

业绩符合预期，公司持续发力

■ **年报业绩符合预期：**公司发布业绩快报，2012年公司实现营业收入102.5亿元，增长34.5%；归属上市公司股东的净利润5.52亿元，同比增长26.5%，折合每股收益0.79元；增速符合三季报中预告的20-30%的区间，基本符合我们的预期。公司业绩增长的主要原因是复合肥、控释肥产能增加且布局得到改善，产销量增长较快。

■ **单质肥价格上涨利好公司：**随着春耕旺季的逐步来临，对化肥的需求将稳步上行。今年冬储启动较晚且备货偏低，使得市场内普遍看好化肥价格走势。同时近期铁路运价上调也将助推化肥价格上涨。公司具备冬储资格，在春季单质肥上涨时能够凭借低价的原材料提升产品毛利率。

■ **子公司投产有利于业绩增长：**辽宁及河南子公司的30万吨复合肥+10万吨缓控释肥项目已经顺利投产，将于今年起贡献业绩。根据项目进度，未来两年内公司将新增产能总计260万吨，一方面可实现产能翻番，另一方能改善产品结构，提升综合毛利率。公司拟加大销售力度，包括电视广告、农化服务指导，成立基金参与经销商的销售建设等，实现新增产能的快速消化。

■ **投资建议：**增持-A 投资评级，6个月目标价19.6元。公司产业链整合意图明确，成长路径清晰可见，今年贵州项目投产将奠定公司成长基础。我们预计公司2012年-2014年每股收益分别为0.79元，1.09元，1.44元，增长性确定，成长性突出；维持增持-A 的投资评级，6个月目标价为19.6元，相当于2013年18倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**产品价格下跌风险；新增项目实施风险；

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,479.3	7,626.8	10,240.0	13,511.5	16,739.1
净利润	313.7	436.5	551.1	760.9	1,006.8
每股收益(元)	0.45	0.62	0.79	1.09	1.44
每股净资产(元)	3.88	4.41	5.04	5.91	7.06

盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	36.9	26.5	21.0	15.2	11.5
市净率(倍)	4.3	3.8	3.3	2.8	2.3
净利润率	5.7%	5.7%	5.4%	5.6%	6.0%
净资产收益率	11.5%	13.9%	15.3%	18.1%	20.1%
股息收益率	0.0%	0.6%	1.0%	1.3%	1.7%
ROIC	548.9%	42.1%	20.3%	18.9%	17.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

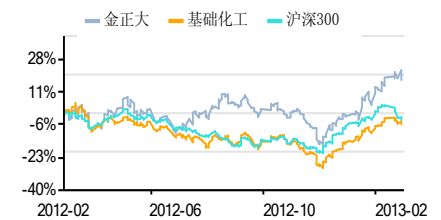
维持评级

6个月目标价 **19.60元**
股价(2013-02-27) **16.54元**

交易数据

总市值(百万元)	11,578.00
流通市值(百万元)	4,135.00
总股本(百万股)	700.00
流通股本(百万股)	250.00
12个月价格区间	12.24/17.88元
十大股东(%)	86.30%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.51	6.58	12.52
绝对收益	7.40	27.23	10.19

刘军

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020010
liujun@essence.com.cn
021-68766167

谭志勇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020017
tanzy2@essence.com.cn
021-68765172

贾鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080005
jiapeng@essence.com.cn
021-68765906

相关报告

金正大：短期扰动不改成长趋势：三季报点评	2012-10-16
金正大：业绩符合预期，硝基复合肥逐步发力：中期业绩快报点评	2012-07-31
金正大：规模扩张推动业绩增长：2011年业绩快报点评	2012-02-22

财务报表预测和估值数据汇总(2013年02月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,479.3	7,626.8	10,240.0	13,511.5	16,739.1	成长性					
减:营业成本	4,787.6	6,621.8	8,983.4	11,782.8	14,499.4	营业收入增长率	31.7%	39.2%	34.3%	31.9%	23.9%
营业税费	0.2	0.6	0.4	0.7	1.0	营业利润增长率	60.8%	40.7%	18.6%	38.9%	32.4%
销售费用	240.0	356.5	409.6	540.5	669.6	净利润增长率	47.3%	39.1%	26.3%	38.1%	32.3%
管理费用	74.8	117.0	204.8	270.2	334.8	EBITDA 增长率	44.0%	37.4%	17.2%	47.3%	33.1%
财务费用	-7.0	-6.0	-1.8	31.0	56.9	EBIT 增长率	53.2%	41.7%	19.6%	44.2%	34.1%
资产减值损失	0.3	-2.6	4.0	-2.2	1.2	NOPLAT 增长率	39.3%	40.5%	27.6%	43.3%	34.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1,733.8	165.0%	53.5%	44.4%	33.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	171.3%	15.9%	14.0%	17.0%	19.2%
营业利润	383.5	539.5	639.6	888.6	1,176.2	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%	12.3%	12.8%	13.4%
利润总额	390.1	546.7	648.6	895.6	1,185.2	营业利润率	7.0%	7.1%	6.2%	6.6%	7.0%
减:所得税	76.5	109.8	97.3	134.3	177.8	净利率	5.7%	5.7%	5.4%	5.6%	6.0%
净利润	313.7	436.5	551.1	760.9	1,006.8	EBITDA/营业收入	8.1%	8.0%	7.0%	7.8%	8.4%
						EBIT/营业收入	6.9%	7.0%	6.2%	6.8%	7.4%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	运营效率					
货币资金	1,699.7	1,300.7	819.2	1,080.9	1,339.1	固定资产周转天数	43	33	34	42	46
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-17	43	75	88	102
应收帐款	6.1	17.2	18.5	23.4	32.3	流动资产周转天数	190	186	162	156	170
应收票据	0.5	3.9	2.1	3.6	5.5	应收帐款周转天数		0	0	0	0
预付帐款	691.5	1,260.7	1,891.9	2,821.2	3,957.4	存货周转天数	64	68	68	67	70
存货	1,161.2	1,729.4	2,144.2	2,915.8	3,611.8	总资产周转天数	243	232	209	206	221
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	35	88	121	136	151
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	11.5%	13.9%	15.3%	18.1%	20.1%
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROA	7.2%	8.0%	8.6%	8.4%	8.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	548.9%	42.1%	20.3%	18.9%	17.5%
固定资产	689.8	724.7	1,187.9	1,946.3	2,337.5	费用率					
在建工程	15.2	339.3	204.2	123.1	74.5	销售费用率	4.4%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	93.1	105.3	98.4	91.9	85.9	管理费用率	1.4%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	0.4	12.2	7.6	8.0	8.2	财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
资产总额	4,357.6	5,493.6	6,394.0	9,034.3	11,472.2	三费/营业收入	5.6%	6.1%	6.0%	6.2%	6.3%
短期债务	5.0	370.0	555.9	1,799.1	2,993.8	偿债能力					
应付帐款	103.5	289.0	253.3	367.0	497.7	资产负债率	37.6%	42.7%	43.8%	53.5%	56.4%
应付票据	774.9	302.4	738.4	1,137.9	1,084.7	负债权益比	60.2%	74.4%	78.0%	115.1%	129.1%
其他流动负债	744.8	849.4	1,186.8	1,436.7	1,770.5	流动比率	2.19	2.38	1.77	1.44	1.40
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.47	1.42	0.99	0.82	0.84
其他非流动负债	10.1	528.5	43.7	66.6	89.7	利息保障倍数	-53.96	-89.60	-364.07	29.69	21.65
负债总额	1,638.3	2,343.1	2,802.4	4,833.6	6,465.5	分红指标					
少数股东权益	-	64.7	64.9	65.3	65.9	DPS(元)	-	0.10	0.16	0.22	0.29
股本	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	分红比率	0.0%	16.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	2,019.3	2,385.8	2,826.6	3,435.4	4,240.8	股息收益率	0.0%	0.6%	1.0%	1.3%	1.7%
股东权益	2,719.3	3,150.5	3,591.5	4,200.6	5,006.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E		
净利润	313.7	436.9	551.1	760.9	1,006.8	EPS(元)	0.45	0.62	0.79	1.09	1.44
加:折旧和摊销	66.6	75.3	75.4	130.9	165.3	BVPS(元)	3.88	4.41	5.04	5.91	7.06
资产减值准备	0.3	-2.6	4.0	-2.2	1.2	PE(X)	36.9	26.5	21.0	15.2	11.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	3.8	3.3	2.8	2.3
财务费用	6.7	27.0	-1.8	31.0	56.9	P/FCF	-13.8	-29.4	-9.7	76.3	57.7
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	2.1	1.5	1.1	0.9	0.7
少数股东损益	-	0.5	0.2	0.4	0.6	EV/EBITDA	26.6	14.1	17.1	12.8	10.5
营运资金的变动	-759.7	-783.9	-302.4	-917.1	-1,407.0	CAGR(%)	34.4%	32.1%	82.7%	110.2%	233.8%
经营活动产生现金流量	-378.3	-270.5	326.5	3.8	-176.1	PEG	1.1	0.8	0.3	0.1	-
投资活动产生现金流量	-64.7	-723.0	-422.1	-802.1	-502.1	ROIC/WACC	56.4	4.3	2.1	1.9	1.8
融资活动产生现金流量	1,208.7	757.5	-397.7	1,060.0	936.4	REP	0.2	0.7	1.4	1.2	1.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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；

■ 分析师声明

刘军、谭志勇、贾鹏分别声明，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。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

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

