

研究所

证券分析师：代鹏举

021-68591581

联系人：梁冰

021-68591568

S0350512040001

daipj@ghzq.com.cn

liangb@ghzq.com.cn

产品结构升级、营销给力，复合肥龙头加速成长

——金正大（002470）调研简报

投资要点：

近日我们调研了金正大，了解公司经营情况和发展规划。

- **复合肥需求增速高于化肥整体增速，其中产品结构合理、品牌美誉度高、渠道占优的龙头企业市场占有率将逐步提高。**我国化肥消费量整体增速 2%-3%，其中复合肥凭借其肥力均衡、施用方便等优点，取得高达 7% 的增速。全国复合肥总产能近 2 亿吨，需求量 5000 万吨左右。与大多化工产品不同，复合肥技术及资金壁垒均不高，具有类消费属性，品牌及营销至关重要；龙头企业才能凭借优秀的品牌形象和持续的营销推动获取越来越高的市场份额。
- **作为控释肥行业标准和国家标准的制定者，公司借此树立了技术先进的企业形象。**其五大品牌（金正大、金大地、沃夫特、奥磷丹、嘉安磷）定位清晰，其中金正大是高端产品、金大地是走邮政物流渠道销售，沃夫特是换控释肥，奥磷丹和嘉安磷是小批量的定制产品。
- **公司区域分布合理，拥有 10 大生产基地，分别面向全国各农业产区；产品升级的同时产能不断增加。**2014 年将新增 120 万吨硝基肥、50 万吨水溶肥、30 万吨复合肥、10 万吨控释肥产能。未来普通复合肥将平稳发展，控释肥将把产能向目前较为薄弱的区域铺开，而硝基肥和水溶肥产能扩张速率会相对较慢，微生物肥料、功能性肥料等储备产品也将逐步推出。
- **明年公司将继续深入推进顾问式营销，即通过举办技术讲座等方式和农民深度沟通，从而加大高端复合肥如硝基肥、水溶肥和种肥同播技术的推广力度，区域方面将向南方倾斜。**公司渠道形态合理，在县级对三个品牌分别设立一级经销商，乡级设二级经销商。配合高端品种的推出，营销投入也逐年加大，去年销售人员数量 1100 人，今年已增加到 1300 人。
- **公司发展思路清晰，中期目标是做优秀的千万吨级复合肥生产商，长期则致力于成为领先的农业服务提供商。**土地流转加快对公司无疑是重大利好，但公司对于农化企业涉足土地承包等业务看法较为谨慎。我们预计其 2013-2014 年的摊薄 EPS 分别为 1.01 元、1.30 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场系统性风险、产能释放不达预期风险。

表 1、金正大盈利预测

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					每股指标				
ROE	15.5%	17.1%	18.4%	19.2%	EPS	0.78	1.01	1.30	1.66
毛利率	12.3%	13.8%	14.3%	15.1%					
期间费率					估值				
销售净利率	5.3%	5.7%	6.2%	6.9%	P/E	28.7	22.2	17.3	13.5
成长能力					P/B				
收入增长率	34%	21%	17%	16%	4.4 3.8 3.2 2.6				
利润增长率	25%	29%	28%	28%					
营运能力					利润表 (百万元)				
总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	营业收入	10254	12405	14555	16894
应收账款周转率					营业成本	8991	10690	12478	14349
存货周转率	4.4	3.8	3.8	4.1	营业税金及附加	2	0	0	0
偿债能力					销售费用	418	620	728	845
资产负债率	47.1%	45.5%	42.5%	36.7%	管理费用	195	236	262	304
流动比	1.9	1.9	2.2	2.7	财务费用	31	(1)	(7)	(16)
速动比	0.8	0.6	0.9	1.2	其他费用 / (-收入)	1	0	10	12
资产负债表 (百万元)					营业利润	616	860	1104	1425
					营业外净收支	4	4	4	4
现金及现金等价物	581	120	934	1165	利润总额	620	863	1108	1428
应收款项	63	76	189	220	所得税费用	77	155	199	264
存货净额	2335	3244	3244	3731	净利润	544	708	908	1164
其他流动资产	989	1175	1373	1578	少数股东损益	(3)	1	1	1
流动资产合计	3968	4615	5740	6694	归属于母公司净利润	547	707	907	1163
固定资产	970	1569	2061	2044	EPS	0.78	1.01	1.30	1.66
在建工程					现金流量表 (百万元)				
无形资产及其他	1869	1537	805	835	经营活动现金流	458	11	974	513
长期股权投资	0	0	106	106	净利润		707	907	1163
资产总计	6806	7721	8712	9679	少数股东权益	(3)	1	1	1
短期借款	0	51	60	80	折旧摊销		153	226	252
应付款项	212	253	1179	574	公允价值变动		(0)	(16)	(27)
预收帐款	820	855	699	1148	营运资金变动		(849)	(144)	(874)
其他流动负债	1110	1295	692	696	投资活动现金流	(1342)	(420)	(93)	(265)
流动负债合计	2143	2454	2630	2498	资本支出	0	(420)	(247)	(265)
长期借款及应付债券	0	0	0	80	长期投资		0	0	0
其他长期负债	1062	1062	1074	1058	其他		0	155	0
长期负债合计	1062	1062	1074	1058	筹资活动现金流	(27)	(53)	(67)	(17)
负债合计	3204	3516	3704	3556	债务融资		51	9	20
股本	700	700	700	700	权益融资				
股东权益	3602	4205	5008	6123	其它		1	29	12
负债和股东权益总计	6806	7721	8712	9679	现金净增加额	(911)	(461)	814	231

资料来源：公司数据，国海证券研究所

【石油和化工研究团队】

代鹏举： 分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，三年化工行业工作经历，四年证券行业化工研究经历，2011年新财富分析师入围。

翟卢琼： 分析师，化学工艺硕士，两年证券行业化工研究经历，主要负责基础化工行业及相关上市公司的研究。

周成娟： 分析师，四川大学高分子材料本科，四川大学高分子材料与工程硕士，蓝星新材1年工作经历，证券行业1年工作经历，目前主要负责新材料行业及相关上市公司的研究。

梁冰： 研究助理，天津大学生物化工本科，南开大学财务管理硕士。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、

本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn