

**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**

**拟与晋煤集团合作完善全国布局+节约成本**

2013年12月31日,金正大公告要点总结:(1)山东金正大生态工程股份有限公司拟与山西晋城无烟煤矿业集团有限公司合作,共同成立“山西晋美金正大农业科技集团有限公司”(以下简称“晋美金正大”),注册资本3亿元,晋煤集团出资1.2亿元,持股40%,金正大或其子公司出资1.8亿元,持股60%;(2)以自有资金913万元收购全资子公司山东金大地所持有的沃夫特100%的股权,并分别以自有资金5087万元、5000万元、5000万元增资子公司临沂沃夫特复合肥有限公司、奥磷丹化肥有限公司、山东金大地化肥有限公司。

**投资要点:**

- **与晋煤集团合作完善全国布局+节约生产、运输成本。**合资公司晋美金正大主要从事复合肥等产品的生产和销售,相当于公司在山西或将建立新的生产基地,完善了全国产能的布局,有利于公司渠道向山西、河北、陕西、宁夏、甘肃盒内蒙古西部拓展;同时,双方商定为解决公司山东临沭、菏泽基地生产所需的液氨,晋煤集团在临沭就进配套建设合成氨生产装置,为公司临沭基地配套,晋煤集团山东鄒城路发公司退城入园搬迁项目的合成氨和肥料产品为公司的菏泽基地配套,实现双方产业链对接,双方签订长期供货协议,晋煤集团按照公司的要求生产液氨、液态尿素或者符合公司要求的高品质颗粒尿素避免了生产中的尿素溶解等环节,节约了公司生产成本的同时也节约了运输成本。
- **增资子公司有望丰富渠道网络。**公司分别增资三个品牌保护类的子公司,未来有望依托该子公司发展渠道业务,丰富渠道网络。
- **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。
- 公司2013-2015年EPS分别为1.00、1.38、1.88元,对应PE分别为21.0、15.2、11.2,未来6-12个月的目标价为25元,给予“强烈推荐”评级。

**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       | 26.83 | 20.96 | 15.18 | 11.16 |
| P/B       | 4.16  | 3.56  | 2.88  | 2.29  |
| EV/EBITDA | 20    | 15    | 11    | 8     |

**6-12个月目标价:** 25.00元

当前股价: 20.96元

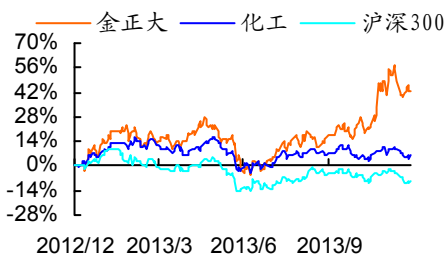
评级调整: 维持

**基本资料**

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2101.25 |
| 总股本(百万)  | 700     |
| 流通股本(百万) | 593     |
| 流通市值(亿)  | 124     |
| EPS      | 0.89    |
| 每股净资产(元) | 5.78    |
| 资产负债率    | 46.6%   |

**股价表现**

| (%)   | 1M     | 3M     | 6M     |
|-------|--------|--------|--------|
| 金正大   | -1.60% | 23.80% | 48.86% |
| 化工    | -2.89% | 0.08%  | 8.72%  |
| 沪深300 | -4.60% | -3.82% | 6.61%  |



**相关报告**

- 《金正大-三季报符合预期,未来新品推出速度加快将带动业绩高增长》2013-10-28
- 《金正大-新品推出加速+邮政渠道发力,带动业绩进入高速增长轨道》2013-10-10
- 《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

**附：财务预测表**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 会计年度            | 2012        | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
| <b>流动资产</b>    | 3968 | 5039  | 6489  | 8316  | <b>营业收入</b>     | 10254       | 12240        | 14965        | 17780        |
| 现金             | 581  | 868   | 1441  | 2394  | 营业成本            | 8991        | 10502        | 12706        | 14903        |
| 应收账款           | 0    | 0     | 0     | 0     | 营业税金及附加         | 2           | 1            | 1            | 2            |
| 其它应收款          | 27   | 34    | 41    | 49    | 营业费用            | 418         | 699          | 854          | 1015         |
| 预付账款           | 989  | 1355  | 1639  | 1923  | 管理费用            | 195         | 211          | 257          | 306          |
| 存货             | 2335 | 2727  | 3300  | 3870  | 财务费用            | 31          | -11          | -17          | -29          |
| 其他             | 36   | 55    | 67    | 80    | 资产减值损失          | 1           | 2            | 2            | 2            |
| <b>非流动资产</b>   | 2839 | 2792  | 2829  | 2845  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0    | 103   | 103   | 103   | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 970  | 1412  | 1543  | 1519  | <b>营业利润</b>     | 616         | 836          | 1161         | 1581         |
| 无形资产           | 194  | 345   | 495   | 646   | 营业外收入           | 5           | 5            | 5            | 5            |
| 其他             | 1674 | 932   | 687   | 577   | 营业外支出           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>    | 6806 | 7831  | 9318  | 11161 | <b>利润总额</b>     | 620         | 840          | 1165         | 1585         |
| <b>流动负债</b>    | 2143 | 2560  | 3076  | 3599  | 所得税             | 77          | 140          | 194          | 264          |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 544         | 700          | 970          | 1320         |
| 应付账款           | 212  | 1118  | 1353  | 1587  | 少数股东损益          | -3          | 0            | 4            | 6            |
| 其他             | 1930 | 1441  | 1723  | 2012  | <b>归属母公司净利润</b> | 547         | 700          | 966          | 1314         |
| <b>非流动负债</b>   | 1062 | 1074  | 1074  | 1074  | EBITDA          | 748         | 947          | 1305         | 1735         |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>EPS (元)</b>  | 0.78        | 1.0001       | 1.3803       | 1.88         |
| 其他             | 1062 | 1074  | 1074  | 1074  |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 3204 | 3634  | 4150  | 4673  |                 |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 74   | 74    | 79    | 84    | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 股本             | 700  | 700   | 700   | 700   | <b>会计年度</b>     | <b>2012</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> |
| 资本公积           | 1311 | 1311  | 1311  | 1311  | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 留存收益           | 1517 | 2112  | 3078  | 4393  | 营业收入            | 34.5%       | 19.4%        | 22.3%        | 18.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 3528 | 4123  | 5089  | 6403  | 营业利润            | 14.3%       | 35.7%        | 38.8%        | 36.2%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 6806 | 7831  | 9318  | 11161 | 归属于母公司净利润       | 25.3%       | 28.0%        | 38.0%        | 36.0%        |
|                |      |       |       |       | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 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%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 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         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 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        |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 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         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 26.83       | 20.96        | 15.18        | 11.16        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 4.16        | 3.56         | 2.88         | 2.29         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 20          | 15           | 11           | 8            |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

| 报告日期       | 报告标题                              |
|------------|-----------------------------------|
| 2013-10-28 | 《金正大-三季报符合预期，未来新品推出速度加快将带动业绩高增长》  |
| 2013-10-10 | 《金正大-新品推出加速+邮政渠道发力，带动业绩进入高增长轨道》   |
| 2012-11-1  | 《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》 |

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在  $\pm 10\%$  以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 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所

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<br>邮编: 518000<br>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<br>邮编: 100032<br>传真: (010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |