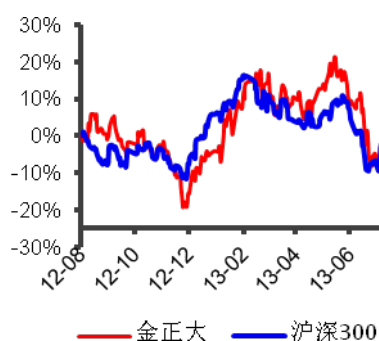


2013年8月6日

研究员：高高
 执业证书编号：S0910513070002
 电话：021-62448089
 Email：gaogao@casstock.com

当前价格：15.58
 目标价格：18.36-20.4
 目标期限：6个月

股价表现：

相关报告：

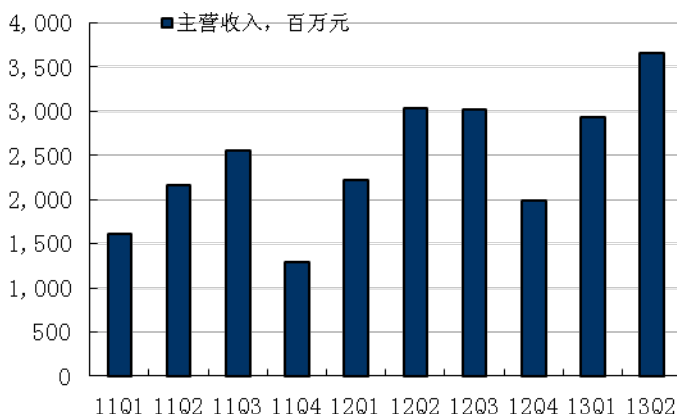
《金正大（002470）年报点评：2012年净利润增长25.31%，产能扩张与结构优化同步》
 2013/3/27

金正大（002470）中报点评：产能在全国有序布局，营销逐步发力

评级：增持

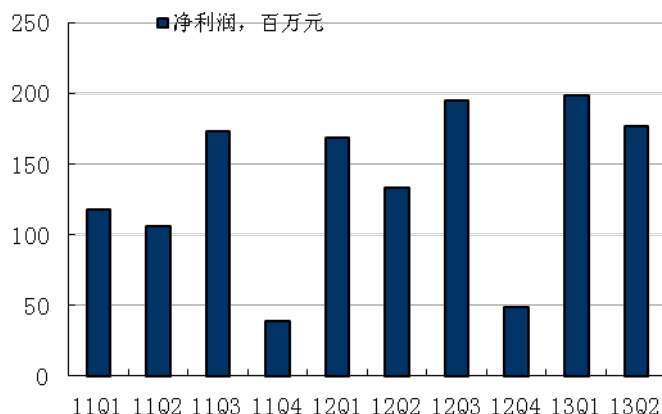
- ◆ **2013年上半年归属于母公司净利润增长24.21%，符合预期。**2013年上半年，公司实现营业收入65.92亿元，同比增长25.65%；营业利润45.23亿元，同比增37.21%；归属于上市公司股东的净利润3.76亿元，同比增长24.21%。收入和利润增长主要来自产销量的增加，上半年销售肥料200.36万吨，较去年同期增长36.87%。
- ◆ **营销发力。**2012年上半年公司销售费用与上年同期比较增长87.21%，这主要是公司加大了推广新产品的力度增加市场及广告投入，以及推行“客户开发、市场建设、品牌提升、新品推广及顾问式营销”等营销服务模式。我们观察到金正大、史丹利、司尔特2012年中期销售费用占营销比重分别为3.83%、4.27%、2.83%，而2013年中期，三家公司销售费用占营销比重分别上升至5.71%、5.36%、4.13%。新产能的投产无疑促使复合肥公司在销售渠道建设上有所加强，但金正大的力度显然更为突出。金正大目前营销人员已达到1300余人，成为业内规模最大、专业水平较高的队伍。
- ◆ **在建工程进一步增长。**中报显示金正大在建工程环比增长37.57%，固定资产环比增加6.83%，相应的固定资产和在建工程在净资产中所占比重都进一步增长。上半年，公司在建项目有序开展。菏泽金正大新建60万吨/年硝基复合肥项目正在加紧进行设备安装，临沭基地10万吨/年水溶肥项目也进入设备安装阶段。项目部克服了今年南方多雨天气及地质环境恶劣等影响，抢赶工期，贵州金正大60万吨/年硝基复合肥和40万吨/年水溶性肥料、广东40万吨/年新型作物专用肥项目正在加紧建设，上述两个项目将按原计划竣工。2013年随着新增产能负荷提高，产销量向上提升的弹性较大。
- ◆ 复合肥行业下半年最大的挑战在于因原料价格走低带来的冲击。从当前尿素、一铵、氯化钾等原料价位以及后期走势来看，秋季肥价格会有所回落。我们的判断是，相比于单质肥企业，金正大等复合肥公司在渠道下沉等方面更具备优势，后期单质肥成本下降可能带动复合肥价格走低，但毛利率将基本维持平稳甚至有可能在原料走低的背景下小幅上升，为营销网络的铺建赢得空间。化肥作为大宗农资品，需求端较为平稳，前期经销商的观望备肥较少，厂商对秋季备肥市场持乐观预期。
- ◆ **投资建议：**我们维持原先的盈利预测，预计2013-2014年公司的每股收益为1.02、1.24元，对应的动态PE仅为15.3倍、12.6倍，按照18-20倍PE中枢，给予18.36-20.4元的目标价，给予增持评级。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动、产品价格波动、恶劣天气影响。

图表 1: 金正大收入季度变化情况



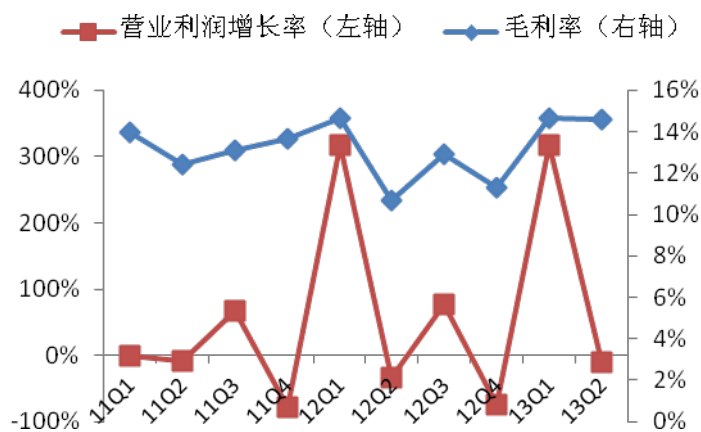
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 2: 金正大净利润季度变化情况



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 3: 金正大利润率季度变化情况



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 4: 金正大PE-Band



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 4: 金正大经营预测表

	项目	收入(亿元)	毛利率	项目	毛利(亿元)	费用及利润(亿元)	
2011 年	普通复合肥	41.16	12.5%	普通复合肥	5.16	三费(估计, 亿元)	4.6830
	控释肥	25.98	17.82%	控释肥	4.63	利润总额(估计, 亿元)	5.3694
	原料化肥等	8.94	2.17%	原料化肥等	0.19	所得税(估计, 亿元)	1.0739
	其他	0.19	35%	其他	0.07	净利润(估计, 亿元)	4.2955
						净利润(实际, 亿元)	4.36
	收入合计	76.27	13.18%	毛利合计	10.05	EPS(实际, 元/股)	0.62
2012 年	普通复合肥	48.24	12.3%	普通复合肥	5.95	三费(估计, 亿元)	6.4600
	控释肥	31.19	17.65%	控释肥	5.51	利润总额(估计, 亿元)	6.1729
	原料化肥等	17.44	1.47%	原料化肥等	0.26	所得税(估计, 亿元)	0.7611
	硝基复合肥	5.44	14.80%	硝基复合肥	0.92	净利润(估计, 亿元)	5.4118
	其他	0.23	0.00%	其他	0.00	净利润(实际, 亿元)	5.43
	收入合计	102.54	12.32%	毛利合计	12.63	EPS(实际, 元/股)	0.78
2013 年 (估计)	普通复合肥	59.58	12.3%	普通复合肥	7.35	三费(估计, 亿元)	8.7586
	控释肥	44.45	17.50%	控释肥	7.78	利润总额(估计, 亿元)	8.5258
	原料化肥等	17.44	1.50%	原料化肥等	0.26	所得税(估计, 亿元)	1.4153
	硝基复合肥	13.056	14.50%	硝基复合肥	1.89		
	其他	0.23	0.00%	其他	0.00	净利润(估计, 亿元)	7.1105
	收入合计	134.75	12.83%	毛利合计	17.28	EPS(估计, 元/股)	1.02
2014 年 (估计)	普通复合肥	68.51	12.5%	普通复合肥	8.56	三费(估计, 亿元)	10.1145
	控释肥	53.3349	17.50%	控释肥	9.33	利润总额(估计, 亿元)	10.4112
	原料化肥等	17.44	1.50%	原料化肥等	0.26	所得税(估计, 亿元)	1.7283
	硝基复合肥	16.32	14.50%	硝基复合肥	2.37		
	其他	0.23	0.00%	其他	0.00	净利润(估计, 亿元)	8.6829
	收入合计	155.61	13.19%	毛利合计	20.526	EPS(估计, 元/股)	1.24

资料来源: wind, 航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com