

复合肥行业

报告原因：公司调研

2013年9月4日

市场数据：2013年9月4日

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本/流通股本(亿) | 7.00/2.50 |
| 收盘价(元) | 16.89 |
| 流通市值(亿元) | 42.23 |

基础数据：2013年6月30日

| | |
|------------|--------|
| 资产负债率 | 40.54% |
| 毛利率 | 14.61% |
| 净资产收益率(摊薄) | 9.90% |

相关研究

2013 半年报点评：原料价跌提升盈利空间，加大销售力度迎产能投放高峰

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层

<http://www.i618.com.cn>**销售联系人：张小玲**

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

金正大 (002470)

维持

多品牌、多渠道充分开发渠道空间，高效开拓市场份额

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

① **产品结构不断丰富，差异化抢占市场份额。**今年上半年差异化产品控释肥和硝基肥收入和利润占比已经达到 50%和 60%。在复合肥市场产品同质化严重引发的激烈竞争中，差异化的产品结构助推公司市场份额逆势增长。

② **控释肥将改变传统耕作习惯，复合肥市场发生趋势性改变。**控释肥应用的推广正逐步改变我国传统耕种方法中追肥的习惯。未来控释肥对全国整体普通复合肥市场的替代，且减少相关作物肥料的用量将是行业趋势性的改变公司发挥先发优势在渠道和终端间已建立起一定品牌认知度。

③ **水溶性肥料提高种植及劳动效率，覆盖高端经济作物市场。**公司在临沭和贵州基地分别有 10 万吨和 40 万吨水溶性肥料产能将于明年陆续投产。水溶性肥料高溶解性、吸收性，提高劳动效率等特性有针对性地解决目前我国农村缺水、肥料利用率不高、农村劳动力缺乏等问题。

④ **多品牌模式充分利用开发渠道空间。**目前公司旗下主要有三大品牌分别是沃夫特、金正大和金大地。公司采用多品牌营销管理模式避免单品牌同地区经销商的渠道冲突，充分开发渠道空间抢占市场份额。

⑤ **核心地区多渠道模式迎合终端市场。**公司与河南邮政合资建设 40 万吨普通复合肥生产基地，以合资形式进一步激励合作方，利用邮政渠道对终端的影响力、物流效率高、网点覆盖率高等优势迎合终端市场偏好。

⑥ **加大广告投放力度为新产品投放做准备。**针对今明年新产品陆续投入市场，公司加大金正大品牌广告宣传力度，上半年投入 2.35 亿元广告宣传费投放央视黄金时段、地方电视台等多种广告模式。

⑦ **盈利预测和评级。**公司通过缓控释肥、硝基复合肥和水溶性肥料优化产品结构；多品牌渠道模式能够快速适应多种类新产品投放；服务营销和邮政多渠道策略的创新管理模式将是公司新产品增长的催化剂；因此我们认为可以给予 19 倍市盈率及“增持”的评级。

⑧ **风险提示。**先发优势随竞争对手逐渐进入细分市场而削弱；新产品前期投入较大，市场培育周期长度不定造成新产品投入市场初期费用率将削弱利润。

④ **产品结构不断丰富, 差异化抢占市场份额。**公司 2012 年以前产品结构主要以普通复合肥和控释复合肥为主, 2012 年下半年推出硝基复合肥。其中今年上半年差异化产品控释肥和硝基肥收入和利润占比已经达到 50%和 60%。在复合肥市场产品同质化严重引发的激烈竞争中, 差异化的产品结构助推公司市场份额逆势增长。上半年全国肥料市场景气度持续低迷, 在全国肥料需求规模基本不变的基础上, 公司利用产品结构和渠道优势抢占市场, 市场份额较去年同期提高 1.28 个百分点。

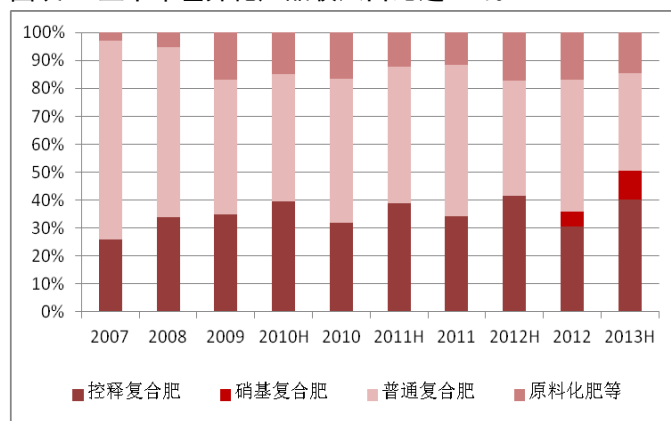
图表 1 公司市场份额逐年提升, 今年上半年提升幅度最大 (单位: 万吨)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010H | 2011 | 2012H | 2012 | 2013H |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|
| 产量 | | | | | | | | |
| 全国 | 5,696.10 | 5,867.60 | 6,706.20 | 3,397.20 | 6,027.20 | 3,705.10 | 7,432.40 | 4,017.60 |
| 金正大 | 125.27 | 119.25 | 155.06 | 93.69 | 229.04 | | 280.19 | |
| 产量全国占比 | 2.20% | 2.03% | 2.31% | 2.76% | 3.80% | | 3.77% | |
| 销量 | | | | | | | | |
| 全国 | 5610.90 | 5577.50 | 6635.80 | 3265.30 | 5804.90 | 3652.30 | 7338.60 | 3789.00 |
| 金正大 | 126.74 | 119.02 | 153.40 | 94.66 | 238.80 | 146.39 | 289.42 | 200.36 |
| 销量全国占比 | 2.26% | 2.13% | 2.31% | 2.90% | 4.11% | 4.01% | 3.94% | 5.29% |

数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所;

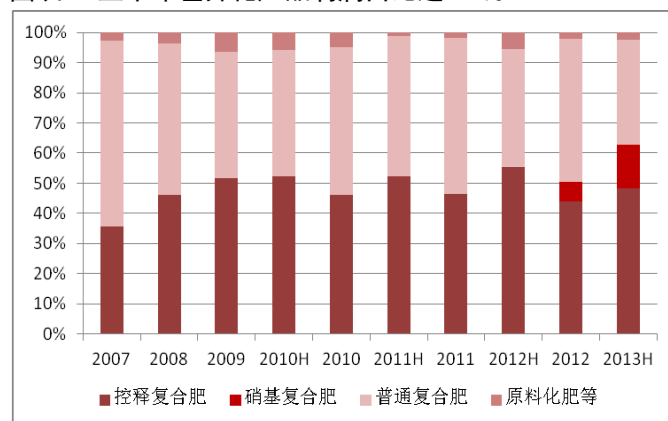
注: 全国数据为全国农用氮磷钾化学肥料数据。

图表 2 上半年差异化产品收入占比达 50%



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 3 上半年差异化产品利润占比超 60%

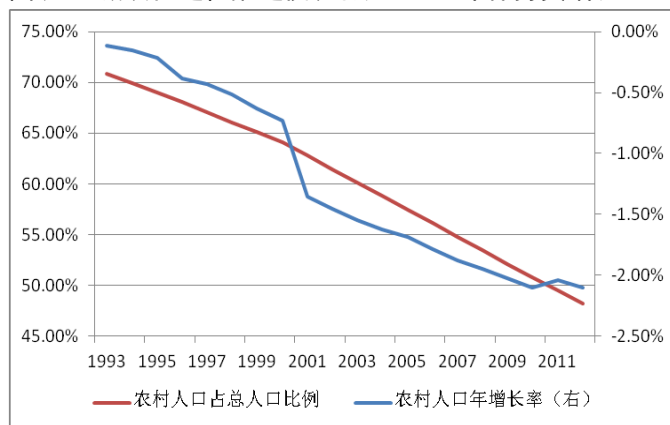


数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

④ **控释肥将改变传统耕作习惯, 复合肥市场发生趋势性改变。**公司 2003 年起已经在广交会上推广缓控释肥产品, 是国内中最早研发并推广该类产品的复合肥厂商之一。通过长期产品推广积累、客户体验、产品改进等, 销售额 5 年年均增速 35%。控释肥应用的推广正逐步改变我国传统耕种方法中追肥的习惯。虽然在渠道中对公司的普通复合肥产品产生一定替代效应, 但未来控释肥对全国整体普通复合肥市场的替代, 且减少相关作物肥料的用量将是行业趋势性的改变; 此外, 公司还运用种

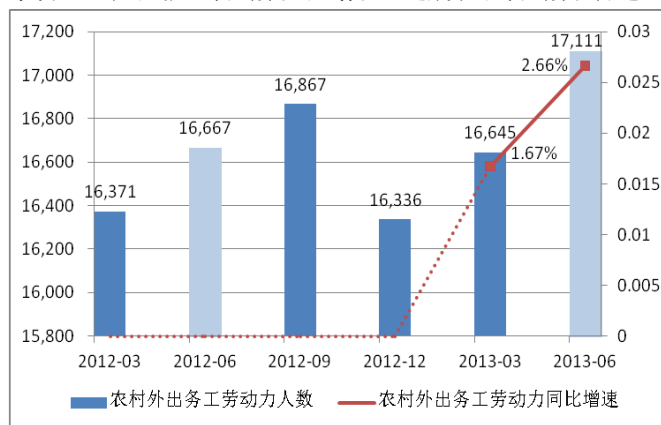
肥同播技术, 通过试用或优惠种肥同播机打包推广控释肥等肥料, 改变传统播种方法, 提高耕种效率, 解决农村劳动力问题的同时, 向终端推广了控释肥等新产品。公司发挥先发优势在渠道和终端间已建立起一定品牌认知度。

图表 4 城镇化进程推进使农村人口 11 年保持负增长



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 5 农村核心劳动力外出务工造成农村劳动力缺乏



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

④ **硝基肥将渡过市场培育期。**公司去年下半年推出硝基复合肥, 今年上半年推出硝基控释肥, 今年上半年硝基复合肥的收入和利润占比分别较去年下半年提高 5.21 和 7.85, 达到 10.52% 和 14.23%。到明年硝基复合肥将经过一个完整种植季的体验过程, 预计市场对产品品质和特性的认知将有一定程度提高, 该类产品将成为公司明年主要增长动力之一。

④ **水溶性肥料提高种植及劳动效率, 覆盖高端经济作物市场。**公司在临沭和贵州基地分别有 10 万吨和 40 万吨水溶性肥料产能将于明年陆续投产。水溶性肥料高溶解性、吸收性, 提高劳动效率等特性有针对性地解决目前我国农村缺水、肥料利用率不高、农村劳动力缺乏等问题。目前市场上的水溶性肥料主要用于经济作物, 对完全依赖滴灌方式的经济作物种植提供新的施肥方式, 省去滴灌装置的购置、安装、维护成本, 终端试用成本降低。目前市场价格主要由进口品牌主导, 国产品牌在成本和价格上的优势更能让利终端。

④ **多品牌模式充分利用开发渠道空间。**目前公司旗下主要有三大品牌分别是沃夫特、金正大和金大地。金大地主要针对普通复合肥产品, 也是公司今年加大力度开发的邮政渠道主要销售的品牌; 沃夫特和金正大涵盖核心产品缓控释肥和硝基肥。公司采用多品牌营销管理模式避免单品牌同地区经销商的渠道冲突, 充分开发渠道空间抢占市场份额。

④ **核心地区多渠道模式迎合终端市场。**公司从 2005 年起就和邮政渠

道合作推广运输复合肥产品。今年公司与河南、山东邮政加强合作，公司与河南邮政合资建设 40 万吨普通复合肥生产基地，以合资形式进一步激励合作方，利用邮政渠道对终端的影响力、物流效率高、网点覆盖率高优势迎合终端市场偏好。

④ **加大广告投放力度为新产品投放做准备。**2012 年以前公司主要推广宣传投入重点在沃夫特品牌上，针对今明年新产品陆续投入市场，公司加大金正大品牌广告宣传力度,上半年投入 2.35 亿元广告宣传费投放央视黄金时段、地方电视台等多种广告模式。

图表 6 上半年加大推广宣传力度为新产品投放作准备（单位：万元）

| | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011A | 2012A | 2013H |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
| 营业收入 | 262,334.07 | 363,430.24 | 415,920.16 | 547,932.43 | 762,678.65 | 1,025,421.71 | 659,204.10 |
| 广告宣传费 | | | 6,278.79 | 12,140.36 | 17,790.47 | 16,807.39 | 23,539.77 |
| 广告宣传费占营收比例 | | | 1.51% | 2.22% | 2.33% | 1.64% | 3.57% |

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

④ **盈利预测和评级。**公司通过缓控释肥、硝基复合肥和水溶性肥料优化产品结构；多品牌渠道模式能够快速适应多种类新产品投放；服务营销和邮政多渠道策略的创新管理模式将是公司新产品增长的催化剂；因此我们认为可以给予 19 倍市盈率及“增持”的评级。

④ **风险提示。**先发优势随竞争对手逐渐进入细分市场而削弱；新产品前期投入较大，市场培育周期长度不定造成新产品投入市场初期费用率将削薄利润。



当前股价 16.89

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 13/09/04

| 利润表 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 资产负债表 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 7,626.79 | 10,254.22 | 12,648.91 | 15,527.47 | 18,879.02 | 现金 | 1,300.74 | 581.39 | 750.39 | 570.39 | 1,080.39 |
| YOY(%) | 39.2% | 34.5% | 23.4% | 22.8% | 21.6% | 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业成本 | 6,621.76 | 8,991.10 | 10,827.95 | 13,369.35 | 16,082.06 | 应收款项净额 | 21.13 | 62.52 | 77.12 | 94.67 | 115.11 |
| 营业税金及附加 | 0.62 | 1.69 | 1.46 | 1.96 | 2.43 | 存货 | 1,729.37 | 2,335.30 | 2,802.04 | 3,446.66 | 4,145.80 |
| 销售费用 | 356.51 | 418.01 | 656.67 | 735.02 | 901.80 | 其他流动资产 | 1,260.75 | 988.61 | 1,219.48 | 1,497.00 | 1,820.13 |
| 占营业收入比(%) | 4.7% | 4.1% | 5.2% | 4.7% | 4.8% | 流动资产总额 | 4,311.99 | 3,967.82 | 4,849.03 | 5,608.73 | 7,161.42 |
| 管理费用 | 113.54 | 190.35 | 208.00 | 262.27 | 321.34 | 固定资产净值 | 722.10 | 971.05 | 2,866.96 | 3,673.42 | 4,122.86 |
| 占营业收入比(%) | 1.5% | 1.9% | 1.6% | 1.7% | 1.7% | 减: 资产减值准备 | 2.64 | (0.95) | (2.80) | (3.59) | (4.03) |
| EBIT | 530.86 | 648.44 | 947.07 | 1,151.11 | 1,563.62 | 固定资产净额 | 724.74 | 970.10 | 2,864.16 | 3,669.83 | 4,118.83 |
| 财务费用 | (5.95) | 30.99 | 78.00 | 119.33 | 136.86 | 工程物资 | 0.00 | 25.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 占营业收入比(%) | -0.1% | 0.3% | 0.6% | 0.8% | 0.7% | 在建工程 | 339.35 | 1,127.38 | 353.13 | 386.93 | 237.98 |
| 资产减值损失 | 2.64 | (0.95) | 0.35 | 0.30 | 0.11 | 固定资产清理 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 固定资产总额 | 1,064.09 | 2,122.82 | 3,217.28 | 4,056.76 | 4,356.81 |
| 营业利润 | 539.46 | 616.50 | 869.42 | 1,032.08 | 1,426.87 | 无形资产 | 105.33 | 194.03 | 186.27 | 178.51 | 170.75 |
| 营业外净收入 | 7.25 | 3.77 | 5.42 | 5.17 | 5.02 | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 546.71 | 620.27 | 874.84 | 1,037.25 | 1,431.89 | 其他长期资产 | 12.17 | 521.76 | 521.76 | 521.76 | 521.76 |
| 所得税 | 109.78 | 76.50 | 104.98 | 134.84 | 186.15 | 资产总额 | 5,493.58 | 6,806.43 | 8,774.34 | 10,365.76 | 12,210.73 |
| 所得税率(%) | 20.1% | 12.3% | 12.0% | 13.0% | 13.0% | 循环贷款 | 370.00 | 0.00 | 331.46 | 667.74 | 959.19 |
| 净利润 | 436.93 | 543.77 | 769.86 | 902.41 | 1,245.74 | 应付款项 | 510.84 | 1,174.95 | 1,409.78 | 1,734.11 | 2,085.86 |
| 占营业收入比(%) | 5.7% | 5.3% | 6.1% | 5.8% | 6.6% | 预提费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东损益 | (0.47) | 3.17 | (2.00) | (5.00) | (6.90) | 其他流动负债 | 933.72 | 967.70 | 1,174.82 | 1,438.35 | 1,732.50 |
| 归属母公司净利润 | 436.46 | 546.94 | 767.86 | 897.41 | 1,238.84 | 流动负债 | 1,814.56 | 2,142.65 | 2,916.06 | 3,840.19 | 4,777.55 |
| YOY(%) | 39.1% | 25.3% | 40.4% | 16.9% | 38.0% | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 120.00 | 120.00 | 120.00 |
| EPS (元) | 0.62 | 0.78 | 1.10 | 1.28 | 1.77 | 应付债券 | 495.14 | 992.74 | 1,492.74 | 1,492.74 | 1,492.74 |
| | | | | | | 其他长期负债 | 33.40 | 69.00 | 104.60 | 140.20 | 175.80 |
| | | | | | | 负债总额 | 2,343.10 | 3,204.39 | 4,633.40 | 5,593.13 | 6,566.09 |
| | | | | | | 少数股东权益 | 64.70 | 74.33 | 75.73 | 79.23 | 84.06 |
| | | | | | | 股东权益 | 3,085.78 | 3,527.71 | 4,065.21 | 4,693.40 | 5,560.58 |
| | | | | | | 负债和股东权益 | 5,493.58 | 6,806.43 | 8,774.34 | 10,365.76 | 12,210.73 |
| 主要财务比率 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 现金流量表 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 成长能力 | | | | | | 税后利润 | 436.46 | 546.94 | 767.86 | 897.41 | 1,238.84 |
| 营业收入 | 39.2% | 34.5% | 23.4% | 22.8% | 21.6% | 加: 少数股东损益 | 0.32 | -2.21 | 1.40 | 3.50 | 4.83 |
| 营业利润 | 40.7% | 14.3% | 41.0% | 18.7% | 38.3% | 公允价值变动 | -2.64 | 0.95 | -0.35 | -0.30 | -0.11 |
| 净利润 | 39.1% | 25.3% | 40.4% | 16.9% | 38.0% | 折旧和摊销 | 75.17 | 100.27 | 161.80 | 247.79 | 297.38 |
| 获利能力 | | | | | | 营运资金的变动 | -1,321.89 | -147.49 | -232.81 | -315.46 | -360.74 |
| 毛利率(%) | 13.2% | 12.3% | 14.4% | 13.9% | 14.8% | 经营活动现金流 | -812.58 | 498.46 | 697.90 | 832.95 | 1,180.20 |
| 净利率(%) | 5.7% | 5.3% | 6.1% | 5.8% | 6.6% | 短期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| ROE(%) | 14.1% | 15.5% | 18.9% | 19.1% | 22.3% | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| ROA(%) | 7.9% | 8.0% | 8.8% | 8.7% | 10.1% | 固定资产投资 | -430.50 | -1,157.01 | -1,250.00 | -1,080.00 | -590.00 |
| 偿债能力 | | | | | | 投资活动现金流 | -430.50 | -1,157.01 | -1,250.00 | -1,080.00 | -590.00 |
| 流动比率 | 2.38 | 1.85 | 1.66 | 1.46 | 1.50 | 股权融资 | 40.00 | 12.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 速动比率 | 1.42 | 0.76 | 0.70 | 0.56 | 0.63 | 长期贷款的增加/ | 0.00 | 0.00 | 120.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产负债率% | 42.7% | 47.1% | 52.8% | 54.0% | 53.8% | 公司债券发行/ (| 0.00 | 0.00 | 500.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运能力 | | | | | | 股利分配 | -142.99 | -165.00 | -230.36 | -269.22 | -371.65 |
| 总资产周转率 | 138.8% | 150.7% | 144.2% | 149.8% | 154.6% | 计入循环贷款前副 | -102.99 | -152.20 | 389.64 | -269.22 | -371.65 |
| 应收账款周转天数 | 1.01 | 2.23 | 2.23 | 2.23 | 2.23 | 循环贷款的增加(| 1,090.08 | 256.40 | 331.46 | 336.28 | 291.45 |
| 存货周转天数 | 96.36 | 95.80 | 95.80 | 95.80 | 95.80 | 融资活动现金流 | 844.10 | -60.80 | 721.10 | 67.05 | -80.20 |
| 每股指标 (元) | | | | | | 现金净变动额 | -398.98 | -719.35 | 169.00 | -180.00 | 510.00 |
| 每股收益 | 0.62 | 0.78 | 1.10 | 1.28 | 1.77 | | | | | | |
| 每股净资产 | 4.41 | 5.04 | 5.81 | 6.70 | 7.94 | | | | | | |
| 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| P/E | 27.1 | 21.6 | 15.4 | 13.2 | 9.5 | | | | | | |
| P/B | 3.8 | 3.4 | 2.9 | 2.5 | 2.1 | | | | | | |

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。