

评级：强烈推荐（维持）
农用化工
公司深度报告

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

金正大(002470)

——“金”矿“正”快速增“大”

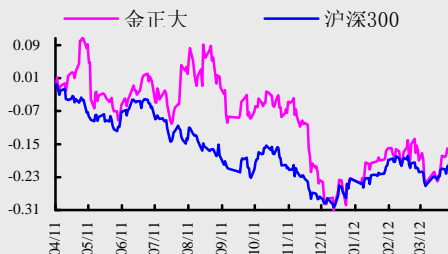
交易数据

上一日交易日股价（元）	14.94
总市值（百万元）	10,458
流通股本（百万股）	250
流通股比率（%）	35.71

资产负债表摘要（03/12）

股东权益（百万元）	3,150
每股净资产（元）	4.50
市净率（倍）	3.32
资产负债率（%）	45.79

公司与沪深300指数比较



相关报告

2011-05-17 《新型环保肥料的领航者》季报点评报告

2011-08-17 《1 公司业绩大幅步增长，进军贵州磷矿资源》半年报点评

2012-03-06 《募投项目保障公司高速成长》年报点评

2012-04-23 《“金”矿“正”快速增“大”》深度报告

摘要：

- **公司是国内复合肥和缓控释肥双料龙头。**公司主要经营复合肥和缓控释肥，目前公司复合肥产能240万吨，缓控释肥产能150万吨，两者均居国内第一，且缓控释肥市场占有率超过50%。公司近三年复合肥和缓控释肥营收和利润增速均远超行业平均水平，位于国内前列。
- **内生和外延双向扩张，公司将站在微笑曲线两端。**随着原料煤、磷矿石等价格的不断上涨，肥料行业的利润逐渐向两端（原材料和附加值较高的新型肥料）转移，行业盈利呈微笑曲线模式。公司上市以后，通过投资建设高端肥料缓控释肥、硝基复合肥、水溶性肥以及进军磷矿资源丰富的贵州瓮安县，快速向两端盈利最强的产品进行内生和外延式扩张，公司将进入快速发展期。公司目前在建及拟建项目包括60万吨缓控释肥、120万吨硝基复合肥、40万吨水溶性肥等，以及拟投资60亿元在瓮安县打造磷资源循环产业园，公司通过这种向上游和下游延伸产业链实现未来盈利的最大化，其战略布局已走在复合肥行业的前端。
- **募投项目将保障公司未来快速发展。**随着近几年经济作物种植面积的不断扩大以及缓控释肥推广力度不断加大，缓控释肥需求快速增长，公司的缓控释肥已陷入产能瓶颈。公司募投的60万吨缓控释肥将于2012年5月份投产，将大大缓解公司缓控释肥供给压力，成为公司2012年最大的新的利润增长点。同时安徽金正大40万吨新型肥料项目一期30万吨复合肥也将于2012年4月份投产，在复合肥盈利能力逐步提升的背景下，也将成为公司12年新的利润增长点。此外，公司全资子公司菏泽金正大在建的120万吨硝基复合肥项目以及贵州金正大40万吨水溶肥项目也将支撑公司未来快速发展。
- **继续维持“强烈推荐”评级。**随着公司募投项目的投产，公司未来业绩将实现快速增长，我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.85元、1.07元和1.21元，公司目前股价为14.58元，对应PE分别为17倍、14倍和12倍，远低于当前行业平均PE21倍。公司作为复合肥和缓控释肥行业双料龙头，享受远高于行业平均水平的增速，且公司的另一主营产品缓控释肥具有较高的技术壁垒，且毛利率远高于复合肥行业，因此我们认为公司应该享受高于复合肥行业的平均PE，目前公司PE仅17倍<行业平均PE21倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：募投项目低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。



目 录

1	缓控释肥、复合肥龙头	4
1.1	公司主营业务规模及行业地位	4
1.2	公司股权结构及管理层情况	5
2	行业分析	6
2.1	化肥行业产能过剩严重，盈利呈微笑曲线特征	6
2.2	复合肥龙头企业将受益于复合化率提高	8
2.3	缓控释肥——种植结构改变和政策支持助推产业加速发展	13
3	公司分析——即将站在微笑曲线的两端	19
3.1	缓控释肥和普通复合肥是公司的主要利润来源	19
3.2	公司复合肥盈利能力在行业前列	20
3.3	缓控释肥破解产能瓶颈	23
3.4	内生和外延双向扩张，公司向微笑曲线两端延伸	24
4	公司未来利润增长点	25
5	公司竞争优势	26
6	盈利假设及预测	28
6.1	盈利假设	28
6.2	盈利预测	30
7	投资建议	30
8	风险提示	31



目 录

图 1: 公司的股权结构情况.....	5
图 2: 我国化肥行业产能过剩越来越严重.....	7
图 3: 我国化肥施用结构不合理: 单质肥占比接近 70%.....	7
图 4: 化肥行业的盈利微笑曲线.....	8
图 5: 我国复合肥施用量和复合化率稳步增长 单位: 万吨.....	9
图 6: 我国化肥复合化率远低于发达国家.....	9
图 7: 原料煤炭和能源价格不断走高.....	11
图 8: 尿素价格在成本及需求推动下不断走高.....	11
图 9: 国内蔬菜、水果、糖料、油料价格指数 图 10: 国内主要粮食产品价格指数.....	12
图 11: 我国农产品景气度不断提升.....	12
图 12: 我国复合肥市场容量巨大 (单位: 亿元).....	13
图 14: 我国非粮食种植面积不断增加 (单位: 万公顷).....	15
图 15: 我国经济作物种植比重不断上升 (单位: 亿公顷).....	16
图 16: 非粮食作物与粮食作物施肥量比较.....	16
图 17: 国家对农业补贴力度不断加大 (单位: 亿元).....	18
图 18: 公司主营业务收入构成 (百万元) 图 18: 公司主营产品利润构成 (百万元).....	19
图 20: 公司近几年主营产品毛利率情况.....	20
图 21: 公司复合肥增速位于行业前列.....	21
图 22: 公司复合肥销售量稳步增长 (单位: 万吨).....	21
图 23: 公司复合肥毛利率位于行业前列 (单位: %).....	22
图 24: 近三年公司缓控释肥产能利用率已超过 100% (单位: 万吨).....	23
图 25: 公司缓控释肥毛利率远高于复合肥行业 (单位: %).....	24
图 26: 公司的销售创新模式.....	27
表 1: 我国复合肥行业前十大企业产能占比不足 10%.....	10
表 2: 国内主要缓控释肥企业产能 (单位: 元/吨).....	14
表 3: 缓控释肥可以大幅提升大田农作物的单产及肥料利用率.....	15
表 4: 2000 年以来国家发布的支持缓控释肥发展政策.....	17
表 5: 公司分产品销售收入和毛利率预测.....	29
表 6: 金正大主要财务指标预测.....	30
表 7: 公司当前估值远低于行业平均水平.....	30
表 8: 金正大盈利预测.....	31



1 缓控释肥、复合肥龙头

公司主要从事缓控释肥、复合肥等新型肥料的研发、生产和销售。目前拥有复合肥产能 240 万吨/年，控释肥产能 120 万吨/年，是国内产量最大、技术实力最强、市场占有率最高的缓控释肥生产服务商。同时，公司作为复合肥和缓控释肥的龙头企业，也是缓控释肥料行业标准和国家标准的主要起草单位，并拥有缓控释肥发明专利 78 项。

公司自主研发创建了热塑性树脂、热固性树脂、硫和硫加树脂、热塑和热固性树脂多层复合四套不同的包膜材料、工艺技术、大规模工业化生产线，形成了控释肥系列产品。目前，公司可生产用于水稻、玉米、小麦等主要农作物以及蔬菜、果树等经济作物的 12 大类 100 余种专用复合肥、控释肥产品，以满足不同地区、不同作物需求，达到平衡施肥和养分综合利用的最佳效果，其中“包膜控释肥”、“水稻专用控释肥”、“腐植酸包膜控释肥”被认定为国家重点新产品。

1.1 公司主营业务规模及行业地位

公司目前拥有普通复合肥产能 240 万吨，缓控释肥 90 万吨，随着公司子公司安徽金正大一期 30 万吨新型肥料于 4 月份投产以及募投项目 60 万吨/年新型作物专用缓控释肥项目与 2012 年 5 月份顺利达产，公司的缓控释肥产能将达到 150 万吨，稳居国内第一位。主营产品业务规模及行业地位如下：

(1) 随着安徽金正大以及募投项目的投产，公司将拥有年产 150 万吨的缓控释肥设计产能，公司自 07 年以来，缓控释肥的产销量一直稳居国内第一，市场占有率超过 50%；

(2) 公司 2011 年拥有年产 210 万吨的普通复合肥产能，和史丹利并居国内第一，安徽金正大 30 万吨复合肥在今年 4 月份投产以后，复合肥产能将达到 240 万吨。由于公司的缓控释肥以自产的复合肥为原料，因此外销量低于公司产能，2011 年公司实现



普通复合肥销量 180 多万吨，位居国内第三位；

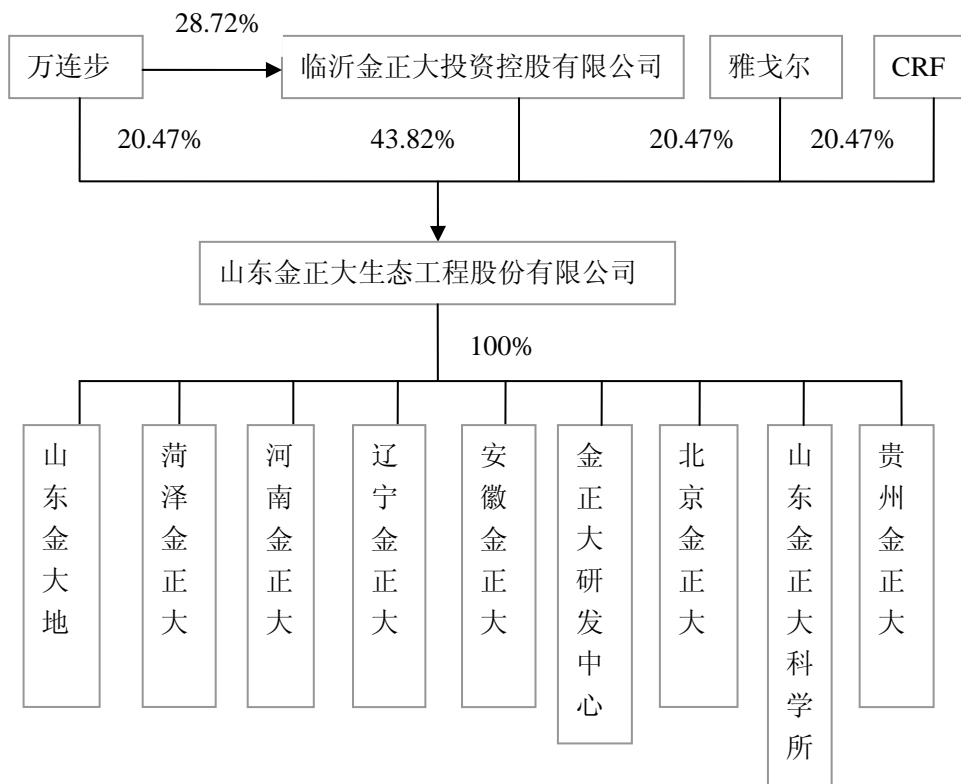
(3) 目前公司子公司菏泽金正大正在用自有资金建设 120 万吨硝基复合肥，并打算在云南金正大投资建设 60 万吨硝基复合肥，如果一切顺利，待项目建成投产后将拥有 180 万吨硝基复合肥产能，稳居国内第一；

(4) 目前公司拟在贵州金正大投资建设 40 万吨水溶性肥料，项目建成后公司将成为国内前十大水溶性肥料生产商之一。

1.2 公司股权结构及管理层情况

临沂金正大投资控股有限公司持有公司 3.07 亿股股份，占本次发行前总股本的 51.12%，万连步先生持有金正大投资 28.72% 股份，同时直接持有公司 23.88% 的股份，合计控制公司发行前 75.00% 的股份，故万连步先生为公司实际控制人。公司近期公告了公司股东 DEG 通过协议转让的方式将其持有的公司 7500 万股股票，占公司总股本的 10.71%，转让给受让人雅戈尔投资有限公司，因此，雅戈尔成为公司的第二大股东。

图 1: 公司的股权结构情况



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司的管理层具有多年的行业经验，其中部分销售管理人员来自百事可乐、雀巢、嘉士伯啤酒、伊利等公司的区域拓展主管、销售总监等高层，具有十分丰富的销售经验，这对以营销模式为核心竞争力的复合肥行业来说，是最核心的优势所在。公司董事长万连步先生是国家缓控释肥技术研究中心主任，不但是公司经验丰富的管理者，还是公司的核心技术带头人。

2 行业分析

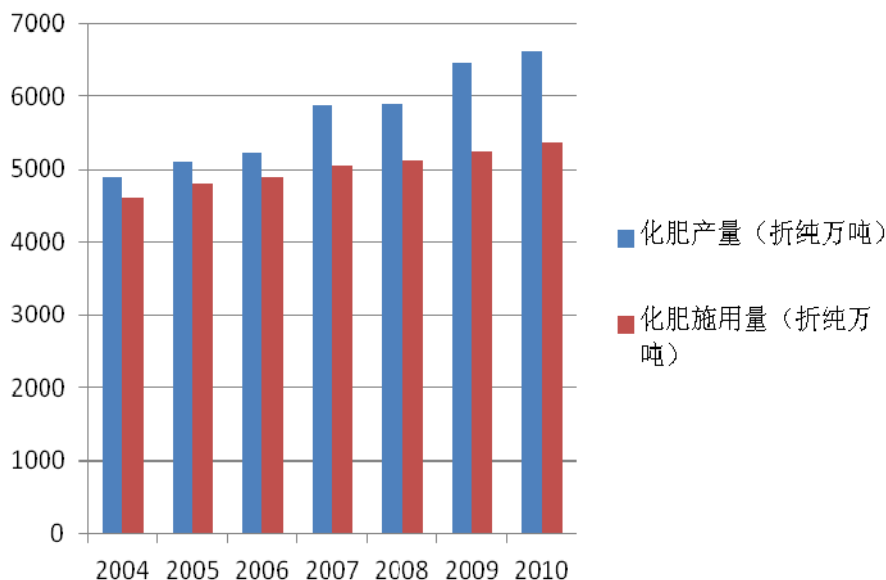
2.1 化肥行业产能过剩严重，盈利呈微笑曲线特征

我国是农业大国，农业是我国的经济基础，化肥作为农业的“粮食”，在我国具有较长的我国化肥发展历史，目前我国的化肥行业已经是一个非常成熟的行业。近十年我国化肥的产能平均增长率为7.8%，而化肥施用量平均增长率仅2.5%，化肥行业的产能过剩已越来越严重。而且我国的化肥行业结构不合理，单质肥占比过高，复合化率远低于发达国家，导致肥料利用率仅30%，远低于以复



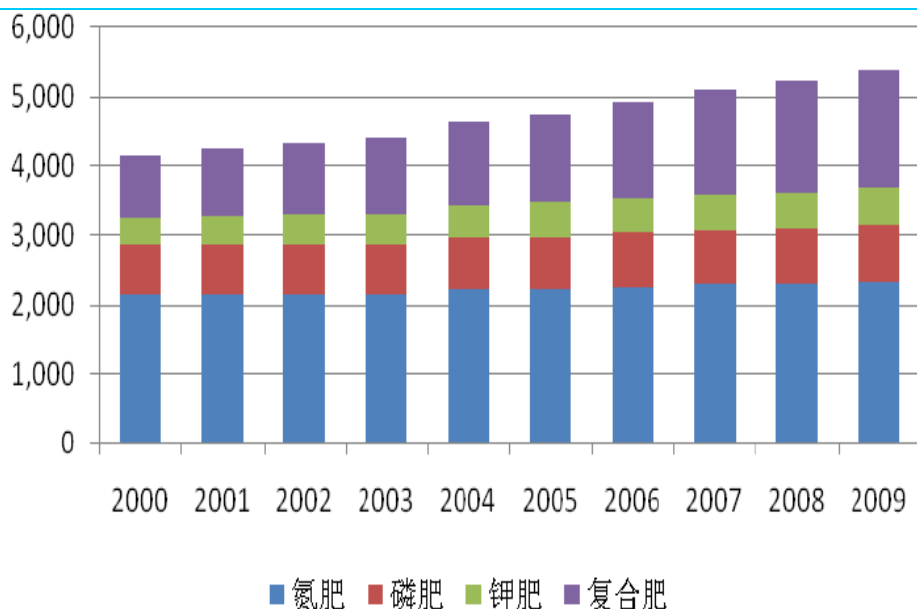
合肥为主要肥料的发达国家利用率 60%-70%，导致化肥施用量的增速远高于粮食的增速，还造成肥料对环境的污染严重（如氮、磷的流失造成水体富营养化等）。

图 2：我国化肥行业产能过剩越来越严重



数据来源：《化肥行业研究报告》、第一创业证券研究所

图 3：我国化肥施用结构不合理：单质肥占比接近 70%

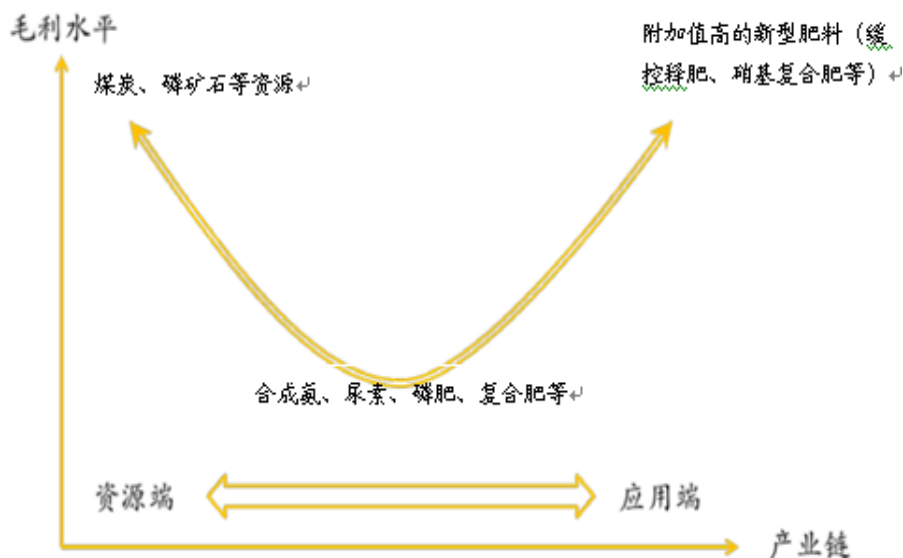


数据来源：《化肥行业研究报告》、第一创业证券研究所

化肥行业的盈利模式呈现微笑曲线特征。化肥行业已经是发展非常成熟的行业，产能严重过剩，而且下游需求增长相对比较稳

定且增速非常有限,整个行业已进入资源为王和通过扩大规模取胜的成熟期。目前整个化肥行业盈利的显著特征就是:产能的严重过剩和上游资源的涨价导致行业利润率逐步降低,而上游资源的稀缺属性以及下游高端、新型差异化产品的高附加值属性导致利润向两端转移,呈现标准的微笑曲线盈利特征。

图 4: 化肥行业的盈利微笑曲线



数据来源: 第一创业证券研究所整理

化肥行业的微笑曲线盈利特征昭示着,在这个成熟行业中如果想获得利润最大化,要么有能力或有足够的资金把产业链延伸至上游资源,通过降低生产成本获得超额收益;要么通过自身技术提升,继续深化自身产业链,生产符合产业方向的高附加值差异化产品(如硝基复合肥、缓控释肥、水溶肥等),促使公司的产品结构升级,当然,两者兼具者最好。而那些既没有资源有没有技术优势,仅通过加工制造的肥料企业势必要走向淘汰。

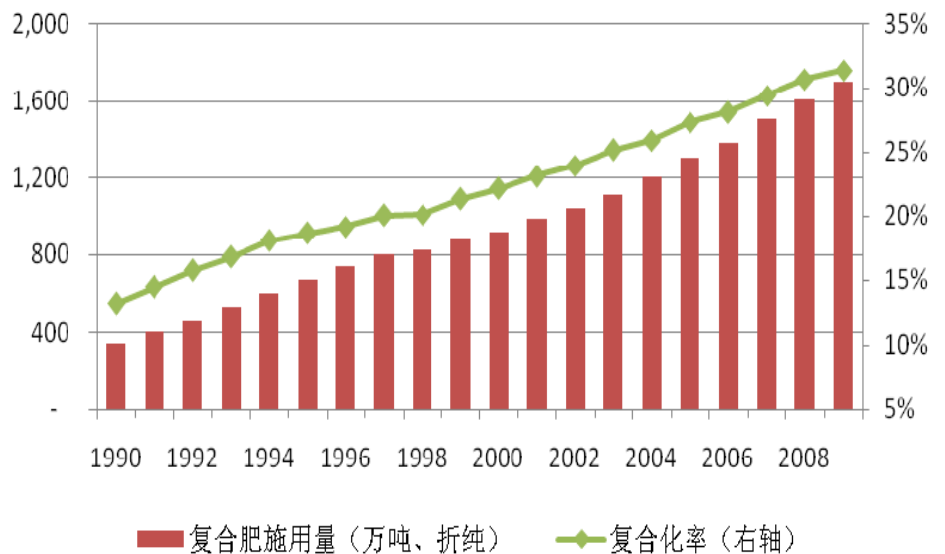
2.2 复合肥龙头企业将受益于复合化率提高

复合肥成为未来化肥行业发展的方向。施用复合肥可以为作物提供多种营养元素,提高肥料利用率,有利于节约劳动力,提高产量,改善产品品质,减轻长期使用以氮肥为主的单质肥造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等不利影响。近十年来,我国复合肥



施用量增速显著高于氮肥、磷肥以及化肥总施用量的增速，复合化率平稳提高，表明随着科学施肥、平衡施肥知识的推广和普及，复合肥越来越得到农民的认同。1980 年我国化肥复合化率仅为 2.1%，1990 年提高到 13.2%，2000 年提高到 22.1%，2009 年进一步稳步提高到 31.4%。

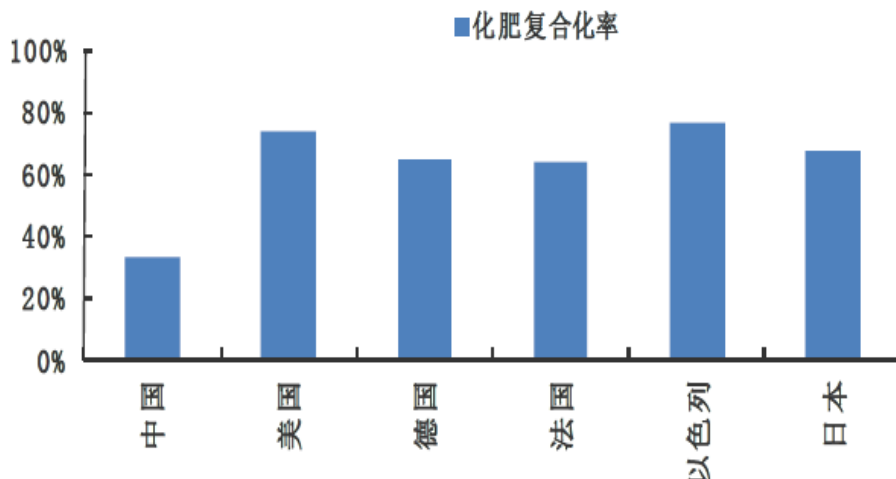
图 5: 我国复合肥施用量和复合化率稳步增长 单位: 万吨



数据来源: 公司招股说明书、第一创业证券研究所

复合化率远低于发达国家，复合肥市场空间巨大。化肥复合化率则是衡量一个国家化肥工业发展水平和农业发展水平的重要标志，2011 年我国化肥复和率仅 33% 左右，远低于欧美的 70%，但与世界平均复合化率 50%、发达国家复合化率 80% 相比，仍存在较大的差距。未来几年，复合肥行业将呈现持续快速增长的态势，复合肥市场空间巨大。

图 6: 我国化肥复合化率远低于发达国家



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

我国复合肥行业产能过剩严重，竞争非常激烈。复合肥行业由于资金门槛较低，且基本没有技术门槛，很多生产单质肥企业都可以上符合非项目，导致我国复合肥生产能力迅速增加。据资料显示，目前我国有 4400 家复合肥生产企业注册，总产能超过 2 亿吨(实物量)，但 2010 年我国复合肥年产量却只有 5530 多万吨，约有 75% 的产能处于闲置状态。在众多的复合肥厂家中，生产规模较大、产品质量较高的大型企业仅占 5-10%，产能前 10 名的企业占总产能的比例不足 10%，行业集中度较低，竞争日趋激烈。

表 1: 我国复合肥行业前十大企业产能占比不足 10%

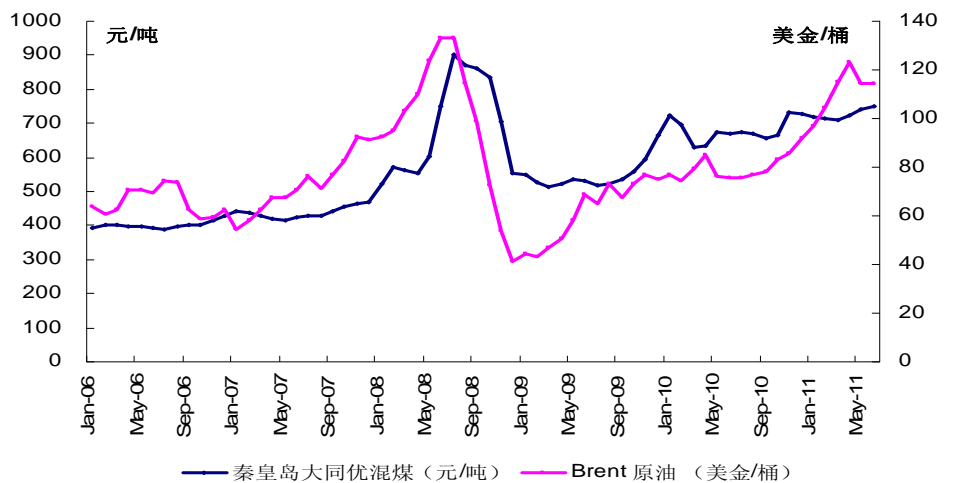
前十大生产厂家	产能
史丹利	210
金正大	210
江苏中东	200
湖北洋丰	190
芭田股份	165
鲁西化工	150
江西开门子肥业集团	150
四川天元	120
山西天脊集团	110
山东施可丰	100
合计	1605
总产能	20000
前十大占比	8.03%

数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所



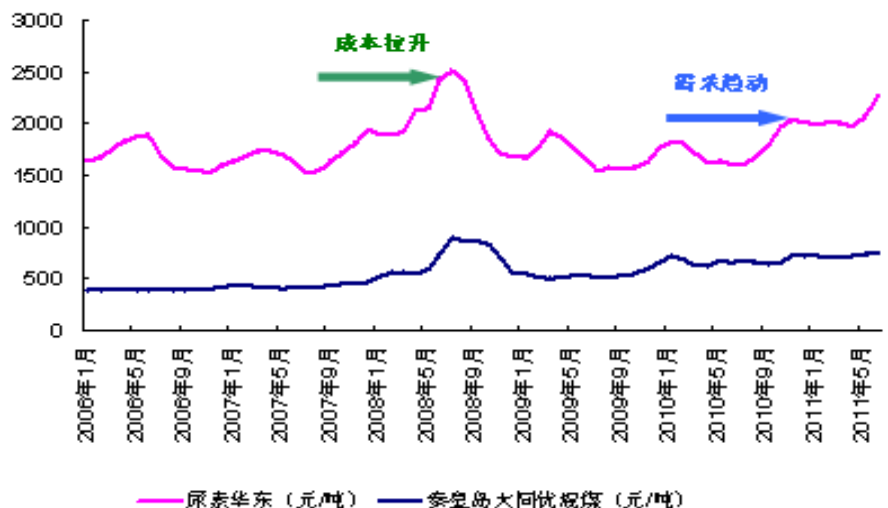
资源和能源价格上涨将加速复合化进程。随着煤、石油等资源和能源价格的上涨、环保要求进一步趋严以及人力成本的提高，单质肥的生产成本将大幅增加，单质肥价格将高位运行，施用单质肥的效益将低于复合肥，这不但有利于复合肥替代单质肥进程，而且还将带动复合肥价格的上涨。

图 7: 原料煤炭和能源价格不断走高



数据来源: BLOOMBERG、第一创业证券研究所

图 8: 尿素价格在成本及需求推动下不断走高



数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所

粮食及蔬菜价格不断攀升，大大刺激了复合肥需求量。从去年全年来看，国内粮食和经济作物价格不断攀升，CPI 在 2011 年持



续走高，进入高通胀时期，其中玉米、白糖、大豆价格不断走高，蔬菜、水果价格更是不断创出新高。如此高的物价必然会提高农民下一种植周期种植积极性，大大刺激了农民对复合肥的需求量。

图 9: 国内蔬菜、水果、糖料、油料价格指数

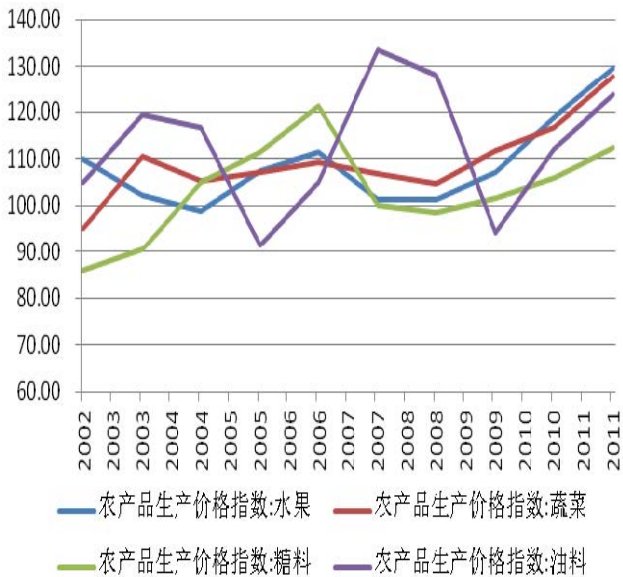
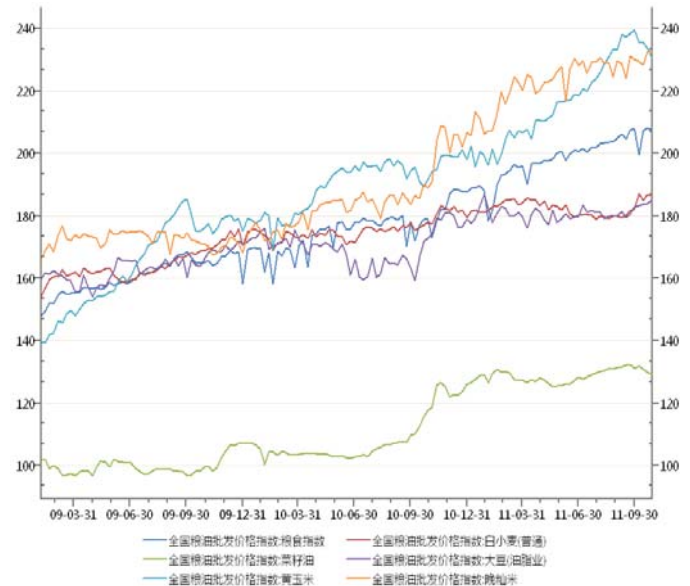


图 10: 国内主要粮食产品价格指数



数据来源: Wind、第一创业证券研究所

图 11: 我国农产品景气度不断提升



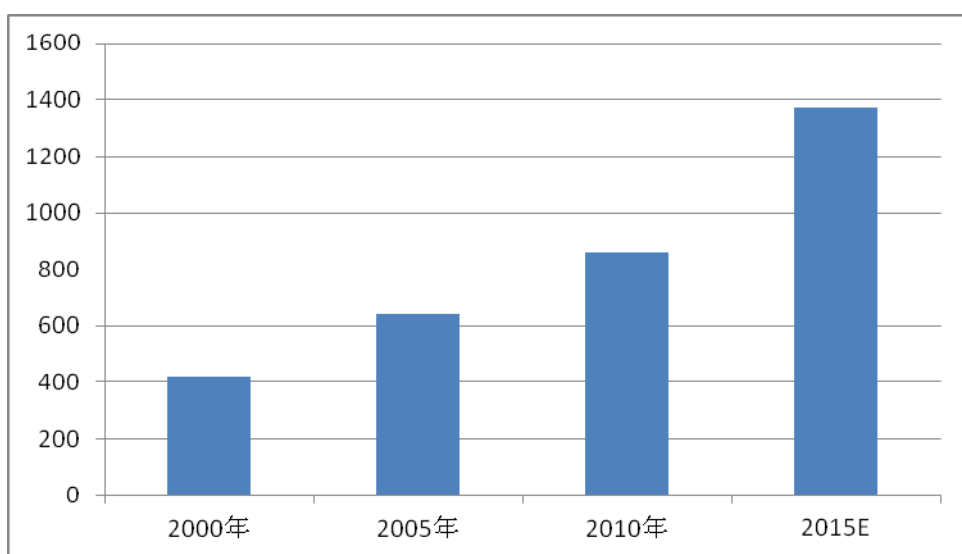
数据来源: Wind、第一创业证券研究所

行业龙头未来将受益于复合化率提高带来的替代需求增加。按照《石油和化工产业结构调整指导意见》提出的要求，到 2015 年



我国化肥复合化率要提高至 40%左右，未来五年复合肥的年均增长率将达到 7%。以未来五年复合肥的年均增长率 7% 计算，至 2015 年我国复合肥施用量将达到 2,549 万吨（折纯），实物产量将达到 6,250 万吨。以 2011 年以来全国复合肥平均售价 2,200 元/吨计算，至 2015 年我国复合肥市场容量将达到 1,375 亿元（不考虑物价上涨因素），比目前 935 亿元市场容量增长约 47.63%，复合肥行业龙头将在这一过程中凭借规模及销售优势获得最大收益。

图 12: 我国复合肥市场容量巨大（单位：亿元）

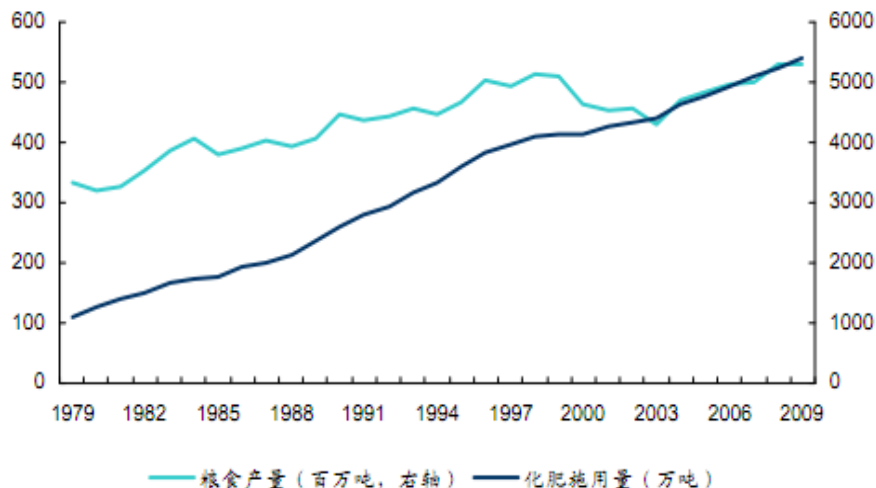


数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

2.3 缓控释肥——种植结构改变和政策支持助推产业加速发展

较低的肥料利用率亟待产业升级，缓控释肥引领产业升级方向。低效的肥料利用率加剧了耕地面积与链式需求之间的矛盾，施加再多的肥料已无法实现粮食单产的增加，在耕地面积难以增加的背景下，肥料行业急需升级。缓控释肥作为新一代高效环保优质肥料引领了产业升级方向。缓控释肥能够通过各种调控机制使其养分最初缓慢释放，延长作物对其有效养分吸收利用的有效期，使其养分按照设定的释放率和释放期缓慢或控制释放的肥料。

图 13: 我国单位施肥增量带来的粮食增量以达到饱和状态



数据来源：国家统计局、第一创业证券研究所

缓控释肥使用的膜材料具有较高的技术壁垒，目前国内仅 3 家公司具有该技术能够批量生产缓控释肥，分别是：金正大、汉枫和北京首创，其中以金正大为首，市场占有率超过 50%。

表 2: 国内主要缓控释肥企业产能 (单位: 元/吨)

公司	2010 年	2011 年
金正大	60	120
汉枫缓控释肥	35	35
北京首创	5	5
合计	100	160

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

缓控释肥具有环保、高效、降低人工施肥次数等优点。这种肥料具有提高化肥利用率、减少使用量与施肥次数、降低生产成本、减少环境污染、提高农作物产品品质等优点，突出特点是其释放率和释放期与作物生长规律有机结合，从而使肥料养分有效利用率提高 20%以上。在解决资源过度消耗、减少农业面源污染、降低农业生产成本等方面具有重要作用，被誉为“环境友好型肥料”、“21 世纪新型环保肥料”。研究表明，控释肥料养分利用率比普通肥料提高 50%至一倍以上，在减少用量 1/3 至一半的情况下，仍可增产增效。



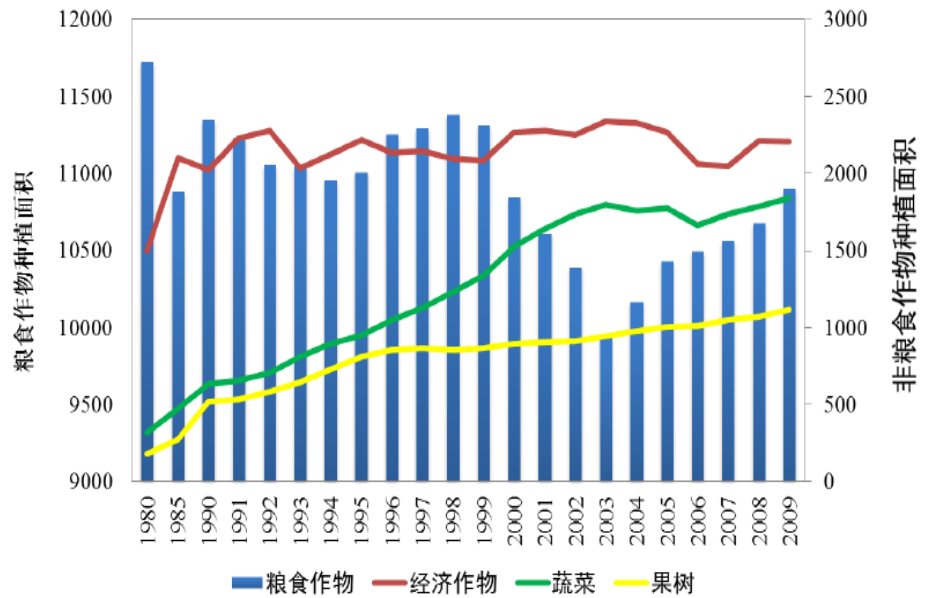
表 3: 缓控释肥可以大幅提升大田农作物的单产及肥料利用率

试验田地点	农作物种类	增产率 (假定相同释放量)	氮利用率增加 (百分点)
浙江仙居	柑桔	38%	26
湖北黄冈	棉花	26%	37
河南驻马店	玉米	16%	25
浙江萧山	水稻	16%	16
黑龙江呼兰	玉米	12%	18

数据来源: 公司资料、第一创业证券研究所

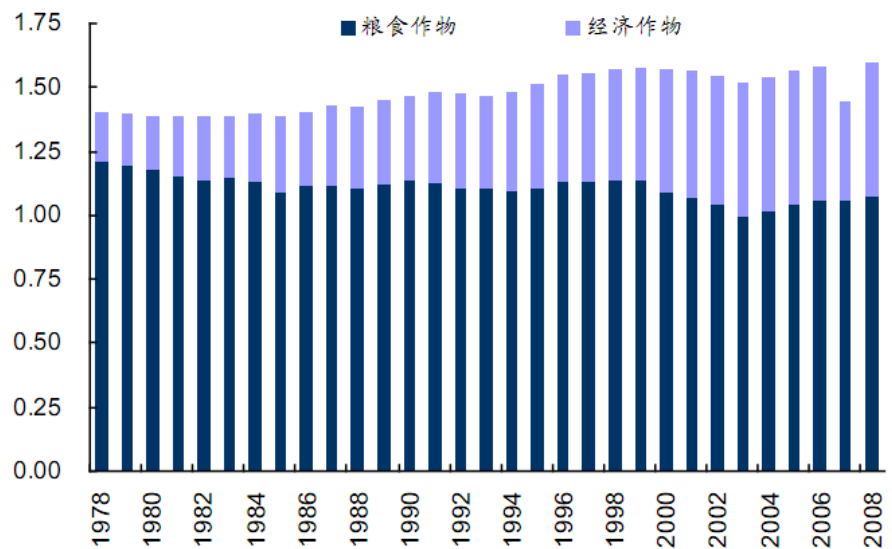
种植结构调整有利于缓控释肥的高速发展。近些年经济作物、蔬菜、水果等价格不断上涨,其附加值不断提高,大大刺激了对经济作物种植的积极性,种植面积不断扩大,占农作物播种面积比例从 1978 年的 13.94% 上升到 2008 年的 32.94%。经济作物的产投比要高于粮食作物,其对肥料成本的敏感度要比粮食作物相对弱一些,一般对肥料的品质要求较高。而且这些经济作物的单位施肥量远大于粮食作物,一般是大田粮食作物的 1.2-2.6 倍。目前像缓控释肥这样的高端新型肥料主要用于附加值较高的经济作物上,因此经济作物种植面积的增加将加大对优质肥料的需求,有利于缓控释肥行业的高速发展。

图 13: 我国非粮食种植面积不断增加(单位; 万公顷)



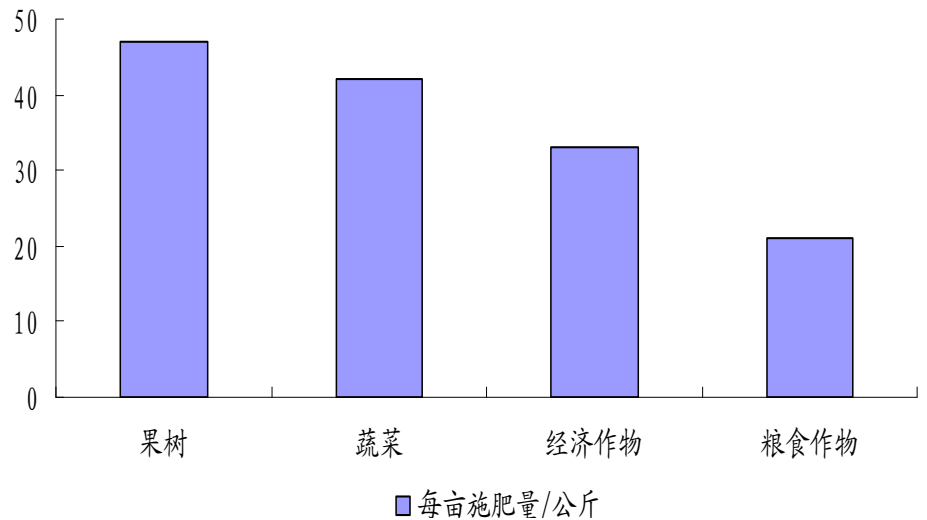
数据来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

图 14: 我国经济作物种植比重不断上升 (单位: 亿公顷)



数据来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

图 15: 非粮食作物与粮食作物施肥量比较



数据来源：《农化专题报告》、第一创业证券研究所

国家政策支持将助推缓控释肥跨越式发展。借鉴美国推广缓控释肥的经验，我国自 2007 年以来已陆续发布十多个政策支持缓控释肥发展。美国农业部为推广缓控释肥，与 2008 年农业法案设立 CSP 项目（Conservation Stewardship Program），通过补贴的方式鼓励农民使用缓释肥料，补贴标准每公顷 30-55 美元，补贴范围包括农田、草地、草原、非企业性质的私人林地等，每个农户每年补贴上限不超过 4 万美元，5 年不超过 20 万美元。《北京都市型现代农业基础建设综合开发规划（2009-2012）》中对缓释肥补贴标准为每年 75 元/亩。2011 年国家发改委公布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》首次将缓控释肥纳入优先发展的产业；农业部首次将缓控释肥列为主推技术；科技部将缓控释肥列入“十二五”科技支撑计划。全国农业技术推广服务中心计划 2011 年把金正大缓控释肥示范推广到 23 个省(区、市)的 25 种作物，这一切预示着我国缓控释肥产业将在“十二五”期间迎来跨越发展。

表 4：2000 年以来国家发布的支持缓控释肥发展政策

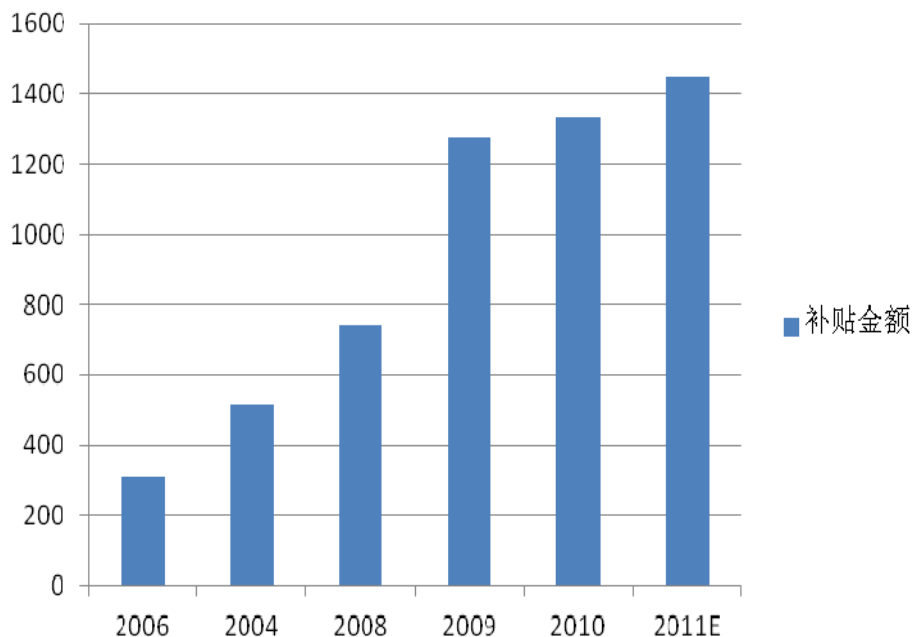


发布时间	发文单位	文件名称	相关内容
2000	科技部、财政部、税务总局	中国高新技术产品目录（2000）	缓控释新型肥料
2005	国务院	中华人民共和国国民经济和社会发展	第十一个五年规划纲要发展缓释氮肥适用技术
2006	国务院	国家中长期科学和技术发展规划纲要	重点研究开发专用复（混）型缓释、缓控释肥料及施肥技术与相关设备
2007	国务院	2007 年中央“一号文件”	加快发展适合不同土壤、不同作物特点的专用肥、缓释肥
2007	科技部等四部委	当前优先发展的高技术产业化重点领域指南	优先发展绿色缓释肥生产技术
2008	国务院	关于做好建设节约型社会近期重点工作的通知	推广节肥技术，提高化肥利用率
2009	农业部	关于做好缓控释肥料示范推广工作的通知	结合测土配方施肥，全面做好缓控释肥料试验、示范、推广工作
2010	科技部	农业科技“十二五”规划	将缓控释肥列入“十二五”科技支撑计划
2011	农业部	产业结构调整指导目录（2011 年本）》	将缓控释肥纳入优先发展的产业；将缓控释肥列为主推技术

数据来源：公司资料、第一创业证券研究所整理

农业补贴力度不断加大有助于缓控释肥需求放量。目前阻碍缓控释肥发展的最大障碍是价格较高，没有政府推广和给予相应补贴，农民使用积极性不高。而美国自 2009 年起，对使用缓控释肥的农户给予补贴，每公顷土地补贴标准为 30-55 美元，大力推广缓控释肥。目前国家把缓控释肥纳入优先发展产业，在政策上已开始倾斜，未来国家有望出台类似美国给予补贴政策来推广缓控释肥，未来在政策支持下缓控释肥将实现高速发展。

图 16: 国家对农业补贴力度不断加大（单位：亿元）



数据来源：第一创业证券研究所整理

缓控释肥未来市场空间巨大。缓控释肥发展刚刚起步，国内消费量还不足 300 多万吨，还不到国内化肥消费量的 1%。按照经济作物 37% 的种植面积，未来随着缓控释肥的推广加速，四年内 30% 的经济作物开始使用缓控释肥计算，到 2015 年，国内缓控释肥的消费量将翻倍达到 560 多万吨。我们认为，随着缓控释肥的推广力度不断加大，以及国家对农业补贴力度的加大，缓控释肥将迎来快速发展时期，预计未来 5 年缓控释肥的年均增长速度将高达 30% 左右。

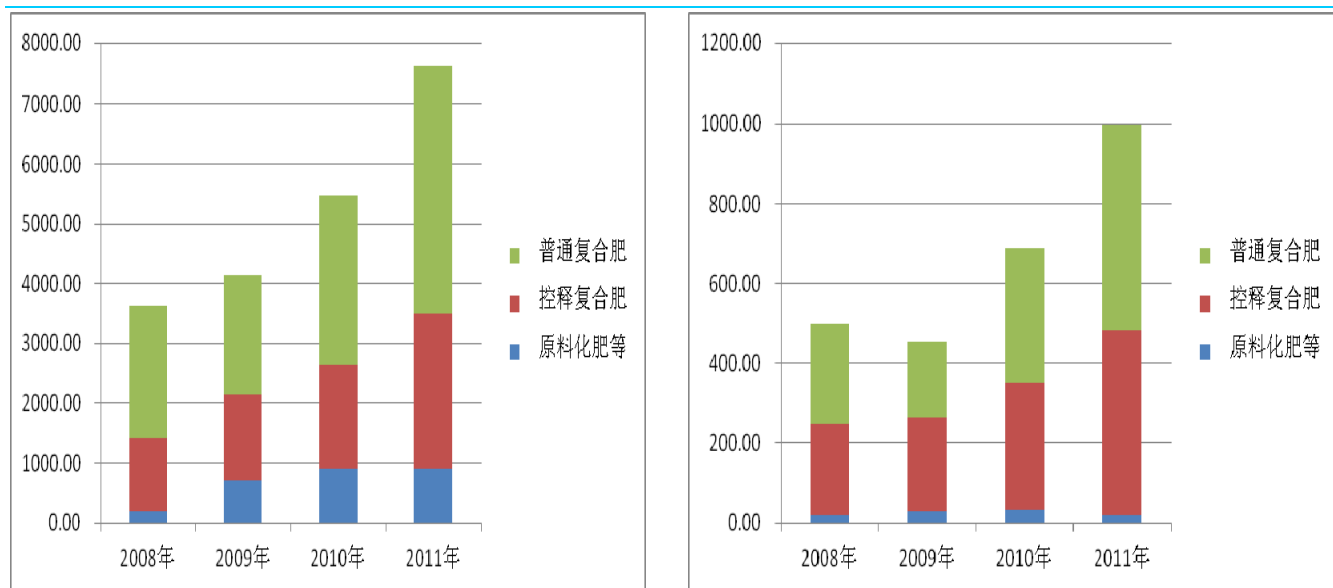
3 公司分析——即将站在微笑曲线的两端

3.1 缓控释肥和普通复合肥是公司的主要利润来源

公司是作为国内缓控释肥和普通复合肥的双料龙头，缓控释肥和复合肥是主要营收和利润来源。公司 2011 年实现营业收入 76.36 亿元，其中复合肥实现 41.16 亿元。占总收入的 53.91%，缓控释肥实现 25.97 亿元，占总收入的 34.06%，两者合计占比超过 87%，营业利润分别占比 50.13% 和 46.06%，为公司的主要收入和利润来源。

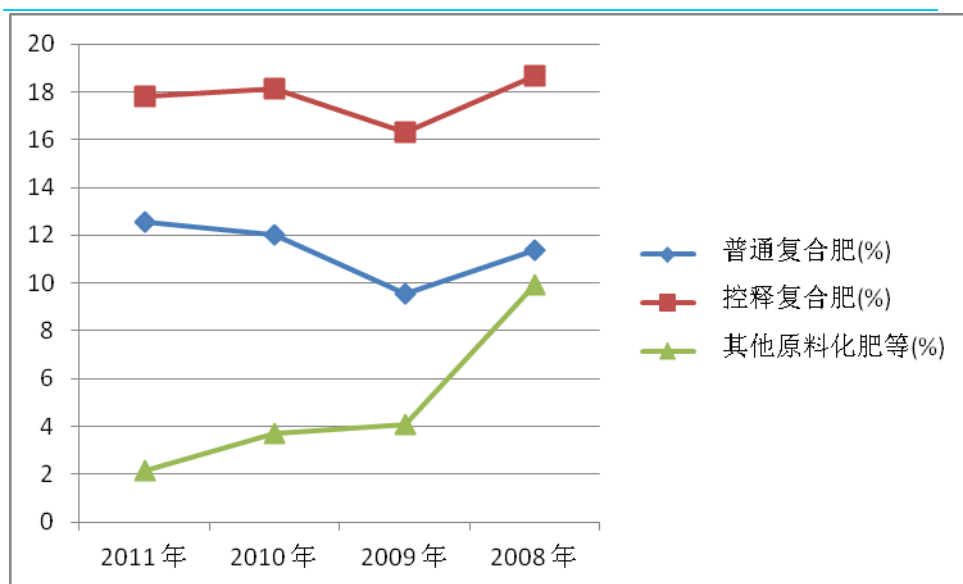
图 17: 公司主营业务收入构成 (百万元)

图 18: 公司主营产品利润构成 (百万元)



数据来源：公司年报、第一创业证券研究所

图 19: 公司近几年主营产品毛利率情况



数据来源：公司年报、第一创业证券研究所

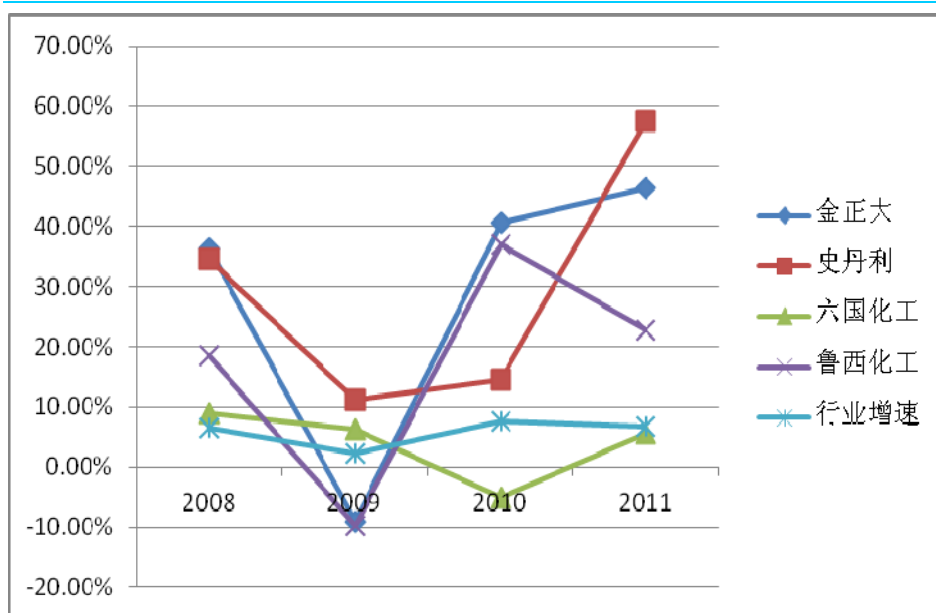
随着公司子公司安徽金正大一期 30 万吨新型肥料与 4 月份投产以及募投项目 60 万吨/年新型作物专用缓控释肥项目与 2012 年 5 月份顺利达产，公司缓控释肥产能瓶颈得以解决，且其毛利率远高于普通复合肥，其对公司的营收和利润贡献将在 2012 年大幅提升。

3.2 公司复合肥盈利能力在行业前列



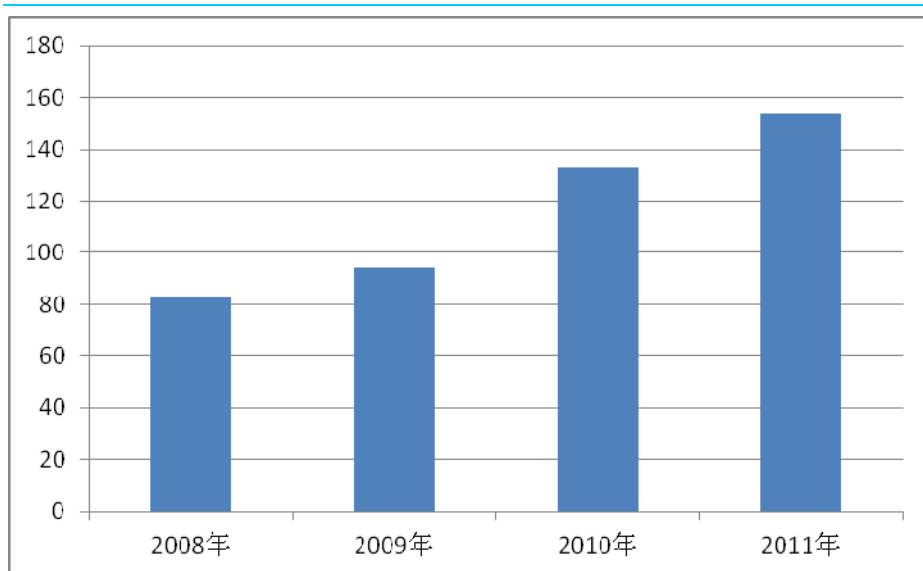
公司作为复合肥龙头企业，复合肥增速远高于行业增速。近三年在国内肥料出口受阻、行业产能快速扩张以及下游需求增速放缓的背景下，复合肥行业年均增速下滑到 2.1%，2010 年更是出现 5.3% 的负增长。在这种行业增速下滑的背景下，公司作为复合肥龙头企业却实现了年均 25.7% 的增长，远高于行业增速，位于行业增速前列，仅次于史丹利。随着国内复合化率的逐步提高，复合肥行业增速有望恢复到 7% 的增长水平，公司作为复合肥龙头企业，必定会享受高于行业平均水平的增速。

图 20: 公司复合肥增速位于行业前列



数据来源: Wind、第一创业证券研究所整理

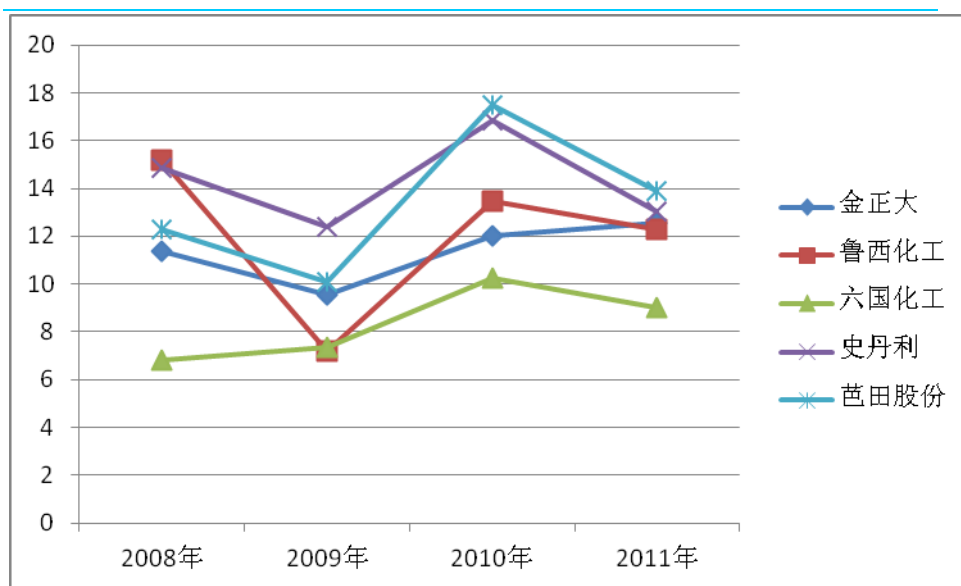
图 21: 公司复合肥销售量稳步增长 (单位: 万吨)



数据来源：Wind、第一创业证券研究所整理

公司具备规模和销售优势，盈利能力位于行业前列。近年来，化肥原料煤、磷矿石、硫磺等快速上涨，而需求方面又受到出口趋严的压制，化肥行业的企业毛利率普遍下滑，复合肥企业也不例外。公司凭借规模和销售优势，在这这种原材料大幅波动、需求受阻的背景下，公司复合肥毛利率仍实现了稳步提升，在可比的上市公司中仅次于芭田股份和史丹利。目前，公司已敏锐的观察到的原材料波动对公司未来发展的影响，公司于2011年公告，投资5亿元在贵州瓮安县成立子公司，开始向上游资源迈进。

图 22: 公司复合肥毛利率位于行业前列 (单位: %)



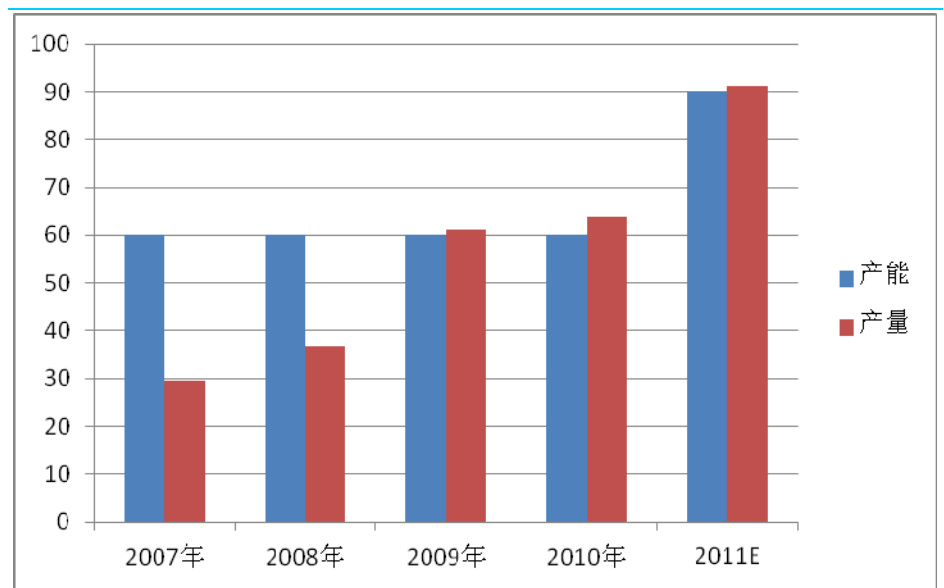
数据来源：Wind、第一创业证券研究所整理



3.3 缓控释肥破解产能瓶颈

缓控释肥需求快速增长，公司陷入产能瓶颈。公司是国内最大的缓控释肥企业，拥有缓控释肥产能 90 万吨，市场占有率超过 50%。公司在 2010 年以前控释肥产能一直稳定在 60 万吨/年；在产量方面，2007-2009 年三年间的产量分别为 29.4 万吨、36.7 万吨、61.2 万吨，受益于行业发展的需求潜力，公司产量呈现快速上升的趋势，控释肥产能利用率在不断提高，从 2009 年开始公司的缓控释肥产能利用率已超过 100%，公司现有生产能力已不能满足快速发展的市场需求，公司缓控释肥陷入产能瓶颈。随着公司菏泽金正大 30 万吨缓控释肥于 2011 年一季度投产，公司的缓控释肥产能瓶颈得到一定缓解，但快速增长的市场需求很快又是公司陷入产能瓶颈，2011 年公司的产能利用率仍超过了 100%

图 23: 近三年公司缓控释肥产能利用率已超过 100% (单位: 万吨)



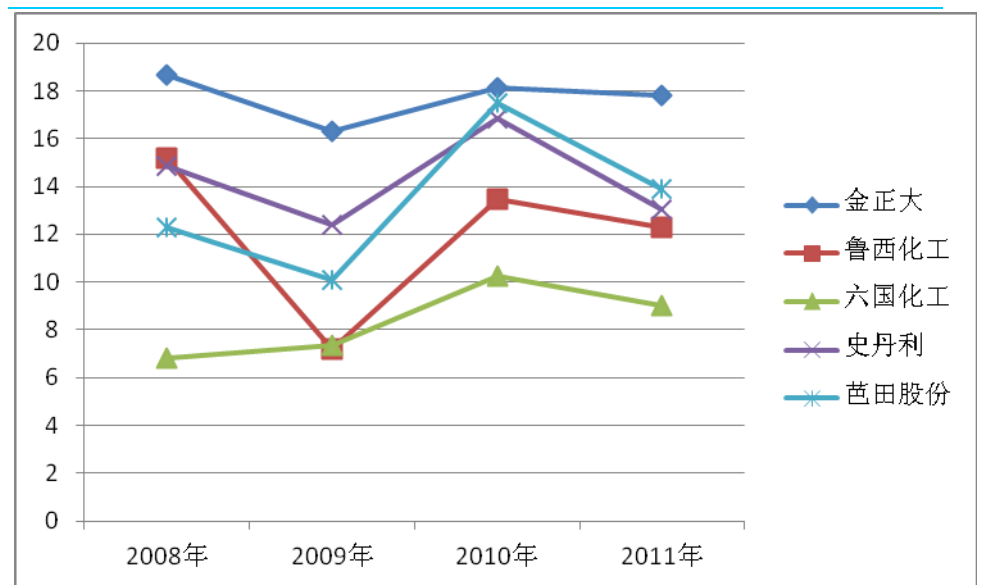
数据来源：公司资料、第一创业证券研究所

公司募投项目将大大缓解公司缓控释肥产能瓶颈。公司 10 年上市募投了 60 万吨/年新型农作物专用缓控释肥项目，据 2011 年年报中披露，该项目进展顺利，将于今年 5 月份投产，如果投产顺利，公司缓控释肥产能将增加 66.67%，达到 150 万吨，大大缓解公司缓控释肥产能瓶颈问题，进一步巩固国内缓控释肥老大的地位。



缓控释肥毛利率远高于复合肥行业。公司缓控释肥主要以为的普通复合肥和尿素为原料，属于复合肥和尿素深加工产品，在产业链中位于附加值较高的终端位置。公司缓控释肥的原料普通复合肥自己生产，部分尿素外购，生产成本较低，而外销价格要高出普通复合肥 20%左右，公司的缓控释肥毛利率基本都在 18%以上，要远高于复合肥行业，盈利能力较强。

图 24: 公司缓控释肥毛利率远高于复合肥行业（单位：%）



数据来源：Wind、第一创业证券研究所

公司新增产能的释放正赶上“十二五”国家推广缓控释肥的好时候，缓控释肥作为低碳节能型化肥，未来几年年均市场增速有望超过 30%，公司将成为缓控释肥高速发展的最大受益者。

3.4 内生和外延双向扩张，公司向微笑曲线两端延伸

公司近两年随着缓控释肥和复合肥产能的不断增加，在销售力度不断加大的情况下，分别实现了 31.35%和 39.19%的增长，远高于行业水平。但公司的目光并没有仅停留在这几年的高速增长上，公司正在使用募资金以及自有资金建设越来越多的项目，而且方向直接指向微笑曲线盈利最高的两端，来实现公司的内生和外延双向扩张，公司进入快速扩张期。

募投 60 万吨缓控释肥、使用超募资金建设 40 万吨新型肥料项



目以及 120 万吨硝基复合肥项目实现公司内生性增长。随着缓控释肥的推广力度加大，公司缓控释肥现有产能已无法满足市场需求，公司通过募投项目来解决这一问题，实现内生性增长。同时公司还把目光瞄向另一新型高效肥料缓控释肥上，据公司披露资料，目前国内硝基复合肥供不应求，每年仍需向国外进口 100 万吨左右。且随着适宜硝基复合肥的经济作物占农作物总种植面积的比重不断上升，其种植面积已达到 50,000 万亩，根据相关农业技术指标，上述经济作物对硝基复合肥的需求量约为 3,000 万吨，硝基复合肥有着巨大的发展空间。

通过不断在外省设立子公司、进军贵州磷矿资源完善上游产业链实现外延式扩张，来寻求新的利润增长点。公司上市之后，利用超募资金不断在安徽、河南、贵州等地增资或设立子公司，进一步扩大其业务区域，增强其销售能力，实现外延式扩张。同时，公司在 2011 年半年报发布的同时公告，公司拟出资 50,000 万元在贵州省瓮安县设立全资子公司贵州金正生态工程有限公司，以利用当地资源，打造磷资源循环经济产业。公司设立贵州子公司，除了因为公司为巩固龙头地位进行异地扩张的目的外，更重要的是公司看中了当地的磷矿资源。瓮安县是贵州三大磷矿基地之一，磷矿资源丰富，储量超过 10 亿吨，品质较高，水文地质结构简单，易于采选。公司凭借资金和研发优势强势进入，不但为公司完善上游产业链，而且更重要的是公司寻找到了未来新的利润增长点。

4 公司未来利润增长点

募投的 60 万吨缓控释肥项目将成为 12 年主要的利润增长点。公司 2010 年募投 60 万吨/年新型农作物专用缓控释肥项目预计将于 2012 年 5 月份投产。目前缓控释肥在国家不断加大其推广力度的情况下，市场需求正快速增加，公司 2011 年 30 万吨新增产能已完全消化，我们按照公司 60 万吨缓控释肥项目投产后 12 年销售 20 万吨来计算，按照目前缓控释肥的盈利能力，将能为公司带



来 6.4 亿的收入和 1.26 亿元的营业利润,将成为公司 12 年最要的利润增长点。

安徽 30 万吨的复合肥项目也将成为公司另一利润增长点。公司于 2010 年利用超募资金在安徽金正大建设的 40 万吨新型肥料项目也将进入利润贡献期。根据公司 11 年年报披露,该项目的一期 30 万吨复合肥项目将于 2012 年 4 月投产,如果投产顺利,我们按照该项目 12 年实现销售 20 万吨复合肥计算,安徽金正大将为公司带来 5.4 亿元的销售收入和 6642 万的营业利润,成为公司新的利润来源。

菏泽金正大 120 万吨硝基复合肥项目以及规整金正大磷资源循环产业项目将成为公司 13 年及以后新的利润来源。公司看好硝基复合肥的巨大市场空间,且国内供不应求,与 2011 年利用自有资金建设 120 万吨硝基复合肥,该项目进展顺利的话将于 2013 年投产,届时将成为公司 2013 年新的利润来源。公司换看中了贵州瓮安县的磷矿资源优势,在瓮安县设立子公司并投资建设磷资源产业循环链以及水溶肥项目,该项目目前已获股东会通过,如果一切进展顺利,该项目有可能成为 13 年以后公司新的利润增长点。

5 公司竞争优势

技术优势

缓控释肥具有较高的技术壁垒,对膜材料的选择有很强的要求。公司目前已突破该技术,在控释肥料的研发和产业化方面达到了国际领先水平。公司目前拥有完善的自主研发体系,拥有国家缓控释肥工程技术研究中心和复合肥料国家地方联合工程研究中心两个国家级的研发平台,参与制定了缓控释肥行业标准 3 项和国家标准 1 项;先后承担了国家科技支撑计划、国家星火计划、国家火炬计划、国家重点新产品计划和山东省科技攻关计划等 30 余项国家级和省级重大科研项目,其中 11 项科研成果达到国内领先或国际先进水平,并荣获国家科技进步二等奖 1 项、山东省

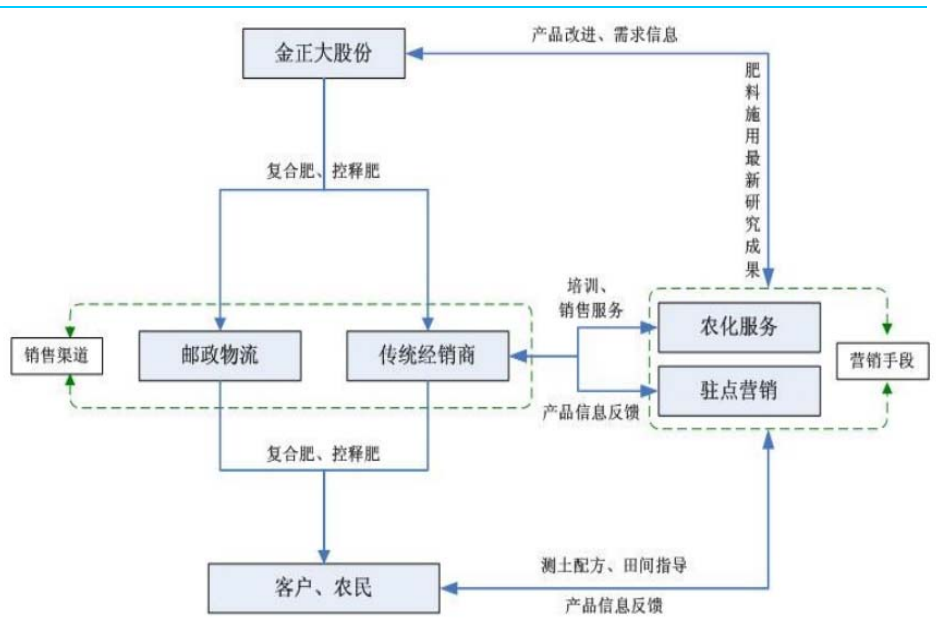


科学技术进步一等奖 2 项，公司被评为山东省首批创新型企业和国家创新型企业，技术优势是行业内任何一家短期内都无法超越的。

销售优势

在复合肥这个几乎没有产品差异化的成熟行业里，销售是否具备强大的优势已成为衡量公司核心竞争力的标准之一。公司坚持“营销优先”的指导思想，以科学技术为主导，以肥料为推广载体，将肥料生产、营销、施用有机结合，逐步建立了业内领先的“农化知识传播体系、测土配方施肥服务体系、现场服务指导体系”的营销体系。公司还与中邮物流有限责任公司等邮政物流企业进行合作，创新了国内化肥产品的销售模式，实现了销售收入的快速增长。公司以向广大农户传播“科学施肥、平衡施肥”理念为己任，通过免费咨询热线、农化服务专栏、发放科普资料等方式，普及和推广农化知识。公司具有完善的测土配方农化服务流程，围绕“测土、配方、配肥、供肥、施肥指导”5个环节，将测土配方、实验示范等农化服务与产品营销进行紧密结合，实现业务之间的良性渗透和互补。此外，公司聘请农技专家，采用田间指导、培训讲堂、科技下乡等多种方式，对农民进行面对面服务。

图 25: 公司的销售创新模式





数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

产品和品牌优势

公司自主研发创建了热塑性树脂、热固性树脂、硫和硫加树脂、热塑和热固性树脂多层复合四套不同的包膜材料、工艺技术、大规模工业化生产线，形成了控释肥系列产品。目前，公司可生产用于水稻、玉米、小麦等主要农作物以及蔬菜、果树等经济作物的 12 大类 100 余种专用复合肥、控释肥产品，以满足不同地区、不同作物需求，达到平衡施肥和养分综合利用的最佳效果，其中“包膜控释肥”、“水稻专用控释肥”、“腐植酸包膜控释肥”被认定为国家重点新产品。公司“金大地”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”；公司被山东省质量技术监督局、山东省名牌战略推进委员会评为“山东名牌”。公司先后荣获“国家重点高新技术企业”、“国家创新型企业”、“国家科技进步二等奖”、“中国专利优秀企业”、“环保肥料首批认证企业”等殊荣。

6 盈利假设及预测

6.1 盈利假设

(1) 随着缓控释肥推广力度的不断加强，农民对该产品的认知度越来越强并愿意购买该产品，缓控释肥需求量不断增加；

(2) 公司缓控释肥专利技术得到有效保护，短期内没有更多的企业进入该行业；

(3) 我国推广使用复合肥替代单质肥，国内复合化率稳步提高，复合肥需求量持续增加；

(4) 假设公司 60 万吨缓控释肥募投项目进展顺利，12 年实现 25 万吨销售量；

(5) 假设公司安徽金正大 30 万吨复合肥项目如期达产，12 年实现销售 20 万吨；



(6)公司全资子公司菏泽金正大与 2011 年获得高新技术企业认证,未来两年将按照 15%税率缴税,考虑到其他子公司执行 25%的所得税率,我们对 2012-2013 年的业绩按 18.5%的加权平均所得税率预测,2014 年按照 25%执行。

表 5: 公司分产品销售收入和毛利率预测

主营产品	2010	2011	2012E	2013E	2014E
复合肥					
产能(万吨)	210	210	240	240	240
销量(万吨)	127.94	145.64	180	200	210
单价(元/吨)	2198.8	2826.3	2800	2800	2800
收入(百万元)	2813.11	4116.3	5040	5600	5880
成本(百万元)	2474.41	3600.12	4417.06	4902.80	5145.59
毛利率	12.04%	12.54%	12.36%	12.45%	12.49%
缓控释肥					
产能(万吨)	60	90	150	150	160
销量(万吨)	69.67	85.29	105	125	140
单价(元/吨)	2512.4	3045.8	3100	3100	3100
收入(百万元)	1750.46	2597.69	3255	3875	4340
成本(百万元)	1433.45	2134.78	2667.47	3175.56	3556.63
毛利率	18.11%	17.82%	18.05%	18.05%	18.05%
其他					
收入(百万元)	915.75	912.8	918.6	919.3	921.1
成本(百万元)	866.21	870.17	875.70	876.37	878.08
毛利率	5.41%	4.67%	4.67%	4.67%	4.67%
合计					
总收入(百万元)	5479.32	7626.79	9213.6	10394.3	11141.1
总成本(百万元)	4774.07	6605.07	7960.23	8954.73	9580.30
综合毛利率	13.27%	15.47%	15.75%	16.08%	16.29%

数据来源: 第一创业研究所



6.2 盈利预测

表 6: 金正大主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	547,932	762,679	921,362	1,039,428	1,114,108
同比 (%)	31.7%	39.2%	20.8%	12.8%	7.2%
营业毛利	69,174	100,503	155,357	183,051	201,145
同比 (%)	51.8%	45.3%	54.6%	17.8%	9.9%
归属母公司净利润	31,367	43,646	59,476	74,573	84,875
同比 (%)	47.3%	39.1%	36.3%	25.4%	13.8%
总股本 (万股)	70,000.0	70,000.0	70,000.0	70,000.0	70,000.0
每股收益 (元)	0.45	0.62	0.85	1.07	1.21
ROE	11.5%	14.1%	16.1%	16.8%	16.0%
P/E (倍)	33.3	24.0	17.6	14.0	12.3

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

7 投资建议

随着公司募投项目的投产, 公司未来业绩将实现高速增长, 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.85 元、1.07 元和 1.21 元, 公司目前股价为 14.94 元, 对应 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍, 远低于当前行业平均 PE23 倍。公司作为复合肥和缓控释肥行业双料龙头, 享受远高于行业平均水平的快速增长, 且公司的另一主营产品缓控释肥具有较高的技术壁垒, 且毛利率远高于复合肥行业, 因此我们认为公司应该享受高于复合肥行业的平均 PE, 目前公司 PE 仅 17 倍 < 行业平均 PE21 倍, 维持“强烈推荐”评级。

表 7: 公司当前估值远低于行业平均水平



可比上市公司	主营业务	复合肥产能	11年 PE	12年 PE
芭田股份	复合肥	165	51倍	28倍
六国化工	磷肥、复合肥	112	41倍	31倍
鲁西化工	尿素、复合肥	150	18倍	14倍
金正大	复合肥、缓控释肥	210	24倍	17倍
史丹利	复合肥	210	17倍	14倍
平均 PE			30倍	21倍

数据来源：Wind、第一创业证券研究所

8 风险提示

- 1、公司募投项目进展低于预期风险；
- 2、原材料大幅涨价风险；
- 3、公司主营产品价格大幅波动风险；
- 4、宏观经济环境发生变化导致下游需求下降风险。

表 8：金正大盈利预测



资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,312.0	4,692.4	5,573.3	6,565.9	一、营业收入	7,626.8	9,213.6	10,394.3	11,141.1
货币资金	1,300.7	2,587.6	3,294.7	4,149.7	减: 营业成本	6,621.8	7,660.0	8,563.8	9,129.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.6	2.5	2.9	3.2
应收款项	8.7	5.4	5.4	5.7	销售费用	356.5	688.5	776.7	832.5
预付款项	1,260.7	933.9	971.6	1,023.7	管理费用	117.0	129.2	137.5	142.6
存货	1,729.4	1,153.1	1,289.2	1,374.4	财务费用	-6.0	38.6	37.0	35.6
其他流动资产	12.5	12.5	12.5	12.5	资产减值损失	-2.6	-2.9	0.7	0.4
非流动资产	1,181.6	1,107.9	1,034.2	960.5	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	724.7	640.0	555.3	470.6	二、营业利润	539.5	697.8	875.7	997.2
在建工程	339.3	350.4	361.4	372.4	加: 营业外收入	8.3	8.5	8.8	9.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.0	4.3	4.8	5.4
无形及递延性资产	117.1	117.1	117.1	117.1	三、利润总额	546.7	702.0	879.6	1,000.8
其它非流动资产	0.5	0.5	0.5	0.5	减: 所得税费用	109.8	105.3	131.9	150.1
资产总计	5,493.6	5,800.3	6,607.5	7,526.5	四、净利润	436.9	596.7	747.7	850.7
流动负债	1,814.6	1,524.6	1,584.1	1,652.3	归属母公司净利润	436.5	594.8	745.7	848.8
短期借款	370.0	370.0	370.0	370.0	少数股东损益	0.5	2.0	2.0	2.0
应付账款	510.8	455.5	487.5	514.7	五、总股本(百万股)	700.0	700.0	700.0	700.0
预收帐款	796.0	586.8	619.5	664.9	EPS (元)	0.62	0.85	1.07	1.21
其它流动负债	137.7	112.3	107.1	102.7					
非流动负债	528.5	528.5	528.5	528.5	主要财务比率				
长期借款	495.1	495.1	495.1	495.1	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	33.4	33.4	33.4	33.4	营业收入	39.2%	20.8%	12.8%	7.2%
负债合计	2,343.1	2,053.2	2,112.7	2,180.9	营业毛利	45.3%	54.6%	17.8%	9.9%
少数股东权益	64.7	66.7	68.6	70.6	主业盈利	40.9%	38.2%	24.5%	13.1%
股本	700.0	700.0	700.0	700.0	母公司净利	39.1%	36.3%	25.4%	13.8%
资本公积与其它	1,434.5	1,434.5	1,434.5	1,434.5	获利能力				
留存收益	965.0	1,559.8	2,305.5	3,154.3	毛利率	15.5%	15.8%	16.1%	16.3%
股东权益合计	3,099.5	3,694.3	4,440.0	5,288.8	主业盈利/收入	7.0%	8.0%	8.8%	9.3%
负债和股东权益	5,493.6	5,800.3	6,607.5	7,526.5	ROS	5.7%	6.5%	7.2%	7.6%
					ROE	14.1%	16.1%	16.8%	16.0%
					ROIC	11.0%	13.1%	14.1%	13.8%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	42.7%	35.4%	32.0%	29.0%
经营活动现金流	-270.5	1,340.3	755.2	901.5	利息保障倍数	n/a	15.5	20.2	23.9
净利润	436.9	596.7	747.7	850.7	速动比率	1.42	2.31	2.70	3.13
折旧摊销	72.7	81.8	85.4	85.1	经营净现金/当期债务	-0.73	3.62	2.04	2.44
财务费用	27.0	38.6	37.0	35.6	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.39	1.59	1.57	1.48
营运资金变动	-807.3	623.2	-114.9	-69.9	应收款天数	0.41	0.21	0.19	0.18
其它变动	0.2	0.0	0.0	0.0	存货天数	94.02	54.19	54.19	54.20
投资活动现金流	-723.0	-11.0	-11.0	-11.0	每股指标(元)				
资本支出	-717.6	-11.0	-11.0	-11.0	主业盈利/股本	0.76	1.05	1.30	1.48
长期投资	-5.4	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.39	1.91	1.08	1.29
其它变动	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	4.43	5.28	6.34	7.56
筹资活动现金流	757.5	-42.4	-37.0	-35.6	估值比率				
债务融资	860.5	0.0	0.0	0.0	P/E	23.96	17.58	14.02	12.32
权益融资	40.0	0.0	0.0	0.0	P/B	3.37	2.83	2.36	1.98
其它变动	-143.0	-42.4	-37.0	-35.6	P/S	1.37	1.14	1.01	0.94
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	16.85	10.87	8.16	6.52
现金净增加额	-236.0	1,286.8	707.2	854.9					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135