

业绩基本符合预期，13年复合肥景气延续

2013年2月28日

强烈推荐/维持

金正大

事件点评

——金正大（002470）2012年业绩快报点评

杨伟

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn

010-66554034

事件：

公司2月27日发布2012年业绩快报，实现营业收入102.54亿元，同比增长34.45%，营业利润6.16亿元，同比增长14.28%，归属于上市公司股东的净利润5.52亿元，同比增长26.79%，EPS0.79元。

观点：

1. 12年复合肥行业景气+缓控释肥产能增加+税率下调带来业绩增长

12年复合肥行业景气度呈现前高后低走势，上半年在尿素价格大幅上涨的带动下，复合肥价格与装置开工率明显高于11年同期，公司45%氯基复合肥上半年均价2778元/吨，显著高于11年同期的2631元/吨，由于春耕期间用肥量占到全年60%以上，因此上半年高景气奠定全年增长的基础；7月份开始尿素、钾肥、磷肥价格接连下跌，引发经销商对备货的担忧，导致复合肥企业销量略低于预期，复合肥下半年景气度下降，但12年全年公司45%氯基肥均价2760元/吨，仍高于11年均价2747元/吨。

公司12年缓控释肥产能大幅增加，国内绝对龙头地位继续稳固。在菏泽子公司11年上半年新增30万吨之后，募投项目60万吨缓控释肥项目12年5月开始试车并顺利释放产能，总产能达到150万吨，同比提高67%。我们认为上半年靠价格，下半年看销量”使得公司下半年以量补价，避免了下半年业绩下降的风险。

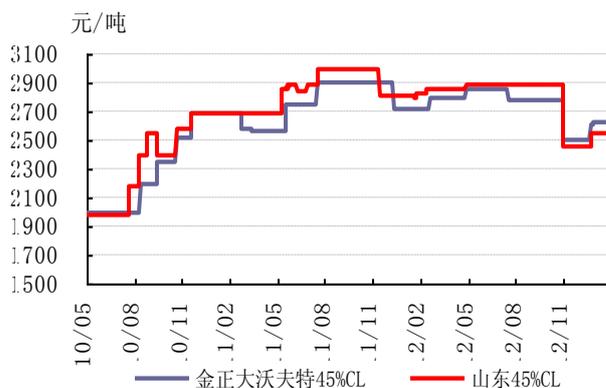
菏泽子公司所得税率由25%下调为15%增厚净利润，菏泽子公司拥有90万吨复合肥、30万吨缓控释肥产能，占总产能的三分之一，占公司整体净利润40%以上，税率下调也是12年业绩增长的影响因素。

图1：国内尿素价格走势



资料来源：中华商务网，东兴证券整理

图2：国内复合肥价格走势



资料来源：中华商务网，东兴证券整理

2. 缓控释肥补助试点将启动，公司作为国内缓控释肥绝对龙头受益最大

2月份出台的中央一号文件首次提出将启动“高效缓释肥料使用补助试点”，我们认为该补贴政策有利于缓控释肥推广应用的规模扩大，行业快速发展的最大障碍得以消除。缓控释肥可提高化肥利用效率，降低因化肥利用率低导致的农业污染，并提高粮食产量，但价格较普通复合肥产品偏高以及国家推广政策落地缓慢影响了其大规模推广，此次国家启动对缓控释肥的补助试点将加快国内应用进程，也顺应了化肥产业原料消耗更低、更环保的发展趋势。公司作为国内规模最大的缓控释肥生产企业，市场占比60%以上，在国内推广最早，且制定了行业标准，缓控释肥推广加快进程中公司将受益最大。

3. 公司13年产能持续快速增长，复合肥行业景气延续

产能快速投放是公司未来三年业绩持续增长的基石。基于强大的管理能力及对未来复合肥行业发展的乐观判断，公司12年下半年至13年有众多新增产能投产，包括募投项目60万吨缓控释肥、河南豫邮与辽宁子公司共计60万吨复合肥与20万吨缓控释肥、菏泽基地120万吨硝基肥项目以及贵州子公司60万吨硝基肥与40万吨水溶性肥料，上述项目建成投产后，总产能将同比12年提高83%，对未来业绩增长形成坚实的保障。

盈利预测与投资建议：

预计公司12-14年EPS分别为0.81元、1.14元、1.50元，对应PE21倍、15倍、11倍，维持13年目标价21.6元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

原料价格大幅波动的风险；新建产能投产时间晚于预期的风险

表1 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	33.88	27.32	21.01	14.82	11.31
ROE	11.53%	14.14%	15.88%	18.97%	20.60%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005年获得工学硕士，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，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。