

证券研究报告

基础化工

推荐 (推荐)

证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号 S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵

投资咨询资格编号 S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖

投资咨询资格编号 S1060511010017
010-66299575
Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

金正大 (002470)

业绩增长确定性强，投资价值突出

■ 公司有望受益复合肥行业集中度提高：

我国复合肥行业总产能超过2亿吨，市场需求量大概在5000万吨，整体产能过剩，市场集中度较低。

目前龙头企业跨区域发展如火如荼，主要基于如下优势：①资金、规模优势。龙头企业销售规模较大，原材料需求量大，对上游议价能力较强，同时资金实力也较雄厚，能够应对市场变化以及化肥需求季节性；②品牌及服务优势，复合肥龙头企业具有较好的信誉和知名度，能对产品质量提供保障，并且配备了较多的销售人员，为经销商、农户提供贴身农化服务，对农户粘性较强；③整合优势。复合肥龙头企业衔接单质肥生产企业、经销商、物流企业、政府农业职能部门。通过精细化的经营管理，能对各方角色和作用做协调，实现利益相关方的共赢发展。我们看好复合肥未来市场率提高的潜力，作为我国复合肥的代表性企业，公司有望从中受益。

■ 今年普通复合肥产能增量不大，控释肥是主要的业绩推力：

今年公司普通复合肥产能增量主要来自安徽金正大大部分产能投产，幅度不大，为此，上半年普通复合肥收入同比增长17.29%；而控释肥随着产能利用率提高，上半年销售量大幅提升。目前公司上市募投的60万吨控释肥已建成投产，通过种肥同播等方式推广，公司控释肥市场认可度不断提升，行业地位更趋稳固，为新增60万吨产能消化奠定基础。我们预计募投新增产能将在年内达产，并成为下半年公司主要业绩推力。

■ 加强库存管理，预计原材料波动影响可控：

鉴于目前上游单质肥价格走势较弱，公司加强对原材料的观测、跟踪，现有库存以满足正常经营为主。从历史看，除08年原材料大幅下滑外，公司库存控制得力，有效平滑原材料波动影响。我们预计原材料波动对公司影响处于可控状态，公司毛利率仍处于较平稳水平。

■ 明年增长较确定，硝基复合肥起航：

公司安徽、河南、辽宁、贵州等生产基地正按计划加紧推进，其中安徽40万吨（包括10万吨控释肥）将于下半年投产，而河南、辽宁共80万吨产能（包括20万吨控释肥）预计将于年底投产，加上募投控释肥明年全年发挥作用，公司业绩增长确定性较强。

除控释肥外，公司积极发展其他新型肥种，菏泽公司硝基复合肥、贵州一期60万吨硝基复合肥、40万吨水溶性肥料也在紧锣密鼓进行，预计明年下半年建成投产，且由于贵州项目具有靠近磷矿的资源优势，项目盈利水平值得期待。从明年起，硝基复合肥、水溶性肥料等高端产品将开始崭露头角，成为公司另一长期增长点。

■ 公司短中期投资价值突出，维持“推荐”投资评级：

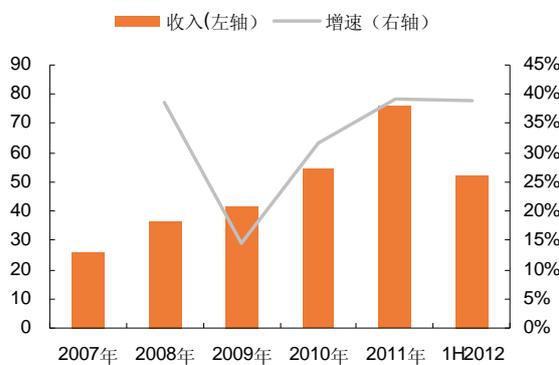
短期看，通过新生产基地建设和新市场开拓，公司业绩增长无忧；从中期看，公司复合肥品牌及渠道价值将得以强化，同时硝基复合肥、水溶性肥料等高端产品的加入将使公司具备提供普通复合肥、控释肥和硝基复合肥、水溶性肥料等高中低端多种肥料品种的能力，成为行业内产品结构最丰富的领先企业之一，中期投资价值突出。

我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.82 元、1.10 元和 1.46 元，对应昨日收盘价的 PE 分别为 18.5 倍、13.7 倍和 10.3 倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示：

限售股解禁的风险、原材料大幅波动的风险、渠道管理失控的风险。

图表 1 近年来公司收入保持较快增长 单位：亿元



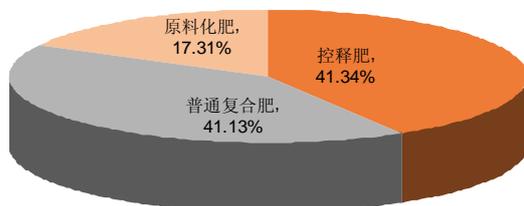
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 2 近年公司毛利率较为稳定



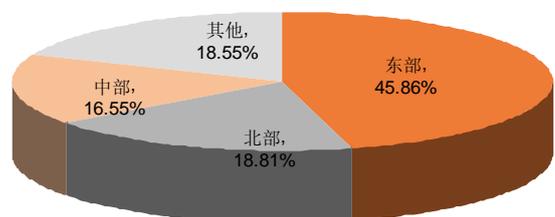
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 3 公司收入的产品构成



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 4 公司收入区域构成



资料来源：Wind、平安证券研究所

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4312 | 487 | 621 | 764 |
| 现金 | 1301 | 105 | 136 | 167 |
| 应收账款 | 5 | 3 | 4 | 5 |
| 其他应收款 | 12 | 16 | 20 | 25 |
| 预付账款 | 1261 | 145 | 178 | 219 |
| 存货 | 1729 | 234 | 303 | 373 |
| 其他流动资产 | 4 | 4 | 6 | 7 |
| 非流动资产 | 1182 | 144 | 181 | 222 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 725 | 114 | 164 | 202 |
| 无形资产 | 105 | 102 | 99 | 96 |
| 其他非流动资产 | 352 | 193 | 75 | 111 |
| 资产总计 | 5494 | 631 | 803 | 986 |
| 流动负债 | 1815 | 267 | 361 | 443 |
| 短期借款 | 370 | 503 | 867 | 107 |
| 应付账款 | 208 | 277 | 357 | 438 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 529 | 23 | 25 | 25 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 529 | 23 | 25 | 25 |
| 负债合计 | 2343 | 270 | 364 | 445 |
| 少数股东权益 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 股本 | 700 | 700 | 700 | 700 |
| 资本公积 | 1311 | 131 | 131 | 131 |
| 留存收益 | 1075 | 154 | 231 | 333 |
| 归属母公司股东 | 3086 | 355 | 432 | 534 |
| 负债和股东权益 | 5494 | 631 | 803 | 986 |

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -270 | 597 | 467 | 705 |
| 净利润 | 437 | 571 | 773 | 773 |
| 折旧摊销 | 75 | 68 | 104 | 141 |
| 财务费用 | -6 | 42 | 45 | 45 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -807 | -90 | -46 | -49 |
| 其他经营现金流 | 31 | 6 | 11 | 242 |
| 投资活动现金流 | -723 | -329 | -48 | -55 |
| 资本支出 | 718 | 340 | 480 | 550 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -5 | 11 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 758 | -513 | 320 | 163 |
| 短期借款 | 365 | 133 | 365 | 208 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 393 | -646 | -45 | -45 |
| 现金净增加额 | -236 | -246 | 306 | 318 |

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7627 | 1055 | 1361 | 1679 |
| 营业成本 | 6622 | 9249 | 1190 | 1460 |
| 营业税金及附加 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 357 | 433 | 558 | 689 |
| 管理费用 | 117 | 158 | 204 | 252 |
| 财务费用 | -6 | 42 | 45 | 45 |
| 资产减值损失 | -3 | 2 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 539 | 666 | 903 | 1198 |
| 营业外收入 | 8 | 7 | 7 | 7 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 547 | 671 | 909 | 1204 |
| 所得税 | 110 | 101 | 136 | 181 |
| 净利润 | 437 | 571 | 773 | 1023 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 436 | 571 | 773 | 1023 |
| EBITDA | 609 | 776 | 1052 | 1384 |
| EPS (元) | 0.62 | 0.82 | 1.10 | 1.46 |

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 39.2 | 38.3 | 29.0 | 23.4 |
| 营业利润 | 40.7 | 23.5 | 35.6 | 32.6 |
| 归属母公司股东权益 | 39.1 | 30.7 | 35.5 | 32.3 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 13.2 | 12.3 | 12.6 | 13.0 |
| 净利率(%) | 5.7% | 5.4% | 5.7% | 6.1% |
| ROE(%) | 14.1 | 16.1 | 17.9 | 19.1 |
| ROIC(%) | 15.5 | 19.5 | 20.6 | 21.9 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 42.7 | 42.8 | 45.4 | 45.2 |
| 净负债比率(%) | 15.8 | 18.6 | 23.8 | 24.1 |
| 流动比率 | 2.4 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| 速动比率 | 1.4 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.5 | 1.8 | 1.9 | 1.88 |
| 应收账款周转率 | 3055 | 2720 | 3967 | 3484 |
| 应付账款周转率 | 46.9 | 38.1 | 37.5 | 36.7 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.62 | 0.82 | 1.10 | 1.46 |
| 每股经营现金流 | -0.39 | 0.85 | 0.67 | 1.01 |
| 每股净资产 | 4.41 | 5.07 | 6.18 | 7.64 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 24.2 | 18.5 | 13.7 | 10.3 |
| P/B | 3.4 | 3.0 | 2.4 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 16.8 | 13.1 | 9.7 | 7.4 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257