



复合肥行情景气，业绩延续高增长

——金正大（002470）三季度财报点评

2011年10月18日

强烈推荐/维持

金正大

财报点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
联系人: 杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034	MSN:yw831010@hotmail.com

事件:

金正大发布 2011 年三季报，1-9 月实现营业收入 63.3 亿元，归属于上市公司股东的净利润 3.98 亿元，分别同比增长 46.5%、52.58%，EPS0.57 元。同时公司预计今年业绩同比增长 40%-50%。

公司分季度财务指标

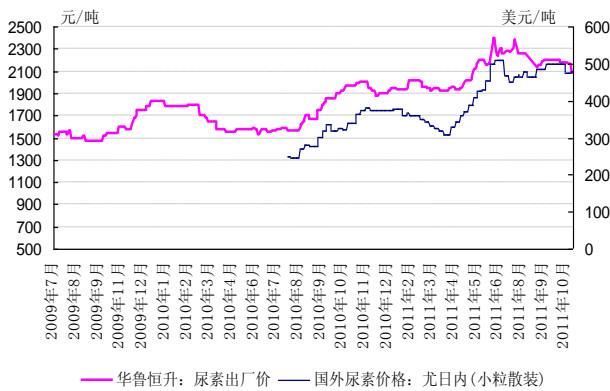
指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入(百万元)	1134.55	1341.26	1848.33	1155.18	1616.08	2160.41	2558.26
增长率(%)	-	-	55.23%	15.02%	42.44%	61.07%	38.41%
毛利率(%)	13.04%	12.91%	11.10%	14.32%	13.95%	12.41%	13.09%
期间费用率(%)	4.52%	7.36%	3.53%	8.02%	5.00%	6.40%	4.60%
营业利润率(%)	8.59%	5.45%	7.57%	6.32%	8.91%	6.05%	8.48%
净利润(百万元)	82.68	60.52	117.50	52.98	118.39	106.39	172.97
增长率(%)	-	-	42.68%	87.54%	43.20%	75.80%	47.21%
每股盈利(季度,元)	0.138	0.101	0.168	0.076	0.169	0.152	0.247
资产负债率(%)	-	47.12%	40.92%	37.60%	35.88%	37.98%	36.13%
净资产收益率(%)	-	5.28%	4.41%	1.95%	4.17%	3.70%	5.60%
总资产收益率(%)	-	2.79%	2.60%	1.22%	2.68%	2.30%	3.58%

评论:

积极因素:

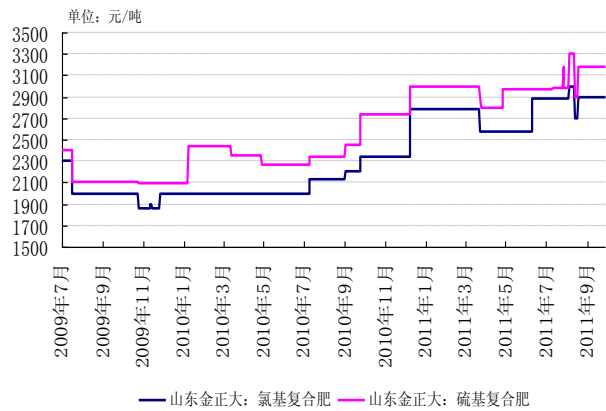
- 三季度是用肥旺季，产品销量与出厂价均有所提升，带来业绩同比大幅增长。三季度营业收入25.58亿，净利润1.73亿，分别同比增长38.41%、47.21%，EPS0.25元，主要因为：1，今年新增30万吨缓控释肥产能，总产能相比去年提升50%；2，公司通过驻点营销等农化服务模式，降低终端销售价格，创造新的肥料需求，增加了产品销量；3，8-9月份是农户冬播备肥期，加上今年玉米等粮食价格高企，使复合肥与缓控释肥销量提高。复合肥价格对业绩也贡献颇大，去年同期硫基复合肥均价2420元/吨，今年1-9月均价2988元/吨，同比上涨23.5%，三季度均价更是高达3060元/吨。

图 1：成本上升促尿素价格持续上涨



资料来源：百川资讯，东兴证券整理

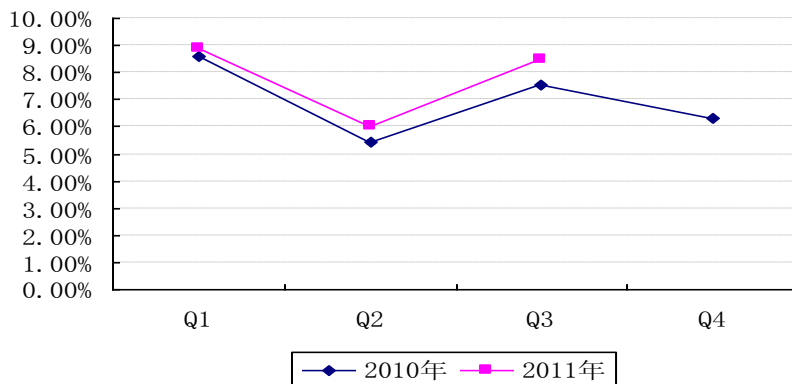
图 2：公司复合肥价格延续涨势



资料来源：隆众石化资讯，东兴证券整理

- 营业利润率相比去年同期有所提高。今年尿素、磷铵、钾肥价格基本呈现持续上涨态势，由于公司一般提前1-3个月准备原料，因此单质肥价涨可提高复合肥营业利润率。而且随着复合化率逐步提高，粮食行情景气，农户对复合肥价格的敏感度在降低，提高产品售价使利润率增加。

图 3：营业利润率比去年同期有所提高



资料来源：公司公告，东兴证券整理

消极因素：

- 人力成本增加。今年上半年开始，公司加大了渠道下沉、驻点营销与农化服务为重点的营销服务模式，营销人员数量增加，应付职工薪酬较年初增加114.56%。

业务展望：

未来三年公司业绩继续40%以上的高增长。复合肥行业重组兼并在加速，公司作为全国最大的复合肥与缓控释肥企业，今年动作频出，通过收购上游资源、兼并同类复合肥企业、靠近消费地建厂、与邮政合作促产品销售等措施来加速业务扩张步伐。可以预见：1，普通复合肥、硝基复合肥、缓控释肥产能将得到大幅增长，对于以量取胜的复合肥行业来说，未来业绩有保证。2，向高端肥料转型，缓控释肥等高端肥料对净利润的贡献将增加，公司在国内复合肥行业的龙头地位更为稳固。

表 1：公司今年业务扩张情况

时间	省份	公告	项目概况
2011-03	山东	对菏泽金正大公司增资暨建设 120 万吨/年硝基复合肥项目	总投资 36 亿，建设 120 万吨硝基复合肥、30 万吨合成氨，其中一期 60 万吨硝基肥于 2012 年年底建成。包括超募资金 1.89 亿
2011-04	河南	设立全资子公司河南金正大	投资 6000 万，预计可实现销售收入 6 亿元，利润总额 4000 万
2011-08	辽宁	设立全资子公司辽宁金正大	投资 1 亿元
2011-08	贵州	设立全资子公司贵州金正大	投资 5 亿元
2011-08	贵州	签订磷资源循环经济产业园项目的合作协议	拟在贵州瓮安县投资 59.6 亿元，建设 60 万吨一铵、60 万吨二铵、60 万吨硝基复合肥等产能，一期将在开工后 3 年内建成
2011-08	河南	与河南邮政签订服务“三农”战略合作协议	共同成立合资公司豫邮金大地，公司出资 60%，建设总投资为 5 亿元、产能 40 万吨复合肥
2011-09	云南	设立全资子公司云南金正大	出资 1000 万元，依托当地矿产资源，通过收购、合作等方式实现产业链扩张
2011-10	云南	签署股权收购意向书	拟收购云南中正化学工业有限公司部分股权

资料来源：公司公告，东兴证券整理

盈利预测与投资建议：

公司对上下游资源收购、布局全国的步伐已在加快，预计近期在获得磷矿等上游资源上将有实质性进展。在建的 60 万吨缓控释肥募投项目在今年年底也将开始贡献利润，未来随着在建项目陆续投产，公司未来三年将延续业绩至少 40% 的增长。公告显示机构有部分减持，但外资股东持股数未变，说明对公司未来发展前景充满信心。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.68 元、1.02 元、1.45 元，对应 PE 24 倍、16 倍、11 倍，未来 6 个月目标价 23.8 元，鉴于公司获得上游资源的预期，以及未来三年净利润年均至少 40% 的增长，维持对公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

新增产能不能顺利投产的风险

公司财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	4,159.20	5,479.32	7,904.71	10,950.63	15,136.82
增长率（%）	14.44%	31.74%	44.26%	38.53%	38.23%
净利润（百万元）	212.94	313.67	476.67	713.20	1,016.92
增长率（%）	-9.70%	47.31%	51.96%	49.62%	42.59%
每股收益(元)	0.350	0.500	0.681	1.019	1.453
PE	46.94	32.86	24.13	16.13	11.31
ROE	21.24%	11.53%	14.83%	18.67%	21.71%

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。