

复合肥

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 周惠敏

S0960513080001

0755-82026911

zhouhuimin@china-invs.cn

金正大

002470

强烈推荐

新品推出加速+邮政渠道发力，带动业绩进入高速增长轨道

金正大现有复合肥有效产能共 450 万吨，位居行业第一；预计 14 年将是公司产能增速最快的一年，产能增至 660 万吨，增速 46.7%，新增产能以硝基复合肥（新增产能占 57.1%）、水溶性肥（新增产能占 23.8%）等高端新型肥料为主；目前公司生产基地分别位于山东临沂、菏泽、安徽、河南、辽宁，未来即将扩张至广东、贵州，销售网络布局全国。

投资要点：

- **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，未来 5 年复合肥施用量（折纯）可以保持 6.8% 的增速；我国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，提高行业的集中度。
- **2012-2014 年新品推出速度加快，为渠道的增长提供内生动力。** 未来公司渠道内生增长的重要动力来自于新型肥料的产能投放以及原有产品的更新换代：1、14 年公司新增产能 220 万吨，增速 46%，为产能扩张最快的一年，其中新增产能以硝基复合肥（新增产能占 57.1%）、水溶肥（新增产能占 23.8%）等高端新型肥料为主；2、13 年秋季推出的硝基双效肥可成功应用与小麦，使核心市场中原 5 省（收入占比约 80%）的控释肥市场空间扩大 1.5 倍，有效提高控释肥的产能利用率；3、14 年硝基肥产能将扩张 3 倍，今年硝基肥的成功推广预示未来公司可凭借渠道优势顺利消化新增产能；4、14 年公司新增 50 万吨高端肥料水溶性肥，效果可与进口产品媲美，我们预计公司可通过降低终端价格、替代高端复合肥和进口水溶肥的方式成功推广产品，为业绩贡献新的增长点。
- **渠道高速增长：13 年邮政渠道开始发力，传统渠道核心市场增长加速+外围市场大力布局。** 与邮政渠道（收入占比约 27%）合资办厂利益绑定，提升渠道积极性，同时公司在 13 年秋季通过新品导入、8 万网点人员培训、产品宣传以及激励渠道高端产品销售等方式助力渠道建设，带动邮政渠道重新步入高增长的轨道；传统渠道核心市场市占率不足 10%，未来新品导入+深耕渠道+大力推广新品牌三者合力可带动核心市场高速增长，提高市占率；同时，外围市场今年已开始大力布局，公司通过“协助渠道宣传推广+利益绑定”的模式把核心市场的成功复制到外围市场，产能渠道的快速增长有望迎来业绩爆发。
- 公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.00、1.38、1.88 元，对应 PE 分别为 17.5、12.6、9.3，未来 6-12 个月的目标价为 26 元，给予“强烈推荐”评级。

6-12 个月目标价： 26.00 元

当前股价： 17.45 元

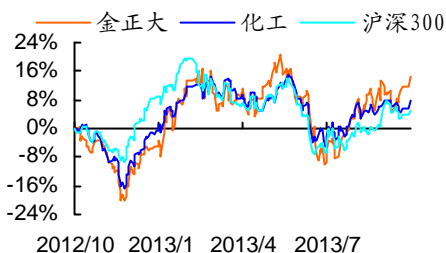
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2198.20
总股本(百万)	700
流通股本(百万)	593
流通市值(亿)	103
EPS	0.54
每股净资产(元)	5.43
资产负债率	40.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金正大	2.05%	27.09%	3.76%
化工	1.16%	13.04%	-0.84%
沪深 300	3.56%	12.86%	-1.23%



相关报告

《金正大—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》2012-11-1

风险提示： 新品推广不达预期；销售费用率上升过快。

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10254	12240	14965	17780
收入同比(%)	34%	19%	22%	19%
归属母公司净利润	547	700	966	1314
净利润同比(%)	25%	28%	38%	36%
毛利率(%)	12.3%	14.2%	15.1%	16.2%
ROE(%)	15.5%	17.0%	19.0%	20.5%
每股收益(元)	0.78	1.00	1.38	1.88
P/E	22.33	17.45	12.64	9.29
P/B	3.46	2.96	2.40	1.91
EV/EBITDA	16	13	9	7

资料来源：中投证券研究总部

目 录

一、公司简介：复合肥龙头企业	4
二、复合肥行业未来发展趋势：复合化率提高+行业集中度提高	6
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	6
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	7
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	9
2.2 未来行业龙头迅速扩张，推动复合肥行业集中度上升	10
三、公司业务分析：新品推出加快+渠道高速增长	12
3.1 2012-2014 年新产品推出速度加快，为渠道的增长提供内生动力	12
3.1.1 2013 年推出新品硝基双效肥，未来中原 5 省控释肥市场空间将扩大 1.5 倍	13
3.1.2 2013-2014 年硝基肥产能扩张 3 倍，带动业绩高速增长	16
3.1.3 50 万吨高端水溶性肥料预计 2014 年投产，为公司带来新的业绩增长点	19
3.2 渠道高速增长：邮政渠道发力，传统渠道核心市场增长加速+外围市场大力布局	21
3.3.1 与邮政合资办厂利益绑定，带动邮政渠道重回高增长轨道	22
3.3.2 传统渠道核心市场增长加速+外围市场大力布局，业绩将迎来爆发式增长的契机	22
四、投资建议：强烈推荐	27
4.1 盈利预测	27
4.2 投资建议：强烈推荐	27
4.3 风险提示	28

图表目录

表 1: 复合肥、单质肥对比.....	6
表 2: 2011 年全国复合肥行业主要企业排名情况.....	10
表 3: 金正大主打新品推出进度.....	12
表 4: 控释肥相对普通复合肥的三大优势.....	14
表 5: 金正大推广控释肥的推广活动.....	15
表 6: 主要控释肥技术及特性.....	15
表 7: 各性态氮肥比较.....	16
表 8: 我国经济作物硝基复合肥需求测算.....	17
表 9: 部分拟建在建硝基复合肥企业及产能.....	18
表 10: 水溶性肥料的优势.....	20
表 11: 金正大 5 大品牌对比.....	21
表 12: 渠道营销变革前邮政渠道优劣势对比.....	22
表 13: 公司产能分布及未来产能扩张进度.....	23
表 14: 盈利预测表.....	27
图 1: 金正大股权结构.....	4
图 2: 金正大营业收入、利润总额、归属母公司净利润及增速.....	5
图 3: 全国化肥、复合肥施用量及增速.....	7
图 4: 全国复合化率逐年递增.....	7
图 5: 农产品最低收购价格.....	8
图 6: 种植业农产品生产价格指数.....	8
图 7: 农作物播种面积变动趋势.....	8
图 8: 土地流转加快和复合肥需求上升的逻辑关系.....	9
图 9: 我国土地流转速度从 08 年开始加快.....	9
图 10: 上市复合肥企业流动资产对比.....	11
图 11: 复合肥上市企业销售人员数.....	11
图 12: 复合肥上市企业广告宣传费用.....	11
图 13: 金正大产能及增速.....	12
图 14: 金正大控释肥有效产能.....	13
图 15: 中原 5 省小麦、玉米播种面积对比.....	14
图 16: 2005-2010 年控释肥产量及增速.....	14
图 17: 金正大控释肥、普通复合肥毛利率对比.....	16
图 18: 各国硝基氮肥占比对比.....	17
图 19: 硝基复合肥行业相关政策的影响.....	18
图 20: 硝基肥产能及增速.....	19
图 21: 我国有效灌溉面积(千公顷).....	20
图 22: 金正大销售人员数量增长迅速.....	23
图 23: 重点市场所在省份的化肥、复合肥施用量及复合化率.....	24
图 24: 公司产能扩张区域的种植结构.....	25
图 25: 金正大 2013 年上半年广告宣传费用增长较快.....	25
图 26: 人均销售额变化.....	26

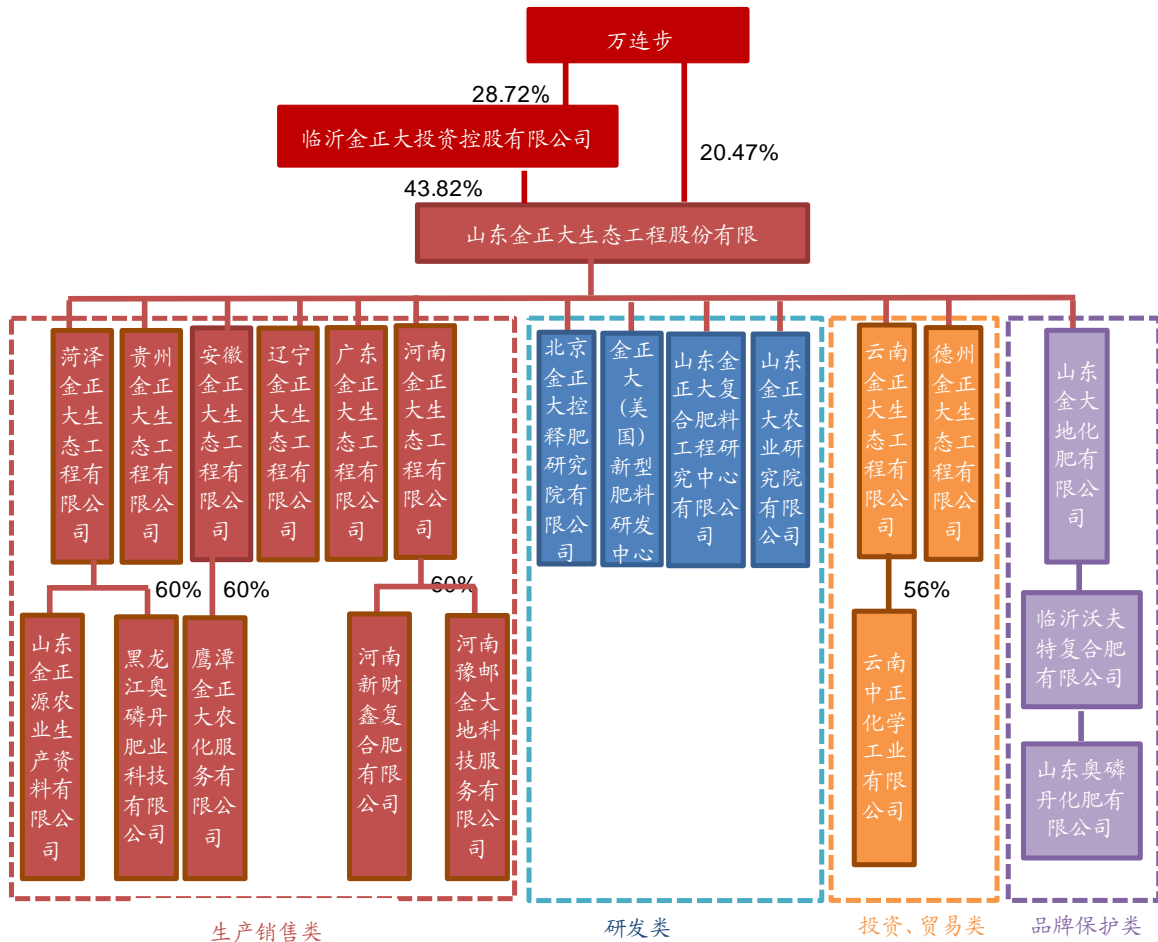
一、公司简介：复合肥龙头企业

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450万吨，其中250万吨复合肥，170万吨控释肥，30万吨硝基复合肥。

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；预计2014年公司拥有产能共660万吨，其中280万吨复合肥，180万吨控释肥，150万吨硝基复合肥，50万吨水溶性肥。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3000多家，形成了面向基层经销商和农民的销售服务体系。2013年上半年公司实现营业收入65.92亿元，同比增长25.65%，利润总额4.53亿元，同比增长37.22%，归属母公司净利润3.76亿元，同比增长24.68%。

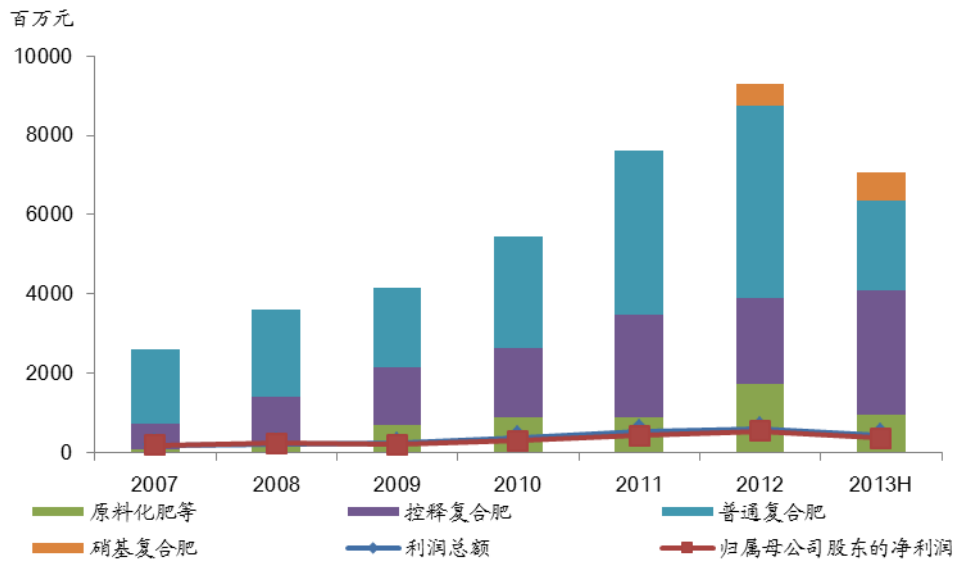
2010年9月8日，金正大在深圳证券交易所首次公开发行1亿股，融资14亿元，2011年5月25日以总股本7亿股为基数，每10股派1元现金（税后0.9元），2012年5月24日以总股本7亿股为基数，每10股派1.5元现金（税后1.35元）。

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, 中投证券研究总部

二、复合肥行业未来发展趋势: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。

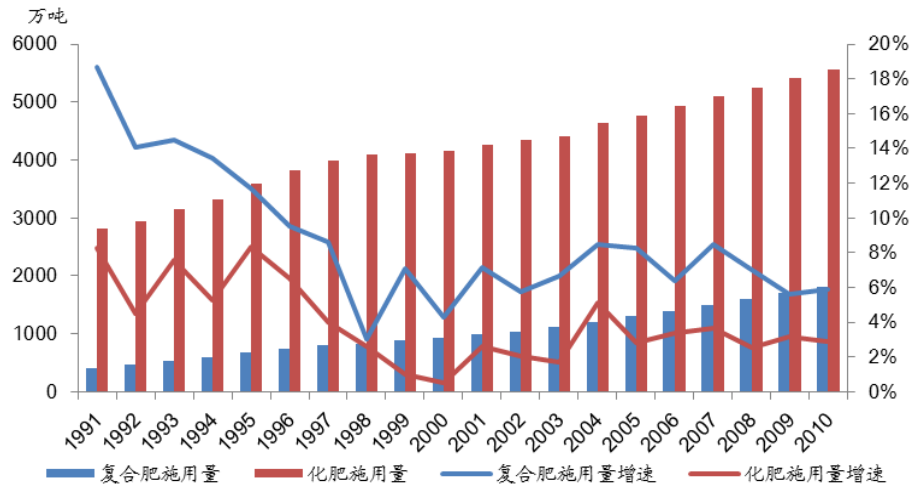
《石油和化工产业结构调整指导意见》提出:争取到2015年高浓度化肥比例提高到85%,施肥复合率达到40%以上。按照2011年我国化肥产量达到6250万吨(折纯)的规划目标计算,若化肥施肥复合化率提高到40%,则复合肥施用量将超过2500万吨(折纯),而目前2010年我国复合肥施用量仅1798.5万吨(折纯),**预计未来5年复合肥施用量(折纯)可以保持6.8%的增速。**

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。	含氮量46%,易造成土壤板结、肥力下降、水质污染。
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。	粉状或结晶状,养分释放不充分,易结块,不方便贮存和机械化施肥。

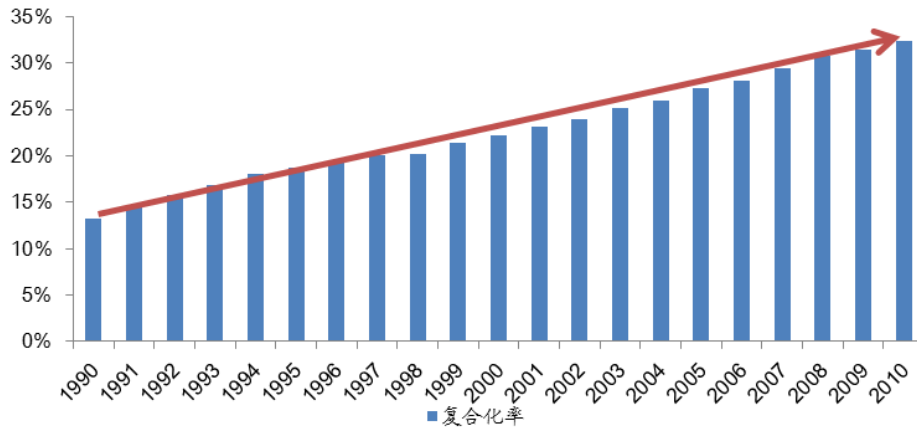
资料来源:中投证券研究总部

图 3: 全国化肥、复合肥施用量及增速



资料来源: ifind, 中投证券研究总部

图 4: 全国复合化率逐年递增



资料来源: 中投证券研究总部

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

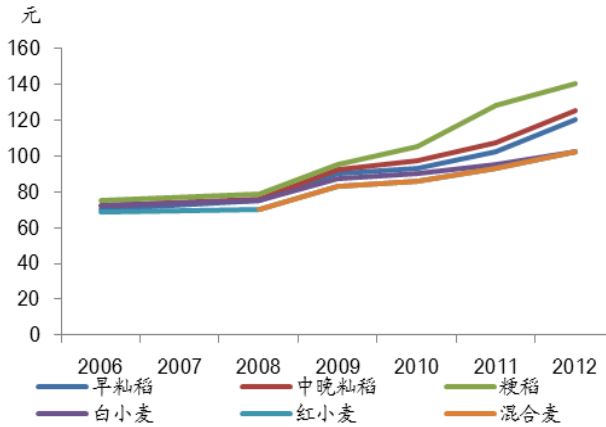
在过去几年里复合肥对单质肥呈现的快速替代主要原因是:

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。

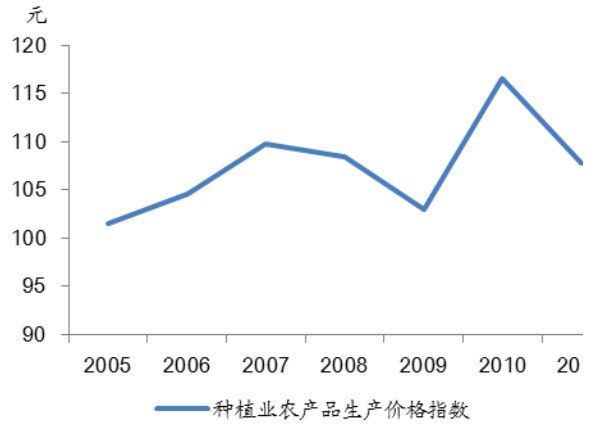
目前, 国家对农民种粮给予粮食直接补贴和农业生产资料增支综合直补良种补贴方式, 两者合计目前大约介于 30-50 元/亩之间, 一定程度上提高了农民对化肥复合肥价格的承受能力, 保证了复合肥的需求稳中有升。

图 5: 农产品最低收购价格



资料来源: ifind, 中投证券研究总部

图 6: 种植业农产品生产价格指数



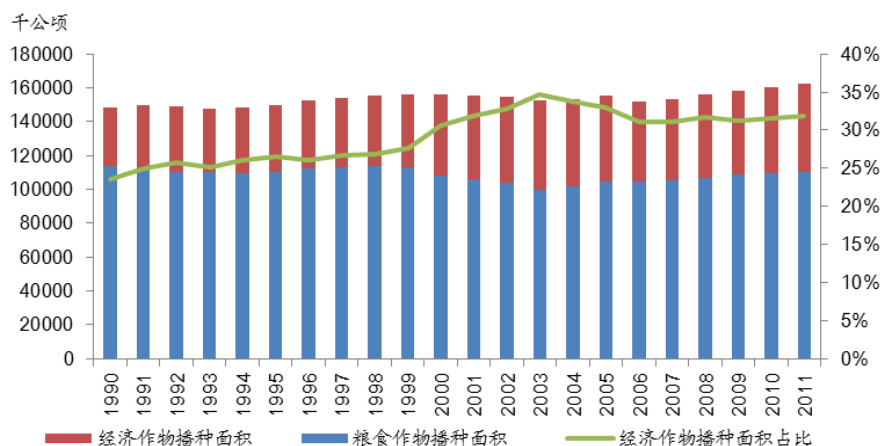
资料来源: ifind

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: 中投证券研究总部

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。

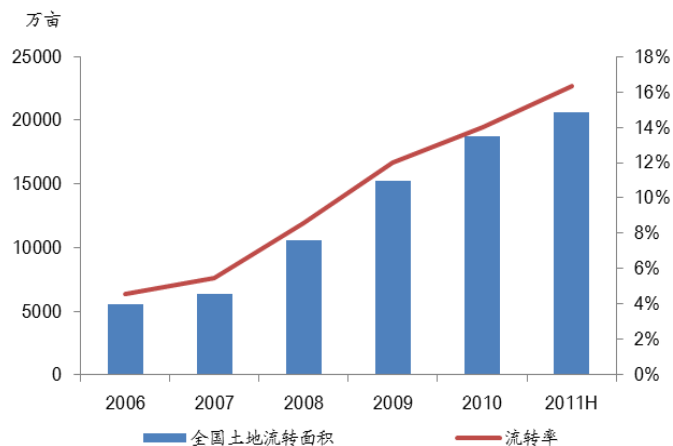
图 8：土地流转加快和复合肥需求上升的逻辑关系



资料来源：中投证券研究总部

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：中投证券研究总部

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

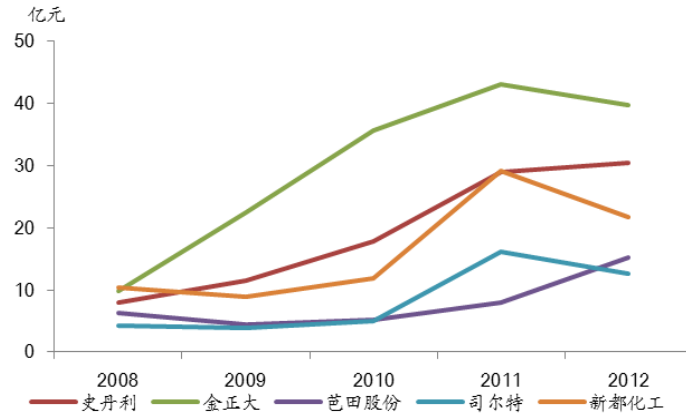
排名	企业名称	产量 (万吨)
1	金正大	229
2	史丹利	182.9
3	湖北新洋丰	180.1
4	江苏中东	160.1
5	施可丰	140.9
6	西洋集团	117.3
7	鲁西化工	104.7
8	湖北鄂中	103.4
9	中化化肥	101.3
10	江苏华昌	99.1

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

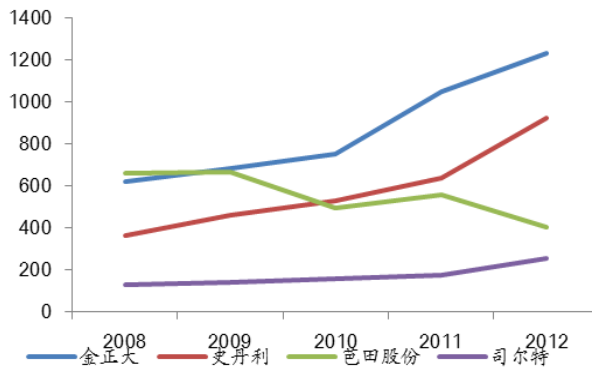


资料来源: ifind

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。

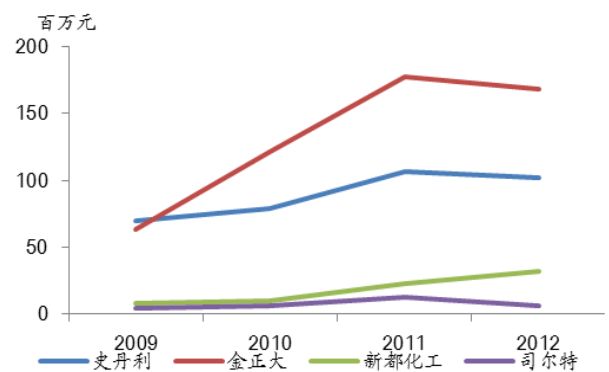
对于中小企业来说资金的限制使其在品牌的打造上心有余而力不足, 没有品牌的优势很难进入新的市场, 其在地市场的空间也会随着龙头企业强势品牌的介入以及其渠道的快速扩张而受到挤占; 未来具有资金、品牌、渠道优势的企业可在扩张中尽占先机。

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：新品推出加快+渠道高速增长

3.1 2012-2014 年新产品推出速度加快，为渠道的增长提供内生动力

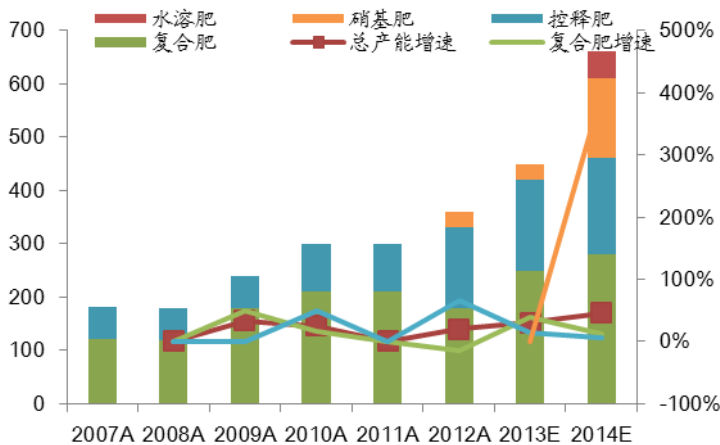
复合肥目前处于跑马圈地的时期，如何快速抢占市场是关键。除了渠道的扩张和深耕之外，新产品的不断推出和成功推广是快速抢占市场的内生动力。

公司的新品推出主要分为两类：一类是已有产品复合肥、控释肥的更新换代，使其针对某类作物效果更佳；另一种是新型肥料硝基肥、水溶性肥的产能投放。新产品往往意味着新的卖点，如果配合成功的宣传推广就可迅速放量，抢占市场。公司目前通过产品的全国推广，不断发现农民的种植需求，然后依托高端研发平台，不断创新产品品类。

2014 年公司新增产能 210 万吨，产能增速 46.7%，是公司自 2007 年以来产能增速最快的一年，新增产能以硝基肥、水溶性肥等高端新型肥料为主，其中新增产能中硝基肥占 57.1%，水溶性肥占 23.8%，二者将是公司未来几年的重点推广品种。

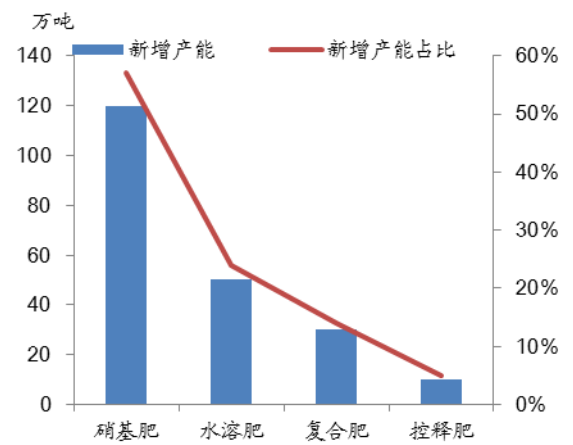
同时，2012-2014 年是公司新品推出速度明显加快的 3 年：（1）2012 年 3 季度公司推出新品硝基肥，主打产品硝基 3+三；（2）2013 年 3 季度公司改良了控释肥的配方，使其能够成功应用于小麦，推出秋季主打产品“硝基双效肥”；（3）2014 年公司即将推出用于冲施和滴灌的水溶性肥料。未来公司渠道的内生增长的重要动力来自于新型肥料的产能投放以及原有产品的更新换代。

图 13: 金正大产能及增速



资料来源：中投证券研究总部

图 12: 各类复合肥新增产能及占比



资料来源：中投证券研究总部

表 3: 金正大主打新品推出进度

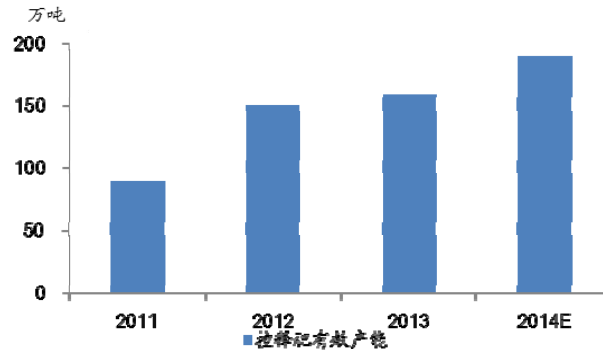
推出时间	新品	简介
2014 年春季	水溶性肥	高端新型肥料，主要用于经济作物的滴灌和冲释
2013 年秋季	硝基双效肥	硝基肥加入控释因子，可作用于小麦
2012 年秋季	硝基 3+三	硝基肥高端品种

资料来源：中投证券研究总部

3.1.1 2013 年推出新品硝基双效肥，未来中原 5 省控释肥市场空间将扩大 1.5 倍

公司是全国最大的控释肥企业，目前公司控释肥名义产能 170 万吨，市占率超过 50%，预计 2014 年控释肥新增产能 10 万吨。公司目前控释肥的收入占比约为 40%，利润占比为 48%，是公司的主打品种。

图 14: 金正大控释肥有效产能



资料来源：中投证券研究总部

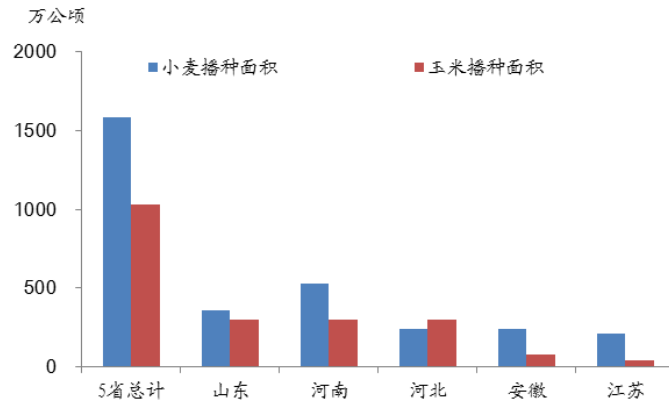
硝基双效肥使控释肥成功应用于小麦，未来中原 5 省的控释肥市场空间有望扩大 1.5 倍，有效提升产能利用率。

过去，控释肥主要应用在大田作物玉米上，占比约 80%，而在小麦的应用上效果不佳，因此控释肥的销售季节主要集中在春季，2009H-2013H，控释肥上半年的开工率一直接近 100%，而下半年的开工率会略有下降。

2013 年 3 季度公司推出了硝基双效肥，从技术上解决了控释肥在冬小麦基肥上应用效果不佳的情况。过去，在春季小麦拔苗期地表温度过低，控释肥里的养分不容易释放出来，从而导致小麦出现脱肥。硝基双效肥是在硝基肥的基础上加入了控释粒子，其中的硝态氮、铵态氮可被植物直接吸收、快速起效，保证作物前期、中期养分充足长得壮，控释氮保证作物后期不脱肥。目前硝基双效肥率先在重点市场中原 5 省开始推广。

公司的重点市场中原五省主要包括山东、河南、河北、安徽、江苏，**该 5 省控释肥的销量占比约 80%**。2011 年数据显示，中原 5 省玉米播种面积为 1029 万公顷，而小麦种植面积为 1581 万公顷，小麦是玉米播种面积的 1.5 倍。因此，未来若控释肥可在小麦作物上成功推广，中原 5 省控释肥的市场空间将扩大 1.5 倍，控释肥的开工率在下半年也会有所提升。

图 15: 中原 5 省小麦、玉米播种面积对比

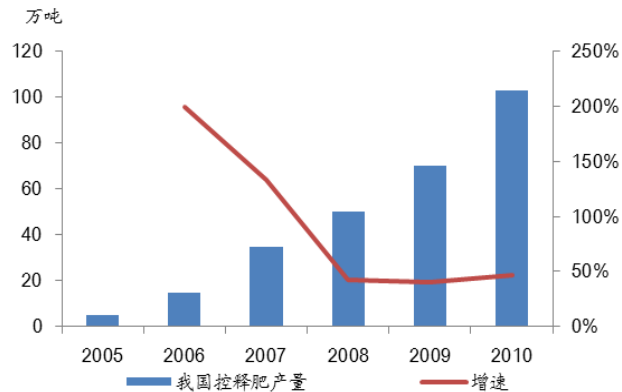


资料来源: wind, 中投证券研究总部

控释肥仍处于起步期, 未来市场空间巨大。

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, 缓控释肥近年的高增长是新产品在市场导入期的必然; 从相对占比来看, 2012 年我国复合肥产量约 5700 万吨, 而控释肥产量仅 300 万吨, 占比仅为 5.2%, 依然有相当大的发展空间。

图 16: 2005-2010 年控释肥产量及增速



资料来源: 中投证券研究总部

控释肥改变施肥习惯, 下游客户粘性较大。

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”直接改变了农民的施肥习惯, 最大的优点是节约劳动力同时提高肥效, 在农村人口老龄化的趋势下, 控释肥对下游的粘性较大。

表 4: 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：中投证券研究总部

表 5：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
2011 年 4 月 15 日	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

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 6：主要控释肥技术及特性

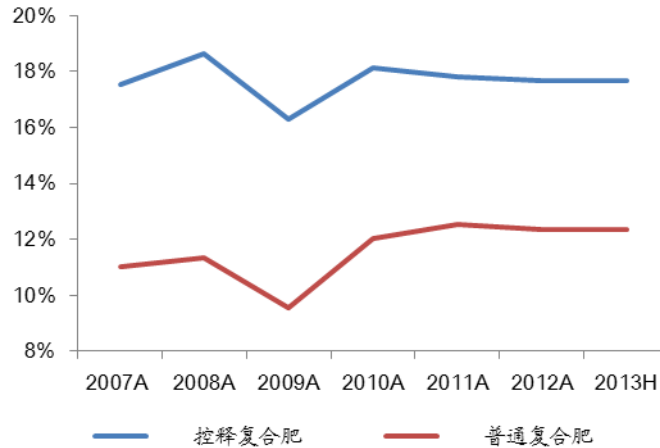
控释技术	树脂包膜	脲甲醛缓释	稳定性肥料	硫包衣尿素
优点	通过高分子树脂在肥料外形成包膜，可以起到长效、缓效的作用	通过尿素甲醛缩合控制氮的释放，可控、高效、环保	通过加入抑制剂减缓尿素水解及氮素吸收，增加氮施肥效率，成本低	通过在尿素外面包裹硫磺，兼顾缓释氮肥和硫肥的功效
缺点	释放效应有待提高，包膜材料可以改进	甲醛残留，仅能提供氮素缓释	仅对氮素有缓释效果	仅对尿素包膜，养分含量低，控释效果差

资料来源：中投证券研究总部

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 400-500 元左右，毛利率比普通复合肥高 3% 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 17: 金正大控释肥、普通复合肥毛利率对比



资料来源：公司公告

3.1.2 2013-2014 年硝基肥产能扩张 3 倍，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。

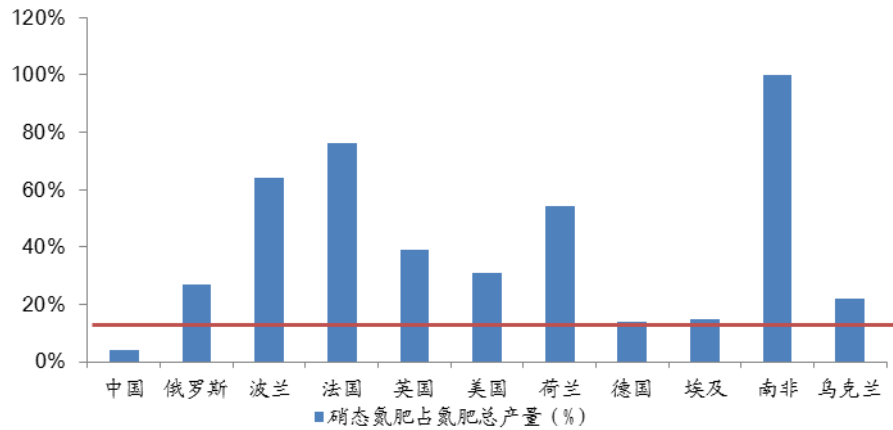
表 7: 各性态氮肥比较

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[(NH ₂) ₂ CO]、石灰氮	脲甲醛、异丁叉二脲、草酰胺
氮存在形式	NH ₄ ⁺ 、NH ₃ ·H ₂ O	NO ₃ ⁻	- CONH ₂	NH ₄ ⁺ 、- 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》、中投证券研究总部

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，目前硝基氮肥占氮肥的比例仅仅 4% 左右，远远低于世界平均水平。

图 18: 各国硝基氮肥占比对比



资料来源：中投证券研究总部

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 8: 我国经济作物硝基复合肥需求测算

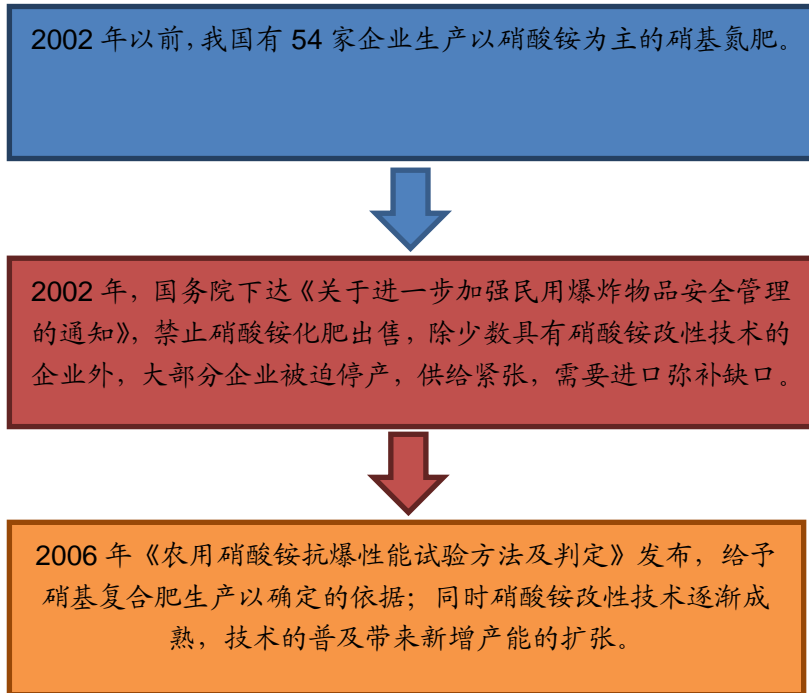
	化肥使用量 (kg/亩)	播种面积 (万亩)	化肥需求 (万吨)
烟叶	40	2017.5	201.75
蔬菜	50	28500	1425
茶园	120	2955	354.6
果园	60	17316	1038.96
合计		50788.5	3020.31

资料来源：中投证券研究总部

短期供需缺口依然存在，毛利率仍可维持 18%-20%。

硝基复合肥由于早期的限制使其长久以来维持了的供求紧张的态势，毛利率一直保持较高水平。公司硝基肥的毛利率接近 20%，比普通复合肥高约 5%。

图 19: 硝基复合肥行业相关政策的影响



资料来源: 中投证券研究总部

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 2012 年, 我国硝基复合肥产能 658 万吨左右, 拟建在建项目产能约为 1000 多万吨。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%-20%。

表 9: 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艰责任公司	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	120
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

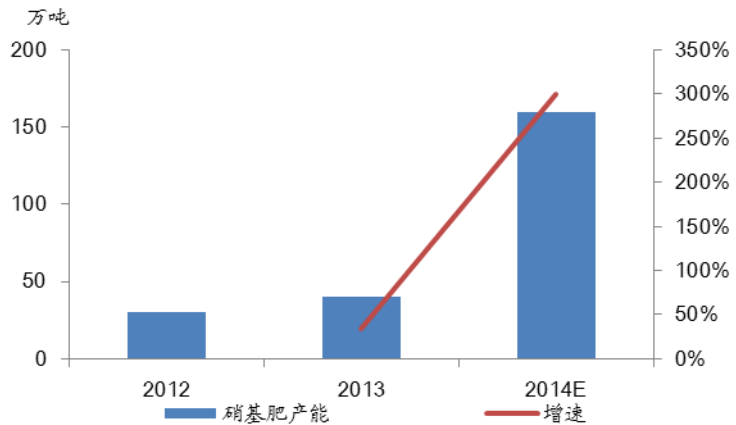
资料来源：中投证券研究总部

未来 120 万吨新增产能将成为公司业绩的主要增长点。

目前公司硝基肥产能 40 万吨，其中菏泽 30 万吨产能是普通复合肥改造项目，在去年 7 月正式投产，另外 10 万吨为临沭本部控释肥产能改造。公司硝基肥自投产以来，开工率一直维持在 90% 以上。一方面原因是目前硝基的供需比较紧张，另一方面因为硝基肥是速效肥，见效快，推广的时间周期相对控释肥较短，产能一旦投放就可实现迅速放量。

预计 2014 年公司将新增硝基肥产能 120 万吨，其中菏泽 60 万吨，贵州 60 万吨，产能扩张 3 倍。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。

图 20: 硝基肥产能及增速



资料来源：中投证券研究总部

3.1.3 50 万吨高端水溶性肥料预计 2014 年投产，为公司带来新的业绩增长点

水溶肥仍有 4 倍市场空间。

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。

表 10: 水溶性肥料的优势

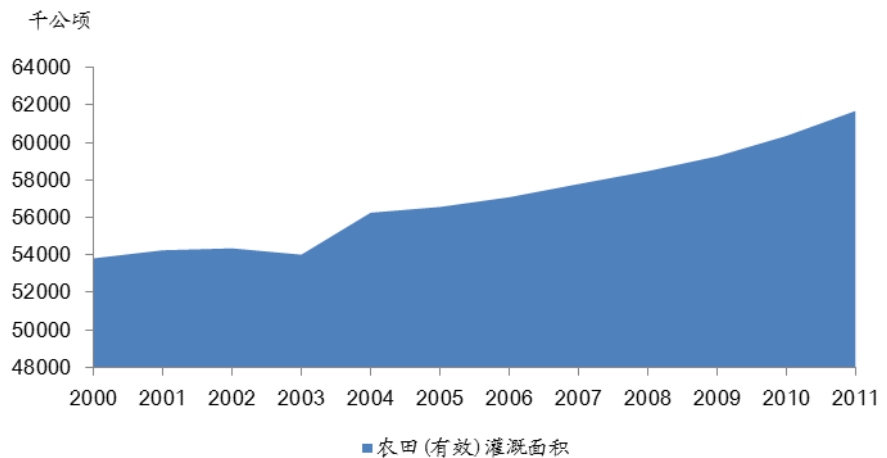
- 1 快速完全溶于水，无残渣
- 2 使用方便，养分利用率高，见效快。水溶性肥的养分利用效率是传统肥料的 2-3 倍，可以达到 80%-90%。
- 3 可与喷滴灌联合使用，省水、省肥、省工，配合滴灌技术需水量仅为普通化肥的 30%。
- 4 有利于实现水肥一体化。水溶性肥的高利用效率，以及水肥一体化施用的省水效果

资料来源：中投证券研究总部

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。

根据农业部农业技术推广服务中心统计，2011 年国内农田灌溉面积约为 9 亿亩，占全国耕地面积的 49.6%，而水肥一体化面积仅为 3100 万亩，占比约为 3.4%，相比美国的 35%、以色列的 90%仍有较大的提升空间。据测算，我国目前具备应用水肥一体化技术的作物面积约为 4 亿亩，相比目前的 3100 万亩有 13 倍的空间。假设每亩地平均每年需水溶肥 20KG 计算，4 亿亩地可带动 800 万吨的水溶肥需求，目前全国水溶肥产量 200 万吨，仍有 4 倍的市场空间。

图 21: 我国有效灌溉面积（千公顷）



资料来源：农业部，中投证券研究总部

水溶性肥投产，将为公司带来新的业绩增长点。

水溶肥属于高端肥料，目前水溶肥多为进口产品，流通环节暴利现象严重。例如以色列进口水溶肥港口报价 1.2 万元/吨，再批发价 1.4 万元/吨，终端售价 2.6 万/吨，吨毛利高达 2000 元/吨。由于水溶肥行业的暴利情况比较严重，终端售价太高，推广普及度并不理想。

公司推广水溶性肥料主要措施有：

- 1、降低产品售价。公司力求改变水溶肥行业的暴利现状，把终端价格控制在 1.6 万/吨，让农民用上实惠的水溶肥，同时也有利于水溶肥的放量；控制

价格主要方式在生产环节上通过技术改良降低成本，为经销商提供有竞争力的产品，从而让其服从管理；在渠道上采取强制管理的措施，打破流通环节暴利。

2、实行产品替代。 大类水溶性肥料主要有两类产品：一类是冲释肥，一类是大量元素水溶肥。（1）公司希望通过冲施肥替代高端复合肥。高端复合肥水溶性较差，用量大且效果不佳；而水溶性肥用量为普通肥的一半，价格比普通肥高 30%，施用方便性且价比高；（2）通过大量元素水溶肥替代进口水溶肥，终端价格比进口肥便宜 20%-30%，质量可达到进口肥标准。

公司规划水溶性肥产能共 50 万吨，其中临沭本部 10 万吨水溶性肥预计明年 2 季度发挥产能，贵州 40 万吨水溶性肥料明年 1 季度投产。未来公司规划做到百万吨级水溶肥产能。目前水溶性肥正在高速发展时期，该品种的盈利能力较强。公司目前大量元素水溶性肥平均售价为 8600-13000 元/吨左右，冲施肥售价 4800 元/吨。该品种的毛利率较高，约为 20%-50%，预计未来随着新增产能投产，公司通过强有力的营销和渠道可迅速消化产能，带动业绩增长。

3.2 渠道高速增长：邮政渠道发力，传统渠道核心市场增长加速+外围市场大力布局

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 60%，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 10%，是公司重点打造的潜力品牌，主要销售控释肥、硝基复合肥中的高含量的品种以及水溶性肥，瞄准华南地区的经济作物的巨大市场；金正大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 27%-28%，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。

表 11: 金正大 5 大品牌对比

品牌	收入占比	产品品种	品牌定位	面向区域	品牌渠道模式
金大地	约 28%	普通复合肥	普通	全国	邮政渠道
沃夫特	约 60%	控释肥+硝基肥+普通肥	普通	全国	传统经销商
金正大	约 10%	水溶肥+控释肥+硝基肥+普通肥	高端	华南	传统经销商
嘉安磷、奥磷丹	3%以下	特殊配比的肥料	小批量定制	全国	传统经销商

资料来源：中投证券研究总部

3.3.1 与邮政合资办厂利益绑定，带动邮政渠道重回高增长轨道

公司金大地品牌完全交给邮政渠道销售，今年上半年的收入占比约 28%。公司同邮政渠道进行创新合作，2011 年 9 月公司与河南邮政共同出资在河南省成立合资公司河南豫邮金大地科技服务有限公司，其中公司出资 60%，河南邮政出资 40%。2013 年 2 月公司公告河南豫邮金大地投资建设 30 万吨新型复合肥+10 万吨新型作物缓控释肥项目，已于今年 1 月份试生产，产品由河南邮政公司负责销售。

邮政渠道的优势在于终端价格便宜、网点数量多、渠道形象好，劣势在于终端服务差、渠道下沉力度不够、产品升级慢。主要原因是过去双方在合作上有所顾虑，公司对邮政渠道的投入有限，邮政渠道受制于体制，销售动力不足，渠道下沉力度不够，导致过去两年邮政渠道的销量逐渐下滑。

表 12: 渠道营销变革前邮政渠道优劣势对比

优势	终端价格便宜	在同品类产品中，邮政到终端零售网点的加价约为 290 元/吨，而传统经销商到终端网店加价约为 800 元/吨。
	网点数量多	邮政三农服务站网点几十万个，遍布全国，比传统经销商网点覆盖更广
	渠道形象好	邮政代表政府形象，相比传统渠道的小品牌复合肥，农户更加信任邮政三农服务站销售的产品。
劣势	终端服务少	很少对终端进行试验示范、技术指导和推广培训。
	渠道下沉力度不够	直接发货至三农服务站被动销售，不像传统渠道走向入户。
	产品升级换代慢	新产品、新包装的更换频率比传统渠道慢

资料来源：中投证券研究总部

今年，公司对邮政渠道进行营销变革，率先以河南邮政为试点，与其合资办厂，进行利益绑定，打消了彼此的顾虑。邮政渠道在复合肥销售上动力十足，销售模式也从过去的被动销售变为主动：邮政渠道通过农化服务站以及依托政府平台建立合作社，每个县设置分社，每个村找带头人承担复合肥销售的角色，并给予一定的奖励。一系列激励措施使邮政渠道重回高增长的轨道。2013 年上半年河南邮政的销量增速约为 113%，充分反映了该模式的有效性。

接下来公司计划针对邮政渠道的劣势实施进一步的激励和改进措施：1、新品导入。过去邮政渠道以销售低端普通复合肥为主，产品升级换代较慢，今年公司把新品硝基双效肥等导入邮政渠道，为渠道内生增长提供动力；2、今年秋季对邮政渠道 8 万个网点进行产品、试验示范和推广的培训，提高邮政渠道推销高端产品的意识和能力，提高终端服务能力；3、帮助邮政渠道做示范田，在 2014 年春季 2-3 月份开始围绕示范田组织观摩会、技术讲座、订货会；4、在邮政渠道内部制定一系列高端产品推广奖励措施。一系列的推广和激励措施预计可以在今年冬储以及明年春季备肥期体现效果。我们预计，未来河南邮政试点的成功可复制到外省，邮政渠道可重新步入高速增长的轨道。

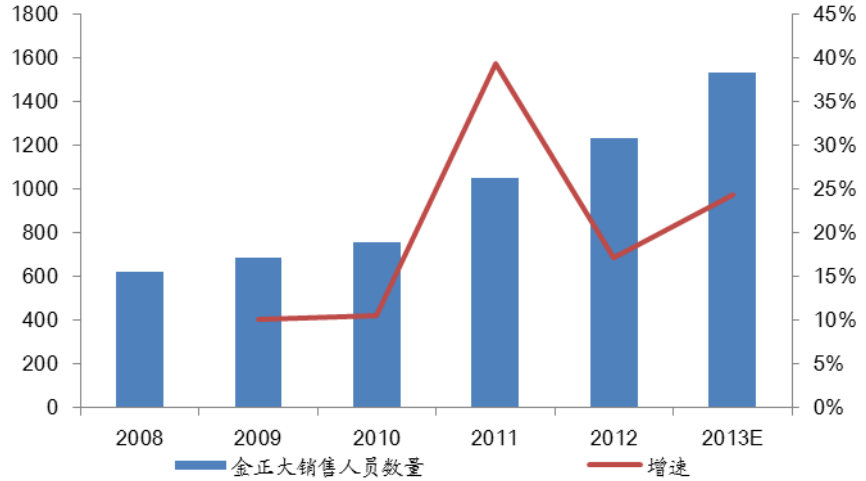
3.3.2 传统渠道核心市场增长加速+外围市场大力布局，业绩将迎来爆发式增长的契机

销售人员数量快速增长，侧面反映渠道的快速下沉和扩张。

公司从 2008 年开始销售人员的数量快速上升，预计到 2013 年底公司销售人员已达到 1500 多人，从侧面反映了公司渠道的快速下沉和扩张。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 22: 金正大销售人员数量增长迅速



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

核心市场增长加速。

公司的核心市场集中在山东、河南、河北、安徽、江苏。14 年山东、河南、安徽生产基地新增 60 万吨硝基复合肥、10 万吨水溶性肥产能。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。

表 13: 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	广东
2013 年产能	110 万吨复合肥, 120 万吨控释肥	60 万吨复合肥, 30 万吨控释肥, 30 万吨硝基肥	20 万吨复合肥	30 万吨复合肥, 10 万吨控释肥	30 万吨复合肥 +10 万吨控释肥	—	—
2014 年新增产能	10 万吨水溶性肥 (14 年 2 季度)	60 万吨硝基复合肥新建 (14 年年初投产)	10 万吨复合肥, 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 (14 年 1 季度投产)	20 万吨复合肥 (13 年年底投产), 10 万吨复合肥 14 年投产
2013 年有效产能	250 万吨复合肥, 170 万吨控释肥, 30 万吨硝基复合肥。						
2014 年有效产能	280 万吨复合肥, 180 万吨控释肥, 150 万吨硝基复合肥, 50 万吨水溶性肥。						

产能

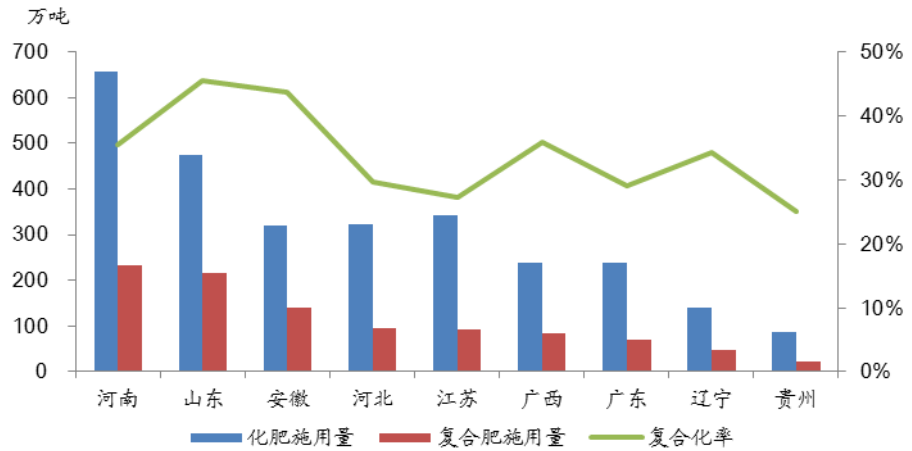
数据来源：中投证券研究总部

从 13 年上半年来看，销量增长较快主要是东部市场山东、江苏、河南的贡献。**核心市场增加较快的主要原因是：1、新产品导入。**去年推出的硝基复合肥等产品今年导入渠道，为渠道的增长提供了内生动力；**2、深耕渠道。**核心市场一级网点布局基本完成了，渠道的增长主要来源于二级网点的开发，目前公司在核心区域山东、河南的市占率约为 10%，二级网点的空白区域仍有很多，市占率的天花板远远未到；**3、金正大品牌逐渐崛起。**沃夫特品牌目前是公司的现金奶牛（收入占比约 60%），收入增速在 20%左右。今年开始公司把重点逐渐转向金正大品牌（收入占比 10%），对其营销推广投入较多，金正大品牌上半年收入同比翻 1 倍，未来改品牌定位逐渐清晰，金正大更加专注于高含量的新型肥料，面向高端经济作物市场，是公司未来重要的增长引擎。

外围市场已开始大力布局。

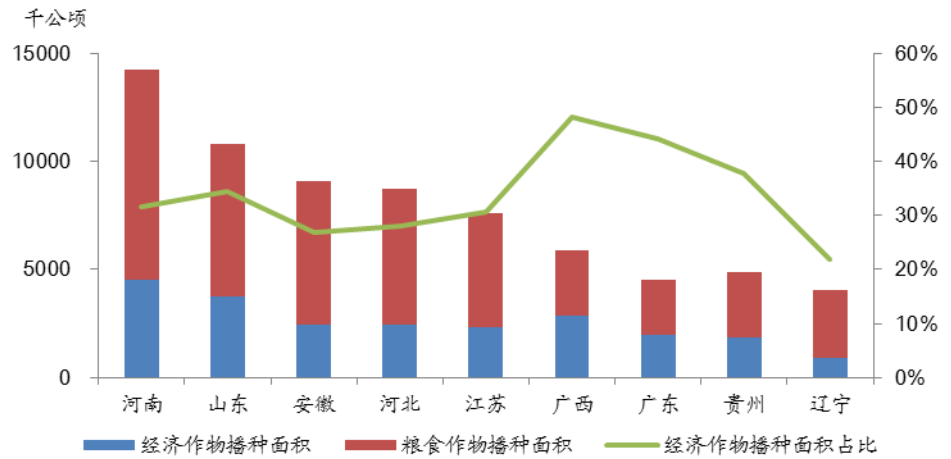
14 年复合肥产能扩张至辽宁、贵州、广州两省，主要面向辽宁、贵州、广东、广西等潜力市场。辽宁省的种植结构与吉林省相当，但是复合化率却远低于吉林省（辽宁 34%，吉林 53%），该省的复合肥市场空间较大。贵州生产基地以硝基复合肥、水溶性肥料等新型肥料为主，依托于当地磷矿资源，获取低成本生产优势，目标市场为广东、广西两地。两广的农作物种植面积合计超过山东，经济作物占比较高，其中蔬菜、果园等种植面积居全国前列，对高端肥料的需求较大，适合硝基复合肥、水溶性肥的推广和销售。

图 23：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，中投证券研究总部

图 24: 公司产能扩张区域的种植结构



资料来源: ifind, 中投证券研究总部

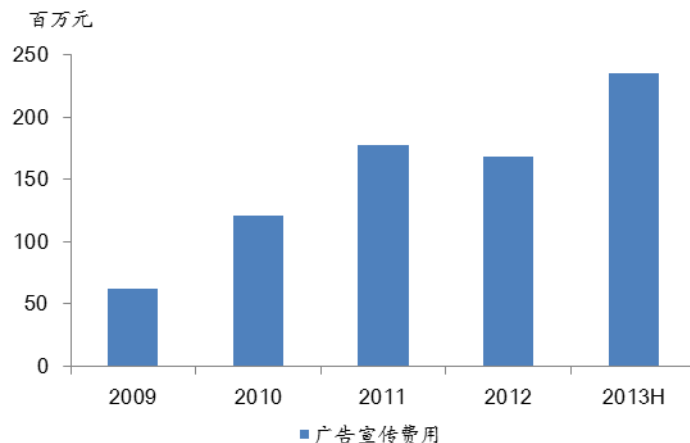
目前公司经销商 3000 多家, 今年新增 500 家, 其中有 200 多家为南方新市场。今年公司从核心市场派出 100 多个业务员去南方市场如湖南、江西、广东、广西等地区, 主要通过复制核心市场的渠道建设模式开拓外围市场。

无论在核心市场深耕渠道还是在外围市场吸引优质经销商, 都需要一套有效的渠道建设措施。

公司建设渠道的主要方式:

1、协助经销商做宣传推广工作。经销商最关注的指标是销量和吨净利; 公司加大广告投入力度的同时协助经销商做宣传推广活动, 帮助其做大规模, 如: 帮助经销商装修店面、通过示范田和观摩会向下游客户做产品宣传; 同时公司还通过提供农化知识讲座、种植指导、田间管理等服务保证产品价格稳定, 从而在上游原材料单边下跌的市场中维持稳定的吨净利。由于近几年新增产能较多, 公司提前布局营销, 广告宣传上的投入上升较快, 为未来的新增产能消化做铺垫。

图 25: 金正大 2013 年上半年广告宣传费用增长较快

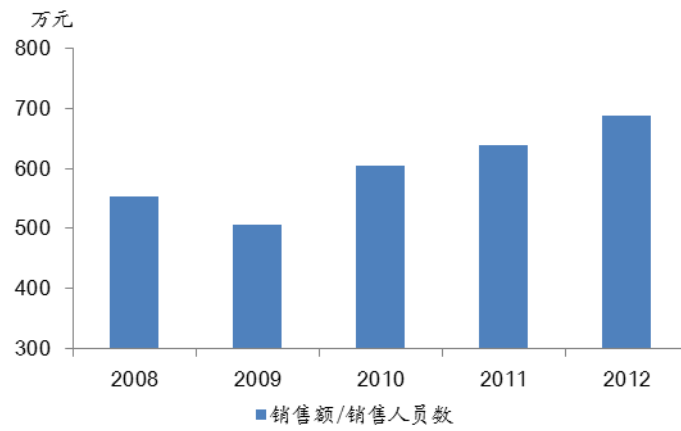


资料来源: wind, 中投证券研究总部

2、利益绑定。公司与经销商成立合资公司, 公司控股 60%, 通过合资公司提供农化服务和销售公司产品, 实现利益绑定。目前, 公司已经成立鹰潭金正大农化服务有限责任公司和黑龙江奥磷丹肥业科技有限公司。

公司通过有效地渠道建设模式增强了渠道控制力，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 26: 人均销售额变化



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

四、投资建议：强烈推荐

4.1 盈利预测

表 14：盈利预测表

	2012	2013E	2014E	2015E
普通复合肥销售收入(百万元)	4,824	5,225	5,400	5,670
普通复合肥销售成本(百万元)	4,229	4,457	4,644	4,876
普通复合肥毛利率	12.34%	14.70%	14.00%	14.00%
普通复合肥销量(万吨)	170	190	200	210
普通复合肥价格(元/吨)	2,838	2,750	2,700	2,700
控释肥销售收入(百万元)	3,119	3,900	4,425	4,720
控释肥销售成本(百万元)	2,568	3,212	3,651	3,894
控释肥毛利率	17.65%	17.65%	17.50%	17.50%
控释肥销量(万吨)	98	130	150	160
控释肥价格(元/吨)	3,182	3,000	2,950	2,950
硝基复合肥销售收入(百万元)	544	1,160	1,995	2,565
硝基复合肥销售成本(百万元)	463	931	1,616	2,078
硝基复合肥毛利率	14.80%	19.76%	19.00%	19.00%
硝基复合肥销量(万吨)	21	40	70	90
硝基复合肥价格(元/吨)	2,590	2,900	2,850	2,850
水溶性肥销售收入(百万元)	—	—	1,200	2,400
水溶性肥销售成本(百万元)	—	—	900	1,800
水溶性肥毛利率	—	—	25.00%	25.00%
水溶性肥销量(万吨)	—	—	15	30
水溶性肥价格(元/吨)	—	—	8,000	8,000
原料化肥收入(百万元)	1744	1922	1922	1922
原料化肥成本(百万元)	1719	1878	1878	1878
原料化肥毛利率	1.47%	2.26%	2.26%	2.26%
其他销售收入(百万元)	23	23	23	23
其他销售成本(百万元)	11.63	17.00	17.00	17.00
营业收入(百万元)	10,254	12,240	14,965	17,780
营业成本(百万元)	8,991	10,502	12,706	14,903

资料来源：中投证券研究总部

4.2 投资建议：强烈推荐

公司目前股本为 7 亿，对应公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.00、1.38、1.88 元，对应 PE 分别为 17.5、12.6、9.3，未来 6-12 个月的目标价为 26 元，给予“强烈推荐”评级。

4.3 风险提示

1、新品推广不达预期。公司渠道未来的内生增长主要来自于新品的持续成功推广。13年秋季公司推出的硝基双效肥以及14年新推出的水溶肥对销售的贡献在14年才能体现，产品的实际应用效果不佳以及营销推广策略不当会出现销量不达预期的可能性。

2、销售费用率上升过快影响净利润。14年为公司产能扩张最快的一年，公司面临巨大的产能消化的压力，因此公司在营销方面提前布局，短期导致销售费用率的上升；同时，13年上游原材料跌价导致复合肥行业收缩，公司逆势扩张，销售费用率也随之上升。若未来新品推广不达预期，费用率可能上升过快影响净利润。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3968	5039	6489	8316
现金	581	868	1441	2394
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	27	34	41	49
预付账款	989	1355	1639	1923
存货	2335	2727	3300	3870
其他	36	55	67	80
非流动资产	2839	2792	2829	2845
长期投资	0	103	103	103
固定资产	970	1412	1543	1519
无形资产	194	345	495	646
其他	1674	932	687	577
资产总计	6806	7831	9318	11161
流动负债	2143	2560	3076	3599
短期借款	0	0	0	0
应付账款	212	1118	1353	1587
其他	1930	1441	1723	2012
非流动负债	1062	1074	1074	1074
长期借款	0	0	0	0
其他	1062	1074	1074	1074
负债合计	3204	3634	4150	4673
少数股东权益	74	74	79	84
股本	700	700	700	700
资本公积	1311	1311	1311	1311
留存收益	1517	2112	3078	4393
归属母公司股东权益	3528	4123	5089	6403
负债和股东权益	6806	7831	9318	11161

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	458	629	755	1122
净利润	544	700	970	1320
折旧摊销	100	122	162	183
财务费用	31	-11	-17	-29
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-243	-372	-361	-352
其它	27	190	1	1
投资活动现金流	-1342	-254	-199	-199
资本支出	1252	-3	45	45
长期投资	-78	103	0	0
其他	-169	-154	-154	-154
筹资活动现金流	-27	-88	17	29
短期借款	-370	0	0	0
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	343	-88	17	29
现金净增加额	-911	287	573	952

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10254	12240	14965	17780
营业成本	8991	10502	12706	14903
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	418	699	854	1015
管理费用	195	211	257	306
财务费用	31	-11	-17	-29
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	616	836	1161	1581
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	620	840	1165	1585
所得税	77	140	194	264
净利润	544	700	970	1320
少数股东损益	-3	0	4	6
归属母公司净利润	547	700	966	1314
EBITDA	748	947	1305	1735
EPS (元)	0.78	1.0001	1.3803	1.88

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	34.5%	19.4%	22.3%	18.8%
营业利润	14.3%	35.7%	38.8%	36.2%
归属于母公司净利润	25.3%	28.0%	38.0%	36.0%
获利能力				
毛利率	12.3%	14.2%	15.1%	16.2%
净利率	5.3%	5.7%	6.5%	7.4%
ROE	15.5%	17.0%	19.0%	20.5%
ROIC	15.8%	17.2%	21.7%	27.2%
偿债能力				
资产负债率	47.1%	46.4%	44.5%	41.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.85	1.97	2.11	2.31
速动比率	0.76	0.90	1.04	1.24
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.67	1.75	1.74
应收账款周转率	4108	-	-	-
应付账款周转率	42.73	15.78	10.28	10.14
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.00	1.38	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.90	1.08	1.60
每股净资产(最新摊薄)	5.04	5.89	7.27	9.15
估值比率				
P/E	22.33	17.45	12.64	9.29
P/B	3.46	2.96	2.40	1.91
EV/EBITDA	16	13	9	7

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

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

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。

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。

免责声明

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总部

公司网站:

<http://www.china-invs.cn>

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