

# 新增产能顺利释放，未来两年业绩持续30%以上增长

2012年10月17日

强烈推荐/维持

金正大

财报点评

## ——金正大（002470）2012年三季度报点评

<b>杨若木</b>	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
<b>联系人：杨伟</b>	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

### 事件：

公司发布2012年三季度报，实现营业收入82.64亿元，同比增长30.45%，归属于母公司所有者的净利润4.98亿元，同比增长25.1%，基本每股收益0.71元，平均净资产收益率为15.24%。其中Q3营业收入与净利润分别为30.17亿元、1.95亿元，分别同比增长17.95%、12.61%。业绩增长较快的主要原因为复合肥与缓控释肥产能均有明显增加，而且公司加强产品营销与服务，使产品销量稳定增长。

### 公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	1616.08	2160.41	2558.26	1292.04	2214.52	3032.01	3017.36
增长率（%）	42.44%	61.07%	38.41%	11.85%	37.03%	40.34%	17.95%
毛利率（%）	13.95%	12.41%	13.09%	13.67%	14.65%	10.69%	12.91%
期间费用率（%）	5.00%	6.40%	4.60%	10.11%	5.67%	6.37%	5.26%
营业利润率（%）	8.91%	6.05%	8.48%	3.70%	8.98%	4.29%	7.64%
净利润（百万元）	118.39	106.39	172.97	38.70	168.94	133.85	194.79
增长率（%）	43.20%	75.80%	47.21%	-26.95%	42.69%	25.81%	12.61%
每股盈利（季度，元）	0.169	0.152	0.247	0.055	0.241	0.191	0.278
资产负债率（%）	35.88%	37.98%	36.13%	42.65%	45.79%	45.82%	46.05%
净资产收益率（%）	4.17%	3.70%	5.60%	1.24%	5.25%	4.01%	5.45%
总资产收益率（%）	2.68%	2.30%	3.58%	0.71%	2.84%	2.17%	2.94%

### 评论：

#### 积极因素：

- 新增产能顺利释放，业绩持续稳定增长。作为复合肥行业销量最大的企业，公司携资金、规模、品牌与渠道优势在今年继续投放新产能，包括年初增加的河南复合肥产能、4月安徽新建成的30万吨复合肥以及7月份投产的60万吨新型控释肥，合计产能增量比去年提高30%以上，公司通过继续大力推广种肥同播、加强营销网络建设等措施使新增产能顺利释放。此外，12年下游需求旺盛，1-9月份复合肥均价同比略有提高。以上因素是公司三季度收入与净利润均稳定增长的主因。

- ▶ **三季度产品毛利率环比提高，同比降幅不大。**公司三季度产品毛利率为 12.91%，比二季度的 10.69% 提高了 2.22 个百分点，与去年同期的 13.09% 相比降幅不明显。在三季度单质肥尤其是尿素价格连续下跌的背景下，公司产品毛利率仍实现环比提升，说明公司在控制原料存货上管理能力优秀，与经销商的议价能力较强，产品的刚性需求与粮食价格上涨也使得终端农户对复合肥价格的敏感度在降低。

#### 消极因素：

- ▶ 三季度单质肥价格普跌影响公司产品销量。自7月份以来尿素价格持续下跌，钾肥价格在9月份降幅200元/吨左右，经销商对风险的担忧导致其不敢备货，公司销量受到影响，三季度收入增幅环比降低。
- ▶ 费用率上升影响利润。公司1-9月份财务费用0.26亿元，明显高出11年同期的-51万，主要原因是公司于12年6月发行了第一期中期票据5亿元，计提了利息费用。管理费用1.46亿元，同比增长81.86%，主要由于新增的募投项目产能与异地产能导致运营费用增加。

#### 业务展望：

- ▶ **未来两年业绩有望持续增长 30%。**公司在 12 年新增产能 125 万吨，13 年新增产能包括 30 万吨复合肥、3 个 10 万吨缓控释肥、120 万吨硝基复合肥与 40 万吨水溶性肥料，根据对新项目投产时间的综合分析，我们认为即使不考虑农产品价格上涨可能带来的复合肥提价因素，公司未来两年业绩也有望持续增长 30%，如果产品提价或继续在异地进行产能布局，公司业绩超市场预期概率更大。
- ▶ **公司业绩增速在 2016 年之前还看不到天花板。**公司目前复合肥市占率 6%、缓控释肥市占率 50% 以上，基于对复合肥行业年增长 8%、新型肥料市场年增长 30% 的判断，我们认为以公司目前的产能投放速度，在 2016 年还看不到成长的天花板，这意味着公司业绩还能确定至少 3-4 年的稳定增长。

#### 盈利预测与投资建议：

根据公司新增产能的进展，我们调整了之前的业绩预测。预计公司12-14年EPS分别为0.81元、1.14元、1.50元，对应PE18倍、13倍、10倍，未来6个月目标价21.6元，维持“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

存货价格大幅下跌的风险；单质肥价格大幅上涨的风险；新增产能投产延后的风险

表 2 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	9,737.95	12,910.64	15,981.46
增长率（%）	31.74%	39.19%	27.68%	32.58%	23.79%
净利润（百万元）	313.67	436.46	564.53	800.11	1,048.44
增长率（%）	47.31%	39.15%	29.34%	41.73%	31.04%
每股收益(元)	0.500	0.620	0.806	1.143	1.498
PE	29.78	24.02	18.46	13.03	9.94
ROE	11.53%	14.14%	15.88%	18.97%	20.60%

## 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。