

## 金正大(002470.SZ)

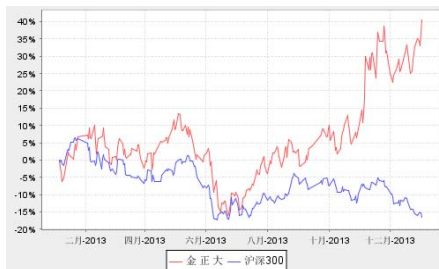
### 复合肥冠军的乘数效应：差异化×规模

**评级： 买入**      **前次：**  
**目标价(元)： 24.6-27.06**  
 分析师                      联系人  
 燕云                          刘强  
 S0740513110001  
 021-20315127              0531-68889344  
 yanyun@r.qlzq.com.cn    liuqiang@r.qlzq.com.cn  
 2014年5月16日

#### 基本状况

总股本(百万股)	700.00
流通股本(百万股)	700.00
市价(元)	19.40
市值(百万元)	13600.00
流通市值(百万元)	11500.00

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	10,254.	11,992.	14,130.	17,407.	20,661.
营业收入增速	34.45%	16.95%	17.83%	23.20%	18.69%
净利润增长率	25.31%	21.39%	29.85%	30.81%	33.13%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.95	1.23	1.61	2.14
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	18.52	22.46	16.32	12.48	9.37
PEG	0.73	1.05	0.55	0.40	0.28
每股净资产(元)	5.04	5.84	6.92	8.38	10.37
每股现金流量(元)	0.65	1.65	0.90	1.59	2.17
净资产收益率	15.50%	16.25%	17.81%	19.23%	20.68%
市净率	2.87	3.65	2.91	2.40	1.94
总股本(百万元)	700.00	700.00	700.00	700.00	700.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 复合肥行业：我们看好新型复合肥这片蓝海。**隐藏在复合肥整体需求增速稳定的背后，是新型复合肥消费的高速增长，硝基肥行业的平均产能利用率高达62%、水溶肥10-12年需求CAGR 82%，其背后朴素的逻辑在于农民只购买增产效果显著的肥料。而当下经济作物与粮食作物的二元价格体系，注定了农民更愿意在价格提升弹性大的经济作物上投资增产效果明显的复合肥。硝基肥对尿素的替代率为4%，未来有望增长到20%；受益于水肥一体化推广，水溶肥仍将以大于25%的速度增长，我们认为在土壤修复整治和农业节能环保趋势下，以硝基肥、水溶肥为代表的新型复合肥市场的天花板还远远没有到来。
- 零散行业，新型复合肥的开拓奠定金正大龙头地位。**复合肥行业整体集中度较低，CR10仅为30%。在行业整体产业利用率20%的情况下，公司依然保持近80%的高开工率，10-13年营收和净利润CAGR分别为30%和28%，其增长主要得益于新型复合肥及其拉动效应，主要是控释肥，经过8年培育，市占率达50%以上，连续7年销量CAGR在30%；看未来，14年新投产的120万吨硝基肥和50万吨水溶肥奠定了未来3-5年的以新型复合肥为发力点的战略基调。
- 新型复合肥成功的关键在于销售：渠道、品牌、营销。**复合肥作为充分竞争市场，原料和生产环节的差异并不明显，销售是形成竞争差异的主要环节，我们看好公司独特的营销模式：**多品牌策略+高密度的渠道覆盖+领先的农化服务。**
- 首先，多品牌策略和创新的邮政通路，构建高密度销售网络，看好平台规模效应带来的加乘。**作为类消费属性的复合肥，原料和生产环节的差异并不明显，销售是形成竞争差异的主要环节，渠道和营销是关键差异点。公司采用多品牌策略高密度覆盖有限的经销商资源，传统通路由“金正大”、“沃夫特”品牌主攻，拥有一级经销商3000，二级经销商达10万家，比单品牌同类企业多一倍以上。同时创新地利用

网点多、渠道深、形象好的邮政通路弥补传统渠道空白，现该渠道专属的“金大地”已覆盖到全国各省，稳定贡献 30%销量。硝基肥的市场拓展验证了成熟的网络渠道有助新品加速放量的逻辑，渠道的规模效应进入放大阶段，除了新肥（水溶肥）外，公司通过代理进口产品放大收入，如与挪威微生物公司“阿坤纳斯”合作，增加产品丰富性的同时也借机进军生态肥领域。

- **第二，规范的农化服务营销网络在高端复合肥营销优势明显，难以短时间被超越。**普通复合肥市场，广告和促销是主要手段，但容易被复制。新型复合肥则对农化知识、测土配方施肥服务、现场服务指导的体验要求骤升。公司所建立的会议式营销、顾问式营销等体系日臻成熟，竞争对手的农化服务尚处于起步摸索阶段，短时间内难以赶超。公司计划建设 5.8 亿用于建设 100 个区域农化服务中心和 1 个总部农化服务中心，将其规范化的服务模式在全国尤其是广东、广西、四川、湖南等新建区域复制，随着新型肥料占比进一步提升（从 44%提升至近 60%），总产能从 13 年的 450 万吨提升至 660 万吨，公司护城河愈加宽厚。
- **长期来看，成长的边界何在？**从两个层面来考量，1）在复合肥领域，通过水溶肥、硝基肥、生态肥的新领域扩张，产能增长 50%，以经济作物大省为重点的全国化布局、和上游磷矿资源的延伸将稳固并提升盈利能力，成长得以延续，以 20%的市占率为天花板来看，公司市占率仍有翻倍空间；2）站在更长期的时间跨度，平台化发展为公司成长提供了广阔空间，从与挪威微生物企业阿坤纳斯共建商业平台判断，我们认为平台化趋势已初露峥嵘，这种与协同产品合作发展的商业模式既能迅速提升销量、有效增加渠道单位产出，又可提升自身技术，实现“win-win”，其较强复制性将推动规模优势倍数级放大。
- **股权激励显信心，连续四年净利润增长 28%：**根据公司的股权激励草案，将授予董事、中高层管理人员、核心业务人员等合计 235 人授予 2100 万份股票期权，考核目标为 14-17 年扣非后的净利润相对 13 年增长 28%、64%、110%、168%（CAGR 28%），显示出公司对自身长期增长的信心。
- **投资建议：我们看好公司在高速发展的硝基肥、水溶肥新领域的拓展，未来平台化商业模式的新探索将为公司带来持续成长，**预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 141.3 亿元、174.1 亿元和 206.6 亿元，同比增长 18%、23%和 19%；归属母公司净利润分别为 8.62 亿元、11.3 亿元和 15.0 亿元，同比增长 30%、31%和 33%；对应 EPS 分别为 1.23 元、1.61 元和 2.14 元。综合相对估值和绝对估值结果，我们认为金正大合理的估值区间为 24.6-27.06 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

<b>新型复合肥：肥料行业的下一片蓝海</b> .....	<b>- 5 -</b>
经济作物播种面积提升，推动新型复合肥需求高速增长 .....	- 5 -
硝基肥：需求快速增长，市场空间 800 万吨，有效供给 520 万吨 .....	- 7 -
水溶肥：仍是蓝海，水肥一体化政策打开 400 万吨空间 .....	- 10 -
<b>一线复合肥龙头</b> .....	<b>- 13 -</b>
盈利能力和现金流双优，集中度持续提升 .....	- 13 -
<b>竞争优势：产品、渠道、营销差异化，技术创新力强</b> .....	<b>- 16 -</b>
资产高速周转的秘密在于差异化竞争 .....	- 16 -
产品差异化：57%的利润来自于控释肥和硝基肥 .....	- 18 -
渠道差异化：独特的邮政渠道+多品牌覆盖 .....	- 20 -
营销差异化：规范化的农化服务体系已经建立，可复制性强 .....	- 21 -
技术推动不断创新 .....	- 23 -
竞争优势集中体现的经典案例：控释肥之王 .....	- 25 -

前进的舞步没有停止 .....	- 26 -
硝基肥、水溶肥进一步提升差异化度 .....	- 26 -
品牌策略重新梳理，定位更明晰 .....	- 27 -
建设 100 个区域农化服务中心，体系化服务模式进一步加强粘性 .....	- 27 -
护城河持续拓宽：全国化布局+上游延伸，兼顾市场和成本 .....	- 28 -
长期视角：平台化趋势，与挪威微生物公司共建商业平台初露峥嵘 .....	- 30 -
股权激励保成长：连续四年净利润增长 28% .....	- 31 -
盈利预测、估值和投资建议 .....	- 32 -
相对估值 .....	- 33 -
绝对估值（FCFE，DCF） .....	- 34 -
投资建议 .....	- 34 -
风险提示 .....	- 34 -
附录 .....	- 35 -

## 图表目录

图表 1：蔬菜和果园的种植面积占比持续上升，粮食作物占比则正在下降 .....	- 5 -
图表 2：不同肥料特性 .....	- 6 -
图表 3：果园和蔬菜的种植面积同比增速显著高于粮食作物 .....	- 6 -
图表 4：水果（以苹果为代表）和蔬菜领跑复合肥单位施用量 .....	- 7 -
图表 5：水溶肥、硝基肥、控释肥、复合肥的生命周期 .....	- 7 -
图表 6：前 10 大复合肥企业挤占中小企业份额，CR10=30% .....	- 8 -
图表 7：硝基肥产能利用率远高于复合肥平均，处于景气上升期 .....	- 9 -
图表 8：硝基肥理论产能大幅增加 .....	- 9 -
图表 9：我国硝基肥在氮肥中的施用比很低，提升空间大 .....	- 9 -
图表 10：硝基肥竞争格局（复合肥前 15 大企业中只有 5 家参与） .....	- 10 -
图表 11：硝基肥有效竞争产能与对应需求对接图 .....	- 10 -
图表 12：水肥一体化的优势 .....	- 11 -
图表 13：滴灌图示 .....	- 11 -
图表 14：喷灌图示 .....	- 11 -
图表 15：水溶肥新增推广面积 .....	- 12 -
图表 16：水溶肥的市场需求估算（2015） .....	- 12 -
图表 17：水溶肥仍将保持 25% 以上的增速发展 .....	- 12 -
图表 18：top15 复合肥企业的水溶肥产能分布 .....	- 13 -
图表 19：金正大 ROE 分解 .....	- 14 -



图表 20: 金正大营业收入增速居前	- 14 -
图表 21: 金正大 ROE 领先于同行业上市公司	- 14 -
图表 22: 金正大营业收入位列上市公司第一位	- 14 -
图表 23: 金正大净利润远超同行业上市公司	- 14 -
图表 24: 2008 至今公司的行业集中度不断上升	- 15 -
图表 25: 金正大产量位于前十大复合肥企业之首	- 15 -
图表 26: 议价能力提升: 应付账款周转天数持续上升	- 15 -
图表 27: 2014 年金正大复合肥产能将达到 660 万吨	- 16 -
图表 28: 上市公司横向对比: 高周转率是成功之道	- 17 -
图表 29: 金正大销售费用投入较高	- 18 -
图表 30: 金正大史丹利在广告上大力投入	- 18 -
图表 31: 差异化产品结构带动综合毛利率提升	- 19 -
图表 32: 2013 差异化产品收入占比达 42%	- 19 -
图表 33: 2013 差异化产品利润占比超 57%	- 19 -
图表 34: 公司综合毛利率逐渐提升	- 19 -
图表 35: 公司净利润率仅次于史丹利	- 19 -
图表 36: 规范化的经销商选择体系	- 21 -
图表 37: 前五大经销商规模比较: 金正大 vs 史丹利	- 21 -
图表 38: 公司旗下五大知名品牌对比	- 21 -
图表 39: 营销模式	- 22 -
图表 40: 金正大农化服务体系	- 23 -
图表 41: 公司的研发投入居上市公司前列	- 24 -
图表 42: 公司的技术优势举例: 控释肥的成功市场化	- 24 -
图表 43: 与多方国外技术进行合作交流	- 25 -
图表 44: 金正大通过硝基肥和水溶肥进一步提升差异化	- 26 -
图表 45: 品牌策略重新梳理, 渠道和定位清晰	- 27 -
图表 46: 农化服务中心项目的盈利预测	- 28 -
图表 47: 好的公司总是战略清晰: 全国化产能布局示意图	- 29 -
图表 48: 公司基本完成对市场空间大且复合化率高区域的布局	- 29 -
图表 49: 未来重点布局经济作物播种大省	- 30 -
图表 50: 阿坤纳斯主打产品 HYT 的优势	- 31 -
图表 51: 阿坤纳斯的主打技术	- 31 -
图表 52: 股票期权的行权考核条件	- 32 -
图表 53: 股权激励名单	- 32 -
图表 54: 金正大期间费用及营业税金假设	- 33 -



图表 55: 可比公司估值表..... - 33 -

图表 56: 金正大 DCF 绝对估值结果 26.76 元..... - 34 -

图表 57: 金正大销售收入预测表..... - 35 -

图表 58: 金正大股权结构..... - 36 -

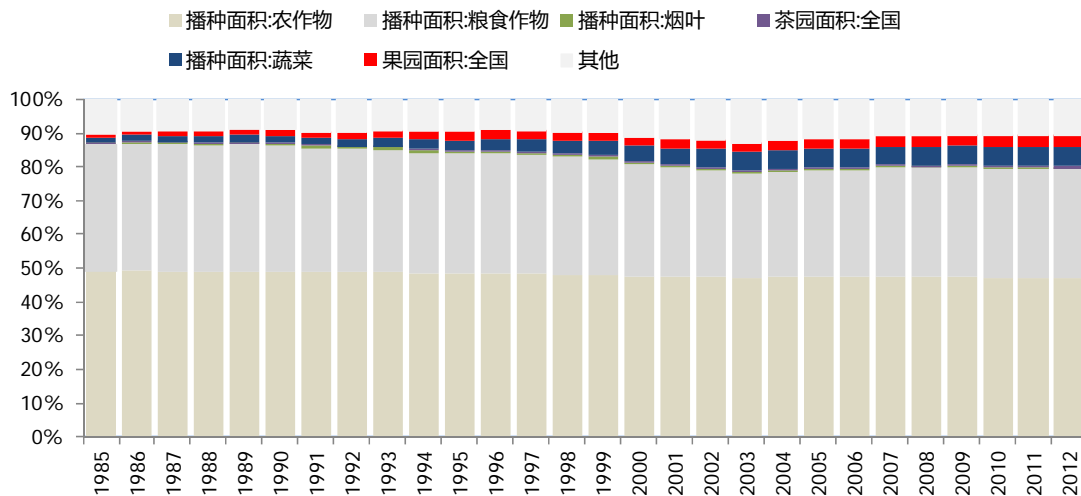
图表 59: 财务预测简表..... - 37 -

## 新型复合肥：肥料行业的下一片蓝海

### 经济作物播种面积提升，推动新型复合肥需求高速增长

- 隐藏在复合肥整体需求增速稳定的背后，是新型复合肥消费的高速增长。
- 当下经济作物与粮食作物的二元价格体系，注定了农民更愿意在利润提升弹性大的经济作物上投资增产效果明显的复合肥。其两个佐证是 1) 蔬菜和果园的种植面积增速显著超过粮食作物以及 2) 水果蔬菜的复合肥施用量显著高于粮食作物。
- 硝基肥行业的平均产能利用率高达 62%、水溶肥需求的高速增长，其背后朴素的逻辑在于农民只购买增产效果显著的肥料。
- 展望未来，我们对以硝基肥和水溶肥为代表的新型复合肥市场进行供需分析，天花板还远远没有到来，硝基肥对尿素的替代率为 4%，未来有望增长到 20%，水溶肥仍将以大于 25% 的速度增长。

**图表 1: 蔬菜和果园的种植面积占比持续上升，粮食作物占比则正在下降**

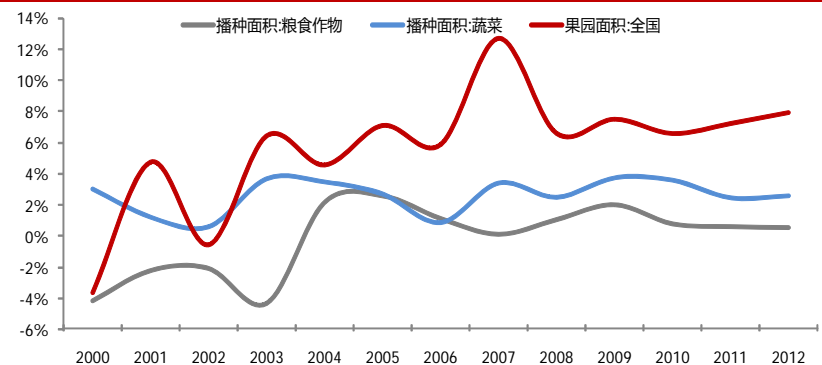


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 2: 不同肥料特性**

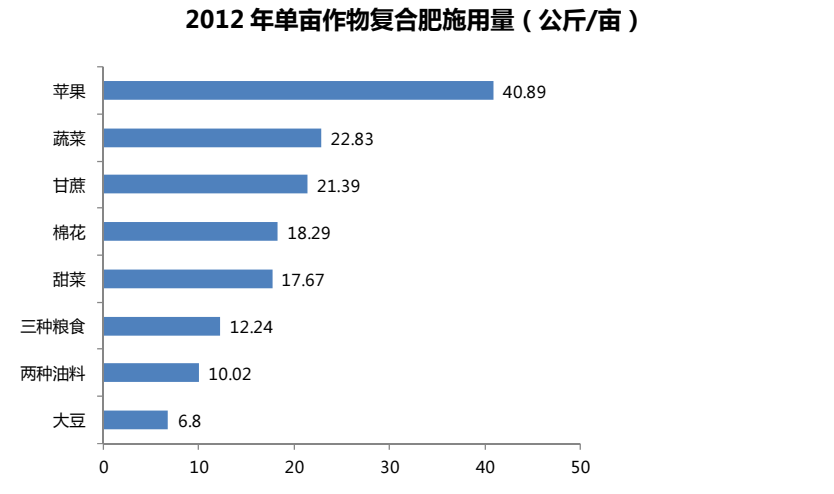
	单质肥	普通复合肥	缓控释肥	硝基复合肥	水溶性肥
<b>概念</b>	仅含氮磷钾三种营养元素中的一种	含氮磷钾三种营养元素中的两种或三种以及其他微量元素的肥料	通过各种调控机制使养分缓慢释放或控释的肥料	在含有硝态氮产品中加入磷肥、钾肥生产出的二元或三元复合肥	可以快速完全溶于水, 并可通过喷灌或滴灌等先进方式施用的新型复合肥料。
<b>主要成分</b>	氮/磷/钾	氮、磷、钾	氮、磷、钾	硝态氮、磷、钾	多元素
<b>优点</b>	1. 可满足一些作物对某一种养分的特殊需求, 亦可作为复合肥补充; 2. 售价便宜	1. 养分含量高; 2. 便于机械性施肥	1. 长期缓慢地释放肥料; 2. 可以实现种肥同播; 3. 其释放周期与作物生长相配合; 4. 显著减少氮的挥发、淋失、固定及反硝化等损失, 节省氮肥施用量30%-50%, 节能环保	1. 养分均衡, 见效快, 利用率高; 2. 抗土壤板结, 增强作物的抗旱保水能力	1. 速效完全肥料, 养分利用率80%~90%; 2. 提高作物品质、减少作物的生理病害; 3. 适于水肥一体化, 省水、省肥、省工
<b>缺点</b>	1. 养分不够全面; 2. 需要多次施肥, 施工成本高; 3. 高氮肥易致土壤板结、肥力下降	1. 养分的比例固定, 难以满足各类土壤和各种作物的需要; 2. 各种养分在土壤中运动速率各不相同, 易造成肥料流失, 破坏土壤结构(酸化、板结、盐渍化)	1. 大部分养分在早期释放, 半衰期后肥料剩余量少; 2. 土壤中残留部分包膜	1. 不宜在水田及南方多雨地区, 不宜在旱地的大雨前后施用或施用后浇大水; 2. 易造成土壤溶液中盐浓度过高, 引起烧种烧苗现象	1. 不适合生长期长的植物; 2. 在土壤中效果不如泥炭介质中好; 3. 易流失, 造成浪费与污染; 4. 施用水溶肥需较高技术
<b>适用土地</b>	各类土地	各类土地	各类土地	干旱、盐碱性土壤	干旱地区; 无土栽培
<b>适宜作物</b>	各种作物	各种作物	玉米、经济作物	大田作物、果树、烟草等	生长期短的经济作物(如果蔬、种苗); 园艺作物

来源: 公司公告, 中国化肥网, 齐鲁证券研究所

**图表 3: 果园和蔬菜的种植面积同比增速显著高于粮食作物**


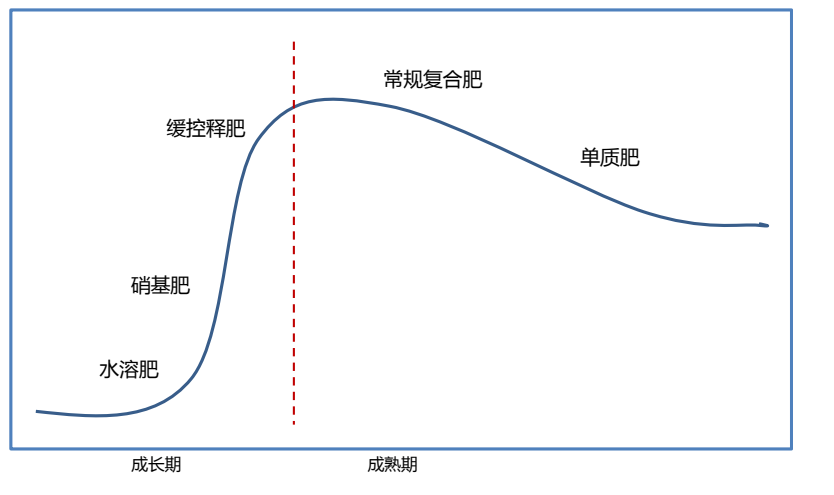
来源：齐鲁证券研究所

**图表 4：水果（以苹果为代表）和蔬菜领跑复合肥单位施用量**



来源：齐鲁证券研究所

**图表 5：水溶肥、硝基肥、控释肥、复合肥的生命周期**



来源：齐鲁证券研究所

**硝基肥：需求快速增长，市场空间 800 万吨，有效供给 520 万吨**

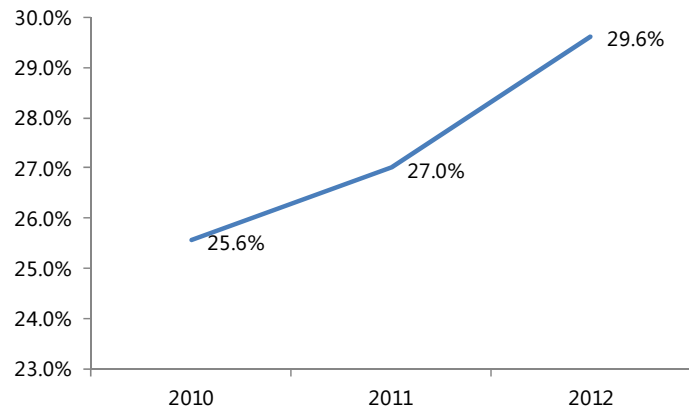
- 与尿素相比养分流失少，硝基复合肥里的硝态氮不需经过二次转换就可直接被作物根部吸收，具有营养均衡、有效成分高的特点，可用于各种经济作物、油料作物、旱地作物的基肥和追肥，收到国家产业政策大力支持。我国目前硝基肥在氮肥中的使用占比不到 5%，而欧美国家平均占比在 20%以上，可见我国仍有很大提升空间。
- 硝基肥的主要下游是水果和蔬菜为代表的经济作物。我们按仅计算

蔬菜和果树，按每亩 40kg 硝基肥的单耗计算，算得硝基肥的需求量近 2000 万吨。假设硝基肥的替代率可达到欧美平均水准(20%)，那么市场空间的在 800 万吨/年，我们认为这是合理空间。

- 12 年硝基肥的产能利用率大于 60%，考虑到用肥的季节性，这个数字相当于接近满产，说明行业的高景气。15 年产能将增长 1600 万吨/年，CAGR35%。尽管硝基肥产能增长迅猛，但就像复合肥行业两极分化的结构一样，我们认为理论产能无需关注，有效参与竞争的产能才是重点。我们认为**实际竞争将集中在销售能力强的一二线企业，有效供给 520 万吨**，目前有效供给尚无法完全满足需求。
  - ◆ 从发展空间来看，据统计我国有 7 亿亩耕地适合使用硝基复合肥，其理论上市场需求量达 3000 万吨，目前全国已有产能 1000 万吨，预计 15 年将达到 1600 万吨/年左右。
  - ◆ 但，由于复合肥正处于大品牌企业挤占中小企业的趋势，集中度的提升和规模效应拉高了行业的竞争门槛，因此硝基肥行业真正的竞争发生在行业的一线 and 二线企业之间，小企业的产能无须纳入考虑范围。根据行业前 15 企业产能的不完全统计，只有 5 家企业已经或计划进入硝基肥行业，产能增长幅度较大(270%)，产能总量将达 520 万吨，我们认为真正的竞争将发生在这 5 家企业。

**图表 6: 前 10 大复合肥企业挤占中小企业份额, CR10=30%**

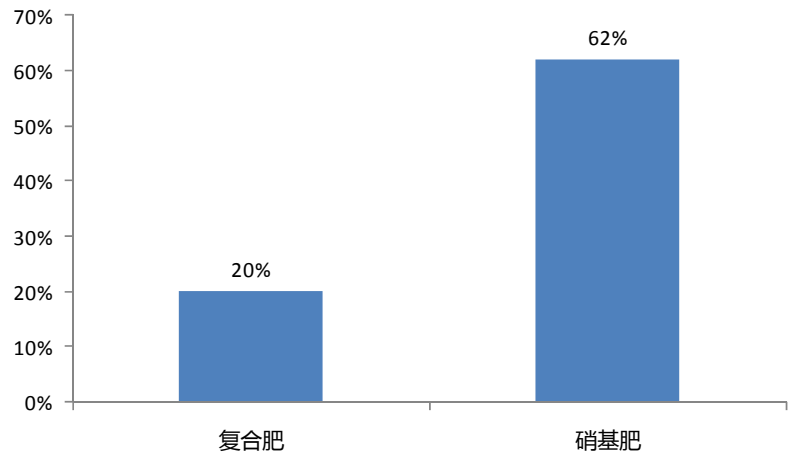
**前 10 大复合肥企业集中度 (2010-2012)**



来源：齐鲁证券研究所

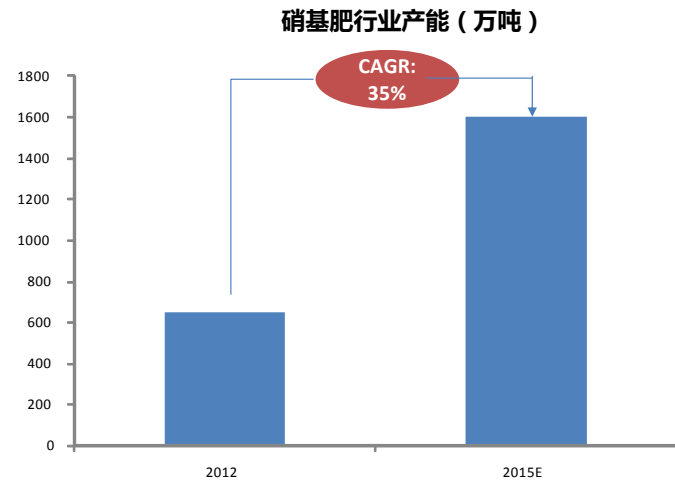


**图表 7: 硝基肥产能利用率远高于复合肥平均, 处于景气上升期**



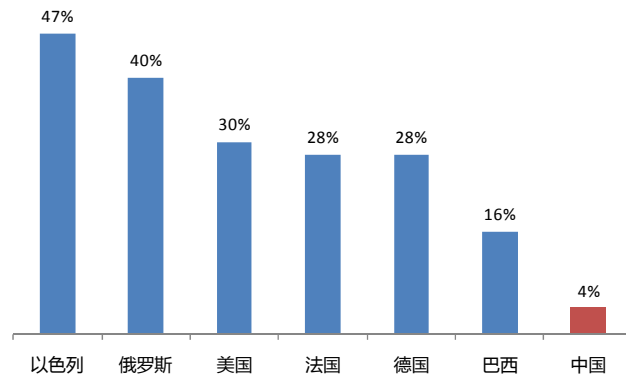
来源: 齐鲁证券研究所

**图表 8: 硝基肥理论产能大幅增加**



来源: 齐鲁证券研究所

**图表 9: 我国硝基肥在氮肥中的施用比很低, 提升空间大**

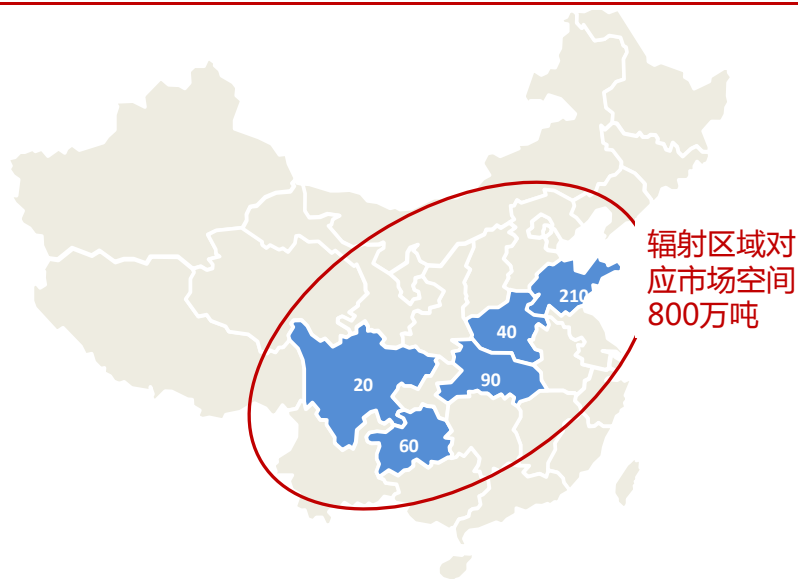


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 10: 硝基肥竞争格局 (复合肥前 15 大企业中只有 5 家参与)**

状态	公司	现有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	总产能 (万吨)	所在区域	投产时间
现有产能	金正大	30	120	150	山东、贵州	2014Q1
现有产能	江苏中东	30	0	30	湖北	
现有产能	新都化工	80	100	180	湖北、四川; 山东、河南	2014Q1
新增产能	史丹利	0	100	100	山东 (复合肥生产线改造)	2014
新增产能	鲁西化工	0	60	60	山东	2014Q2
total		140	380	520		

来源: 公司公告、公开新闻、齐鲁证券研究所

**图表 11: 硝基肥有效竞争产能与对应需求对接图**


备注: 蓝色区域为硝基肥有效产能分布

来源: 公司公告、公开新闻、齐鲁证券研究所

### 水溶肥: 仍是蓝海, 水肥一体化政策打开 400 万吨空间

- 水溶肥具有节水、节肥提高产量的优势, 主要用于干旱地区, 适合我国缺水的国情。目前正处于产品需求的快速成长阶段, 10-12 年需求和产量 CAGR 为 82%, 受益于水肥一体化政策推广, 这个蓝海将继续保持 **CAGR25% 的速度增长**。目前水溶肥处于高价高利润的阶段, 进口品牌售价在 12000 元/吨左右, 国产品牌在成本和价格上有优势, 可让利终端。
- 2013 年 3 月, 农业部办公厅印发《水肥一体化技术指导意见》的通知, 根据意见, 到 2015 年, 水肥一体化技术推广总面积要达到 8000 万亩以上, 新增推广面积 5000 万亩以上, 实现节水 50% 以上, 节肥 30%, 粮食作物增产 20%, 经济作物节本增收 600 元以上。
- 新增推广面积不少于 5000 万亩, 近两倍增长空间。按作物分, 新增玉米水肥一体化技术应用面积 1500 万亩, 小麦 500 万亩, 马铃薯

薯 500 万亩，棉花 500 万亩，蔬菜 800 万亩，果树 1000 万亩，其他农作物 200 万亩。其中在华东、华中、华南及西南地区重点推广果树、蔬菜、糖料作物水肥一体化技术，新增 1200 万亩。

- 水肥一体化在以色列应用普遍，其应用面积占 90% 以上；美国是目前世界上微灌面积最大的国家，在灌溉农业中 60% 的马铃薯、25% 的玉米、33% 的果树均采用水肥一体化技术，开发应用了新型的水溶肥料，农药注入控制装置用于水肥一体化的专业肥料占肥料总量的 38%。
- 按每亩水溶肥施用量 50kg 计算，2015 年水溶肥市场空间达 400 万吨以上。
- 我们统计了行业排名前 15 企业水溶肥或水溶灌溉肥的产能，发现原有及新增产能仅为 162 万吨，虽然是不完全统计，但也可以看出这个领域仍属于细分市场，参与竞争的企业并非龙头企业，属于蓝海，未来发展潜力较大。

**图表 12: 水肥一体化的优势**

**水肥一体化的优势**

每亩节水	150 立方米
水分利用率提供	20-50 %
节肥	20-30 %
粮食作物产量	20-50 %
劳动力节省	15-20 个

来源：齐鲁证券研究所

**图表 13: 滴灌图示**



来源：公开资料，齐鲁证券研究所

**图表 14: 喷灌图示**



来源：公开资料，齐鲁证券研究所

**图表 15: 水溶肥新增推广面积**

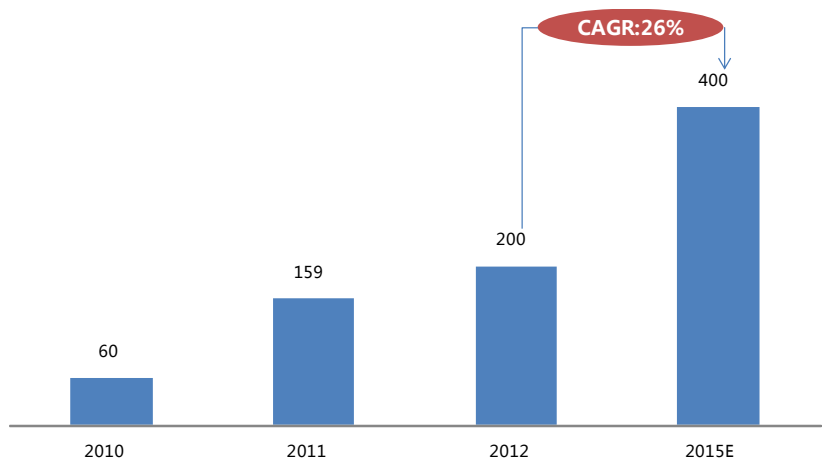
按作物分	新增推广面积 (万亩)	按地区分	新增推广面积 (万亩)
玉米	1500	西北地区 (棉花、玉米、果树)	1000
小麦	500	东北 (玉米、马铃薯、蔬菜)	1800
马铃薯	500	华北 (小麦、蔬菜、果树、花生)	1000
棉花	500	华东、华中、华南及西南 (果树、蔬菜、糖料作物)	1200
蔬菜	800		
果树	1000		
其他作物	200		
合计	5000		5000

来源:《水肥一体化技术指导意见》, 齐鲁证券研究所

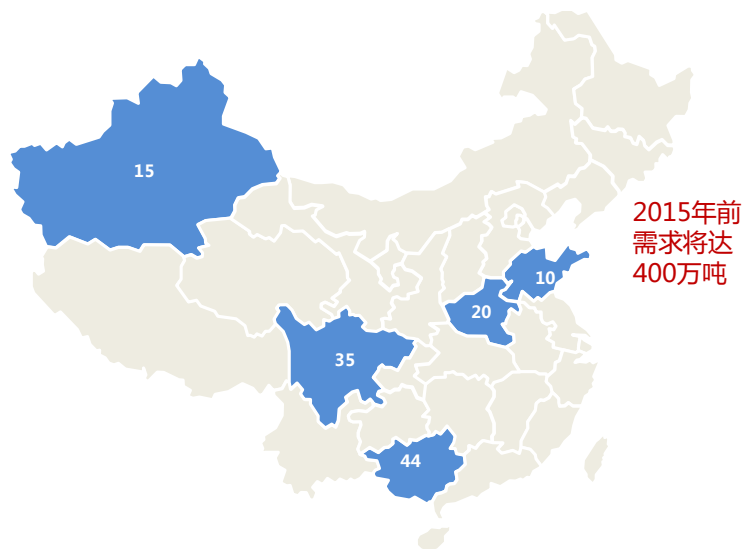
**图表 16: 水溶肥的市场需求估算 (2015)**

原有使用面积 (万亩)	3000
新增推广面积 (万亩)	5000
2015总使用面积 (万亩)	8000
水溶肥施用量 (kg/亩)	50
<b>2015总需求 (万吨)</b>	<b>400</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 17: 水溶肥仍将保持 25% 以上的增速发展**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 18: top15 复合肥企业的水溶肥产能分布**


来源：齐鲁证券研究所

## 一线复合肥龙头

### 盈利能力和现金流双优，集中度持续提升

- 金正大主要从事复合肥、控释肥和其它新型肥料（硝基肥、水溶肥）的研发、生产和销售，是复合肥行业当仁不让的龙头企业。
- 公司利润水平、增速和 ROE 均持续提升，绝对行业领先。
  - 盈利能力强，13 年 ROE（加权）17.6%，未来仍有提升空间。公司 ROE 从 2011 年的 15.1% 上升至 2013 年的 17.6%，ROE 水平在同行业上市公司中遥遥领先。
  - ROE 比同行高的归因于产品的差异化带来的高净利润率和快速周转能力。同时，近年 ROE 的增长主要来自于 1) 负债率的提高，主要是长期负债的增加；2) 13 年销售净利润率的提升，主要原因是上游原材料（尿素、磷肥产能过剩、同质性强）价格下滑引起。
  - 我们认为 ROE 可以维持且有提升的空间，一方面上游原材料的产能景气度短期内难以恢复，另一方面，公司随着产品差异化和高端化程度的提升，产品综合利润率将上升。
  - 10-13 年公司的营收和净利润增速 CAGR 为 30% 和 28%，基本保持同步，显示了持续的成长能力。13 年公司营业收入 120 亿元，净利润 6.6 亿元，yoy 分别为 17% 和 21%，行业领先。
- 现金流充裕，对上游议价能力正在增强。
  - 公司采用“预定销售、先款后货”的销售政策，反映了对下游议价能力较强，现金流稳定且充沛，经营性现金流随收入规模同步上升。
  - 同时，随着公司产销量规模的不断增大，加上上游单质肥（尿素、磷肥）产能过剩，产品价格处于低位，公司对上游采购的议价能力也在上升，表现为应付账款周转天数的上升。

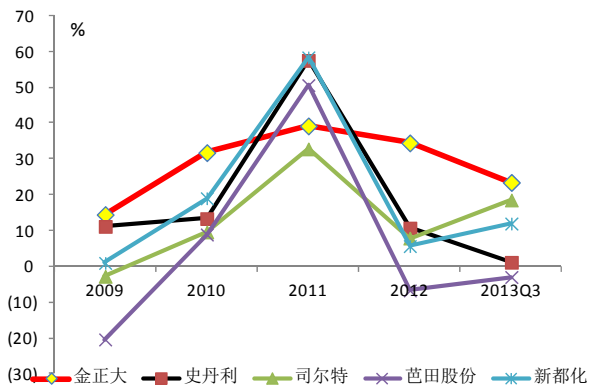


- **集中度保持提升趋势。**公司产销量在行业内排名第一，其行业集中度也自 2008 年以来逐年提升，缺乏品牌优势、产品质量可靠性不高的中小企业正在被挤出。

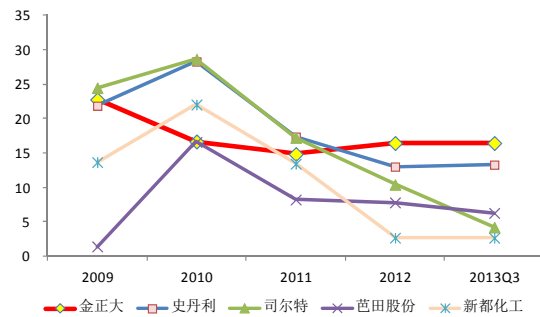
**图表 19: 金正大 ROE 分解**

金正大	2010	2011	2012	2013
ROE (扣非/加权)	16.66	14.84	16.45	17.23
销售净利率	5.72	5.73	5.30	5.57
权益乘数	1.60	1.74	1.89	2.10
总资产周转率	1.48	1.55	1.67	1.55
销售毛利率	12.62	13.18	12.32	14.76

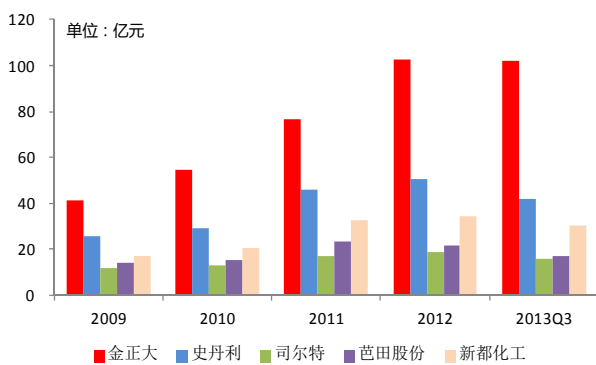
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 20: 金正大营业收入增速居前**


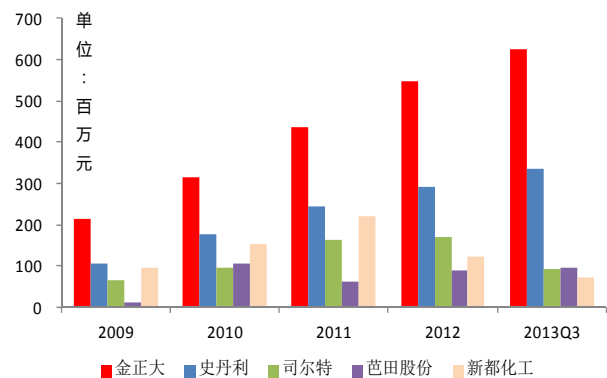
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 21: 金正大 ROE 领先于同行业上市公司**


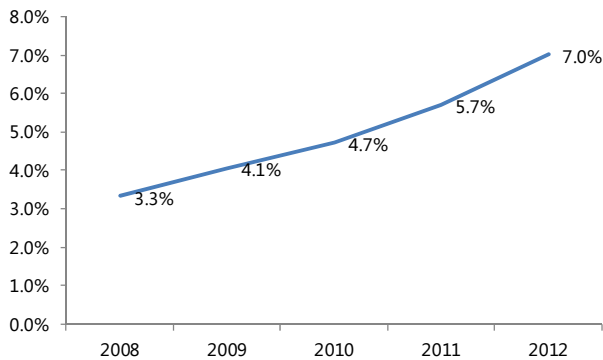
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 22: 金正大营业收入位列上市公司第一位**


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 23: 金正大净利润远超同行业上市公司**


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

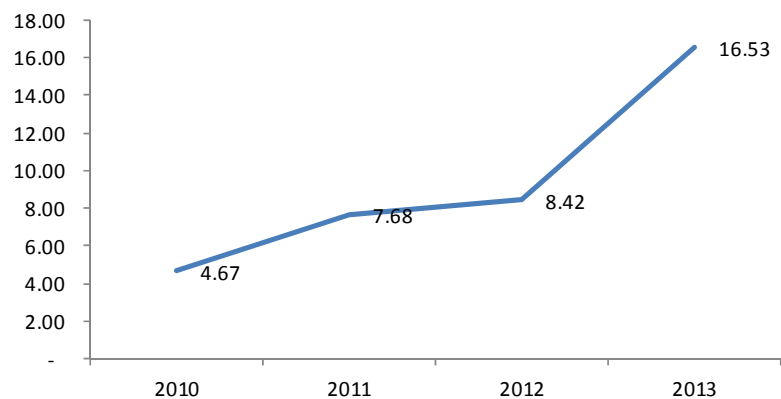
**图表 24: 2008 至今公司的行业集中度不断上升**
**金正大的行业集中度 (2008-2012)**


来源: 公司年报, Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 25: 金正大产量位于前十大复合肥企业之首**
**2012 年前十大复合肥企业产量排名**

前十大企业	产量 (万吨)
1 山东金正大	280
2 湖北新洋丰肥业	218
3 史丹利	180
4 江苏中东	162
5 山东施可丰	160
6 西洋集团	127
7 湖北鄂中	122
8 江西开门子	120
9 鲁西化工	109
10 江苏绿陵	98
top 10	1,576
全国总产量	4000-5000

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 26: 议价能力提升: 应付账款周转天数持续上升**
**应付账款周转天数**


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

- 现有总产能 450 万吨, 分布于 10 个生产基地, 其中复合肥 250 万吨, 控释肥 170 万吨, 两肥产能皆位于行业首位。未来扩产至 660 万吨后, 公司将在控释肥、硝基肥和水溶肥三大领域具备全国最大生产能力, 且工艺技术领先。预计 2014 年底公司产能将达到 660 万吨, yoy47%。其中复合肥 280 万吨, 控释肥 180 万吨, 硝基肥 150 万吨, 水溶肥 50 万吨, 成为控释肥、硝基肥和水溶肥的最大生产企业。
- **始终保持差异化:** 可以看出, 与其他产能扩张不同, 公司产品扩容的着力点在于产品结构的差异化和高端化, 而在常规复合肥着墨不多, 避免了在常规产品上的过度竞争。

**图表 27: 2014 年金正大复合肥产能将达到 660 万吨**

	产品	临沭	菏泽	安徽	河南	辽宁	贵州	广东	合计
2013年产能	普通复合肥	110	60	20	30	30			250
	硝基复合肥		30						30
	缓控释肥	120	30		10	10			170
	水溶性肥								
	<b>合计</b>	<b>230</b>	<b>120</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>40</b>			<b>450</b>
2014年新增产能	普通复合肥			10				20	30
	硝基复合肥		60				60		120
	缓控释肥			10					10
	水溶性肥	10					40		50
	<b>小计</b>	<b>10</b>	<b>60</b>	<b>20</b>				<b>100</b>	<b>210</b>
2014年预计产能	<b>合计</b>	<b>240</b>	<b>180</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>100</b>	<b>20</b>	<b>660</b>

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

## 竞争优势: 产品、渠道、营销差异化, 技术创新力强

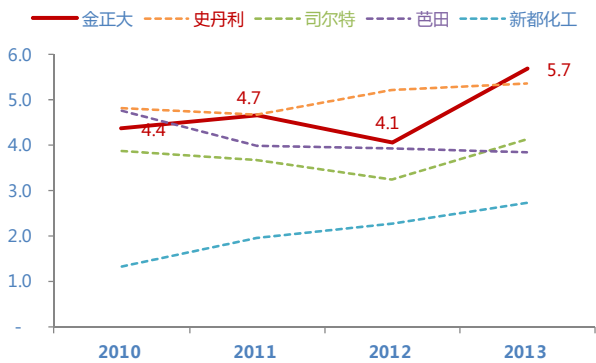
### 资产高速周转的秘密在于差异化竞争

- 处于充分竞争的复合肥行业, 企业之间在原料和生产环节并没有本质差异, 关键在于营销, 由此呈现出较为明显的消费品特征。
- 将上市公司横向比较后可以发现, 支持行业龙头(金正大、史丹利为例)高 ROE 背后的逻辑并不是在于利润率, 而是在于高资产周转率。
- 分析金正大高资产周转的成功之道, 可归结为三点:
  - 1) 高的产品差异化为农户带来更多选择空间、为经销商留下更多利润空间;
  - 2) 营销, 尤其是农化服务的高投入, 渗透农户选肥到用肥的决策全流程, 拉动产品销量;
  - 3) 销售人员和经销商的高产出, 实施多品牌战略、创新采用邮政渠道抢占有效的经销资源。
- 此外, 技术创新、研发高投入是支撑产品高差异度的必要条件。

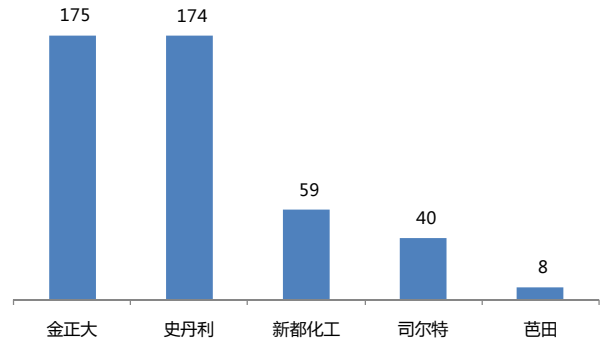
**图表 28: 上市公司横向对比: 高周转率是成功之道**

		002470 金正大	002588 史丹利	002170 芭田股份	002539 新都化工	002538 司尔特
<b>盈利能力</b>						
收入规模	亿	120	53	21	38	22
利润规模	亿	6.6	4.0	1.4	1.1	1.1
ROE (扣除/加权)		17.34	15.82	8.81	2.90	5.36
净利润率		5.6%	7.4%	6.4%	3.7%	5.0%
资产周转率		1.55	1.28	0.98	0.73	0.91
权益乘数		2.10	1.61	1.70	2.32	1.62
<b>产品结构</b>						
复合肥总产能	万吨	450	220	163	243	114
普通复合肥	万吨	250	220	163	113	112
缓控释肥	万吨	170	0	0	30	2
硝基肥	万吨	30	0	0	100	0
水溶肥	万吨	少量	0	20	0	0
销量	万吨	368.2	187	76	109	60
品类		缓控释肥、硝基肥、水溶肥等差异化产品占比达40%以上,普通复合肥占比逐渐缩小	以普通复合肥为主,未来将涉及硝基肥	以普通复合肥为主,水溶肥、硝基肥也有涉及	普通复合肥和硝基肥是主打	普通复合肥为主(硫基、氯基)
品牌		4-5,金正大、金大地、沃夫特为主打	单一品牌:史丹利	单一品牌:芭田	10个品牌,以嘉施利、桂湖为主打	5-6个品牌,以司尔特为主打
<b>利润率</b>						
普通复合肥毛利率		15.5%	19.4%	16.8%	13.4%	15.6%
缓控释肥毛利率						
硝基肥毛利率						
<b>技术</b>						
研发投入金额	百万元	334	135	75	4	63
研发投入占收入比		3%	3%	4%	0.1%	3%
<b>销售</b>						
销售费用投入金额	百万元	484	372	95	120	101
销售费用占收入比		4.0%	7.0%	4.5%	3.1%	4.5%
销售人员数量		1420	1108	400	665	261
单品牌销售人员数量		355	1108	400	66.5	52.2
销售人员人均产出	吨/人	2593	1688	1888	1637	2299
渠道		传统+邮政渠道	传统渠道	传统渠道	传统渠道	传统渠道
经销商数量	一级	3000	1500	NA	NA	1000-2000
	二级	100,000	40,000	30,000	NA	NA
单经销商产出	一级,百	4.0	3.6			1.1-2.2

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 29: 金正大销售费用投入较高**
**销售费用率比较 (2013)**


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

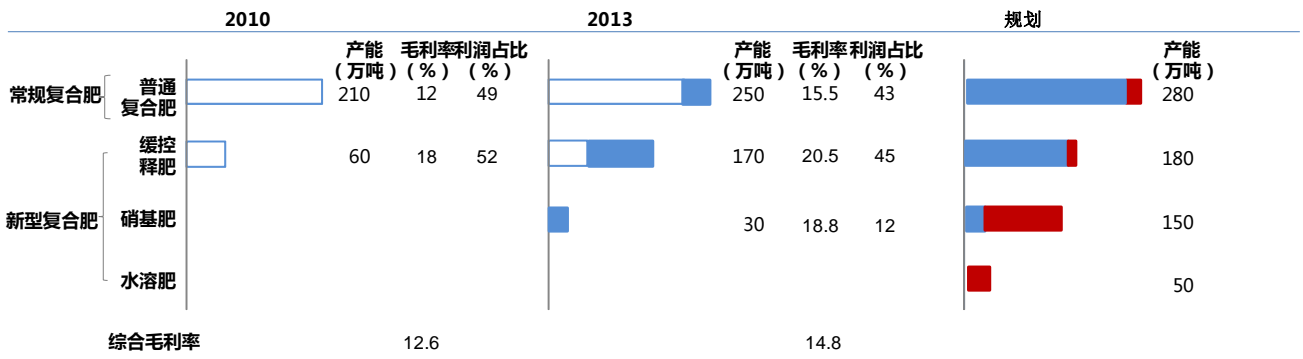
**图表 30: 金正大史丹利在广告上大力投入**
**广告投入费比较 (2013, 百万元)**


来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

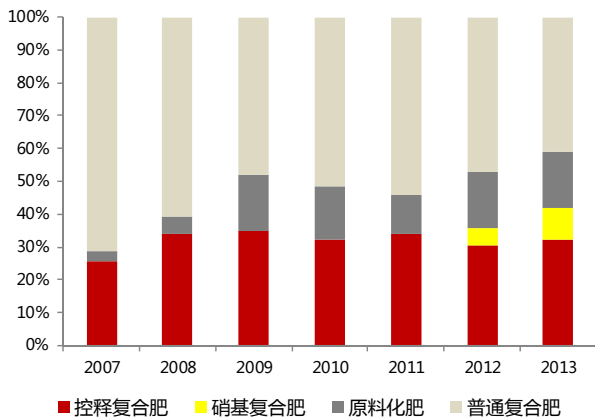
### 产品差异化: 57%的利润来自于控释肥和硝基肥

- 不同于常规复合肥的行业增速缓慢且同质化严重的现象, 公司始终在寻找和提升差异化。过去三年公司的差异化主攻产品是控释肥, 未来硝基肥和水溶肥也将成为新的重点方向。
- **新型复合肥阶梯式导入, 持续提升毛利率。**
  - 因控释肥具有提高肥效、降低化肥使用量、机械化施肥和利用率高等特点, 05 年开始率先研发生产控释肥, 随后控释肥产能逐渐增加, 到 2013 达到 170 万吨。2012 年下半年公司推出硝基复合肥, 13 年开始逐渐进军水溶肥市场。
  - 受益于此, 公司的毛利率也不断上升, 在产品综合毛利率提升的同时, 也为营销和农化服务支出留出了空间, **2013 年公司差异化产品的收入和利润占比分别超过 42%和 57%。**
  - 差异化产品的毛利率较普通复合肥高出 5 个百分点以上, 在为农户提高高肥效的同时经销商也带来了经济效益, 实现共赢。比如: 控释肥科技含量高, 肥效长, 毛利率较高, 在 17.5%左右; 硝基肥营业均衡, 见效快, 毛利率接近 20%; 而且公司即将推出的水溶肥新品毛利率更高, 在 30%~50%之间。未来随着高毛利率硝基肥和水溶性肥的量产, 公司综合毛利率将进一步提升, 盈利能力将更强。

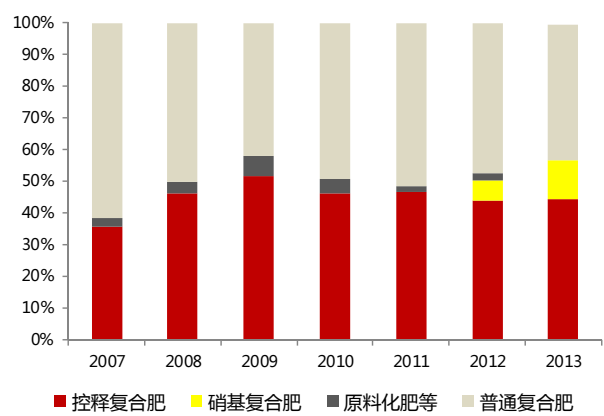


**图表 31: 差异化产品结构带动综合毛利率提升**


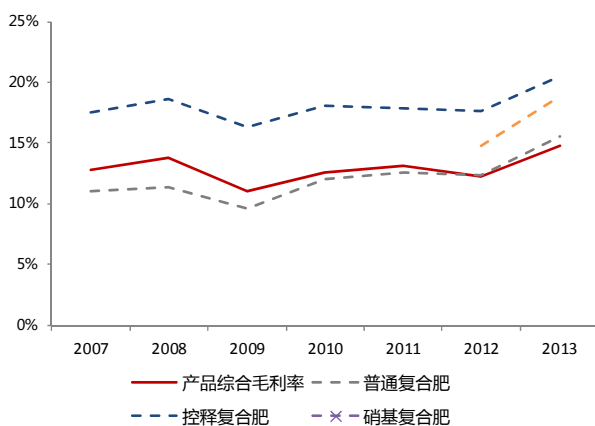
来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

**图表 32: 2013 差异化产品收入占比达 42%**


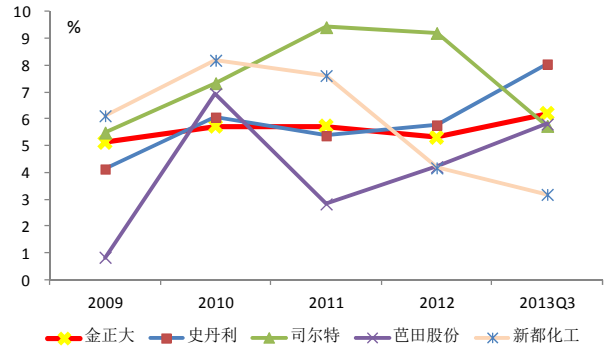
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 33: 2013 差异化产品利润占比超 57%**


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 34: 公司综合毛利率逐渐提升**


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 35: 公司净利润率仅次于史丹利**


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

### 渠道差异化：独特的邮政渠道+多品牌覆盖

- **高密度渠道覆盖，创新的将邮政物流销售渠道与传统经销商销售渠道相互补充，实现产品多层次营销覆盖。**2013年邮政渠道的收入和利润占比约在30%，传统渠道占70%。
  - 复合肥的消费对象是农户，因此以传统渠道为主。公司的特色在于巧妙的利用了营销终端网点多、覆盖范围广、辐射程度深、农村认可度高的邮政物流渠道加大产品的覆盖率。
  - 邮政渠道具有销售的复合肥规模较大且所需农化服务少的特点。公司已经与全国各省（除了港澳台和西藏地区）的邮政物流企业建立了合作关系，将公司产品品牌优势和邮政贴近农村和农民优势进行良好结合，**是对我国化肥渠道的创新。**
  - 从公司历年披露的重要经销商来看，前五大经销商均为邮政物流局，且规模较另一以营销著称、以传统经销商为主的复合肥龙头史丹利大约一倍。
  - **传统渠道基本成熟**，一级经销商3000，二级100000，一则扁平，二则根据一级经销商下沉到县，二级经销商在乡镇级别的原则，**覆盖密度高**。全国约有3000多个县和县级市，与同类企业（史丹利：1500个经销商，40000个二级经销商）横向对比后，我们认为一级经销商的构建体系基本成熟，未来的增长来自于薄弱地区和二级经销商的发展，预计14年经销商数量有10-20%的增长空间。
- **多品牌策略错位经营，多维覆盖提升市占率。**
  - 多品牌策略的优势在于可以在同一个区域利用不同品牌多重覆盖，实现在同一个区域的高渗透率，缓解了单个经销商资金实力和发展二级网点实力有限的弱势。其劣势在于当品牌渗透率达到一定程度后，不同品牌之间的经销商不可避免会相互竞争。我们认为，在行业的全国化竞争格局尚未完全形成时期，公司采取多品牌策略有效的帮助了公司提升市占率，优势大于劣势。
  - 公司旗下共有五大品牌，分别针对不同的渠道和客户群体。每个品牌都有完整的产品体系，包含高、中、低档的一些复合肥、缓释肥和硝基肥产品，以及作物专用肥。
  - 邮政渠道品牌：“金大地”，配套农化服务少，但量大，销量和利润占比均为30%。
  - 传统渠道品牌：“金正大”，主要用于经济作物，销量占比30%，利润占比40%。
  - 传统渠道品牌：“沃夫特”，传统渠道主打品牌，大田作物，在广大经销商和农民中具有较高的知名度，销量占比40%，利润占比30%。
  - 其他品牌：“奥磷丹”和“嘉安磷”，特定含量，主要针对广东福建等局部市场，占比较小。

**图表 36: 规范化的经销商选择体系**

- |                 |  |
|-----------------|--|
| <b>原则一：实力优先</b> | • 发行人一般选择当地销量前10名经销商，重点地区只选择前5名经销商作为发行人的产品经销商。                   |
| <b>原则二：农化服务</b> | • 农化服务原则。发行人选择一些农化服务基础较好，能够参与发行人试验、示范项目的经销商作为发行人的产品经销商。          |
| <b>原则三：独家代理</b> | • 独家代理原则。在某个特定的区域，发行人一个品牌的产品实行区域内独家代理，渠道专营。                      |
| <b>原则四：优胜劣汰</b> | • 优胜劣汰原则。发行人与经销商约定年度销售任务，并根据经销商月度、季度销售情况，取消不合格经销商独家代理资格，重新选择经销商。 |

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

**图表 37: 前五大经销商规模比较：金正大 vs 史丹利**
**金正大：前五大经销商均邮政物流局，规模显著大于以传统经销商为主的史丹利**

金正大				史丹利			
客户名称	销售金额 (亿元)	占当期销售收入比例		客户名称	销售金额 (亿元)	占当期销售收入比例	
第一名	0.99	0.83%	2013 (公司未披露前五 大客户的名称, 根据历史数据, 我们合理推断 仍为邮政物流局)	第一名	0.35	0.65%	2013 (公司未披露前五 大客户的名称, 但均为 传统经销商)
第二名	0.78	0.65%		第二名	0.33	0.61%	
第三名	0.64	0.53%		第三名	0.28	0.53%	
第四名	0.46	0.38%		第四名	0.28	0.52%	
第五名	0.45	0.38%		第五名	0.27	0.51%	
合计	3.33	2.77%		合计	1.51	2.82%	

备注：招股说明书上曾披露 2008-2010 的前五大经销商名单，均为邮政物流渠道商

来源：公司年报，齐鲁证券研究所

**图表 38: 公司旗下五大知名品牌对比**

品牌	品牌定位	渠道模式	销量占比	利润占比	面向区域	产品品种
金正大	高端	传统经销商	约30%	约40%	全国	硝基肥、缓释肥、复合肥、水溶肥
金大地	中端-驰名商标	邮政渠道	约30%	约30%	全国	硝基肥、缓释肥、复合肥
沃夫特	中端-驰名商标	传统经销商	约40%	约30%	全国	硝基肥、缓释肥、复合肥、水溶肥
嘉安磷、奥磷丹	小批量定制	传统经销商	较小	较小	广东、福建	硝基肥、缓释肥、复合肥

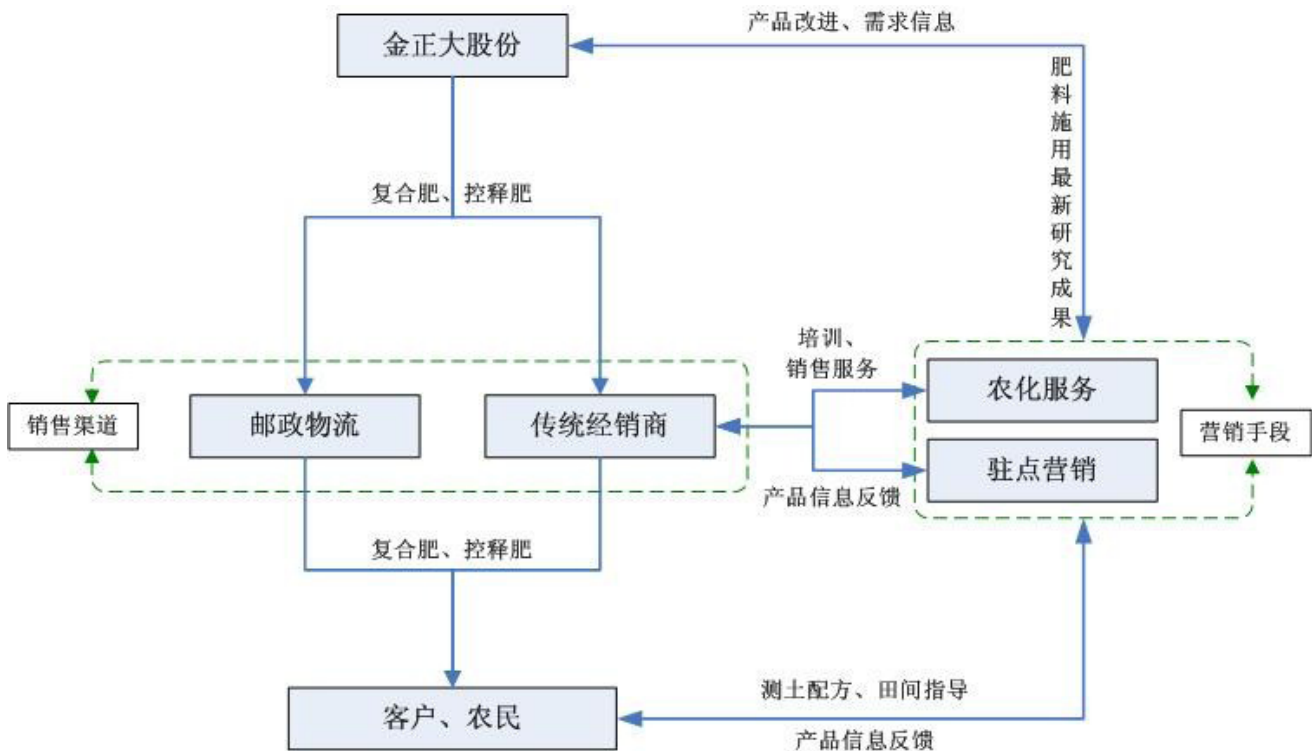
来源：公司网站，公司公告，齐鲁证券研究所

**营销差异化：规范化的农化服务体系已经建立，可复制性强**

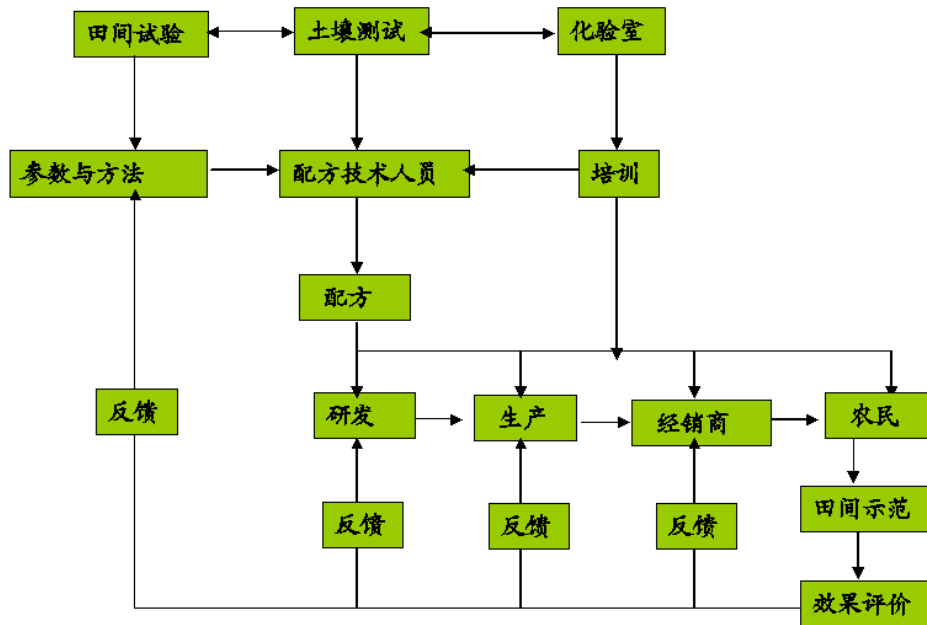
- **好的营销与公司战略相匹配、与产品体系相适应。**针对自身产品体系，公司的营销分为两个层次：普通复合肥营销和高端复合肥营销。我们看好针对高端复合肥营销的农化服务体系，未来随着高端化比例的提升，日臻成熟的农化服务体系将在营销中权重占比更高、发挥更大作用。

- **普通复合肥营销：高性价比策略，价平+质量稳定+促销活动。**普通复合肥的肥效差异不明显，农户的消费特点可总结为：1) 要求质量稳定；2) 对价格敏感。针对竞争较为激烈的普通复合肥市场，公司以高性价比为卖点，定价较史丹利略低，质量稳定，并多举办促销活动。
- **控释肥、硝基肥营销：农化服务拉动，成熟的360度“农化服务体系”，贯穿农户购买决策全流程。**
  - 相比促销，农化服务在高端复合肥营销中所占权重更高，强调农化服务的营销策略与公司强调高端复合肥的战略完美匹配。360度“农化知识传播体系、测土配方施肥服务体系、现场服务指导体系”渗透了农户从选肥到用肥的全过程，培养了农户的粘性，当前服务体系趋近成熟，未来将持续拉动高端肥的销量。
  - **与行业权威机构的专业合作加速市场推广是另一大特色。**公司加强了与农业部全国农技推广中心之间合作，在全国范围内持续深入开展以测土施肥、试验示范、宣传培训为主的控释肥示范推广工作，迅速提高农民对控释肥的认知度。
  - 我们认为，**常规化、规范化服务体系，大大提升营销模式的可复制性，这是全国化布局成功的坚实基础。**

图表 39：营销模式



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

**图表 40: 金正大农化服务流程体系**


来源：公司新闻，齐鲁证券研究所

### 技术推动不断创新

- **高投入：**公司的研发费用投入在上市公司中占据首位，13 年投入研发费用 3.3 亿，研发费用率也居前列。
- **自主研发体系完善：**拥有国家控释肥工程技术研究中心和复合肥料国家地方联合工程研究中心、土肥资源高效利用国家工程实验室、博士后科研工作站、院士工作站、省级企业技术中心、省企业重点实验室等高端研发平台。
- **研发硕果累累：**参与制定了 7 项行业标准和国家标准；先后承担了国家科技支撑计划、国家星火计划、国家火炬计划、国家重点新产品计划和山东省科技攻关计划等 30 余项国家级和省级重大科研项目，荣获国家科技进步二等奖 2 项、山东省科学技术进步一等奖 2 项，截止 13 年底，公司拥有发明专利 159 项，被评为“国家重点高新技术企业”和“国家创新型企业”。
- **积极与国内外研发机构合作：**继续与中国农业大学、国家杂交水稻工程技术研究中心、中国科学院南京土壤研究所、山东农业大学、山东省农科院、上海化工研究院等 40 余家国内研究机构，以及佛罗里达大学等 6 所美国大学、美国农业部 3 个实验站等单位建立战略合作或紧密的科研项目合作关系。
- **国内外战略合作。**国际合作：与以色列耐特菲姆公司和挪威阿坤纳斯公司签订战略合作协议，学习引进国外新技术，发展水肥一体化，同时增强公司国内外市场影响力。国内合作：依托现有的品牌和渠道优势，加强与种子、农药公司的战略合作，打造强大的农资连锁营销体系，为农户提供一条龙服务。



**图表 41: 公司的研发投入居上市公司前列**

2013/12/31	研发费用 (亿)	营业收入 (亿)	研发费用率
002470 金正大	3.34	119.92	2.8%
002588 史丹利	1.35	53.45	2.5%
002170 芭田股份	0.75	21.33	3.5%
002538 司尔特	0.63	22.24	2.8%
002539 新都化工	0.04	38.49	0.1%

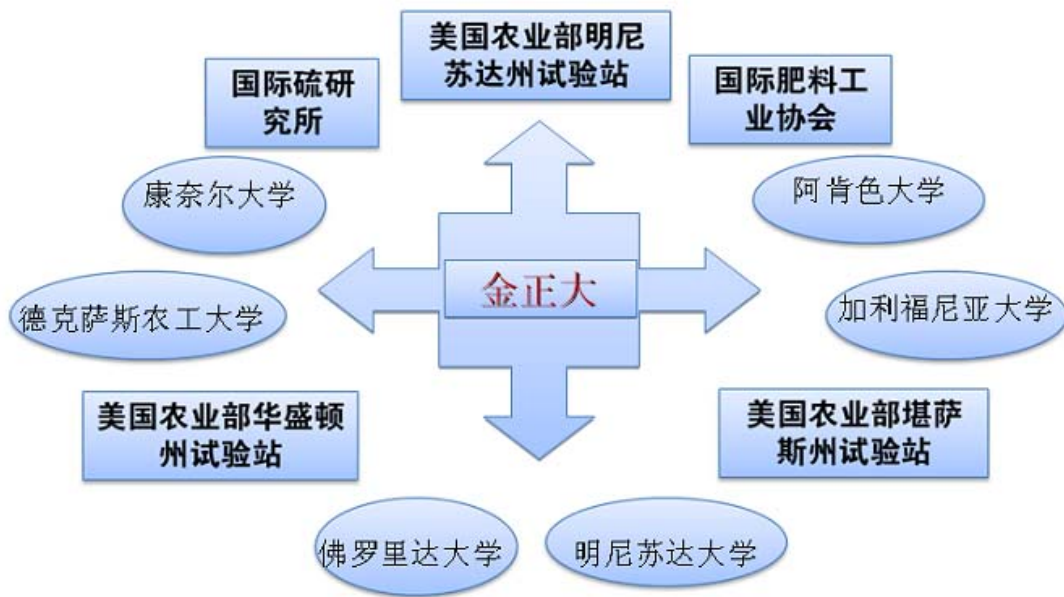
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 42: 公司的技术优势举例: 控释肥的成功市场化**

- **缓控释肥行业标准和国家标准的主要起草单位**: 显示了公司强大的规模与技术优势, 公司已形成完善的自主研发体系, 不断提高缓控释肥的研发能力。
- 在缓控释肥方面获得了 **78 项发明专利**: 通过与山东农大经过多年科研攻关、合作研发的“新型作物控释肥研制及产业化开发应用”项目荣获 2009 年度国家科技进步二等奖。这是 2009 年中国肥料界获得的最高奖项, 不仅显示了公司强大的研发与技术优势, 更标志着中国缓控释肥料产业化进入了全新的发展阶段。
- **通过技术改进, 公司缓控释肥的价格处于农户能接受的范围, 目前价格约比普通复合肥高 15~20%, 在大田作物已经广泛应用。**同时鉴于我国地域和农作物的多样性, 公司积极拓展产品线, 开发了可用于水稻、玉米、小麦等主要农作物以及蔬菜、果树等经济作物的 12 大类 100 余种缓控释肥产品。
- **降价后, 省肥增效, 为消费者创造价值**: 以玉米为例, 首先是免耕直播, 省去耕地费用约 30 元/亩; 其次是单粒播种, 节省种子 10-15 元/亩; 最主要是一次性施肥, 节省追肥 20-30 元/亩; 同时还省去播肥、间苗、追肥的人工投入, 每亩节省用工 1-2 个, 且庄稼丰收潜力大, 增产增收 10%-30%。经过实地推广测算, 这种施肥技术每亩可为农民节约至少 200 元左右种植成本。

来源: 齐鲁证券研究所

图表 43: 与多方国外技术进行合作交流



来源：齐鲁证券研究所

### 竞争优势集中体现的经典案例：控释肥之王

- **控释肥的成功推广，是公司竞争优势的集中体现。**这也是公司第一款成功的差异化产品，从 06 年控释肥生产线投产开始正式销售，08 年销量 36.7 万吨，居全国第一，并保持至今，13 年达到 130 万吨，5 年复合增长率 29%，远高于复合肥行业个位数的增长，也高于公司自身普通复合肥 19% 的增速。13 年控释肥的毛利占比达 45%，超过了普通复合肥。
- **产品差异化优势：**除了控释肥自身与普通复合肥的差异化，公司还根据不同农作物对养分需要不同，开发出用于水稻、玉米、小麦、蔬菜及果树等作物的 12 大系列专用控释肥产品，供不同的顾客选择。
- **营销服务差异化：**
  - 1) **农化服务体系。**建立示范田。公司通过经销商、科研院所、全国农业技术推广服务中心及其下属的各地土肥站在全国 20 余个省市进行示范区（田）建设，累计建立示范区（田）23,000 余亩。公司通过控释肥与单质肥的比对试验，使农民真实感受到控释肥的效果。
  - 2) **公司利用良好的政策环境，实现政府推广与公司产品营销的有机结合，促进公司产品销售增长。**公司是控释肥行业标准和国家标准的制定者之一，凭借行业龙头地位，2008 年 4 月，公司作为唯一一家生产企业与全国农技推广中心签署了合作协议，联合开展控释

肥的试验示范、培训宣传等推广工作。

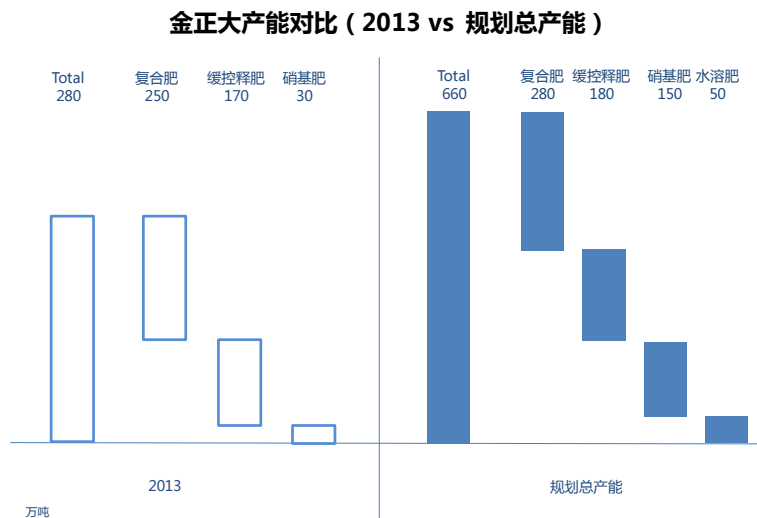
- **技术优势：**创新工艺降低成本，由“贵族肥料”变为“大田肥料”，改变膜材料配方，大幅度降低控释肥生产成本和价格。据测算，相同养分含量的控释肥价格仅比普通复合肥高 20% 左右，但可减少化肥施用量 30% 左右。
- 我们认为，公司在推广控释肥上的成功经验将有效复制于其他高端产品。

## 前进的舞步没有停止

### 硝基肥、水溶肥进一步提升差异化度

- 公司未来新增产能多为硝基肥、水溶肥，产品的差异化度将从 44% 进一步提升至 58%（按产能计算）。根据规划，公司将新增 210 万吨产能，其中水溶肥、硝基肥、控释肥占了 86%，硝基肥、水溶肥的增幅最大，分别为 120 万吨和 50 万吨，和控释肥一起成为公司的重点发展品种。
- **硝基肥：**在山东和贵州增加 120 万吨产能，12 年开始推出，通过 2 年的推广期，已经建立较高的接受度，13 年完成 42 万吨销售，未来有望在各地复制。
- **水溶肥：**2014 年，公司在临沭和贵州基地分别有 10 万吨和 40 万吨水溶肥产能将陆续投产。作为新兴培育品种，公司为此专门成立了一支水溶肥推广队伍，开拓新的水溶肥经销商，通过试验示范、专业的农化服务，配合灌溉设施推广水肥一体化等方式推广水溶肥。  
**高价高毛利：**公司在金正大和沃夫特两个品牌上均推出水溶肥，金正大主打高端，预计售价为 9-10k 元/吨，沃夫特 6-7k 元/吨，毛利率我们预计在 30-50%，成为利润率最高的一个产品。

图表 44：金正大通过硝基肥和水溶肥进一步提升差异化



来源：齐鲁证券研究所

### 品牌策略重新梳理，定位更明晰

- 公司旗下共有 5 个品牌，如前文所述，在渠道深耕初期，多品牌战略有助于迅速占领经销商和渠道资源，短时间内扩大覆盖度。劣势在于当渠道建设进入成熟期，同一地区不同品牌的经销商之间容易形成竞争，消耗公司资源。鉴于此，公司在品牌强势化的 2.0 时代，对品牌策略进行了有侧重的调整，使结构更为合理。
- 主要的调整是弱化原本占比较小的“奥磷丹”和“嘉安磷”，将沃夫特作为中端品牌，金正大定位高端与沃夫特拉开差距，“金大地”仍为邮政渠道专属。
- 调整后的品牌定位为：
  - ◆ 邮政渠道：金大地。
  - ◆ 传统渠道-高端：金正大。
  - ◆ 传统渠道-中端：沃夫特。
- 调整后的品牌策略，既兼顾了不同渠道和高中低端农户的需求，又避免了资源的重复和竞争。

**图表 45：品牌策略重新梳理，渠道和定位清晰**

渠道	定位	品牌
传统渠道	高端	金正大
	中端	沃夫特
邮政物流渠道		金大地

备注：“奥磷丹”和“嘉安磷”品牌将逐渐淡出历史舞台

来源：齐鲁证券研究所

### 建设 100 个区域农化服务中心，体系化服务模式进一步加强粘性

- 公司将投资 5.8 亿建设总部农化服务中心及 100 个区域农化服务中心，其中拟通过增发的方式募资投入资金 4.3 亿元。项目服务范围覆盖华东、华南、华中、华北、西南、西北 6 个区域的 14 个省份。每个中心配备农化服务销售人员，购置农化服务仪器设备、办公配套设施，租赁办公场所、仓储场地，具备化肥产品仓储、销售、配送以及农化服务功能。本项目将成为集测土配方施肥、套餐肥配送、种肥同播、水肥一体化、施肥指导、作物管理、农技知识咨询培训、示范推广、信息服务为一体的农化服务网络体系。
- 此外，公司还将利用农化服务中心探索新的业务模式，如提供金融服务、管理咨询服务、统购统销、建立专业合作社以及整合地方资源等试点，推进公司与地方政府部门、农技专家的合作并推广农技知识将金正大、经销商和农户更紧密地结合在一起，帮助经销商与农户做大做强，助力农业生产规模化、专业化、标准化。
- 作为全国首家提出建设农化服务中心网络的公司，显示出农化服务对复合肥推广的重要性，在其他公司还在初见服务的阶段，公司已

经领先的走上了体系化服务模式的阶段，护城河进一步加宽：农化服务中心的建设，1)首先是完善了公司的渠道建设，公司销售收入仍主要集中于公司的核心市场区域“中原五省”，通过在全国主要经济作物市场率先布局农化服务中心，有助于公司完善营销布局，实现非核心销售区域的扩张。2)提高公司农化服务能力，为新产品的推出保驾护航，一站式农化服务有利于新产品的推广。3)利用农化服务中心探索全新业务模式：如提供金融服务、管理咨询服务、统购统销、建立专业合作社以及整合地方资源等试点，推进公司与地方政府部门、农技专家的合作并推广农技知识将金正大、经销商和农户更紧密地结合在一起，帮助经销商与农户做大做强，助力农业生产规模化、专业化、标准化。

**图表 46：农化服务中心项目的盈利预测**

万元	运营期平均指标	2015E	2016E	2017E
新增销售收入	343647	32075	128300	320750
新增生产成本	317238	29610	118440	296100
新增销售利润	26410	2465	9860	24650
服务中心成本费用	8827	1377	6209	12629
新增利润总额	16495	1088	3651	12021
新增净利润	12936	816	2738	9016
投资回收期(年)	6.44			
税后IRR(%)	26.21			

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

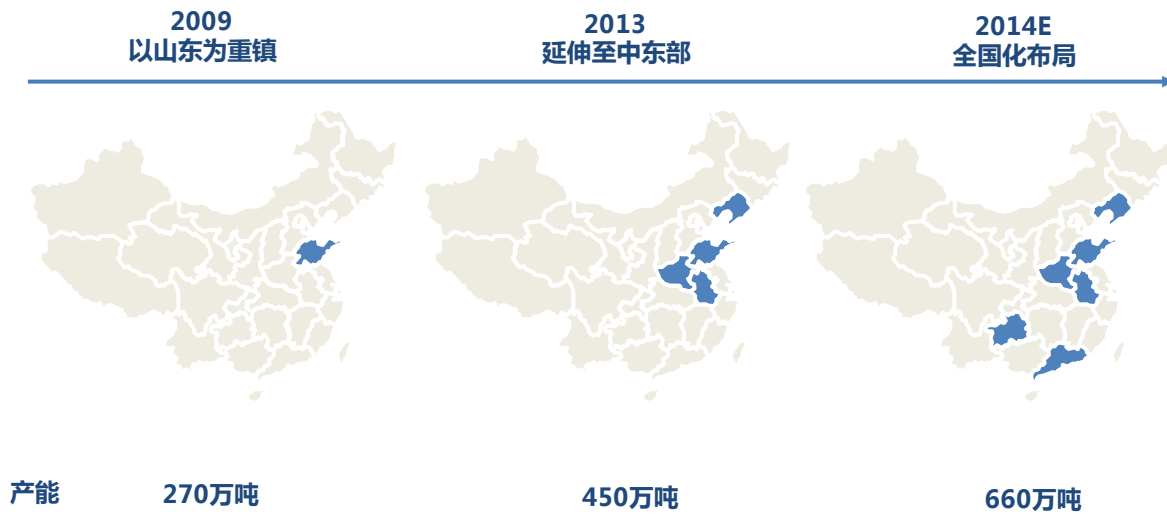
#### 护城河持续拓宽：全国化布局+上游延伸，兼顾市场和成本

- 成功企业总是离不开有效明晰的战略布局，作为复合肥第一企业，公司除了产品继续差异化之外，全国化布局和进一步降低成本的步伐也正在加紧进行，进一步拓宽护城河。在布局公司产能时，公司兼顾了填补空白区域、增强经济作物大省辐射及降低成本三方面因素。
- 公司目前的核心市场集中在山东、江苏、河南、安徽、河北、辽宁和吉林等地区，其中东部是最优势区域，其营收占比达到 50%，其次是中部占比 18%。从各省化肥施用量及复合化率的统计来看，公司已经完成了对复合肥需求高的区域的布局。
- 与产品高端化战略匹配，优选经济作物大省布局。由于未来产品的主要进攻方向是硝基肥和水溶肥，因此经济作物大省的布局更应受到关注。14 年产能增长的主要省份是贵州（60 万吨硝基肥、40 万吨水溶肥）和广东（20 万吨复合肥），这将有效帮助公司加强在南部及西部地区的供应能力，按 500km 的辐射半径计算，四川、广西、湖南、云南的市场均能辐射，而这些市场正是经济作物播种面积和硝基肥需求最大的部分省份，加上此前的优势区域，从而可以完成对经济作物大省的整体布局。
- 在上游景气低谷时获取低价资源，降低成本。



- ◆ 2012年12月，贵州金正大（子公司）以9784万元的价格收购贵州瓮安县磷化公司34%的股权，瓮安县磷化公司的总储量约为5000万吨，可采储量为3000万吨左右，目前年产能约在60到90万吨，有效保障了公司磷资源的供应并降低了成本。
- ◆ 2013年12月，公司与全国最大的尿素企业山西晋煤集团合资成立山西晋美金正大农业科技有限公司，进行复合肥等产品的生产和销售，金正大或其子公司出资1.8亿元，持股60%。此举有双重意义，一方面保障了对尿素原材料的获取能力，另一方面进一步弥补了公司在山西弱势地区的布局，有利于公司渠道向山西、河北、陕西、宁夏、甘肃和内蒙古西部拓展。

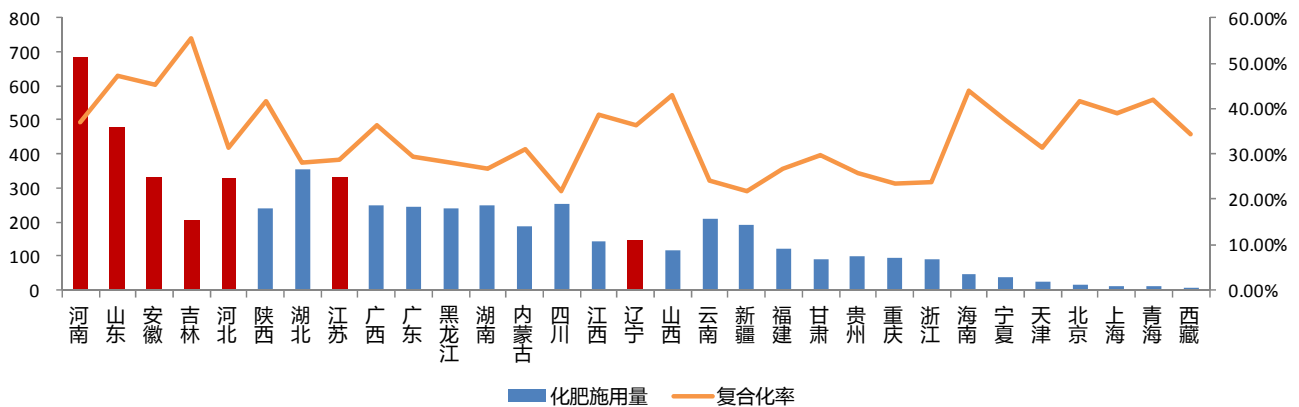
图表 47: 好的公司总是战略清晰: 全国化产能布局示意图



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 48: 公司基本完成对市场空间大且复合化率高区域的布局

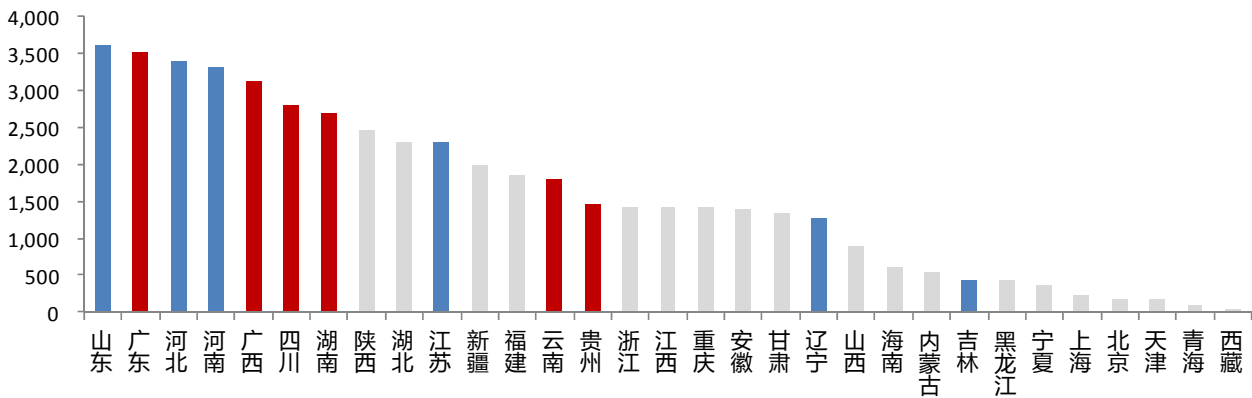
各省化肥施用量及其复合化率 (2012)



备注：红色标注区域为金正大当前的核心市场，可以看出化肥施用量前5且复合化率较高的大省均已完成布局。

来源：Wind，齐鲁证券研究所



**图表 49：未来重点布局经济作物播种大省**
**各省经济作物播种面积（蔬菜+果园，万亩，2012）**


备注：蓝色区域为已经完成布局的区域；红色区域为未来即将布局的市场

来源：Wind，齐鲁证券研究所

#### 长期视角：平台化趋势，与挪威微生物公司共建商业平台初露峥嵘

- 2014年4月，公司与挪威阿坤纳斯公司（Agrinos AS）（“阿坤纳斯”）签订了合作协议，就发挥双方优势在中国建立合作平台，适时开展资本合作、产品及技术研发、产品代理及市场推广、技术服务与培训等多方面进行合作。
- 阿坤纳斯公司专门从事基于微生物产品的生物技术的研发、生产和销售的公司，是HYT（High Yield Technology）微生物产品和技术专利研发者和所有者，HYT微生物产品的使用能提高农业生产率，提升传统肥效，降低环境压力。
- **复合肥与微生物形成套餐组合，增加产品丰富性，进入生态肥领域。**一方面，两类产品将对促进作物增长，提高养分利用率具有协同效应，同时双方研发机构具备合作条件，可以为农民提供更好的作物增产解决方案，为用户带来价值。
- **双方将共建商业平台**，利用金正大的市场优势，技术以及渠道运营能力，将世界农业发达国家的产品、技术及农化服务应用于中国农业生产。
  - ◆ **合资建厂并成立合资公司。**结合双方的优势及利用中国市场机遇，双方初步意向在中国成立一个注册资本1000万美元双方各持股50%的合资公司，进行生产及商业销售。
  - ◆ **独家代理及市场推广。**公司在本协议签署之后至合资公司成立之前将为阿坤纳斯的独家销售代理。合资公司成立后，合资公司将作为阿坤纳斯的产品在中国的独家销售代理。**阿坤纳斯的产品与公司部分产品捆绑形成新的组合产品套餐，利用公司的销售渠道进行分销。**
  - ◆ **新产品和新技术开发。**为不断进行产品的改进、更新和换代，提高复合肥的利用率，基于双方各自的研发技术，双方将合作

开发新的组合产品，并对产品的性能和使用进行相关的技术培训、试验和新产品商业化。

- ◆ **技术服务与培训。**阿坤纳斯指派其国际专家中心的全职专家到中国进行现场技术服务、支持和农化服务，并对产品使用及处理等提供专业培训。同时推荐 3-5 位外部专家为公司提供相关的技术服务与培训。
- **对外合作以及新商业平台的搭建，我们认为从长远发展来看意义重大：1) 扩大了公司的产品结构，开始涉足生态肥，2) 放大公司的渠道规模优势，3) 迅速扩大收入规模，3) 进一步整合国际专家资源，提高公司的农化服务水平。**

**图表 50: 阿坤纳斯主打产品 HYT 的优势**

<b>土</b>	防治根结线虫和土传病害有特效；提高土壤肥力、治理板结、污染和盐碱地
<b>农</b>	省工、省心、省钱。正常管理的大棚，减少化肥用量 30-50%，减少 农药90%
<b>收</b>	大幅度提升农产品质量、提高产量50%左右

来源：公司新闻，齐鲁证券研究所

**图表 51: 阿坤纳斯的打技术**

<b>优选有益菌种</b>	菌种优异，有益菌占领“土著”劣等菌生存空间，形成“微生物殖民地”
<b>生物营养包膜技术</b>	让菌群穿上保护膜，使菌种生命力更旺盛，寿命周期可稳定延长数倍，4-6个月
<b>快速形成巨量有益菌群</b>	有益菌被生物营养活化剂HYT-b快速激活后，菌群快速自我复制、繁殖，有效活菌数从2亿达到数百亿
<b>海洋生物提取技术</b>	全部采用高纯生物工艺

来源：公司新闻，齐鲁证券研究所

**股权激励保成长：连续四年净利润增长 28%**

- 14年5月13日晚，公司公布了股权激励草案，拟向包括公司董事、中高层管理人员、核心业务人员等合计235人授予2100万份股票期权，占公司总股本的3%。其中首次授予 1990 万份、预留 110 万份，首次授予期权的行权价格为方案公布前30个交易日公司股票平均收盘价19.88元。
- 首次授予的股票期权自本激励计划授权日起满12个月后，激励对象应在未来48个月内分四期行权。
- 根据行权考核条件，公司未来四年的净利润增长的业绩考核目标为年复合增长28%，收入年复合增长率为10%。从利润增速大于收入增速也可以看出，公司未来的增长来自于高端复合肥带来的高毛利拉动。ROE的有望随着净利润率的提高而提升。

**图表 52: 股票期权的行权考核条件**

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2014年度净利润相比2013年的增长率不低于28%；2014年度营业收入相比2013年的增长率不低于10%
第二个行权期	2015年度净利润相比2013年的增长率不低于64%；2015年度营业收入相比2013年的增长率不低于21%
第三个行权期	2016年度净利润相比2013年的增长率不低于110%；2016年度营业收入相比2013年的增长率不低于33%
第四个行权期	2017年度净利润相比2013年的增长率不低于168%；2017年度营业收入相比2013年的增长率不低于46%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 53: 股权激励名单**

姓名	职务	获授股票期权数量 (万份)	占授予期权总数比例	占股本总额的比例
陈宏坤	副总经理, 董事	30	1.43%	0.04%
罗文胜	副总经理	30	1.43%	0.04%
李计国	副总经理, 财务负责人	30	1.43%	0.04%
颜明霄	副总经理	30	1.43%	0.04%
郑树林	副总经理	30	1.43%	0.04%
胡兆平	副总经理	30	1.43%	0.04%
崔彬	副总经理, 董秘	30	1.43%	0.04%
中层管理人员、核心业务 (技术) 人员 (228 人)		1,780	84.76%	2.54%
预留股票期权		110	5.23%	0.18%
合计 (235 人)		2,100	100.00%	3.00%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

## 盈利预测、估值和投资建议

- 分项产品的收入、毛利率、增长假设见附录。
- 公司期间费用率和税率假设如下表

**图表 54: 金正大期间费用及营业税金假设**

	2013	2014E	2015E	2016E
营业税金及附加	-2	-2	-2	-3
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-484	-591	-705	-837
%销售收入	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
管理费用	-436	-437	-522	-620
%销售收入	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 业绩预测: 预计公司2014-2016年的营业收入分别为141.3亿元、174.1亿元和206.6亿元, 同比增长18%、23%和19%; 归属母公司净利润分别为8.62亿元、11.3亿元和15.0亿元, 同比增长30%、31%和33%; 对应EPS分别为1.23元、1.61元和2.14元。

#### 相对估值

- 我们选取目前上市的复合肥生产企业作为可比公司, 考虑到未来几年复合肥行业整合加速, 公司作为行业龙头, 将凭借差异化产品、品牌、渠道和规模等优势提升市场占有率, 业绩将稳定增长, 我们给予公司2014年20-22倍PE, 对应的目标价格区间为24.6-27.06元。

**图表 55: 可比公司估值表**

代码	公司	收盘价(元) 2014/5/13	市值(亿元)	EPS			PE			PB	PS ( ttm )
				2013E	2014E	2015E	2013	2014E	2015E		
002588.SZ	史丹利	21.61	61.72	1.8100	1.7154	2.0969	13	13	10	2.23	1.18
002170.SZ	芭田股份	5.44	46.32	0.1604	0.2219	0.2627	34	25	21	3.09	2.14
002538.SZ	司尔特	8.43	24.95	0.3800	0.4954	0.6208	22	17	14	1.48	1.10
000830.SZ	鲁西化工	3.57	52.30	0.2400	0.3713	0.4846	15	10	7	0.92	0.47
002539.SZ	新都化工	11.13	36.84	0.3200	0.5075	0.7170	35	22	16	1.58	0.93
002470.SZ	金正大	19.40	135.80	0.9500	1.2571	1.6286	20	15	12	3.13	1.12
可比公司均值							23	17	13	2.07	1.16

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**绝对估值（FCFE，DCF）**

- 假定公司无风险利率3%，风险溢价7%，股票BETA为0.93，2013-2016年显性增长率详见销售收入预测表，2017-2026年为半显性预测期，收入增速从21%逐步下降至7%左右，TV=2.5%，DCF绝对估值显示公司价值为26.76元。

**图表 56：金正大 DCF 绝对估值结果 26.76 元**

每股价值	26.73	TV增长率	2.5%
隐含P/E	22.41	Ke	11.08%
企业值	18,711.22	债务	1,732.15
		投资	920.33
股票价值	18,711.22	少数股东权益	65.77

来源：齐鲁证券研究所

**投资建议**

- 综合相对估值和绝对估值结果，我们认为金正大合理的估值区间为24.6-27.06元。我们认为公司高度差异化和品牌溢价带来的护城河加宽，看好公司的长期投资价值，首次覆盖金正大给予“买入”评级。

**风险提示**

- **原材料及产品价格波动的风险。**单质肥价格持续低迷导致复合肥行业增速减缓，而14年是公司新增产能最快的一年，届时公司将面临巨大的产能消化压力。
- **新产品推广不达预期的风险。**公司水溶肥新品前期营销推广投入较大，但产品的实际应用效果以及市场的认可度存在不确定性，有可能出现销量不达预期的情况。

## 附录

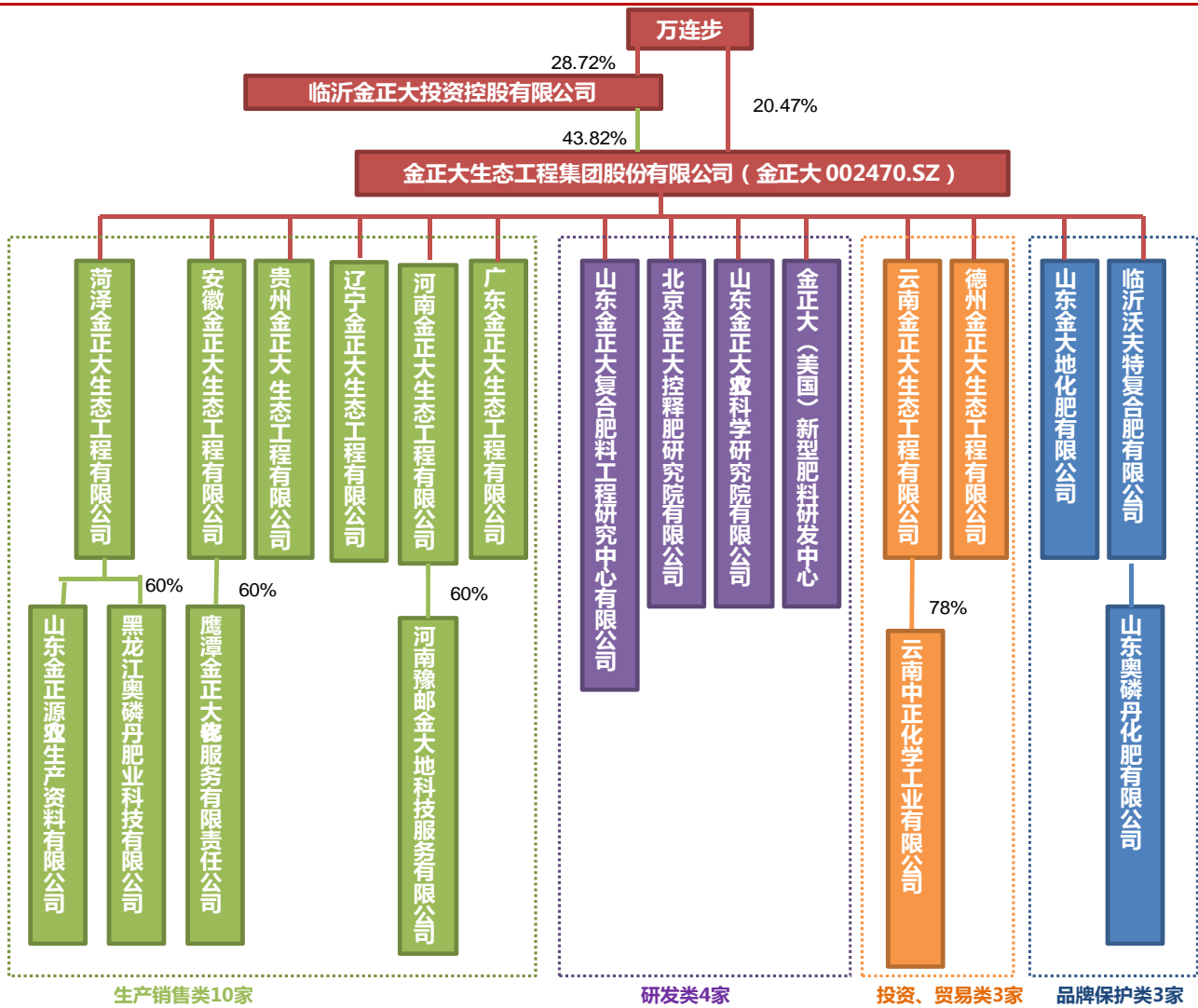
**图表 57: 金正大销售收入预测表**

项目	2013	2014E	2015E	2016E
<b>普通复合肥</b>				
销售收入 (百万元)	4,896.45	5,040.75	5,880.00	6,360.00
增长率 (YOY)	1.53%	2.95%	16.65%	8.16%
毛利率	15.51%	14.00%	13.00%	13.00%
销售成本 (百万元)	4,137.01	4,335.05	5,115.60	5,533.20
占总销售额比重	40.84%	36.05%	33.78%	30.78%
占主营业务利润比重	42.58%	34.14%	28.67%	24.83%
<b>控释复合肥</b>				
销售收入 (百万元)	3,854.02	4,480.20	5,061.84	5,821.12
增长率 (YOY)	23.59%	16.25%	12.98%	15.00%
毛利率	20.50%	20.00%	19.00%	19.00%
销售成本 (百万元)	3,063.95	3,584.16	4,100.09	4,715.10
占总销售额比重	32.15%	32.04%	29.08%	28.17%
占主营业务利润比重	44.30%	43.35%	36.07%	33.22%
<b>硝基复合肥</b>				
销售收入 (百万元)	1,173.90	2,041.20	2,633.90	3,424.08
增长率 (YOY)	115.83%	73.88%	29.04%	30.00%
毛利率	18.79%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本 (百万元)	953.32	1,673.78	2,159.80	2,807.74
占总销售额比重	9.79%	14.60%	15.13%	16.57%
占主营业务利润比重	12.37%	17.78%	17.78%	18.51%
<b>水溶性肥</b>				
销售收入 (百万元)	12.00	438.00	1,500.00	2,520.00
增长率 (YOY)	—	3550%	242%	68%
毛利率	20.00%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	9.60	306.60	1,050.00	1,764.00
占总销售额比重	0.10%	3.10%	8.62%	12.20%
占主营业务利润比重	0.13%	6.23%	16.88%	22.71%
<b>原料化肥</b>				
销售收入 (百万元)	2,030.00	2,100.00	2,300.00	2,500.00
增长率 (YOY)	16.42%	3.45%	9.52%	8.70%
毛利率	0.00%	0.10%	0.30%	0.50%
销售成本 (百万元)	2,030.00	2,097.90	2,293.10	2,487.50
占总销售额比重	16.93%	15.02%	13.21%	12.10%
占主营业务利润比重	0.00%	0.10%	0.26%	0.38%
其他销售收入 (百万元)	23.00	30.00	32.00	36.00
其他销售成本 (百万元)	12.00	22.00	23.00	24.00
其他毛利 (百万元)	11.00	8.00	9.00	12.00
销售收入小计	11989.37	14130.15	17407.74	20661.19
销售成本小计	10205.88	12019.49	14741.59	17331.55
毛利	1783.49	2110.66	2666.15	3329.65
平均毛利率	14.88%	14.94%	15.32%	16.12%

来源: 齐鲁证券研究所



图表 58: 金正大股权结构



来源: 齐鲁证券研究所

图表 59: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>7,627</b>	<b>10,254</b>	<b>11,992</b>	<b>14,130</b>	<b>17,408</b>	<b>20,661</b>
增长率	39.19%	34.5%	16.9%	17.8%	23.2%	18.7%
营业成本	-6,622	-8,991	-10,222	-12,019	-14,742	-17,332
%销售收入	86.8%	87.7%	85.2%	85.1%	84.7%	83.9%
毛利	1,005	1,263	1,770	2,111	2,666	3,330
%销售收入	13.2%	12.3%	14.8%	14.9%	15.3%	16.1%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-2	-2	-3
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-357	-418	-484	-573	-705	-837
%销售收入	4.7%	4.1%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
管理费用	-117	-195	-436	-424	-522	-620
%销售收入	1.5%	1.9%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	531	648	848	1,112	1,437	1,870
%销售收入	7.0%	6.3%	7.1%	7.9%	8.3%	9.0%
财务费用	6	-31	-48	-73	-73	-48
%销售收入	-0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%
资产减值损失	3	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	7	11	11	12
%税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	0.8%	0.6%
营业利润	539	616	805	1,048	1,374	1,833
营业利润率	7.1%	6.0%	6.7%	7.4%	7.9%	8.9%
营业外收支	7	4	10	10	10	10
税前利润	547	620	815	1,058	1,384	1,843
利润率	7.2%	6.0%	6.8%	7.5%	8.0%	8.9%
所得税	-110	-77	-147	-191	-250	-332
所得税率	20.1%	12.3%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	437	544	668	867	1,135	1,511
少数股东损益	0	-3	4	5	7	9
归属于母公司的净利润	436	547	664	862	1,128	1,501
净利率	5.7%	5.3%	5.5%	6.1%	6.5%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	437	544	668	867	1,135	1,511
少数股东损益	0	0	0	5	7	9
非现金支出	73	101	155	210	239	269
非经营收益	27	57	53	53	52	27
营运资金变动	-807	-243	276	-503	-313	-284
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-270</b>	<b>458</b>	<b>1,152</b>	<b>632</b>	<b>1,120</b>	<b>1,532</b>
资本开支	718	1,250	1,231	943	1,012	950
投资	-5	-93	-24	0	0	0
其他	0	0	14	11	11	12
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-723</b>	<b>-1,342</b>	<b>-1,241</b>	<b>-933</b>	<b>-1,001</b>	<b>-938</b>
股权募资	40	13	0	0	0	0
债权募资	861	126	736	1,044	268	-141
其他	-143	-165	-182	-73	-178	-153
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>758</b>	<b>-27</b>	<b>555</b>	<b>970</b>	<b>89</b>	<b>-294</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-236</b>	<b>-911</b>	<b>466</b>	<b>670</b>	<b>208</b>	<b>300</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,301	581	815	1,480	1,681	1,972
应收款项	21	63	93	96	119	141
存货	1,729	2,335	2,243	2,692	3,301	3,881
其他流动资产	1,261	989	1,294	1,522	1,867	2,194
流动资产	4,312	3,968	4,445	5,790	6,967	8,188
%总资产	78.5%	58.3%	51.1%	53.7%	54.6%	55.9%
长期投资	0	0	105	105	105	105
固定资产	1,064	2,123	3,366	3,939	4,555	5,081
%总资产	19.4%	31.2%	38.7%	36.5%	35.7%	34.7%
无形资产	117	206	388	559	726	890
非流动资产	1,182	2,839	4,255	4,999	5,782	6,473
%总资产	21.5%	41.7%	48.9%	46.3%	45.4%	44.1%
<b>资产总计</b>	<b>5,494</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>10,788</b>	<b>12,750</b>	<b>14,661</b>
短期借款	370	0	498	1,542	1,810	1,669
应付款项	1,387	2,131	2,698	2,872	3,531	4,172
其他流动负债	57	12	38	147	152	157
流动负债	1,815	2,143	3,235	4,561	5,492	5,988
长期贷款	0	0	736	736	736	736
其他长期负债	529	1,062	579	579	579	579
<b>负债</b>	<b>2,343</b>	<b>3,204</b>	<b>4,550</b>	<b>5,876</b>	<b>6,807</b>	<b>7,313</b>
普通股股东权益	3,086	3,528	4,085	4,842	5,864	7,261
少数股东权益	65	74	66	71	78	87
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,494</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>10,788</b>	<b>12,750</b>	<b>14,661</b>

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.624	0.781	0.948	1.232	1.611	2.145
每股净资产 (元)	4.408	5.040	5.835	6.917	8.378	10.373
每股经营现金净流 (元)	-0.386	0.655	1.646	0.896	1.590	2.175
每股股利 (元)	0.000	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.14%	15.50%	16.25%	17.81%	19.23%	20.68%
总资产收益率	7.94%	8.04%	7.63%	7.99%	8.85%	10.24%
投入资本收益率	15.61%	14.15%	14.00%	14.92%	16.35%	18.74%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	39.19%	34.45%	16.95%	17.83%	23.20%	18.69%
EBIT增长率	40.89%	22.15%	30.81%	31.05%	29.27%	30.12%
净利润增长率	39.15%	25.31%	21.39%	29.85%	30.81%	33.13%
总资产增长率	26.07%	23.90%	27.82%	24.00%	18.18%	14.99%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	79.7	82.5	81.7	81.7	81.7	81.7
应付账款周转天数	7.8	8.5	16.8	16.8	16.8	16.8
固定资产周转天数	33.8	30.2	39.9	43.2	35.7	30.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.83%	11.42%	22.10%	26.39%	22.93%	12.68%
EBIT利息保障倍数	-89.2	20.9	17.8	15.1	19.5	38.8
资产负债率	42.65%	47.08%	52.29%	54.46%	53.39%	49.88%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。