



产品量价齐升助力业绩快速增长

——金正大（002470）2011 年中报点评

2011 年 8 月 17 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: S1480209110083	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
联系人: 杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034	MSN:yw831010@hotmail.com

事件:

公司于 8 月 17 日发布 2011 年半年度报告, 报告期内实现营业收入 37.76 亿, 同比增长 52.54%, 净利润 2.25 亿, 同比增长 56.98%, 基本每股收益 0.32 元。二季度每股收益 0.15 元, 净利润较去年同期上升 75.8%, 高于一季度的净利润同比增长率 43.2%。

公司分别出资 1 亿元、5 亿元设立全资子公司辽宁金正大、贵州金正大, 加快布局全国的步伐。

公司分季度财务指标

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

评论:

积极因素:

- 普通复合肥与缓控释肥量价齐升, 带动盈利情况持续好转。公司氯基与硫基复合肥上半年均价分别达到 2689 元/吨、2948 元/吨, 远高出去年 2300 元的均价, 本周最新出厂价为 2880 元/吨、3180 元/吨, 三季度均价预计还会持续上涨。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; 同时公司开始大力推广的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。新营销模式增加了产品销量，使复合肥与缓控释肥销售收入分别比去年同期增长46.57%、73.59%。

消极因素：

- 普通复合肥毛利率相比较于去年同期略有下降，减少了0.25个百分点；原料化肥毛利率比去年同期减少了3.86个百分点。

业务展望：

- 复合肥景气行情仍将持续，今年业绩有望超预期。三季度历来是复合肥销售最旺季，尽管当前复合肥价格已创今年新高，但高原料成本支撑+近期二元肥大量出口+下游需求旺盛仍将使复合肥价格维持目前高位。公司预计今年1-3季度实现净利润同比增长50%-70%，对应EPS增厚约0.60元，此前我们预计11年EPS0.69元，今年全年业绩有望超预期。
- 募投60万吨缓控释肥项目与菏泽120万吨硝基复合肥项目将带来可观收益。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，以及缓控释肥还有3倍以上的产量增长空间，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。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。
- 公司加快布局全国与上下游收购的步伐。加上此次公告设立的辽宁与贵州全资子公司，公司已在除临沭、菏泽生产基地外，布局了安徽、河南、广东、辽宁、贵州等五大基地，符合我们之前在报告《金正大调研快报：发展高附加值肥料，布局全国》中提到的观点，公司作为全国最大的复合肥与缓控释肥生产企业，将加快在全国布局的步伐，以及对上下游资源或企业的收购。

盈利预测与投资建议：

公司作为全国最大的复合肥企业、亚洲最大的缓控施肥生产企业，对上下游资源收购、布局全国的步伐已在加快，在建项目在今年年底开始也将开始贡献可观收益。由于复合肥景气行情仍将延续，以及对公司未来在全国布局战略的看好，我们继续上调了盈利预测，预计公司11-13年EPS分别为0.72(+0.03)元、1.07(+0.03)元、1.47(+0.05)元，对应PE23.6、15.8倍、11.5倍，未来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，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	7,749.71	10,950.63	14,636.82
增长率（%）	14.44%	31.74%	41.44%	41.30%	33.66%
净利润（百万元）	212.94	313.67	502.37	747.08	1,026.84

增长率 (%)	-9.70%	47.31%	60.16%	48.71%	37.45%
每股收益(元)	0.350	0.500	0.718	1.067	1.467
PE	48.29	33.80	23.55	15.83	11.52
ROE	17.41%	23.07%	11.60%	14.36%	15.26%

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。