

评级：强烈推荐（维持）
农用化工
公司事件点评
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@fscs.cn

金正大(002470)
——募投项目投产将保障公司高速发展
交易数据

上一日交易日股价（元）	14.28
总市值（百万元）	9,996
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）	3.17
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增长》年报点评

2012-04-23 《“金”矿“正”快速增“大”》深度报告

事件：公司发布公告，公告中显示公司 60 万吨/年新型作物专用控释肥项目目前已经投料试车运行，并生产出合格产品。公司将进一步完善相关工艺参数调试、优化，提高装置生产运行水平。该项目的建成对于公司缓解缓控释肥供需矛盾、提高缓控释肥市场份额起到积极作用，有利于进一步增强公司的竞争力。

点评：

新增 60 万吨缓控释肥产能，公司成为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，新增 60 万吨缓控释肥顺利投产后，缓控释肥产能达到 150 万吨，两者产能均居国内第一，成为国内复合肥和缓控释肥双料龙头，而且公司的缓控释肥市场占有率超过 50%，60 万吨新增产能投产后将进一步巩固公司缓控释肥龙头老大的位置。

新增 60 万吨缓控释肥产能将缓解公司缓控释肥产能瓶颈，未来缓控释肥利润贡献将超越复合肥。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，公司作为国内缓控释肥龙头企业，近几年一直受困于产能瓶颈，市场份额有所下降，公司募投的 60 万吨缓控释肥投产后将解决公司缓控释肥产能瓶颈，进一步提高公司缓控释肥市场占有率，提高公司的竞争力。2011 年公司的复合肥和缓控释肥利润贡献分别为 50.13%和 46.06%，公司的缓控释肥盈利能力要好于复合肥，在公司缓控释肥产能瓶颈解决后，公司的缓控释肥利润贡献将超越复合肥，成为公司最主要的利润贡献者。

公司募投及超募项目保证公司未来高速发展，长远的战略布局提升公司投资价值。公司募投的 60 万吨缓控释肥以及在安徽等各地的 30 万吨复合肥项目将保证公司今明两年的高速发展；目前在建项目及拟建项目包括 60 万吨缓控释肥、120 万吨硝基复合肥、40 万吨水溶性肥等将保证公司未来的发展需要，而公司投资 60 亿元在瓮安县打造磷资源循环产业园，通过向上游延伸产业链实现未来盈利的最大化的战略布局，已走在复合肥行业的前端，大大提升了公司的投资价值。

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 14.28 元，对应 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍，远低于行业平均 PE。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，且公司的主营产品之一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，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。

表 1：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



1, 公司是国内缓控释肥和复合肥双料龙头

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。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,新增 60 万吨缓控释肥顺利投产后,缓控释肥产能达到 150 万吨,两者产能均居国内第一,成为国内复合肥和缓控释肥双料龙头,而且公司的缓控释肥市场占有率超过 50%,60 万吨新增产能投产后将进一步巩固公司缓控释肥龙头老大的位置。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。

表 2: 2011 年国内复合肥行业前十大企业产能情况

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

数据来源:百川资讯、第一创业证券研究所

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 1: 公司主营业务收入构成 (百万元)

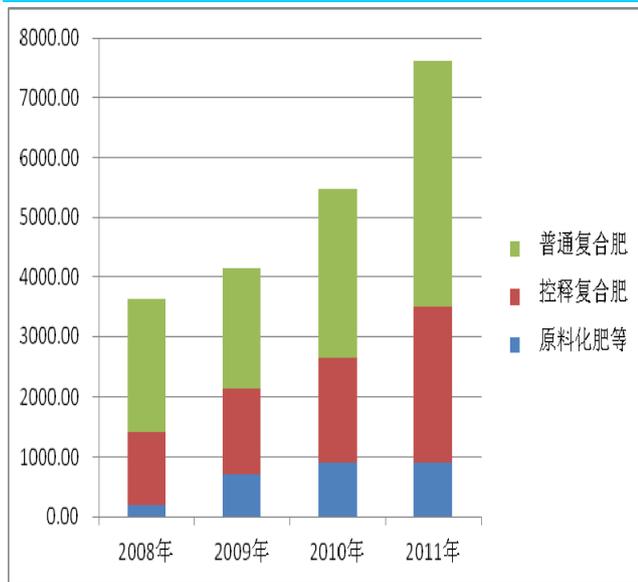


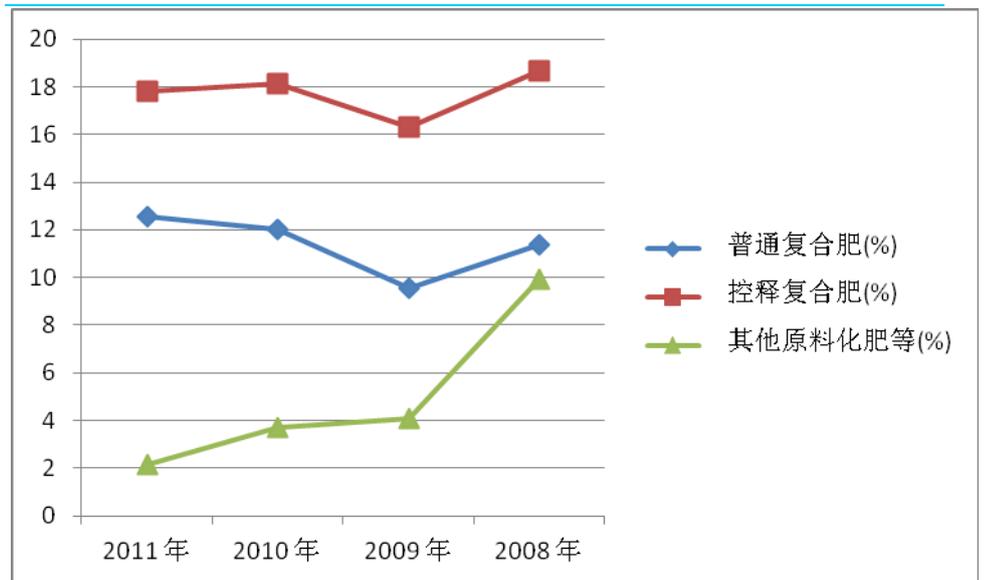
图 2: 公司主营产品利润构成 (百万元)



数据来源: 公司年报、第一创业证券研究所

数据来源: 公司年报、第一创业证券研究所

图 3: 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

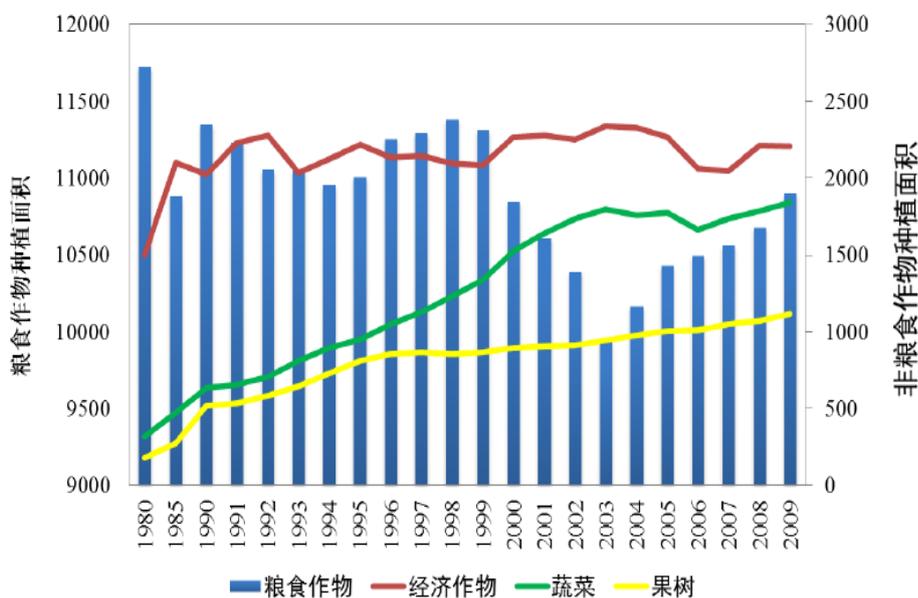
2, 种植结构改变及粮食价格高涨有助于缓控释肥行业发展

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



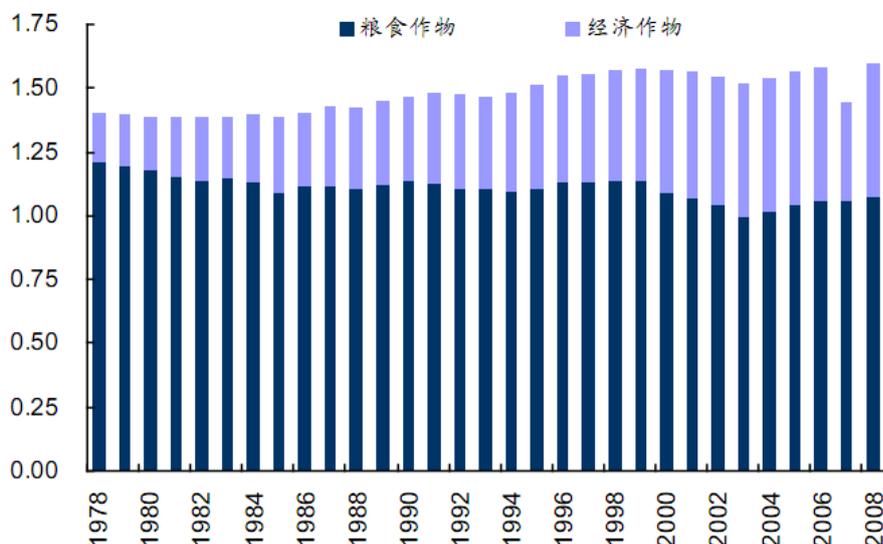
从 1978 年的 13.94% 上升到 2008 年的 32.94%。经济作物的产投比要高于粮食作物, 其对肥料成本的敏感度要比粮食作物相对弱一些, 一般对肥料的品质要求较高。而且这些经济作物的单位施肥量远大于粮食作物, 一般是大田粮食作物的 1.2-2.6 倍。目前像缓控释肥这样的高端新型肥料主要用于附加值较高的经济作物上, 因此经济作物种植面积的增加将加大对优质肥料的需求, 有利于缓控释肥行业的高速发展。

图 4: 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

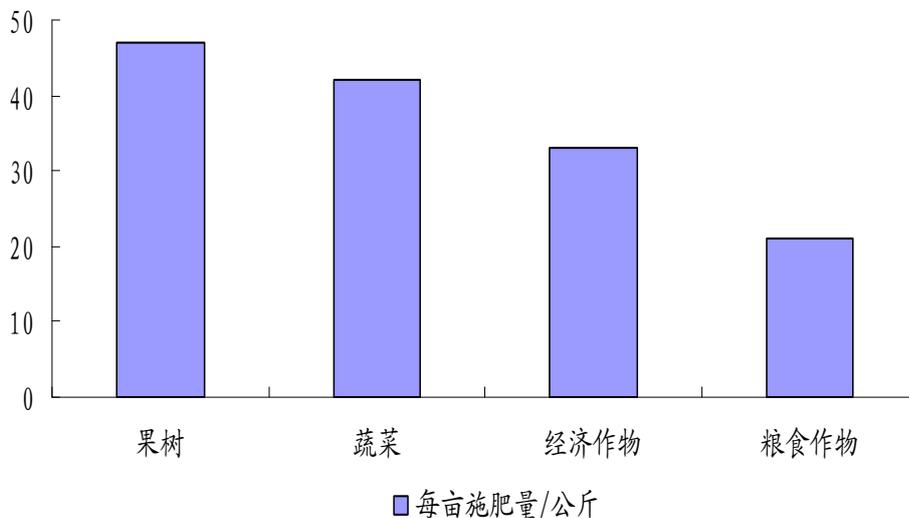
图 5: 我国经济作物种植比重不断上升 (单位: 亿公顷)





数据来源：国家统计局、第一创业证券研究所

图 6: 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

粮食及蔬菜价格不断攀升，大大刺激了对高端肥料需求量。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，大大刺激了农民对高端肥料的需求量，有助于缓控释肥行业发展。

图 7: 国内蔬菜、水果、糖料、油料价格指数

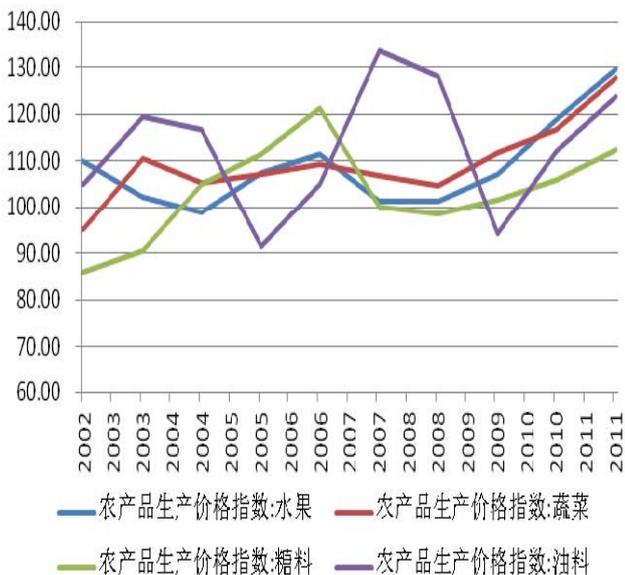
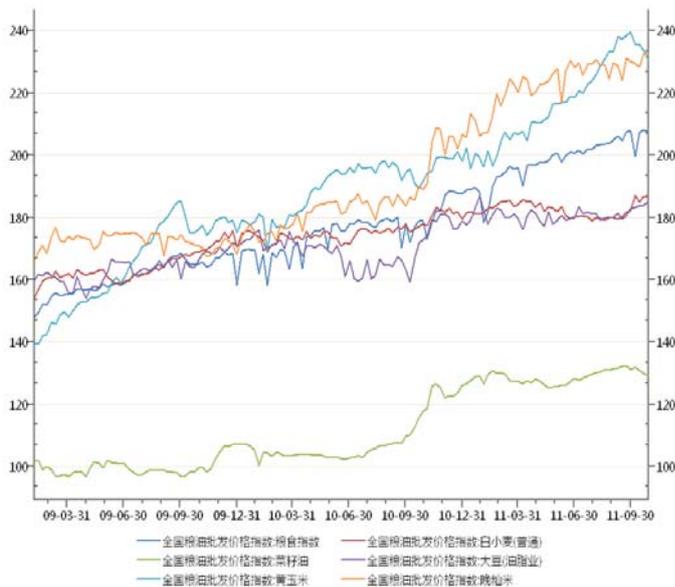


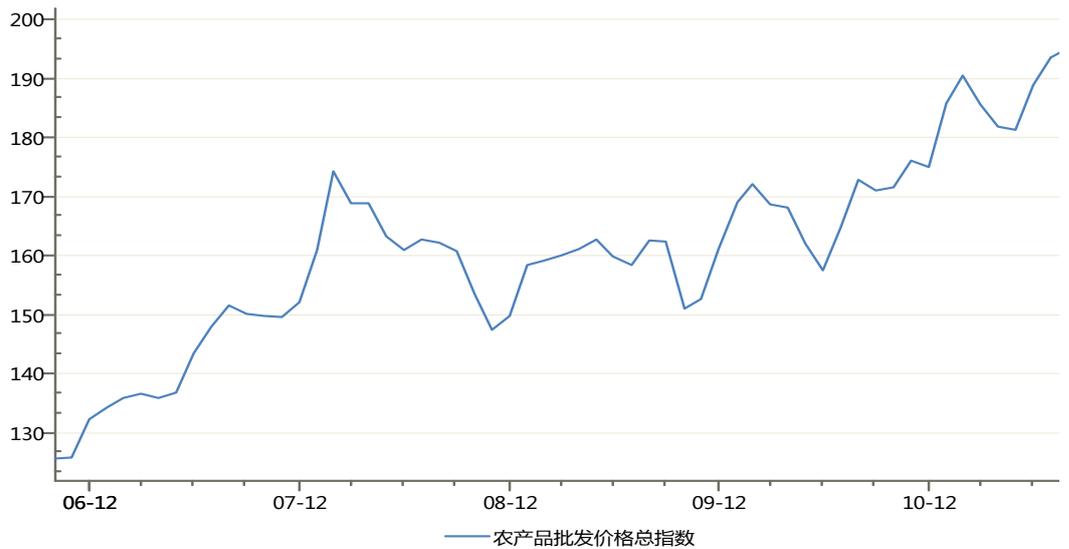
图 8: 国内主要粮食产品价格指数



数据来源：Wind、第一创业证券研究所



图 9: 我国农产品景气度不断提升

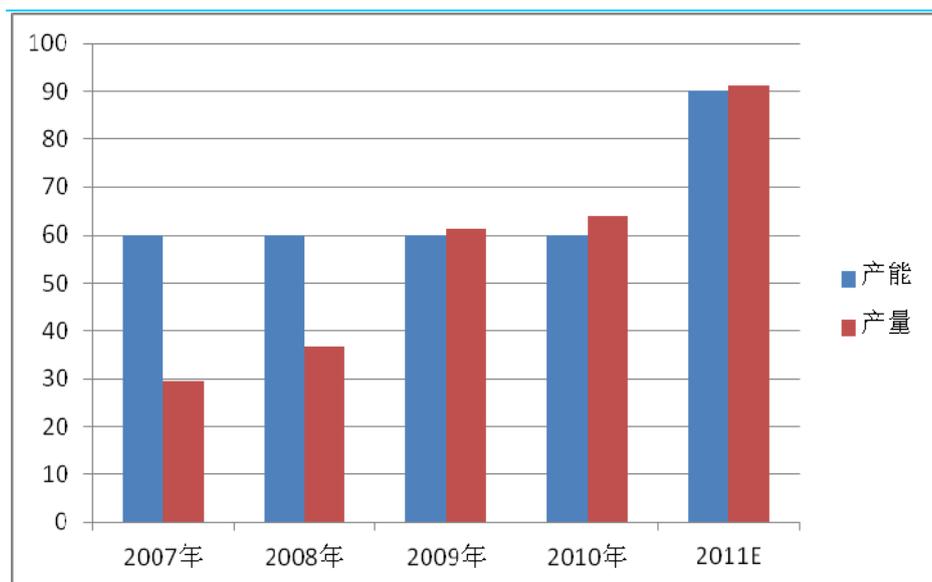


数据来源: Wind、第一创业证券研究所

3, 60 万吨新增产能缓解公司缓控释肥产能瓶颈

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 10: 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，据最新公告，该项目已试生产出合格产品，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龙头老大的地位，同时，缓控释肥的盈利能力远高于复合肥行业，新增60万吨缓控释肥产能，将大大提升公司的主营产品的盈利能力，大幅提升公司的竞争力。



公司盈利预测

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	主要财务比率				
非流动负债	528.5	528.5	528.5	528.5	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	495.1	495.1	495.1	495.1	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	39.2%	20.8%	12.8%	7.2%
其它非流动负债	33.4	33.4	33.4	33.4	营业毛利	45.3%	54.6%	17.8%	9.9%
负债合计	2,343.1	2,053.2	2,112.7	2,180.9	主业盈利	40.9%	38.2%	24.5%	13.1%
少数股东权益	64.7	66.7	68.6	70.6	母公司净利	39.1%	36.3%	25.4%	13.8%
股本	700.0	700.0	700.0	700.0	获利能力				
资本公积与其它	1,434.5	1,434.5	1,434.5	1,434.5	毛利率	15.5%	15.8%	16.1%	16.3%
留存收益	965.0	1,559.8	2,305.5	3,154.3	主业盈利/收入	7.0%	8.0%	8.8%	9.3%
股东权益合计	3,099.5	3,694.3	4,440.0	5,288.8	ROS	5.7%	6.5%	7.2%	7.6%
负债和股东权益	5,493.6	5,800.3	6,607.5	7,526.5	ROE	14.1%	16.1%	16.8%	16.0%
					ROIC	11.0%	13.1%	14.1%	13.8%
现金流量表	单位:百万元				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: 第一创业研究所、公司公告

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