



# 上半年净利润增57%，上调评级至“强烈推荐”

——金正大（002470）2011年半年度业绩快报点评

2011年7月27日

强烈推荐/上调

金正大

事件点评

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480209110083

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 年半年度业绩快报，上半年实现营业总收入 37.76 亿、归属于上市公司股东的净利润 2.25 亿，分别同比增长 52.54%、56.98%，上半年基本每股收益 0.32 元。

观点：

## 1. 新增产能与新营销服务模式促进业绩增长

公司 2010 年缓控释肥产能 60 万吨，销量 67 万吨，产能落后于市场需求；菏泽子公司 30 万吨缓控释肥项目在今年一季度顺利实现达产，使缓控释肥产量得到大幅提升，预计 11 年上半年缓控释肥销量同比提高 50% 左右。

新营销服务模式取得成效。公司采取独特营销模式来贴近农户、创造消费需求：（1）渠道下沉，实行驻点营销和服务，加强对经销商服务和培训；（2）建立强大的“专家+业务员+经销商”三级技术推广服务队伍，通过技术培训与施肥指导等农化服务，创造市场需求；（3）4 月份开始投资配备 1 万台种肥同播机，实施“种肥同播”技术的推广，该技术为缓控释肥量身定做，在作物播种时一次性将缓控释肥施入，解决化肥利用率不高的同时，农户可省工省时，据估算，一台种肥同播机可增加 50 吨缓控释肥的销量。

## 2. 11 年底募投项目 60 万吨缓控释肥产能将投产，12 年缓控释肥产能提高至 160 万吨，增厚 EPS0.26 元

缓控释肥在公司业绩中占比逐年增加，公司缓控释肥毛利在 07-10 年复合增长率为 42.31%，鉴于目前产能落后于市场需求的形势，以及预计“十二五”末缓控释肥产能将达到至少 500 万吨，相比较于目前国内只有 110 万吨左右的总产能，缓控释肥还有 3 倍以上的空间，公司新增销量将不成问题。

60 万吨缓控释肥项目将在今年年底投产，加上将在明年中期投产的安徽子公司 10 万吨缓控释肥产能，12 年公司缓控释肥总产能将达到 160 万吨。以开工率 80%、产品价格 3000 元/吨、毛利率 18%估算，新增产能将增厚 EPS0.26 元。

### 3. 120 万吨硝基复合肥项目将在 12 年底开始投产，确保公司未来 5 年业绩持续增长

硝基复合肥与传统肥料相比，肥效更快、吸收率更高，尤其适宜于高附加值作物与干旱地区。国外使用氮肥中硝基肥所占比例明显高于我国：俄罗斯为 39.7%，德国为 27.5%，巴西为 16.1%，美国为 12.6%，我国仅为 3.2%；我国棉花、烟草、油菜、玉米等种植面积达 5 亿亩，对硝基复合肥的需求量为 3000 万吨，而我国目前产能只有 250 万吨，每年需大量进口。

公司投资 36 个亿的菏泽子公司 120 万吨硝基复合肥项目已开始建设，宣告公司正式大规模进军硝基肥市场，项目一期将于 12 年年底投产，以吨产品售价 3000 元/吨、毛利率 23% 计算，一期产能可贡献净利润 2.1 亿元，增厚 EPS0.30 元。项目全部建成将在 2014 年年底，也就是说，至少未来 5 年公司业绩增量确定，确保业绩持续增长。

表 1：120 万吨硝基复合肥项目建设计划

项目	投资额	销售收入	净利润	投产时间
一期 60 万吨/年硝基复合肥（新建 30 万吨，升级 30 万吨）	11	20	2.1	2012 年底
二期 60 万吨/年硝基复合肥（新建 30 万吨，升级 30 万吨）	9	20	2.4	2013 年底
三期 30 万吨/年合成氨	16	5	1.5	2014 年底

### 4. 政策支持复合肥行业产业链整合，公司存收购预期

在 11 年 5 月份举行的“第四届国际缓控释肥产业发展高层论坛”上，磷肥工业协会与农业部明确提出“十二五”期间要做的重点工作中，包括通过优化资源配置、兼并、重组、联合等手段提高产业集中度，优势企业可以按产业链整合生产要素，提高行业集中度与整体竞争力。公司作为国内复合肥领头羊企业，自 10 年上市后大动作频出，可看出公司要做“世界级高端肥料供应商”的决心，如果公司通过收购上游矿产资源以及下游复合肥企业来实现跨越式发展，将加快实现这一目标的步伐。

### 5. 盈利预测与投资评级

今年上半年农业景气行情带动复合肥价格上涨，预计未来复合肥价格将维持高位、毛利率将保持稳定。我们在之前发表的化工半年度策略报告中已提高了盈利预测，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.69 (+0.01) 元、1.04 (+0.06) 元、1.42 元，对应 PE24.5、16.3 倍、11.9 倍，维持 6 个月目标价 23.8 元，鉴于公司未来三年平均每年至少 40% 的增长，提升公司评级至“强烈推荐”。

#### 风险提示：

新增产能不能如期投产的风险

**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	7,509.71	10,520.63	13,916.82
增长率（%）	14.44%	31.74%	37.06%	40.09%	32.28%
净利润（百万元）	212.94	313.67	484.60	726.90	994.96
增长率（%）	-9.70%	47.31%	54.49%	50.00%	36.88%
每股收益(元)	0.350	0.500	0.692	1.038	1.421
PE	48.49	33.94	24.51	16.34	11.94
ROE	21.24%	11.53%	15.05%	18.94%	21.24%

**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，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。

## 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。