

**复合肥**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 周惠敏

S0960111080512

0755-82026911

zhouhuimin@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 17.00元

当前股价: 14.46元

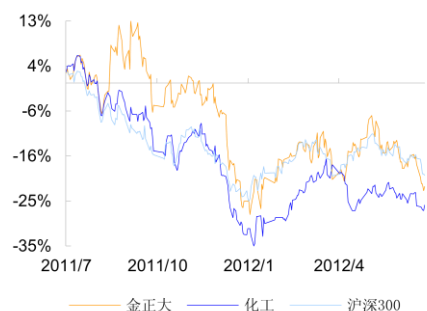
评级调整: 首次评级

**基本资料**

上证综合指数	2062.35
总股本(百万)	700
流通股本(百万)	250
流通市值(亿)	36
EPS	0.62
每股净资产(元)	4.41
资产负债率	42.65%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
金正大	-3.15	-0.96	-3.40
化工	1.46	-0.45	-11.49
沪深300指数	-2.32	-4.65	-14.71



**金正大**

**002470**

**推荐**

**多品牌差异化定位助力产能渠道快速扩张, 带动业绩高速增长**

**投资要点:**

- 金正大现有复合肥有效产能共420万吨, 其中控释肥有效产能150万吨, 位居行业第一; 预计14年有产能复合肥240万吨、缓控释肥180万吨、硝基复合肥180万吨、水溶性肥40万吨; 目前公司生产基地分别位于山东临沂、山东菏泽、安徽、河南, 未来即将扩张至辽宁、贵州, 销售网络布局全国。
- 复合化率逐年上升, 行业集中度逐年提升。惠农政策+种植结构改变+渠道扁平化有效推动复合化率逐年上升, 若2015年我国复合化率达到40%, 未来5年复合肥施用量(折纯)可以保持6.8%的增速; 我国复合肥行业集中度较低, 前十大复合肥企业的市场占有率仅为25%, 远低于欧洲复合肥龙头YARA的40%(在欧洲市场), 未来具有资金、品牌、渠道优势的龙头企业可通过快速扩张抢占中小企业的生存空间, 使复合肥行业的集中度逐渐提高。
- 多品牌精准定位助力渠道快速扩张, 经销商激励政策增强渠道控制力。公司共有5个品牌, 其中沃夫特(收入占比约50%)、金正大(占比约20%)渠道均为传统经销商, 前者定位大田作物肥料, 后者定位高端经济作物, 金大地(占比25%)对应邮政渠道; 目前公司致力于多品牌的精准定位, 未来针对不同品牌细化渠道建设可实现渠道的快速扩张; 同时, 公司通过协助优秀经销商做大做强以及通过营销变革绑定经销商和公司利益, 增强渠道控制力, 有效带动销量的快速增长。
- 公司已进入产能渠道快速扩张期, 未来多样化产品将带动业绩快速增长。2011-2014年有效产能增速分别为40%、38%、10%, 未来新增产能以控释肥、硝基复合肥、水溶性肥等毛利率较高的新型肥料为主, 预计未来两年公司毛利率将呈稳中有升的趋势; 产能扩张的传统市场中, 河南的种植结构与山东近似, 复合化率却远低于山东; 河北、江苏化肥用量居前, 复合化率却与国家规划的40%有较大差距; 产能扩张的潜力市场辽宁省的种植结构与吉林省相当, 但是复合化率却远低于吉林省(辽宁34%, 吉林53%), 未来河南、河北、江苏、辽宁省的复合肥市场空间较大; 潜力市场贵州、两广市场经济作物占比较高, 对高端肥料需求较大; 未来随着产能渠道快速扩张, 多样化的产品将带动业绩快速增长。
- 公司2012-2014年EPS分别为0.77、1.06、1.37元, 按照最近收盘价14.29元, 对应PE分别为18.64、13.50、10.46, 未来6-12个月的目标价为17元, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅下滑、新市场的开拓风险、存货跌价风险

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7627	10449	13699	15769
收入同比(%)	39%	37%	31%	15%
归属母公司净利润	436	537	741	956
净利润同比(%)	39%	23%	38%	29%
毛利率(%)	13.2%	12.4%	13.9%	15.0%
ROE(%)	14.1%	15.3%	17.4%	18.3%
每股收益(元)	0.62	0.77	1.06	1.37
P/E	23.42	19.05	13.79	10.69
P/B	3.31	2.91	2.40	1.96
EV/EBITDA	16	14	10	8

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：复合肥龙头企业.....	3
二、复合肥未来市场空间巨大:复合化率提高+行业集中度提高.....	4
2.1 惠农政策+种植结构改变+渠道扁平化，使复合化率逐年提高.....	4
2.1.1 持续推出的惠农政策+经济作物播种面积的扩大是推动复合化率不断上升的长期动力.....	5
2.1.2 未来复合肥渠道扁平化将成为推动复合化率不断上升的新驱动力.....	7
2.2 未来行业龙头迅速扩张，推动复合肥行业集中度上升.....	8
三、公司业务分析：多品牌差异化定位助力产能渠道快速扩张，带动业绩高速增长.....	10
3.1 多品牌精准定位助力渠道快速扩张，经销商激励政策强化渠道控制力.....	10
3.2 公司已进入产能渠道快速扩张期，未来多样化产品将带动业绩快速增长.....	11
3.2.1 未来两年控释肥产能扩张 20%，提升公司毛利率.....	13
3.2.2 未来两年新增 180 万吨硝基复合肥产能，带动业绩高速增长.....	16
3.2.3 进军高端水溶性复合肥，“一体化”优势提高产品毛利率.....	19
四、投资建议：推荐.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议：推荐.....	22

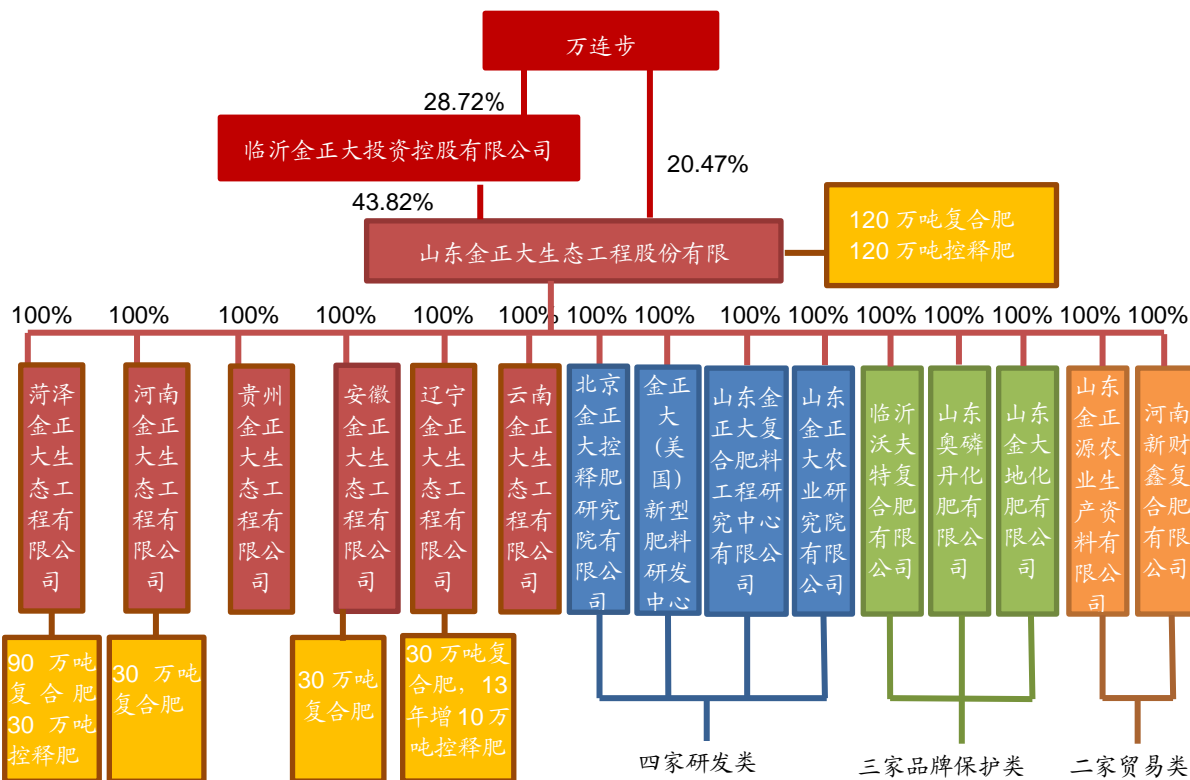
## 一、公司简介：复合肥龙头企业

山东金正大生态工程股份有限公司成立于1998年，是从事复合肥、缓控释肥及其它新型肥料的研发、生产和销售的国家重点高新技术企业和全球最大的缓控释肥生产基地。目前公司拥有复合肥有效产能共420万吨，其中控释肥有效产能150万吨位居行业第一。

金正大目前拥有六个生产基地，公司本部生产基地位于临沭，除山东菏泽外，公司于2011年分别位于安徽、河南、辽宁、贵州等地设立新生产基地；其中安徽、河南、辽宁2012年预计投产30万吨复合肥，2013年分别增加10万吨缓控释肥，贵州项目预计投产60万吨硝基肥及40万吨水溶性肥。预计2014年公司拥有产能复合肥240万吨、缓控释肥180万吨、硝基复合肥180万吨、水溶性肥40万吨。公司现营销网络遍布国内20多个农业省份的主要农业县，各级经销商近2800家，形成了面向基层经销商和农民的销售服务体系。2011年公司实现营业收入76.27亿元，同比增长39.19%，利润总额5.47亿元，同比增长40.14%，归属母公司净利润4.36亿元，同比增长39.15%。

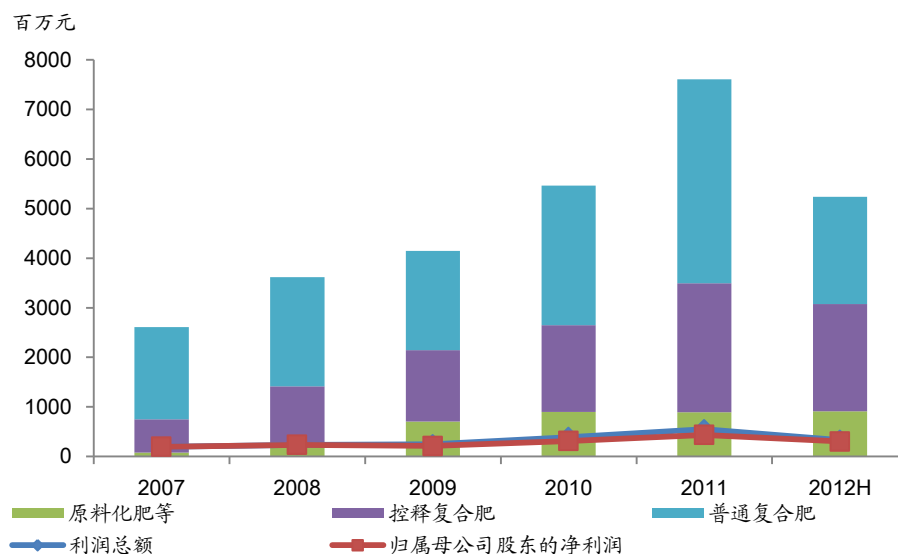
2010年9月8日，金正大在深圳证券交易所首次公开发行1亿股，融资14亿元，2011年5月25日以总股本7亿股为基数，每10股派1元现金（税后0.9元），2012年5月24日以总股本7亿股为基数，每10股派1.5元现金（税后1.35元）。

图1：金正大股权结构



资料来源：公司公告

图 2: 金正大营业收入、利润总额、归属母公司净利润及增速



资料来源: ifind, 中投证券研究所

## 二、复合肥未来市场空间巨大:复合化率提高+行业集中度

### 提高

#### 2.1 惠农政策+种植结构改变+渠道扁平化, 使复合化率逐年提高

我国是世界上最大的化肥生产国, 化肥产业在我国发展的较为成熟, 2000-2010 年我国化肥施用量年均复合增长率为 2.5%, 其中复合肥年均复合增长率约为 7.0%, 远远超过化肥行业整体增速; 主要因为复合肥可以一次性的为农作物提供多种营养元素, 比分别购买氮、磷、钾单质肥料混拌更加方便省事, 同时也在一定程度上缓解了长期使用单质肥造成的土壤板结、肥力下降以及水质污染等问题; 随着测土施肥技术的推广和科学施肥观念的广泛宣传, 农民对复合肥的认可程度逐渐提高, 复合肥在过去十年呈现持续快速增长的态势, 复合化率也从 1990 年的 13.19% 上升到了 2010 年的 32.34%, 复合肥呈现出对单质肥的快速替代趋势, 但与世界平均复合化率 50%、发达国家复合化率 60-70% 相比, 仍存在较大的差距, 未来复合肥对基础化肥的替代仍然存在较大的空间。

《石油和化工产业结构调整指导意见》提出: 争取到 2015 年高浓度化肥比例提高到 85%, 施肥复合率达到 40% 以上。按照 2011 年我国化肥产量达到 6250 万吨 (折纯) 的规划目标计算, 若化肥施肥复合化率提高到 40%, 则复合肥施用量将超过 2500 万吨 (折纯), 而目 2010 年我国复合肥施用量仅 1798.5 万吨 (折纯), 预计未来 5 年复合肥施用量 (折纯) 可以保持 6.8% 的增速。

表 1: 复合肥、单质肥对比

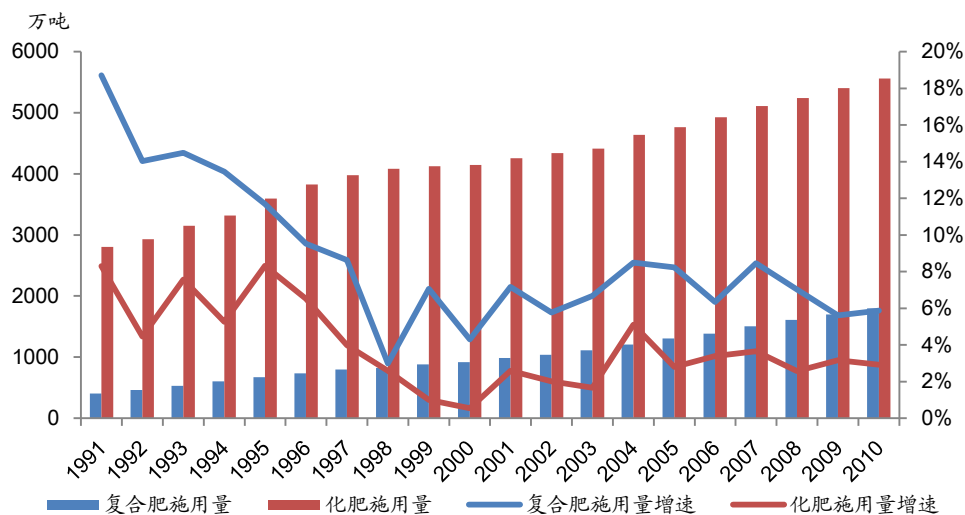
对比	复合肥	单质肥
营养成分	养分全、含量高, 含有氮磷钾三种主要营养元素中的两种或三种以及其他微量元素。	仅含有氮磷钾三种养分中的一种
吸收率	高	低

低氮环保性 含氮量 15%-25%，施用复合肥可减轻长期使用尿素造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等不利影响。

物理形状 结构紧密，养分释放充分，肥效稳而长；吸湿性小，不宜结块，便于贮存和施用，特别便于机械化施肥。

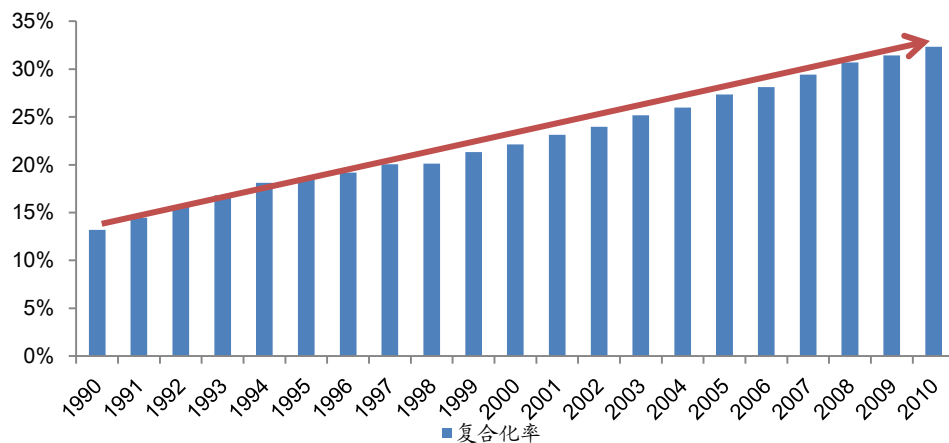
资料来源：中投证券研究所

图 3：全国化肥、复合肥施用量及增速



资料来源：ifind，中投证券研究所

图 4：全国复合化率逐年递增



资料来源：中投证券研究所

### 2.1.1 持续推出的惠农政策+经济作物播种面积的扩大是推动复合化率不断上升的长期动力

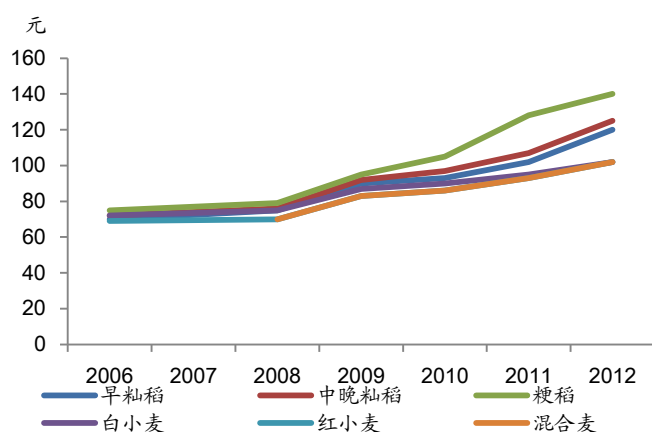
在过去几年里复合肥对单质肥呈现的快速替代主要原因是：

#### 1. 惠农政策推动复合化率上升

复合肥的价格比单质肥高，复合肥每吨价格比同样配比的单质肥高 400 元左右，由于生产粮食作物的农民对复合肥价格敏感性比较高，因此复合肥对单质肥的替代最主要的驱动力是农产品价格的上升，农产品价格上升刺激了农民增产的动力，此时农民会更偏好高效增产的复合肥。2005-2011 年种植业农产品生产价格指数呈上升趋势；2006-2012 年水稻、小麦等主要粮食作物的最低收购价格也逐年上涨。

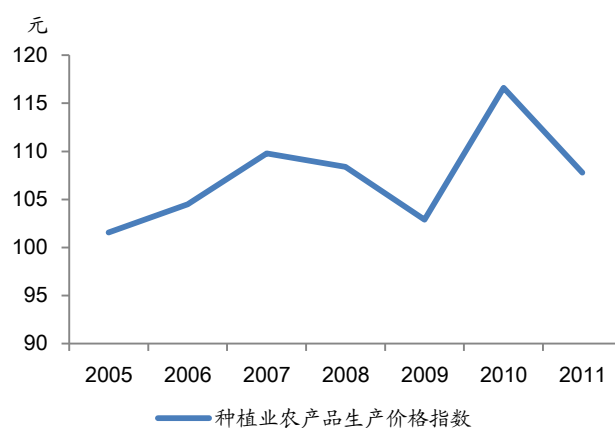
目前，国家对农民种粮给予粮食直接补贴和农业生产资料增支综合直补良种补贴方式，两者合计目前大约介于 30-50 元/亩之间，一定程度上提高了农民对化肥复合肥价格的承受能力，保证了复合肥的需求稳中有升。

图 5: 农产品最低收购价格



资料来源: ifind, 中投证券研究所

图 6: 种植业农产品生产价格指数



资料来源: ifind

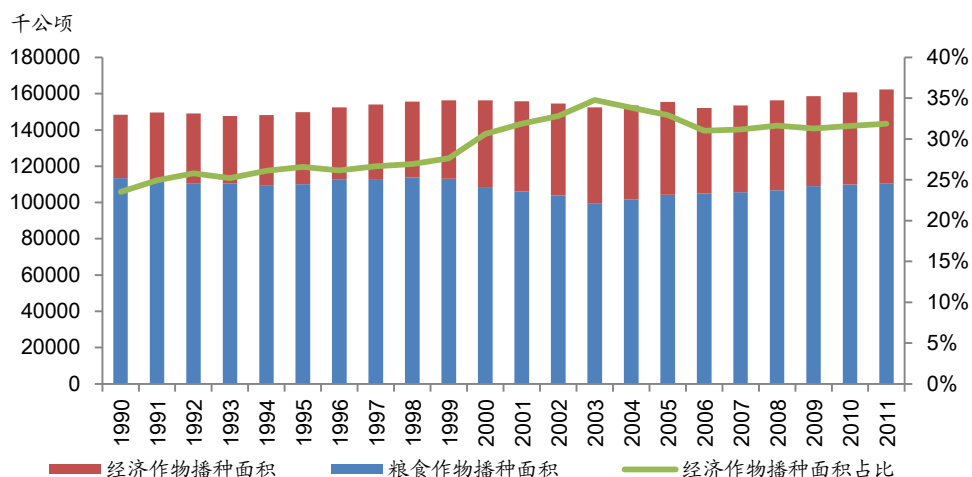
## 2. 种植结构的改变推动复合化率的上升

随着我国人民生活水平的提高，居民膳食结构不断改善，食物消费日趋多样，粮食作物比例逐渐下降，油料、糖类、瓜果、蔬菜等经济作物的占比不断提高，经济作物种植面积逐年增加。1990 年到 2011 年间，我国粮食作物播种面积呈现下降态势，播种面积减少约 2.55%，而经济作物播种面积却增加了 48%。

随着农业结构的调整，我国粮食作物种植面积不断下降，而经济作物种植面积增加较多。经济作物施肥量比粮食作物施肥量高，通常是粮食作物的 1.5-2.0 倍，如糖料是 1.5 倍、茶园是 1.6 倍、果园是 1.8 倍、蔬菜为 2.6 倍。因此，随着农业结构的调整，施肥量将进一步增加，我国化肥使用量中 45% 以上为经济作物用肥。而且由于经济作物的附加值更高，主要施用价格更高的复合肥，因此经济作物播种面积的扩大可以有效地提高复合化率，增加对复合肥的需求。



图 7: 农作物播种面积变动趋势



资料来源: 中投证券研究所

### 2.1.2 未来复合肥渠道扁平化将成为推动复合化率不断上升的新驱动力

随着我国土地流转速度的不断加快,种植集约化推动的渠道扁平化趋势在未来将成为复合化率上升的重要驱动力。

土地流转引起的的种植的集约化趋势促进了复合肥渠道的扁平化发展,未来种植大户的占比逐渐上升,复合肥经销商的层级逐渐减少,一级经销商可以直接为三级经销商或者种植大户供货,避免了多层流通环节的加价,渠道扁平化所节约的部分利润在公司、经销商、农户之间重新分配,复合肥的零售价格会有所下降,从而促进了农户对复合肥的需求。

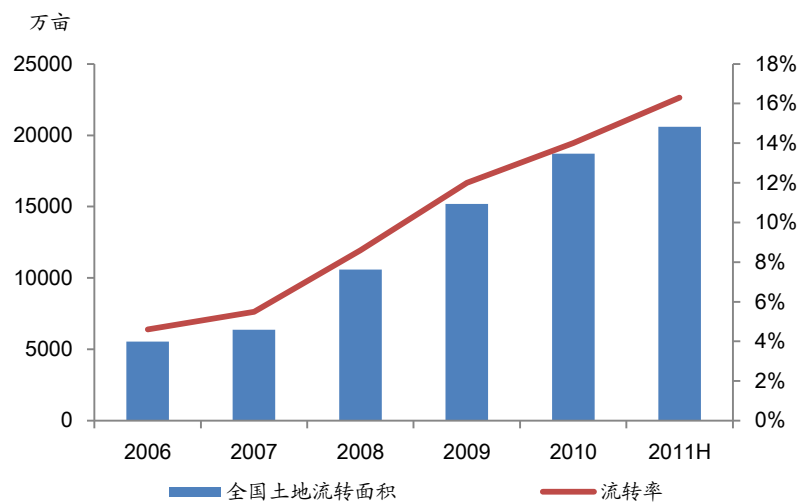
图 8: 土地流转加快和复合肥需求上升的逻辑关系



资料来源: 中投证券研究所

2006 年、2007 年我国承包土地流转面积分别为 5551 万亩、6372 万亩,流转规模基本稳定,2008 年后流转速度明显加快:2008 年底,我国农村土地经营权流转面积达到了 1.09 亿亩,占承包耕地面积的 8.9%,2011 年上半年,全国农村土地承包经营权流转总面积已达 2 亿亩,占承包耕地总面积的 16.3%,其中沿海地区的土地流转率高达 40%;无论是在沿海发达地区,还是相对人少地多的东北地区,包括粮食主产区,土地承包经营权的流转速度都在加快。

图 9: 我国土地流转速度从 08 年开始加快



资料来源: 中投证券研究所

## 2.2 未来行业龙头迅速扩张, 推动复合肥行业集中度上升

复合肥行业具有轻资产的特性, 技术壁垒不高, 行业进入的门槛比较低, 2010 年我国具有生产许可证的复合肥企业约 4400 家, 总产能超过 2 亿吨, 单位企业产能仅为 4.5 万吨; 其中产能超过 100 万吨不到 10 家, 95% 的复合肥企业产能在 30 万吨以下, 这些小型复合肥企业往往生产设备陈旧、工艺落后、产品质量低下, 开工率较低, 经营较为困难。

中小企业的众多使我国龙头企业的市场占有率偏低, 前十复合肥企业的市场占有率约为 25%。对比与我国人均耕地面积相当的欧洲, 复合肥龙头 YARA 在欧洲的市场占有率接近 40%, 未来随着行业龙头企业的快速扩张, 中小型复合肥企业将逐渐失去市场, 复合肥行业的市场占有率将逐渐提高。

表 2: 2011 年全国复合肥行业主要企业排名情况

排名	企业名称	产量 (万吨)
1	金正大	229
2	史丹利	182.9
3	湖北新洋丰	180.1
4	江苏中东	160.1
5	施可丰	140.9
6	西洋集团	117.3
7	鲁西化工	104.7
8	湖北鄂中	103.4
9	中化化肥	101.3
10	江苏华昌	99.1

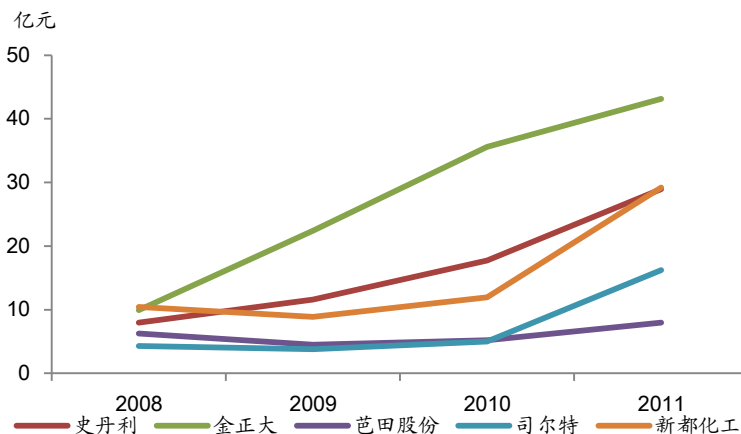
资料来源: 公司公告

复合肥的运输半径约为 500 公里, 运输距离太远容易降低产品的性价比, 而且在旺季运力紧张的情况下存在不能及时送货的风险, 因此复合肥市场分割现象比较严重, 一般复合肥企业仅在当地以及周边具有一定的市场, 而未来复合肥龙头企业可凭借资金、品牌、渠道等优势打破区域壁垒, 实现异地扩张。



具有资金、品牌、渠道优势的企业可在扩张中尽占先机。复合肥行业具有轻资产、重周转率的特性，一般新建一个厂房需要流动资产是固定资产的 3-4 倍，主要因为行业有淡储旺销的季节属性，淡季会储备较多的原材料从而占用大量的流动资金；未来产能扩张的越多，对流动资金的需求将越大，中小企业的资金比较紧张，没有上市龙头的资金规模和融资平台，其市场往往会局限在当地市场，而上市龙头企业会凭借资金规模以及融资平台的优势在对外扩张中抢占先机。

图 10: 上市复合肥企业流动资产对比

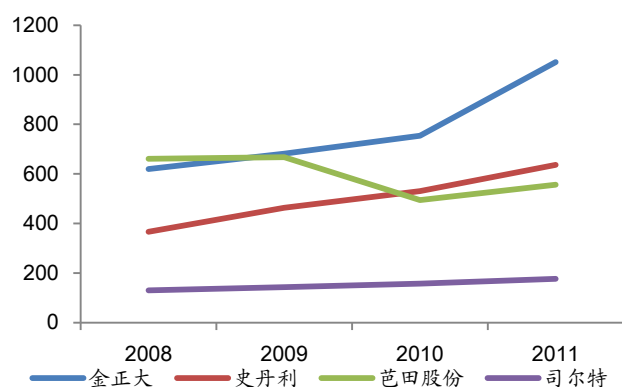


资料来源: ifind

由于复合肥行业进入壁垒低，产品差异化较小，其主要竞争力在于品牌的打造和渠道的铺设。对于异地扩张的复合肥企业来说，品牌知名度高更加方便在新的市场进行渠道铺设，经销商更倾向于经营质量有保证且知名度高的强势品牌来保证价格及销量。近几年复合肥龙头企业广告宣传的费用每年递增，销售人员队伍也逐渐壮大，从侧面反映了企业在尽力打造品牌的同时开始快速的铺设渠道。

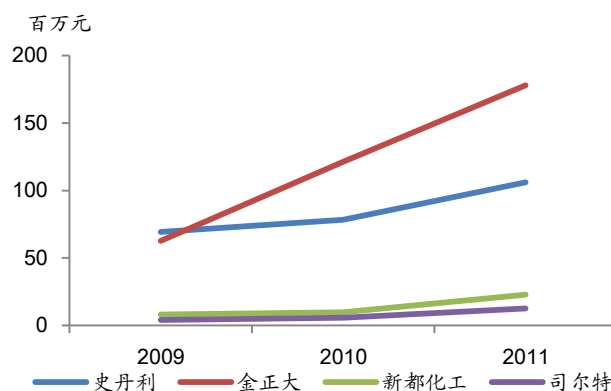
对于中小企业来说资金的限制使其在品牌的打造上心有余而力不足，没有品牌的优势很难进入新的市场，其在当地市场的空间也会随着龙头企业强势品牌的介入以及其渠道的快速扩张而受到挤占；未来具有资金、品牌、渠道优势的企业可在扩张中尽占先机。

图 11: 复合肥上市企业销售人员数



资料来源: 公司公告

图 12: 复合肥上市企业广告宣传费用



资料来源: 公司公告

### 三、公司业务分析：多品牌差异化定位助力产能渠道快速

#### 扩张，带动业绩高速增长

#### 3.1 多品牌精准定位助力渠道快速扩张，经销商激励政策强化渠道控制力

公司采取多品牌对应多种渠道的战略，共有 5 个品牌，每个品牌有不同的市场定位，对应不同的销售渠道。未来公司的销量能否快速增长首先依赖于多品牌的精准定位，在清晰定位的基础上在对不同品牌的渠道分别建设才能带动销量的长期稳定的增长。

**产品的品牌定位及对应渠道：**公司的 5 个品牌分别为金大地、金正大、沃夫特、嘉安磷和奥磷丹。沃夫特是主打品牌，也是目前公司重点打造的品牌，其销售收入占复合肥总体的 50%，市场定位是适用于大田作物的控释肥或其他类型复合肥，主要通过传统的经销商渠道销售，目前沃夫特的控释肥品牌影响力较强；金正大是 08 年推出来高端品牌，收入占比接近 20%，是公司重点打造的潜力品牌，主要销售控释肥和硝基复合肥和高含量的复合肥品种，瞄准华南地区的经济作物的巨大市场；金大地的主要产品是含量较低的普通复合肥，定位大田作物，销售收入占比约为 25%，其销售全部通过邮政渠道；嘉安磷和奥磷丹 2 个是辅助的品牌，满足客户小批量的特殊的配比的肥料。

多品牌战略在初期有助于总体销量的快速增长，到后期如果品牌定位不清晰就会出现品牌间竞争的问题。目前来看，公司多品牌的战略还要维持一段时间，单个品牌对市场的影响力不是很大。目前品牌的整合已经纳入战略了，未来可能针对不同的定位来推广不同的品牌，针对不同的品牌细化渠道建设，助力渠道的快速扩张。

表 3：金正大 5 大品牌对比

品牌	收入占比	产品品种	品牌定位	品牌面向区域	品牌渠道模式
金大地	约 25%	普通复合肥	普通	全国	邮政渠道
沃夫特	约 50%	控释肥+普通复合肥	普通	全国	传统经销商
金正大	接近 20%	控释肥+硝基复合肥	高端	华南	传统经销商
嘉安磷和奥磷丹	约 5%	特殊配比的肥料	小批量定制	全国	传统经销商

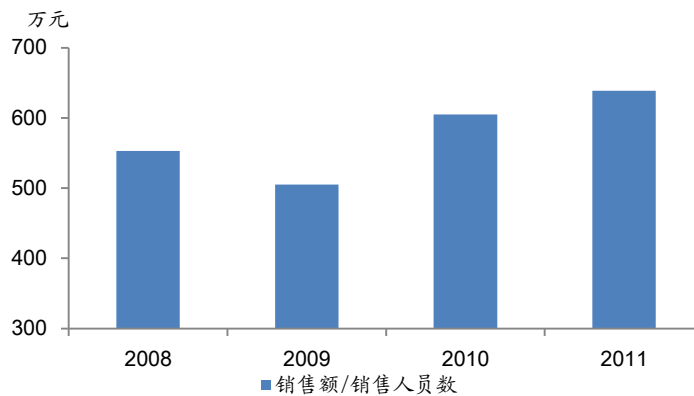
资料来源：中投证券研究所

**有效激励经销商，加强渠道控制力的同时带动销量快速增长。**目前公司经销商有将近有 3000 家，每个经销商只能代理金正大的一个品牌。重点市场的经销商到县一级，其他市场得经销商到市一级或者地区一级。规模大一点的经销商年销量可达 2000 吨以上，很多经销商只有几百吨。

公司目前经销商激励政策：（1）**协助经销商广告宣传和店面装修：**公司对经销商实行分级政策，不同级别的经销商优惠政策不一样，一般公司会在年底或者年初的时候，会给经销商设定 1 个销售目标，达不到目标向下调级。同时公司会帮助优秀的经销商做大规模，每个经销商达到一定的额度以后公司会出资帮助经销商进行店面装饰和广告宣传；（2）**利益绑定：**未来公司计划推行营销变革，绑定经销商与公司的利益，推动销量的上升。

公司通过经销商激励政策不断增强对渠道的控制力，有效地推动了销量的快速增长。从人均销售额逐年增长可看出渠道的控制力逐渐在加强。

图 13: 人均销售额变化



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

### 3.2 公司已进入产能渠道快速扩张期, 未来多样化产品将带动业绩快速增长

公司目前拥有复合肥产能 270 万吨/年, 缓控释肥产能 150 万吨/年, 未来随着新建产能的陆续投产, 2014 年公司有效产能达到 640 万吨, 分别为: 复合肥 240 万吨、缓控释肥 180 万吨、硝基复合肥 180 万吨、水溶性肥 40 万吨。2011-2014 年有效产能增速分别为 40%, 38%, 10%。未来新增产能以控释肥、硝基复合肥、水溶性肥等毛利率较高的新型肥料为主, 预计未来两年公司毛利率将呈稳中有升的趋势。

表 4: 公司产能分布及未来产能扩张进度

	临沭	菏泽	安徽	河南	辽宁	贵州
2011 年产能	120 万吨复合肥, 60 万吨控释肥	90 万吨复合肥, 30 万吨控释肥	—	—	—	—
2012 年新增产能	60 万吨控释肥 (12 年 5 月投产)	30 万吨硝基复合肥改造 (12 年年底投产)	30 万吨复合肥 (12 年 4 月投产)	30 万吨复合肥 (12 年 6 月中旬投产)	30 万吨复合肥 (12 年年底投产)	—
2013 年新增产能	—	30 万吨新建硝基复合肥 (13 年 6-7 月投产)	10 万吨控释肥 (13 年年底投产)	10 万吨控释肥 (13 年年底投产)	10 万吨控释肥 (13 年年底投产)	60 万吨硝基复合肥+40 万吨水溶性肥 (13 年中期投产)
2014 年新增产能	—	30 万吨硝基复合肥改造+30 万吨新建硝基复合肥	—	—	—	—
2012 年有效产能	270 万吨复合肥, 150 万吨控释肥。					
2013 年有效产能	270 万吨复合肥, 150 万吨控释肥, 120 万吨硝基复合肥, 40 万吨水溶性肥。					
2014 年有效产能	240 万吨复合肥, 180 万吨控释肥, 180 万吨硝基复合肥, 40 万吨水溶性肥。					

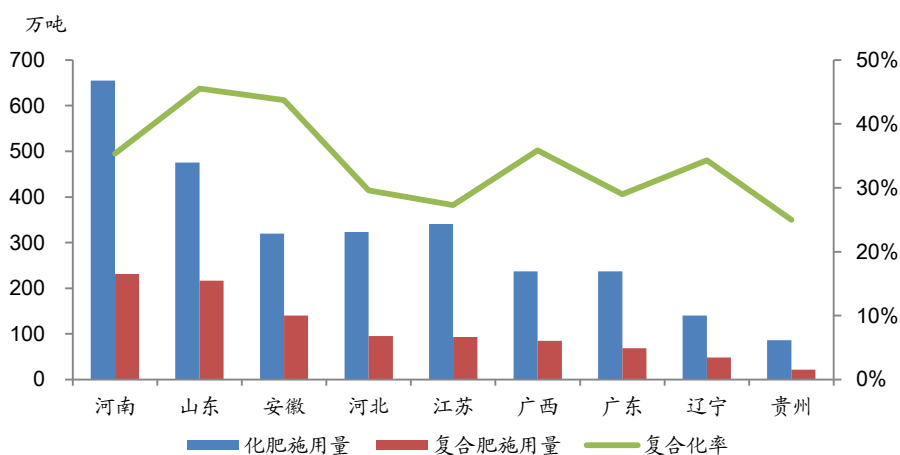
效产能

数据来源：中投证券研究所

公司的传统市场集中在山东、河南、河北、安徽、江苏。12-14 年山东、河南、安徽生产基地新增 120 万吨硝基复合肥、80 万吨控释肥产能。山东、河南、安徽三省的农作物播种面积占全国的 21%，三省对化肥的需求量巨大，其中山东、河南的经济作物播种面积占比较高，复合肥需求旺盛，河南的种植结构与山东近似，复合化率却远低于山东；河北、江苏化肥用量居前，复合化率均不到 30%，与国家规划的 40%的复合化率有较大差距，未来河南、河北、江苏的复合肥市场仍有较大的增长空间。

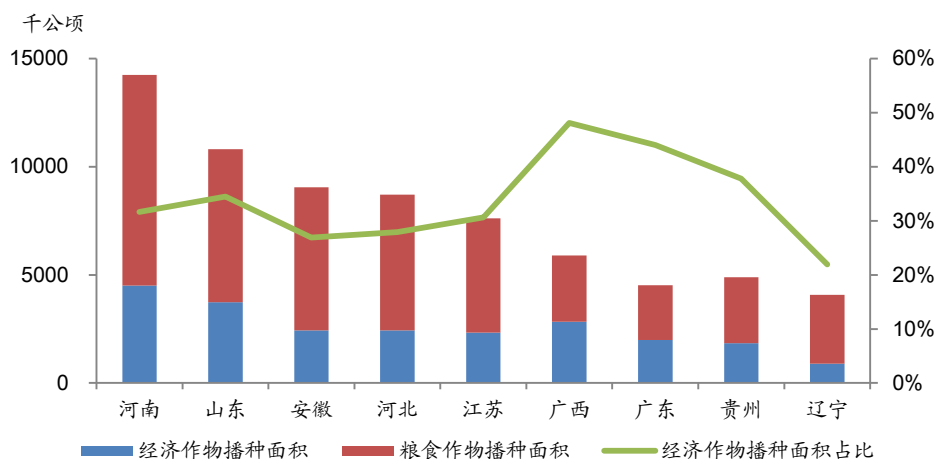
13-14 年复合肥产能扩张至辽宁和贵州两省，主要面向辽宁、贵州、广东、广西等潜力市场。辽宁省的种植结构与吉林省相当，但是复合化率却远低于吉林省(辽宁 34%，吉林 53%)，该省的复合肥市场空间较大。贵州生产基地以硝基复合肥、水溶性肥料等新型肥料为主，依托于当地磷矿资源，获取低成本生产优势，目标市场为广东、广西两地。两广的农作物种植面积合计超过山东，经济作物占比较高，其中蔬菜、果园等种植面积居全国前列，对高端肥料的需求较大，适合硝基复合肥、水溶性肥的推广和销售。

**图 14：重点市场所在省份的化肥、复合肥施用量及复合化率**



资料来源：ifind，中投证券研究所

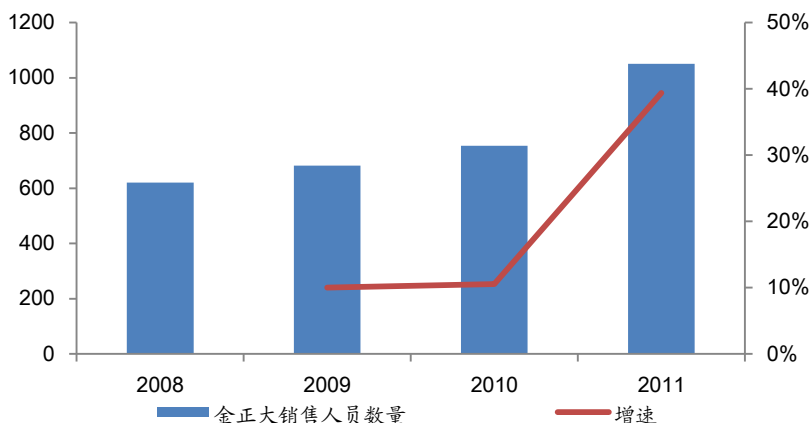
图 15: 公司产能扩张区域的种植结构



资料来源: ifind, 中投证券研究所

公司从 2008 年开始销售人员的数量快速上升, 到 2011 年公司销售人员已达到 1051 人, 从侧面反映了公司渠道的快速扩张。为适应未来几年产能扩张的需求, 公司在维护好现有销售网络基础上也进一步拓展外省市场, 我们预计未来随着公司产能和渠道的快速扩张, 业绩将迎来爆发式增长的契机。

图 16: 金正大销售人员数量增长迅速



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

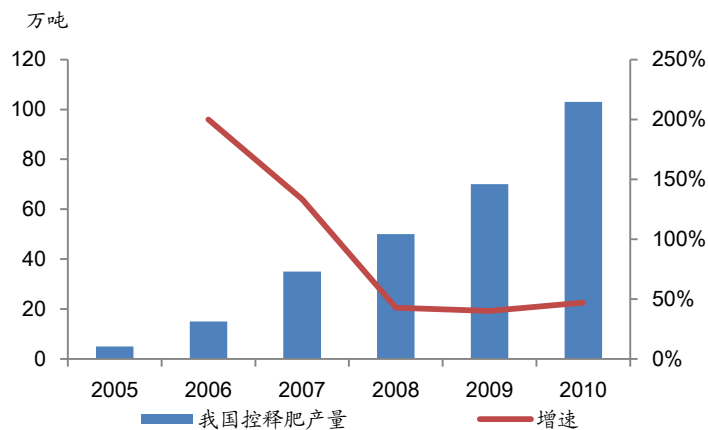
### 3.2.1 未来两年控释肥产能扩张 20%，提升公司毛利率

控释肥是指肥料养分释放速率缓慢, 释放期较长, 在作物的整个生长期都可以满足作物生长需要的肥料。

**控释肥市场空间巨大。**

2005 年以前, 我国控释肥产量不过 3-5 万吨, 到 2010 年控释肥产量已超过 100 万吨, 约占世界控释肥总产量的 1/2, 2005-2010 年控释肥产量的复合增长率约为 82%。从增长速度看, 缓控释肥近年来的高增长是新产品在市场导入期的必然; 从相对占比来看, 2010 年我国复合肥产量约 5300 万吨, 而控释肥占比仅不到 2%, 依然有相当大的发展空间。

图 17: 2005-2010 年控释肥产量及增速



资料来源：中投证券研究所

表 5: 控释肥相对普通复合肥的三大优势

优势

提高肥效	控释肥可将肥料利用率由原来的 30% 提高到 60%-70% 左右，在同等施用量的情况下，控释肥对作物的增产量达 10%-40%，根据实验表明，在减少控释肥用量 1/3-1/2 的情况下仍能达到增产的效果。
节约劳动力	控释肥可以实现种肥同播，在作物生长过程中不再进行追肥，在部分情况下为保证作物增收，即使进行追肥作业，也只需普通复合肥的一半以下，在施基肥与追肥两个环节节省了劳动力。
节能环保	控释肥使氮肥流失率显著降低，节省氮肥用量 30%-50%。以 2009 年全国氮肥施用量 2800 万吨（折纯）为例，如果以控释肥代替传统氮肥的 50%，可减少氮投入约 350 万吨，相当于节约 675 万吨标准煤，14 亿立方米天然气，41 亿度电，并有效减轻了氮肥流失引起的地下水污染和地表水富营养化。

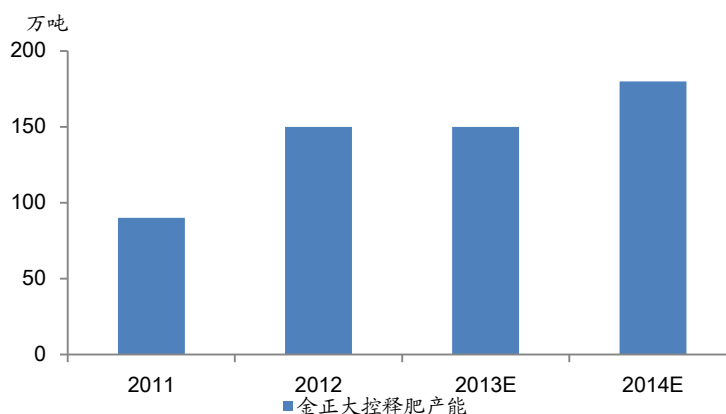
资料来源：中投证券研究所

公司通过推广“种肥同播”带动控释肥的销售。

金正大是国内最大的控释肥企业，拥有控释肥产能 150 万吨，市占率超过 50%，控释肥的收入占比约为 41.35%，利润占比为 55.41%，是公司的主打品种。从 2009-2011 年公司的控释肥产能利用率一直维持 100%，产能瓶颈的矛盾突出。2012 年上半年新增 60 万吨控释肥产能，一定程度上缓解了产能瓶颈，但开工率仍接近 100%，预计未来两年公司将陆续扩张控释肥产能，到 2014 年控释肥产能将达 180 万吨。



图 18: 金正大控释肥有效产能



资料来源：中投证券研究所

传统的作物种植方式是先播种，然后施基肥，在作物生长期进行追肥。而控释肥由于其缓释特性，应该在作物播种时与种子同时施用，后期可以免于追肥或少追肥。因此控释肥的推广不仅仅是产品的推广，更是“种肥同播”技术的推广，“种肥同播”不仅可提高农民施肥精准度，而且可省工省力，是现代农业的发展方向。

公司目前主要通过推广“种肥同播”的方式销售控释肥。2011 年公司投入 1 万台种肥同播机，成立 500 个农化服务团队，免费为农户提供种肥同播技术服务。去年全年公司利用种肥同播技术，推广缓控释肥 200 万亩，为农户新增经济效益 4 亿元。2012 年公司计划继续扩大种肥同播技术推广，计划新增种肥同播机 1.5 万台，培训 3 万人次的机播手，从而助力控释肥新增产能的消化，带动控释肥销量高速增长。

表 6: 金正大推广控释肥的推广活动

时间	推广活动
2012 年 7 月	公司参与起草的《控释肥料》行业标准正式实施
2012 年 6 月	公司赠送 1000 台种肥同播机给全国的 100 个县 10000 个村的种植大户
2012 年 5 月	公司在河北省清河县举行万亩冬小麦缓控释肥示范现场观摩会
2012 年 4 月 17 日	农业部在北京启动“2012 年全国农企合作推广配方肥试点行动”公司作为试点企业参与全国农业技术推广服务中心联合公司共同启动了“农化服务万里行”活动组建涵盖农业生产各领域的 200 名顾问和专家团队，在全国成立 500 个农化服务队，并在原有配备 500 台农化服务车的基础上，再投巨资配备 1 万台种肥同播机
2011 年 4 月 15 日	

资料来源：公司网站

**控释肥有技术壁垒，短期难超越，高毛利可持续。**

控释肥的核心技术是包膜技术。一般控释肥从实验室到投产大概需要 3 年时间，然后还需要田间试验约 2-3 年时间，总共至少需要 5-6 年时间才能实现产品的正常生产和销售，因此短期内控释肥的技术壁垒较难突破。

表 7: 主要控释肥技术及特性

控释技术	树脂包膜	脲甲醛缓释	稳定性肥料	硫包衣尿素
优点	通过高分子树脂在肥料外形成包膜，可以起到长效、缓效的作用	通过尿素甲醛缩合控制氮的释放，可控、高效、环保	通过加入抑制剂减缓尿素水解及氮素吸收，增加氮施肥效率，成本低	通过在尿素外面包裹硫磺，兼顾缓释氮肥和硫磺的功效

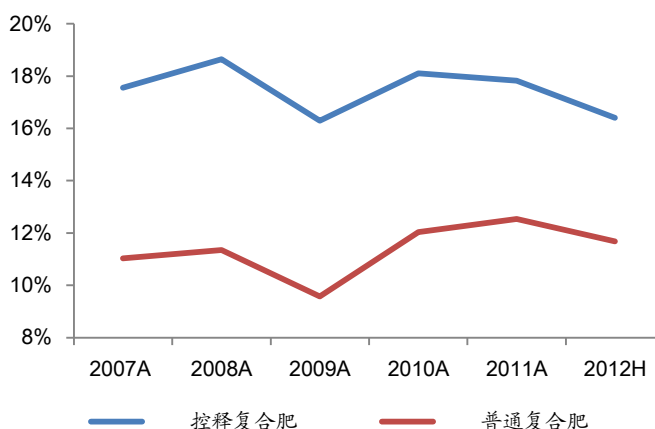
缺点	释放效应有待提高，包膜材料可以改进	甲醛残留，仅能提供氮素缓释	仅对氮素有缓释效果	仅对尿素包膜，养分含量低，控释效果差
----	-------------------	---------------	-----------	--------------------

资料来源：中投证券研究所

目前金正大公司应用的为树脂包膜技术，售价上比传统复合肥高每吨 500 元左右，毛利率比普通复合肥高 4% 左右。目前国内的控释肥市场较为混乱，产品质量参差不齐，存在众多假冒产品，目前能够量产且产品符合控释肥行业标准的企业主要有金正大、北京首创以及汉枫缓控释肥等企业，其产能分别为 150 万吨/年、3 万吨/年和 65 万吨/年，其中公司旗下的沃夫特牌控释肥有较强的品牌影响力。

由于控释肥存在一定的技术、品牌壁垒，我们预计未来两年控释肥仍能保持较高的毛利率，随着控释肥产能的逐渐投放，公司可凭借品牌以及渠道的优势获得业绩的快速增长。

图 19: 金正大控释肥、普通复合肥毛利率对比



资料来源：公司公告

### 3.2.2 未来两年新增 180 万吨硝基复合肥产能，带动业绩高速增长

硝基复合肥具有巨大的市场空间。

硝基复合肥是以硝酸铵为氮源，添加磷、钾等复肥原料，生产出的 N、P、K 高浓度复合肥料。其产品中既含有硝态氮又含有氨态氮，相比于传统的铵态氮肥，硝态氮肥更易于被植物吸收，见效快，利用率高。

表 8: 各性态氮肥比较

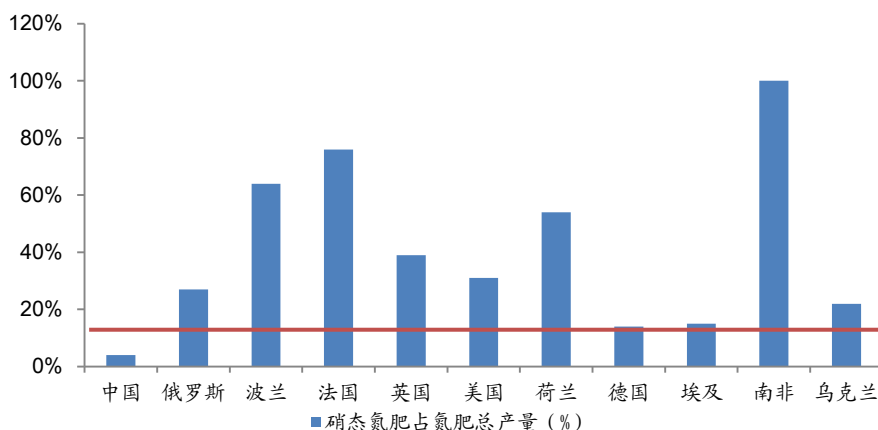
种类	铵态氮肥	硝态氮肥	酰胺态氮肥	长效氮肥
主要品种	液氨、氨水、碳酸氢铵、硫酸铵、氯化铵	硝酸钾、硝酸铵、硝酸钠、硝酸钙、硝酸磷肥、硝酸铵钙、硝基复合肥	尿素 $[(\text{NH}_2)_2\text{CO}]$ 、石灰氮	脲甲醛、异丁叉二脲、草酰胺
氮存在形式	$\text{NH}_4^+$ 、 $\text{NH}_3\cdot\text{H}_2\text{O}$	$\text{NO}_3^-$	$-\text{CONH}_2$	$\text{NH}_4^+$ 、 $-\text{CONH}_2$

特性	易被土壤胶体吸附，在土壤中移动性小，不易淋失。其肥效不如硝态氮快，但比硝态氮肥效长。	易溶于水，在土壤中移动较快，对作物吸收钙镁钾等养分无抑制作用，不宜作基肥和种肥，吸湿性大	易溶于水，水溶液呈中性反应，高温潮湿的环境下易潮解。宜做基肥和追肥，含缩二脲不宜作种肥。	溶解度小，释放养分的速度慢，减少氮的淋失和挥发、固定及反硝化等损失。肥效稳且长。
----	--	--	--	--

资料来源：《磷肥与复肥》、中投证券研究所

国外硝基氮肥发展较为成熟，世界平均硝基氮肥占有所有氮肥的比例为 14% 左右，发达国家更是普遍较高。而我国由于历史原因硝基氮肥发展缓慢，目前硝基氮肥占有氮肥的比例仅仅 4% 左右，远远低于世界平均水平。

图 20: 各国硝基氮肥占比对比



资料来源：中投证券研究所

我国硝基复合肥适用作物播种面积约 5 万亩，按目前化肥使用量为基础，如全部改用较为适宜的硝基复合肥，据测算硝基复合肥需求量约为 3000 万吨。目前硝基复合肥受制于供给，表观消费量 500 万吨左右，但是如果产能放开，需求会逐步打开。2011 年我国硝基复合肥产能只有 300 万吨左右，近两年在建的约 1000 多万吨，离 3000 万吨的理论需求仍有较大空间。

表 9: 我国经济作物硝基复合肥需求测算

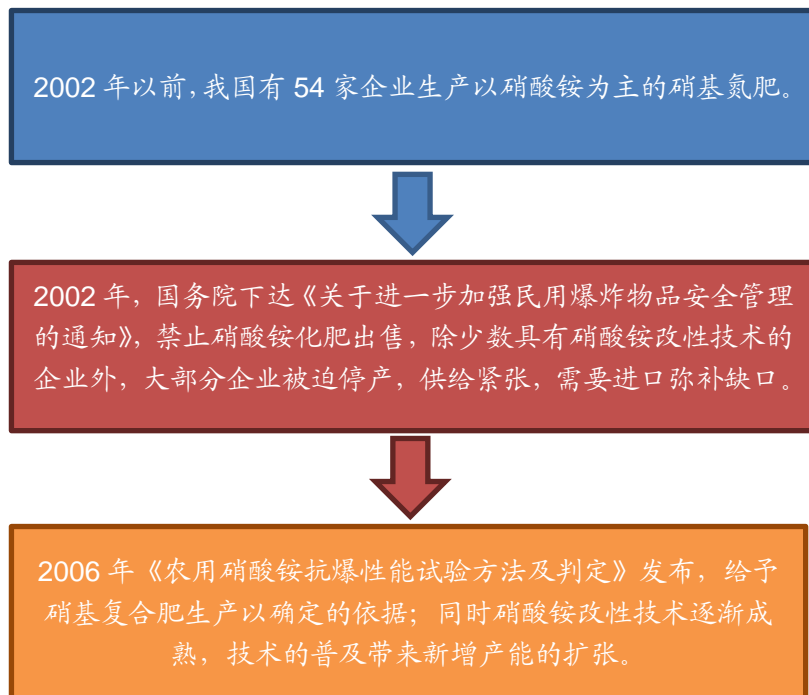
	化肥使用量 (kg/亩)	播种面积 (万亩)	化肥需求 (万吨)
烟叶	40	2017.5	201.75
蔬菜	50	28500	1425
茶园	120	2955	354.6
果园	60	17316	1038.96
合计		50788.5	3020.31

中投证券研究所

短期供给紧张保证高毛利率，180 万吨新增产能带动公司业绩增长。

硝基复合肥由于早期的限制使其长久以来维持了供求紧张的态势，吨毛利一直保持较高水平。据测算，硝基复合肥总养分≥45% 的主要三大原材料的总成本大约为 2236 元，按原材料占比 80% 计算，每吨硝基复合肥总成本大约为 2800 元每吨，目前市场上同等规格硝基复合肥出厂价在 3500-3600 元左右，吨毛利 700 元左右，远远高于目前的普通复合肥。

图 21: 硝基复合肥行业相关政策的影响



资料来源: 中投证券研究所

表 10: 硝基复合肥 (15-15-15) 成本估计

名称	消耗定额 (吨)	单价 (元/吨)	成本 (元/吨)
硝酸铵	0.336	1800	604.8
磷酸一铵	0.346	2550	882.3
氯化钾	0.254	2950	749.3
填充剂	0.09		
包裹剂	0.0055		
包装袋	20.25 只		
水	0.3 吨		559.1
电	35kWh		
蒸汽	0.03		
煤	0.03		
合计			2795.5

资料来源: 中投证券研究所

随着硝酸铵改性技术的普及, 多家复合肥厂商纷纷上马硝基复合肥项目, 还有部分化工厂也计划投产硝基氮肥产品, 硝基复合肥的产能进入了快速扩张期。截止 2011 年, 我国硝基复合肥产能 300 万吨左右, 拟建在建项目产能约为 1000 万吨。预计随着新增产能的陆续投产, 目前的较高的盈利水平难以长期维持, 但是短期来看硝基复合肥需求仍存在缺口, 毛利率仍能保持在 15% 以上。

表 11: 部分拟建在建硝基复合肥企业及产能

企业名称	硝基肥产能(万吨/年)
新疆新化化肥有限责任公司	18
洛阳骏马化工有双公司	42

河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	126
应城新都化工有限责任公司	50
章丘鲁晋化工有限公司	18
贵州开磷怠烽合成氨有限公司	42
重庆富源化工股份有限公司	25
江苏淮河化工有限公司	18
河北冀衡赛瑞化工有限公司	25
山东金正大生态工程股份有限公司	75
湖南省邵阳宝兴科肥有限公司	25
湖南金宏泰肥业有限公司	18
福建邵化化工有限公司	25
四川美丰化工股份有限公司	30
神华乌海能源有限责任公司	25
甘肃刘化(集团)有限责任公司	25
内蒙古大唐鼎旺化工有限公司	42
智胜化工股份有限公司	42
四川金圣——新疆金圣胡杨化工有限公司	60
河南永昌硝基肥有限公司	42
山东联合化工股份有限公司	25
广西河池化工股份有限公司	42
山西华鑫煤焦实业集团有限公司	42

资料来源：中投证券研究所

金正大目前两个主要在建项目为菏泽开发区 120 万吨硝基复合肥项目与贵州 60 万吨硝基复合肥项目。山东菏泽为公司总部所在地附近，也是传统复合肥消费地，有完善的销售网络，覆盖华东 5 省，可以依附于现有资源，迅速打开市场，实现东部市场区域的覆盖。而贵州项目具有重要的战略意义：目前我国中西部、南部地区规模化肥厂相比东部较少，金正大贵州基地可以有效覆盖两广、云南、贵州、四川等市场，这些地区水果、烟草、茶园等经济作物占比较高，对硝基复合肥的需求较大，有利于硝基复合肥的推广和销售。

### 3.2.3 进军高端水溶性复合肥，“一体化”优势提高产品毛利率

水溶性肥料是一种可以快速、完全溶于水，并可通过喷灌或滴灌等先进方法施用的新型肥料。因其利用率高，并且适于水肥一体化，具备环境友好特性，是新型复合肥的一个重要发展方向。在《化肥工业“十二五”发展规划》中明确指出，重点开发、推广缓控释肥料和掺混肥料生产技术及装备，水溶性肥料、新型包裹材料和制剂生产技术，建立和完善复混肥标准。在《农业“十二五”发展规划》中也明确指出发展节水农业。这为水溶性肥的需求提供了坚实的政策基础。

**表 12：水溶性肥料的优势**

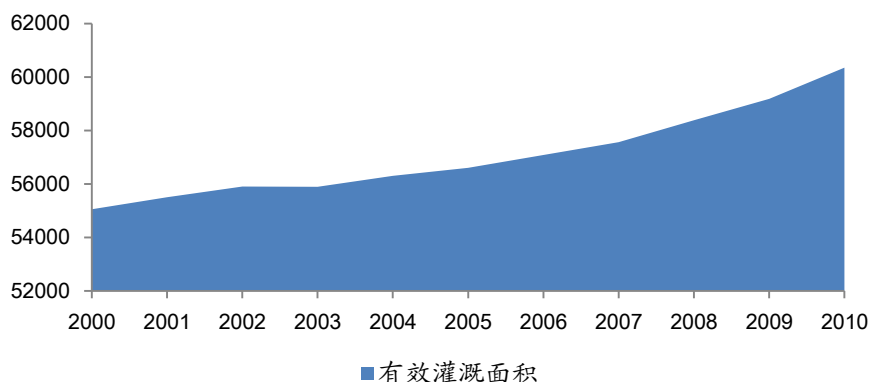
- 1 快速完全溶于水，无残渣
- 2 使用方便，养分利用率高，见效快。水溶性肥的养分利用效率是传统肥料的 2-3 倍，可以达到 80%-90%。
- 3 可与喷滴灌联合使用，省水、省肥、省工，配合滴灌技术需水量仅为普通化肥的 30%。
- 4 有利于实现水肥一体化。水溶性肥的高利用效率，以及水肥一体化施用的省水效果

资料来源：中投证券研究所



水溶性肥的溶解特性，使得其应用在灌溉设施较为完善的地域才能够充分发挥出它的优势。截至 2010 年底，全国农田有效灌溉面积达到 9 亿多亩，占全国耕地面积的 49.6%，其中喷、微灌面积 7700 万亩。按目前每亩每年平均需水溶性肥约 20KG 计算，仅仅最适宜用水溶性肥的喷、微灌需求高达 154 万吨。根据《全国节水灌溉发展“十二五”规划》到 2015 年我国喷、微灌面积达到 1 亿亩，水溶性肥的市场容量将再扩大 100 万吨左右，而目前全国水溶性肥料产量仅为 60-80 万吨，市场空间巨大。

图 22: 我国有效灌溉面积 (千公顷)



资料来源：农业部，中投证券研究所

目前水溶性肥正在高速发展时期，该品种的盈利能力较强。水溶性肥平均售价为 10000 元每吨左右，国外优质进口肥可以达到 20000 元每吨。该品种的毛利率较高，一般大于硝基复合肥和控释肥，参考行业数据我们预计公司水溶性肥的平均毛利率约为 20%-50%，远高于传统复合肥 15%左右的毛利率。

公司在贵州省瓮安县建设磷资源循环经济产业园，其中计划建设 40 万吨水溶性肥料，预计在 2013 年中期投产。该涉及上游磷矿石，磷元素的水溶性是目前较难解决的问题，对磷元素原材料要求较高，公司可以充分利用自身一体化优势降低成本提高产品毛利率。

## 四、投资建议：推荐

### 4.1 盈利预测

**普通复合肥：** 2012-2014 年公司普通复合肥产能先增加至 270 万吨，后减少至 240 万吨，普通复合肥的产能利用率一般稳定在 60%-70%之间；今年由于原材料涨价的因素导致复合肥均价偏高，预计未来两年复合肥价格将缓慢下降，吨毛利保持不变。

**控释肥：** 2012-2014 年公司控释肥的有效产能分别为 150 万吨、150 万吨、180 万吨，目前控释肥的产能利用率基本接近 100%，由于控释肥市场空间较大，且公司的控释肥品牌影响力强，因此在未来两年公司的控释肥仍可保持接近 100%的产能利用率。同时由于控释肥具有一定的技术壁垒，未来两年仍可保持较高的吨毛利不变。



**硝基复合肥:** 今年前三季度硝基复合肥销量约为 13 万吨左右, 2013-2014 年公司硝基复合肥产能为 120 万吨、180 万吨, 由于硝基复合肥短期内供求紧张, 未来随着硝基复合肥的新增产能投产, 产能利用率仍可保持在 60%-70%; 未来两年行业新增硝基复合肥产能较多, 预计该品种的毛利率会逐渐回调。

**水溶性肥料:** 13-14 年水溶性肥料的产能为 40 万吨, 由于该品种均价较高, 保守估计 3-14 年的销量分别为 5 万吨、13 万, 根据目前行业的情况来看水溶性肥料的毛利率较高, 一般要大于硝基复合肥和控释肥, 预计在 30%。

**表 13: 盈利预测表**

	2011	2012E	2013E	2014E
普通复合肥销售收入(万元)	281,312	411,631	495,000	540,000
普通复合肥销售成本(万元)	360,010	441,000	480,000	384,000
普通复合肥毛利率	12.54%	10.91%	11.11%	11.11%
普通复合肥销量(万吨)	145	180	200	160
普通复合肥价格(元/吨)	2,839	2,750	2,700	2,700
控释肥销售收入(万元)	259,770	372,000	450,000	540,000
控释肥销售成本(万元)	213,486	312,000	375,000	450,000
控释肥毛利率	17.82%	16.13%	16.67%	16.67%
控释肥销量(万吨)	86	120	150	180
控释肥价格(元/吨)	3,020	3,100	3,000	3,000
硝基复合肥销售收入(万元)	—	51,000	203,000	348,000
硝基复合肥销售成本(万元)	—	40,800	168,000	294,000
硝基复合肥毛利率	—	20.00%	17.24%	15.52%
硝基复合肥销量(万吨)	—	17	70	120
硝基复合肥价格(元/吨)	—	3,000	2,900	2,900
水溶性肥销售收入(万元)	—	—	50,000	130,000
水溶性肥销售成本(万元)	—	—	35,000	91,000
水溶性肥毛利率	—	—	30.00%	30.00%
水溶性肥销量(万吨)	—	—	5	13
水溶性肥价格(元/吨)	—	—	10,000	10,000
原料化肥收入(万元)	89,388	125,000	125,000	125,000
原料化肥成本(万元)	87,445	120,250	120,250	120,250
原料化肥毛利率	2.17%	3.80%	3.80%	3.80%
其他销售收入(万元)	1,891	1,891	1,891	1,891
其他销售成本(万元)	1,235	1,235	1,235	1,235
营业收入(万元)	762,679	1,044,891	1,369,891	1,576,891
营业成本(万元)	662,176	915,285	1,179,485	1,340,485

资料来源: 中投证券研究所

#### 4.2 投资建议：推荐

公司目前股本为 7 亿，对应公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.77、1.06、1.37 元，按照最近收盘价 14.29 元，对应 PE 分别为 18.64、13.50、10.46，未来 6-12 个月的目标价为 17 元，给予“推荐”评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4312	6252	8105	9252
现金	1301	2090	2740	3154
应收账款	5	7	9	10
其他应收款	12	17	23	26
预付账款	1261	1743	2246	2552
存货	1729	2391	3081	3501
其他流动资产	4	5	7	8
<b>非流动资产</b>	1182	1225	1258	1278
长期投资	0	0	4	4
固定资产	725	873	927	932
无形资产	105	161	217	273
其他非流动资产	352	190	110	70
<b>资产总计</b>	5494	7477	9363	10530
<b>流动负债</b>	1815	2841	3985	4194
短期借款	370	955	1612	1496
应付账款	208	288	330	375
其他流动负债	1236	1597	2043	2323
<b>非流动负债</b>	529	1054	1054	1054
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	529	1054	1054	1054
<b>负债合计</b>	2343	3895	5039	5248
少数股东权益	65	65	65	65
股本	700	700	700	700
资本公积	1311	1311	1311	1311
留存收益	1075	1507	2248	3204
归属母公司股东权益	3086	3517	4259	5217
<b>负债和股东权益</b>	5494	7477	9363	10530

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-270	-55	154	696
净利润	437	537	741	956
折旧摊销	75	71	85	94
财务费用	-6	15	42	51
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-807	-707	-715	-408
其他经营现金流	31	29	1	2
<b>投资活动现金流</b>	-723	-114	-118	-114
资本支出	718	54	54	54
长期投资	0	0	4	0
其他投资现金流	-5	-60	-60	-60
<b>筹资活动现金流</b>	758	958	615	-167
短期借款	365	585	657	-117
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	373	-42	-51
<b>现金净增加额</b>	-236	789	650	414

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	7627	10449	13699	15769
营业成本	6622	9153	11795	13405
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	357	488	644	757
管理费用	117	160	342	426
财务费用	-6	15	42	51
资产减值损失	-3	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	539	632	874	1129
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	547	639	881	1136
所得税	110	102	141	182
<b>净利润</b>	437	537	741	956
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	436	537	741	956
EBITDA	609	718	1001	1273
EPS (元)	0.62	0.77	1.06	1.37

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	39.2%	37.0%	31.1%	15.1%
营业利润	40.7%	17.1%	38.3%	29.2%
归属于母公司净利润	39.1%	22.9%	38.1%	29.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.2%	12.4%	13.9%	15.0%
净利率	5.7%	5.1%	5.4%	6.1%
ROE	14.1%	15.3%	17.4%	18.3%
ROIC	15.5%	15.5%	18.1%	21.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.7%	52.1%	53.8%	49.8%
净负债比率	15.79	24.53%	31.99	28.50%
流动比率	2.38	2.20	2.03	2.21
速动比率	1.42	1.36	1.26	1.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.55	1.61	1.63	1.59
应收账款周转率	3055	1698	1621	1529
应付账款周转率	46.89	36.85	38.14	38.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.77	1.06	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	-0.08	0.22	0.99
每股净资产(最新摊薄)	4.41	5.02	6.08	7.45
<b>估值比率</b>				
P/E	23.42	19.05	13.79	10.69
P/B	3.31	2.91	2.40	1.96
EV/EBITDA	16	14	10	8

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

周惠敏, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 中国人民大学经济学硕士, 北京航空航天大学工学学士, 2011 年加入中投证券。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434