

业绩符合预期，硝基复合肥逐步发力

中期业绩快报点评

报告关键点:

- 📖 业绩基本符合预期
- 📖 硝基复合肥奠定成长基石
- 📖 维持增持-A评级

报告摘要:

- **业绩基本符合预期:** 公司2012年半年度业绩快报披露营业收入预计为52.5亿元，同比增长约38.93%；归属于母公司净利润3亿元，同比增长34.7%，折合每股收益约0.43元，基本符合我们之前的预期。公司上半年业绩增长主要来自于缓控释肥，母公司及菏泽30万吨产能于去年三季度建成投产，已释放业绩。近期公司募投项目60万吨缓控释肥产能投产，有力保证了公司在行业的龙头地位。公司传统复合肥新增产能有限，因此销量增长平稳，约为10%。今年上半年单质肥价格上涨，公司也进行了相应提价，使得产品在毛利率稳定的情况下吨毛利有所提升。此外，全资子公司菏泽金正大生态工程有限公司所得税率由原来的25%调整为15%，也对净利润产生影响。
- **硝基复合肥奠定成长基石:** 硝基复合肥是公司目前的主推品种。它作为一种高效氮肥，易于瓜果蔬菜等经济作物，毛利可达25%，盈利能力可观。我国国内产能短缺，仍处于净进口阶段，未来市场前景广阔。公司预计今年年底将在菏泽投产60万吨，明年底再投产120万吨，奠定公司成长基石。
- **维持增持-A评级:** 公司产能扩张迅速，强大的营销能力使得产能消化较为容易。公司产业链整合意图明确，成长路径清晰可见。我们维持增持-A投资评级，预期2012年每股收益0.88元，按20倍PE估值，6个月目标价17.6元。
- **风险提示:** 产品价格下跌风险；新增项目实施风险；

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

17.60元

期限: 6个月 上次预测: 18.45元

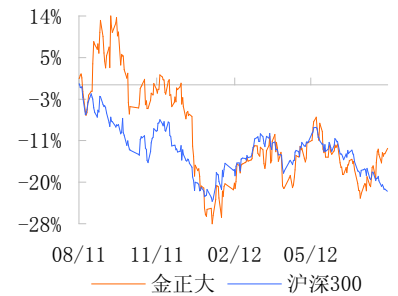
现价(2012年07月30日): 14.78元

报告日期:

2012-07-31

总市值(百万元)	10,346.00
流通市值(百万元)	3,695.00
总股本(百万股)	700.00
流通股本(百万股)	250.00
12个月最低/最高	12.06/19.95元
十大流通股股东(%)	65.05%
股东户数	29,827

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.78	9.81	8.63
绝对收益	11.67	(1.25)	(12.78)

刘军

021-68766167
执业证书编号

谭志勇

021-68765172
执业证书编号

首席行业分析师

liujun@essence.com.cn
S1450511020010

行业分析师

tanzhy2@essence.com.cn
S1450511020017

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,479.3	7,626.8	10,299.1	12,344.9	13,492.0
Growth(%)	31.7%	39.2%	35.0%	19.9%	9.3%
净利润	313.7	436.5	617.8	655.0	786.4
Growth(%)	47.3%	39.1%	41.5%	6.0%	20.1%
毛利率(%)	12.6%	13.2%	13.0%	12.7%	13.4%
净利润率(%)	5.7%	5.7%	6.0%	5.3%	5.8%
每股收益(元)	0.45	0.62	0.88	0.94	1.12
每股净资产(元)	3.88	4.41	5.11	5.86	6.76
市盈率	31.9	22.9	16.2	15.3	12.7
市净率	3.7	3.2	2.8	2.4	2.1
净资产收益率(%)	11.5%	13.9%	17.0%	15.7%	16.4%
ROIC(%)	548.9%	42.1%	22.7%	16.2%	14.3%
EV/EBITDA	26.6	14.1	12.7	12.1	10.6
股息收益率	0.0%	0.7%	1.2%	1.3%	1.6%

报告联系人

贾鹏

021-68765906

jiapeng@essence.com.cn

前期研究成果

- 金正大: 规模扩张推动业绩增长
2012-02-22
- 金正大: 进军上游资源, 产能扩张迅速
2011-12-29
- 金正大: 量价齐升助推公司业绩
2011-10-18

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-7-30		
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,479.3	7,626.8	10,299.1	12,344.9	13,492.0	成长性					
减: 营业成本	4,787.6	6,621.8	8,960.4	10,780.4	11,679.2	营业收入增长率	31.7%	39.2%	35.0%	19.9%	9.3%
营业税费	0.2	0.6	0.4	0.6	0.8	营业利润增长率	60.8%	40.7%	40.6%	6.4%	20.0%
销售费用	240.0	356.5	412.0	537.2	585.8	净利润增长率	47.3%	39.1%	41.5%	6.0%	20.1%
管理费用	74.8	117.0	166.8	196.3	213.4	EBITDA 增长率	44.0%	37.4%	36.5%	16.0%	22.2%
财务费用	-7.0	-6.0	-3.2	25.7	43.5	EBIT 增长率	53.2%	41.7%	41.6%	10.2%	21.5%
资产减值损失	0.3	-2.6	4.0	-2.4	0.8	NOPLAT 增长率	39.3%	40.5%	42.8%	9.8%	21.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1733.8%	165.0%	53.4%	38.1%	24.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	171.3%	15.9%	15.7%	14.4%	15.1%
营业利润	383.5	539.5	758.7	807.1	968.6	利润率					
加: 营业外净收支	6.7	7.2	9.0	7.0	9.0	毛利率	12.6%	13.2%	13.0%	12.7%	13.4%
利润总额	390.1	546.7	767.7	814.1	977.6	营业利润率	7.0%	7.1%	7.4%	6.5%	7.2%
减: 所得税	76.5	109.8	149.7	158.7	190.6	净利润率	5.7%	5.7%	6.0%	5.3%	5.8%
净利润	313.7	436.5	617.8	655.0	786.4	EBITDA/营业收入	8.1%	8.0%	8.1%	7.8%	8.7%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	6.9%	7.0%	7.3%	6.7%	7.5%
货币资金	1,699.7	1,300.7	823.9	987.6	1,079.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	43	33	33	46	57
应收帐款	6.1	17.2	18.7	21.4	26.1	流动营业资本周转天数	-17	43	74	92	111
应收票据	0.5	3.9	2.1	3.3	4.4	流动资产周转天数	190	186	161	165	188
预付帐款	691.5	1,260.7	1,890.3	2,740.5	3,655.7	应收帐款周转天数	-	0	0	0	0
存货	1,161.2	1,729.4	2,138.7	2,667.8	2,909.3	存货周转天数	64	68	68	70	74
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	243	232	208	219	251
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	35	88	120	145	172
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	11.5%	13.9%	17.0%	15.7%	16.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	8.0%	9.7%	7.6%	7.7%
固定资产	689.8	724.7	1,187.9	1,946.3	2,337.5	ROIC	548.9%	42.1%	22.7%	16.2%	14.3%
在建工程	15.2	339.3	204.2	123.1	74.5	费用率					
无形资产	93.1	105.3	98.4	91.9	85.9	销售费用率	4.4%	4.7%	4.0%	4.4%	4.3%
其他非流动资产	0.4	12.2	7.6	8.0	8.2	管理费用率	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
资产总额	4,357.6	5,493.6	6,391.7	8,609.9	10,200.9	财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
短期债务	5.0	370.0	500.6	1,562.8	2,348.2	三费/营业收入	5.6%	6.1%	5.6%	6.1%	6.2%
应付帐款	103.5	289.0	252.6	335.8	400.9	偿债能力					
应付票据	774.9	302.4	736.5	1,041.1	873.8	资产负债率	37.6%	42.7%	43.0%	51.6%	53.0%
其他流动负债	744.8	849.4	1,188.6	1,417.0	1,686.0	负债权益比	60.2%	74.4%	75.4%	106.5%	112.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.19	2.38	1.80	1.47	1.44
其他非流动负债	10.1	528.5	44.0	58.3	66.5	速动比率	1.47	1.42	1.01	0.86	0.89
负债总额	1,638.3	2,343.1	2,746.8	4,440.6	5,402.0	利息保障倍数	-53.96	-89.60	-238.32	32.36	23.29
少数股东权益	-	64.7	64.9	65.2	65.7	分红指标					
股本	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	DPS(元)	0.00	0.10	0.18	0.19	0.22
留存收益	2,019.3	2,385.8	2,880.0	3,404.0	4,033.2	分红比率	0.0%	16.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,719.3	3,150.5	3,644.9	4,169.3	4,798.9	股息收益率	0.0%	0.7%	1.2%	1.3%	1.6%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	313.7	436.9	617.8	655.0	786.4	EPS(元)	0.45	0.62	0.88	0.94	1.12
加: 折旧和摊销	66.6	75.3	75.4	130.9	165.3	BVPS(元)	3.88	4.41	5.11	5.86	6.76
资产减值准备	0.3	-2.6	4.0	-2.4	0.8	PE(X)	31.9	22.9	16.2	15.3	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.2	2.8	2.4	2.1
财务费用	6.7	27.0	-3.2	25.7	43.5	P/FCF	-11.9	-25.4	-8.5	76.5	63.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.8	1.3	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	-	0.5	0.2	0.3	0.5	EV/EBITDA	26.6	14.1	12.7	12.1	10.6
营运资金的变动	-759.7	-783.9	-295.7	-749.3	-987.3	CAGR(%)	27.8%	21.7%	56.9%	90.9%	203.6%
经营活动产生现金流量	-378.3	-270.5	398.5	60.3	9.2	PEG	1.1	1.1	0.3	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-64.7	-723.0	-422.1	-802.1	-502.1	ROIC/WACC	56.6	4.3	2.3	1.7	1.5
融资活动产生现金流量	1,208.7	757.5	-464.9	905.4	584.7	REP	0.2	0.7	1.1	1.2	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034