

净利润同比增47%，多点布局将开花结果

2012年2月22日

强烈推荐/维持

金正大

快报点评

——金正大（002470）2011年业绩快报点评

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	

事件：

公司公布 2011 年度业绩快报，实现营业总收入 76.27 亿，比去年同期增长 39.19%，归属于上市公司股东的净利润 4.6 亿元，比去年同期增长 46.86%，基本每股收益 0.66 元，净资产收益率 15.9%。

观点：

1. 产品量价齐升使收入与净利润大幅增长

公司菏泽子公司 30 万吨/年控释肥项目于一季度顺利投产，使总控释肥产能提高 50%至 90 万吨，由于控释肥在国内供给小于需求，新增产能基本实现满产。同时，11 年公司在农化服务上采取的渠道下沉、驻点营销、农化服务与种肥同播等新营销模式取得显著效果，消减中间成本，从而降低终端销售价格；贴近农户，创造产品需求，使复合肥与控释肥销量明显提升。

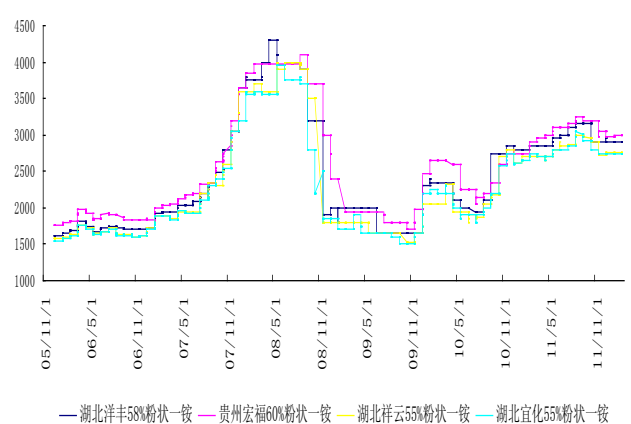
11 年复合肥行业高度景气，原料尿素、磷铵与钾肥价格持续上涨利好下游复合肥行业提高盈利水平。根据我们跟踪的企业数据，去年尿素均价 2116 元/吨，同比涨 21%；57%二铵 3040 元/吨，同比涨 19%；钾肥 60%粉 3050 元/吨，同比涨 20%；45%硫基复合肥 2989 元/吨，涨 28%。

图 1：尿素价格走势



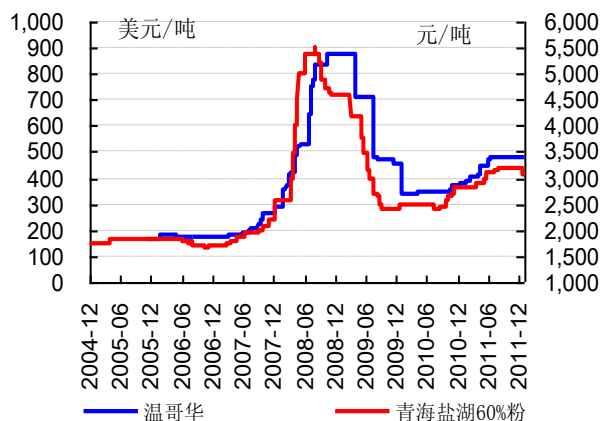
资料来源：东兴证券研究所

图 2：二铵价格走势



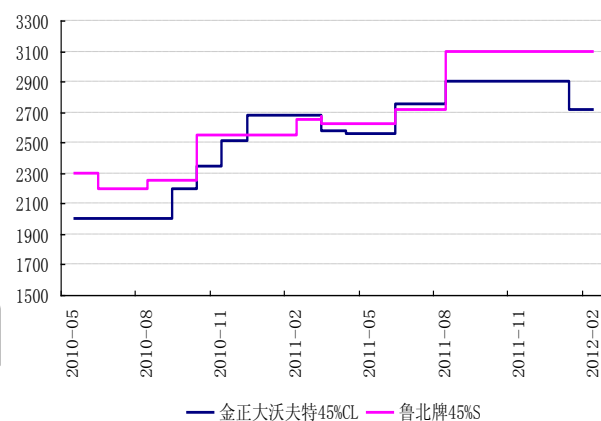
资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

图 3：钾肥价格持续上涨



资料来源：东兴证券研究所

图 4：11 年复合肥行业高度景气



资料来源：东兴证券研究所

2. 全国布局在 12 年开始将陆续开花结果, 利润有望持续增长 40%以上

复合肥行业发展面临的两大难题：1，磷矿石、钾盐、煤等单质肥原料价格持续上涨，下游价格承受能力有限，如果粮食价格回调，复合肥企业盈利空间在当前已呈微利的形势下，将继续缩窄。2，国内复合肥生产企业有 4750 家，产能 2 亿吨，但实际产量只有 5000-6000 万吨，平均开工率不到 30%，高竞争、低开工率意味着进入门槛低、资源利用率不高，不利用复合肥行业的发展。

公司通过行业整合及获取上游资源应对上述困难。11 年陆续在河南、山东、贵州、辽宁、云南、安徽设立子公司，可通过新建、租赁或收购复合肥生产线进行资源整合，实现低成本的规模化扩张。靠近消费市场可以降低运输成本、快速整合当地产能；在资源地新建项目可保障原料供给、保证产品盈利稳定。随着全国布局的项目在 12 年开始进入产能释放期，根据我们的盈利预测，12 年公司净利润有望持续增长 40%以上。

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	与云南中正化工签署股权转让协议	收购云南中正化学工业有限公司 56% 股权（公司磷酸产能超过 10 万吨）

资料来源：公司公告，东兴证券整理

3. 公司迎来“十二五”规划及上调粮食收购价等多重利好

近两个月，国家陆续发布了《农业科技发展“十二五”规划》、《中共中央国务院关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见》、《化肥工业“十二五”发展规划》、《石化和化学工业“十二五”发展规划》、《关于提高 2012 年稻谷最低收购价格的通知》，对公司复合肥产能并购、大力发展控释肥与硝基肥、至云贵等资源地新建磷复肥产能形成长期利好。粮食安全是我国农业发展第一要务，而且在未来极端天气增加的背景下，其重要性将愈来愈突出，公司作为国内最大的复合肥与控释肥生产企业，将在国家保障粮食安全的政策中受益最大。虽然 12 年复合肥行业景气度将低于去年，但基于对公司未来盈利水平稳定、新增产能快速持续放量、产品结构升级的判断，我们认为公司未来三年有望净利润维持 40% 左右的高增长。

结论：

公司靠近资源地或消费市场的业务扩张将在今年陆续开花结果，净利润有望继续增长 40% 以上。三月春耕旺季将至将短期催化化肥板块行情。由于募投项目投产时间延后，我们调整了盈利预测，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.66 元、0.94 元、1.31 元，对应 11-13 年 PE 为 22 倍、16 倍、11 倍。复合肥龙头企业下游需求刚性、盈利稳定、业绩持续快速增长，不应给予公司周期性强的化工企业估值水平，在当前市场行情下建议给予公司 12 年 20 倍 PE，未来 6 个月目标价 18.8 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新增产能不能顺利投产的风险，控释肥与硝基肥推广低于预期的风险

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	7,749.71	10,490.63	14,366.82
增长率（%）	14.44%	31.74%	41.44%	35.37%	36.95%
净利润（百万元）	212.94	313.67	463.62	655.58	916.60
增长率（%）	-9.70%	47.31%	47.80%	41.41%	39.82%
每股收益(元)	0.350	0.500	0.662	0.937	1.309
PE	42.51	29.76	22.47	15.89	11.36
ROE	21.24%	11.53%	14.48%	17.44%	20.19%

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。