



募投项目即将投产，向世界级高端 肥料供应商稳步迈进

——金正大（002470）

2012年5月26日

强烈推荐/维持

金正大

调研快报

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：

近日对公司进行了调研。

观点：

1. 募投项目即将投产，拉开产能快速投放序幕

公司 60 万吨缓控释肥装置已在试车，估计下个月可以正式投放市场，届时公司缓控释肥产能将在 11 年 90 万吨的基础上又有了大幅度增长，国内龙头地位进一步得到巩固。除缓控释肥之外，公司在 11 年开始通过新建、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。12-13 年将有多数新增产能投产，12 年包括募投项目 60 万吨控释肥、河南辽宁与安徽基地共计 140 万吨复合肥，13 年主要包括菏泽基地 120 万吨硝基肥项目一期以及贵州子公司 60 万吨硝基肥与 40 万吨水溶性肥料、三个 10 万吨控释肥项目，上述项目建成投产后，总产能相比 11 年将有极大提高：复合肥提高 60%、控释肥产能翻倍、硝基肥与水溶性肥料一跃成为国内龙头。

公司复合肥产品盈利水平稳定。对比极易受原料成本影响的单质肥企业，下游对复合肥的刚性需求与企业定价策略使得公司所处复合肥行业毛利率更为稳定，更类似食品加工业范畴。国家将逐步取消对氮肥生产企业的用气、用电及铁路运输等优惠政策、矿资源稀缺导致磷肥与钾肥生产成本上涨都将导致单质肥价格长期看涨，因此我们认为公司复合肥盈利水平稳定甚至未来还有继续提升的空间；而且目前复合肥价格为 08 年中期时的 75%，尚未到价格过高影响到销量的水平。

新增产能持续释放将使公司未来三年净利润 CAGR 达到 40%，而且缓控释肥与硝基肥贡献毛利将超过复合肥。我国 10 年复合化率为 31%，至“十二五”末将达到 45%，而且公司将基于在原料集中采购、生产成本、农化服务、国家政策扶持、经销渠道上的优势，加快兼并重组，进一步增加生产规模。看好公司未来以销量带动业绩快速增长。

表 1：公司新增产能在 12-13 年快速释放

产品	产地	规模	预计投产时间
复合肥	安徽子公司	30 万吨	预计 4 月中旬投产，已投产
	河南豫邳	30 万吨	预计 6 月中旬投产
	河南子公司	50 万吨	-
	辽宁子公司	30 万吨	预计 12 年年底投产
控释肥	临沭本部	60 万吨	已在试车，预计 6 月份投产
	菏泽子公司	30 万吨	已于 11 年 4 月投产
	安徽子公司	10 万吨	预计 13 年年底投产
	河南豫邳	10 万吨	预计 13 年年底投产
	辽宁子公司	10 万吨	预计 13 年年底投产
硝基肥	菏泽子公司	120 万吨	预计 13 年投产
	贵州子公司	60 万吨	建设期 18 个月，计划 13 年中期投产
水溶性肥	贵州子公司	40 万吨	建设期 18 个月，计划 13 年中期投产

资料来源：东兴证券整理

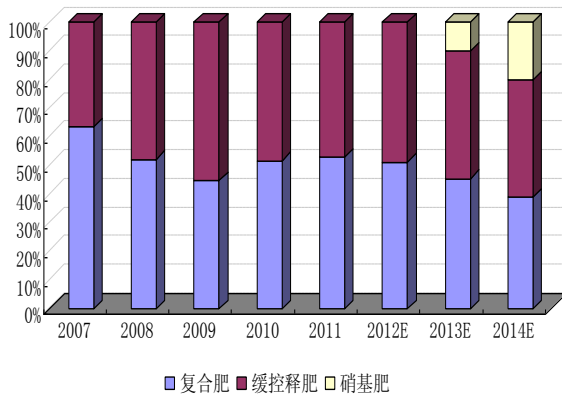
表 2：公司产品产能增量情况（万吨）

时间	复合肥	控释肥	硝基肥	水溶性肥料
2011 年	225	90	-	-
2012 年	330	150	-	-
2013 年	360	180	120	40
2014 年	360	180	180	40

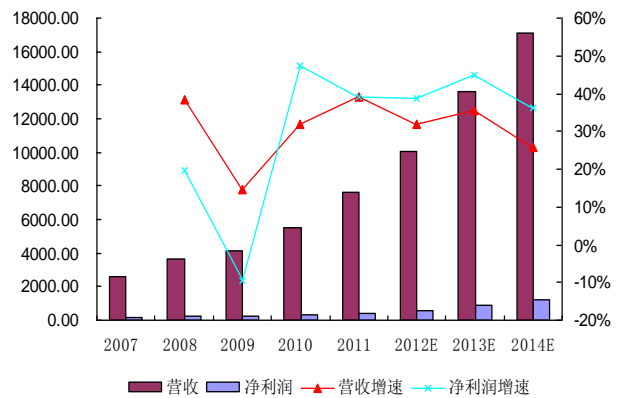
资料来源：东兴证券整理

图 1：主营业务中缓控释肥与硝基肥在毛利中占比提高

图 2：公司未来三年净利润 CAGR 约 40%



资料来源：东兴证券整理



资料来源：东兴证券整理

2. 公司占据缓控释肥绝对市场份额，向世界级高端肥料供应商稳步迈进

国家在化肥“十二五”规划中首次提出要重点推广包膜型缓控释肥，对规模最大、进入最早、制定标准的公司利好最大。缓控释肥通过控制肥料养分释放曲线，可以解决如下问题：1，我国肥料利用率极低，只有30%左右，造成资源浪费、水体与空气污染，缓控释肥可大幅提高其利用率，有效解决上述问题；2，我国当前50-64岁中老年劳动力占农村从事农业劳动力超过50%，缓控释肥可实现无需再追肥，至少节省一次人工，这在目前农户大多外出打工、人工费用上涨的农村显得十分有吸引力；3，“十二五”末氮肥产量基本与目前保持不变，2020年将化肥供应量控制在5000万吨左右，在不增加或少量增加化肥用量的前提下，如何同时实现作物增产与肥料增效？缓控释肥平均可对农作物增产10%-15%，尤其对玉米等大田作物效果最为明显。目前缓控释肥被农户接受更多体现了其减少人工的作用，一旦国家政策给予补贴、增产作用开始被重视，其市场占比将在目前1%的基础上有极大发展空间。

对于后进入企业，公司先发优势明显，公司从实验室技术到产业化，经过了3年多的摸索，产品又经过数年的田间试验，才得以占据目前国内缓控释肥的绝对市场份额。其它企业虽然可由许多科研院所获得此项技术，但至少还需6年左右时间才能真正进入缓控释肥终端市场。

公司明年将投产的硝基肥同样市场空间巨大，国内需求量至少在3000万吨以上，远超过目前国内硝基肥产量。预计随着硝基肥及水溶肥产能逐渐放量，公司将离发展目标“世界级高端肥料供应商”越来越近。

3. 贵州项目进展顺利，看好公司获配资源预期

目前公司贵州项目已在土建阶段，预计明年中期将顺利投产，看好该项目获配磷矿资源的预期。贵州本地缺乏大型复合肥生产企业，磷矿下游产品需求低迷、盈利空间有限，资源换项目、硬性规定资源就地转化率已是未来发展的必然趋势，预计项目建设完成之前相关磷矿资源给予配套的可能性大，届时公司估值水平将得以提升。

结论：

预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.87 元、1.25 元、1.70 元，对应 12-13 年 PE 为 17 倍、12 倍、9 倍；基于公司将加速扩张、业绩随销量增长而快速释放，给予 12 年 25 倍 PE 较为合理，未来 6 个月目标价 21.6 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新建产能投产时间晚于预期的风险

公司财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	5,479.32	7,626.79	10,047.95	13,620.64	17,121.46
增长率（%）	31.74%	39.19%	31.75%	35.56%	25.70%
净利润（百万元）	313.67	436.46	605.80	878.01	1,195.21
增长率（%）	47.31%	39.15%	38.80%	44.93%	36.13%
每股收益(元)	0.500	0.620	0.865	1.254	1.707
ROE	11.53%	14.14%	16.88%	20.34%	22.51%
PE	29.44	23.74	17.01	11.74	8.62

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。