业绩的最大不确定性因素。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	560.64	533.69	680	780	820
同比增长率	8.24%	-4.8%	27.6%	14.7%	5.1%
净利润	30.2	30.3	131	246	257
同比增长率	50%	0	333%	87%	4.5%
每股收益(元)	0.08	0.08	0.36	0.68	0.71

分析师

康铁牛

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

柴沁虎

电话：010-88085267

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



一、钾肥价格已见底，需求将逐步复苏

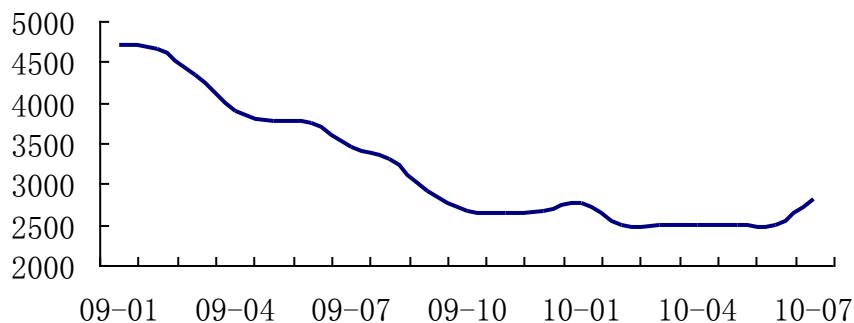
2007 年起，国内外钾肥价格经历了大幅上涨，虽然全球经济从 2008 年下半年开始步入衰退，但国际钾肥巨头依托资源垄断优势，限产保价，钾肥价格依然保持在在 550 美元/吨以上的高位，但高价导致需求大幅萎缩。

进入 2009 年以来，国内钾肥需求持续低迷，价格出现松动，从 5000 元/吨逐级回落，至 9 月份时钾肥曾一度跌破 2400 元/吨一线，市场反应仍然较为冷淡。

2010 年初我国与俄罗斯钾肥生产商签订了 350 美元/吨的到岸价格，根据国内钾肥随进口钾肥定价的惯例，可以说未来钾肥的最低价已经明朗，钾肥已无继续下跌的空间，若考虑到进口钾肥的销售成本及经销商的合理利润等因素，我们认为明年国内的钾肥价格将稳定在 2800 元/吨上下。结合钾肥行业的特有格局及钾肥价格的相当回落，再加上某些地区施用钾肥的必要性日益加大，明年钾肥的需求将逐步复苏，需求增长将弥补价格下降所带来的利润下滑。

经过市场的充分调整，2010 年 7 月份开始钾肥市场突显活跃，目前我国多个地区的硫酸钾售价在 2800 元/吨左右。从国际情况来看，钾肥价格也在缓步上行。以斯里兰卡农业部于 7 月 9 日进行的氯化钾招标情况来看，最低报价为俄罗斯 Dragan 的 427 美元/吨（CFR 价格）。

图 1：一年来硫酸钾价格走势（元/吨）



资料来源：宏源证券

二、国投罗钾将推动公司业绩快速增长

冠农股份持有国投罗钾 20.3% 的股权，国投罗钾一期年产能 120 万吨硫酸钾工程预计在 2010 年将完全达到设计产能。二期工程预计在 2013 年建成投产，计划在一期工程的基础上生产 60 万吨硫酸钾和 110 万吨硫酸钾镁肥。2009 年国投罗钾的硫酸钾销量约为 50 万吨，预计 2010 年将在 80 万吨以上，在国内钾肥稀缺的情况下，国投罗钾的产能不断提升与钾肥价格反弹，是推动冠农股份业绩快速增长的源动力。

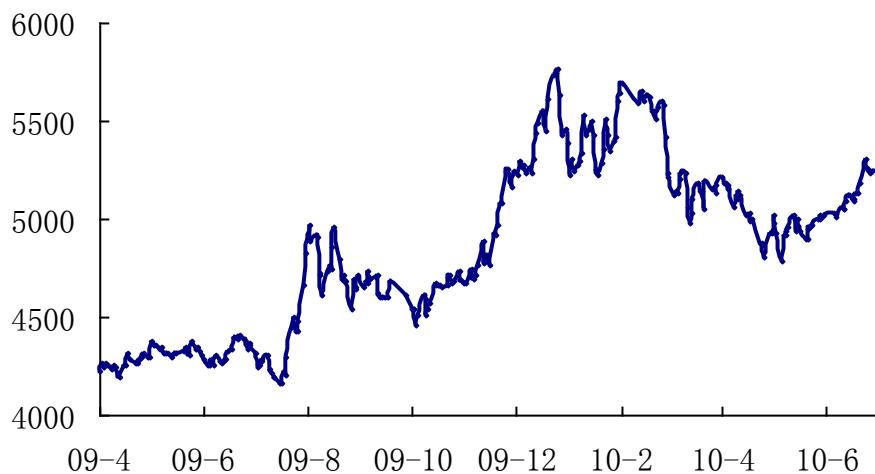
三、公司主营业务出现明显好转，但利润贡献有限

与去年同期相比，今年糖价、棉花价格均出现了大幅反弹，涨幅分别在 30% 和 45%

以上，受此利好推动，预计公司主营业务将出现明显好转。

但公司毕竟属于农产品加工企业，农产品价格上涨所带来的收益绝大部分由农户获得，农产品价格上涨给公司带来的好处更多的体现在销售渠道畅通、资金占压周期缩短、财务费用降低等方面。

图 2：一年来白糖价格走势（元/吨）



资料来源：宏源证券

图 3：一年来棉花价格走势（元/吨）



资料来源：宏源证券

四、国电开都水电为公司业绩锦上添花

冠农股份持有国电新疆开都河流域水电开发有限公司 25% 的股权。国电开都察汗乌苏 30 万 KW 水电站项目已经于 2008 年投入生产，当年即建成投产，2009 年国电公司实现净利润约 6342 万元，为冠农贡献投资收益高达 1585 余万元。公司还于 09 年 8 月向国电

公司增资 7560 万元，用于柳树沟水电站 18 万 kw 项目建设，预计 2011 年底可建成发电，这两个水电站预计全年可为公司贡献投资收益 2500 余万元。

此外，国电公司开都河中游滚哈布奇勒水电站、霍尔古吐水电站和阿仁萨很托亥水利枢纽工程已进入前期预可研阶段。根据规划，国电公司实施的南北疆电力大通道的支撑枢纽工程总装机 151 万千瓦，发电量 60.3 亿千瓦时。由于这些国电开都水电项目盈利能力良好，预计将来可为冠农股份带来稳定的投资收益。这些规划一旦全部实现，届时冠农的投资收益应在 7000 余万元。

表 1：国投罗钾盈利预测（单位：百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
销售量（万吨）	45	80	110	120
销售均价（元/吨）	3055	2750	3000	3200
单位成本（元/吨）	1200	1600	1550	1500
毛利率	61%	42%	48%	48%
主营业务收入	1375	2200	3300	3840
主营业务成本	580	1280	1705	1800
主营业务利润	795	920	1595	2040
三项费用	484	350	300	300
所得税	52	85	194	261
净利润	259	485	1101	1479
冠农股份投资收益	53	98	223	300

数据来源：宏源证券

据此测算，再考虑进去参股国电开都水电站的投资收益和主营业务收入，预计 2010 和 2011 年度公司每股收益将为 0.36 和 0.68 元，以当前股价 17.8 元计，对应动态 PE 分别为 48 和 26 倍，考虑到钾肥价格的巨大弹性，给予“增持”评级。

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员，三年证券行业从业经验。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤	曾利洁	雷增明
010-88085275	010-88085964	010-88085989
muxiaofeng@hysec.com	zenglijie@hysec.com	leizengming@hysec.com
刘爽		
010-88085984		
liushuang@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~-+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~-+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。