

## 金正大(002470.SZ)

### 缓控施肥行业的领跑者

评级:

前次:

目标价(元):

**11.89-13.87**

联系人

分析师

李璇

孙国东

021-58207774

S0740207010008

lixuan@qlzq.com.cn

0531-81776391

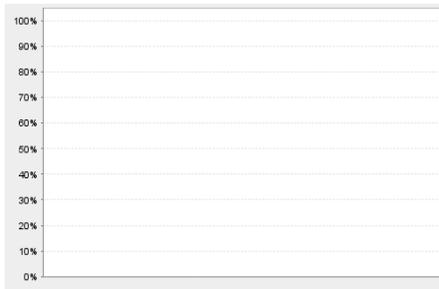
sungd@qlzq.com.cn

2010年8月20日

#### 基本状况

总股本(百万股)	600.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,634.30	4,159.20	5,596.00	7,351.00	9,301.50
营业收入增速	38.54%	14.44%	34.55%	31.36%	26.53%
净利润增长率	19.63%	-9.70%	44.75%	33.05%	25.33%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.35	0.44	0.59	0.73
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/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	—	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	2.07	1.67	3.37	3.96	4.69
每股现金流量	0.74	1.65	-0.53	0.81	1.03
净资产收益率	28.43%	21.24%	13.06%	14.80%	15.65%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	400.00	600.00	700.00	700.00	700.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **国内领先的缓控释肥与复合肥市场龙头。**金正大现有 210 万吨复合肥和 60 万吨缓控释肥产能。复合肥产量全国前三, 缓控释肥产量全国第一, 市场占有率超过 50%。公司是缓控释肥行业标准和国家标准的主要起草单位, 拥有专利 78 项, 通过提高技术门槛, 使得同行业竞争者短期内难以模仿和超越。
- **化肥行业发展趋于稳定, 产业升级拉动优质肥料增长。**国内近十年化肥施用量年均增速为 2.5%, 低于近二十年 4.6% 的年均增速, 行业总体表现为肥料利用率低、产品结构性过剩特点。其中, 能够提高肥料利用率的复合肥和缓控释肥等优质肥的比重远低于世界平均水平。化肥产业升级将提供广阔的发展空间。
- **优质化肥是降低农业污染与低碳经济的促进者。**传统单质肥由于利用率低(30~40%), 施肥过程中有大量氮磷元素排入水体, 是水环境污染的主要来源。复合肥与缓控释肥等作为优质化肥的代表, 具有增产增收、提高肥料利用效率、降低农业面源污染的特点, 被誉为“21 世纪新型环保肥料”。目前缓控释肥的施肥比例不到总施肥量的 1%, 在核心技术突破和中央 1 号文件的政策推动下, 行业有望实现快速增长。预计未来复合肥施用量的年均增速超过 7%, 缓控释肥增长率将达到 50% 以上。
- **募投项目产能预计 2012 年达产。**募投项目将增加缓控释肥的产能 60 万吨至 120 万吨/年, 解决了公司缓控释肥产能瓶颈。研发中心项目将加强公司控释肥新产品的研究与开发, 有利于公司保持领先的地位。
- **公司 2010 年到 2012 年预计全面摊薄 EPS 为 0.44、0.59 元和 0.73 元。**考虑到公司与六国化工的行业地位与估值具有一定的可比性(10PE=31 倍)。预计公司合理估值区间为相对 2010 年 30-35 倍 PE, 即 13.21-15.41 元。考虑到 10% 的申购收益, 建议询价区间为 11.89-13.87 元。
- **风险提示: 公司主要风险来自募投产能无法全部销售、农业生产的季节性波动与原材料价格上涨的风险。**

请务必阅读正文之后的重要声明部分

## 盈利预测

**图表 1: 主要产品盈利预测**

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
复合肥	平均售价 (元/吨)	1901.30	2656.70	2121.60	2300.00	2450.00	2560.00
	增长率 (YOY)		39.73%	-20.14%	8.41%	6.52%	4.49%
	销售量 (万吨)	97.80	82.80	94.30	136.00	166.00	190.00
	增长率 (YOY)		-15.34%	13.89%	44.22%	22.06%	14.46%
	销售收入 (百万元)	1859.47	2199.75	2000.67	3128.00	4067.00	4864.00
	增长率 (YOY)		18.30%	-9.05%	56.35%	30.02%	19.60%
	毛利率	11.02%	11.35%	9.57%	10.81%	10.25%	10.36%
	销售成本 (百万元)	1654.60	1950.10	1809.30	2790.00	3650.00	4360.00
	增长率 (YOY)		17.86%	-7.22%	54.20%	30.82%	19.45%
	毛利 (百万元)	205	250	191	338	417	504
增长率 (YOY)		21.86%	-23.34%	76.62%	23.37%	20.86%	
缓控释肥	平均售价 (元/吨)	2331.80	3396.90	2445.40	2600.00	2720.00	2750.00
	增长率 (YOY)		45.68%	-28.01%	6.32%	4.62%	1.10%
	销售量 (万吨)	28.90	36.20	59.10	68.00	95.00	125.00
	增长率 (YOY)		25.26%	63.26%	15.06%	39.71%	31.58%
	销售收入 (百万元)	673.89	1229.68	1445.23	1768.00	2584.00	3437.50
	增长率 (YOY)		82.47%	17.53%	22.33%	46.15%	33.03%
	毛利率	17.55%	18.64%	16.29%	16.29%	16.02%	15.78%
	销售成本 (百万元)	555.60	1000.50	1209.80	1480.00	2170.00	2895.00
	增长率 (YOY)		80.08%	20.92%	22.33%	46.62%	33.41%
	毛利 (百万元)	118	229	235	288	414	543
增长率 (YOY)		93.74%	2.73%	22.33%	43.75%	31.04%	
原料化肥	销售收入 (百万元)	75.40	188.60	702.40	700.00	700.00	1000.00
	销售成本 (百万元)	66.50	169.80	673.70	665.00	665.00	950.00
	毛利率	11.80%	9.97%	4.09%	5.00%	5.00%	5.00%
公司整体	营业收入 (百万元)	2609	3618	4148	5596	7351	9302
	营业成本 (百万元)	2277	3120	3693	4935	6485	8205
	营收增长率 (%)	-	38.69%	14.66%	34.90%	31.36%	26.53%
	综合毛利率 (%)	12.73%	13.75%	10.98%	11.81%	11.78%	11.79%
	毛利(百万元)	332	498	456	661	866	1097
	销售费用率	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.3%	3.2%
	管理费用率	1.7%	2.6%	1.5%	2.0%	1.8%	1.8%
	财务费用率	0.2%	0.8%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
所得税率	0.27%	-1.23%	12.48%	15.00%	18.00%	20.00%	

来源: 齐鲁证券研究所

## 附录：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业总收入</b>	<b>2,623</b>	<b>3,634</b>	<b>4,159</b>	<b>5,596</b>	<b>7,351</b>	<b>9,302</b>
增长率	—	38.5%	14.4%	34.5%	31.4%	26.5%
营业成本	-2,287	-3,131	-3,703	-4,935	-6,485	-8,205
% 销售收入	87.2%	86.1%	89.0%	88.2%	88.2%	88.2%
毛利	337	504	456	661	866	1,097
% 销售收入	12.8%	13.9%	11.0%	11.8%	11.8%	11.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-90	-129	-145	-196	-243	-298
% 销售收入	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.3%	3.2%
管理费用	-45	-94	-62	-112	-132	-167
% 销售收入	1.7%	2.6%	1.5%	2.0%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	202	280	249	353	491	631
% 销售收入	7.7%	7.7%	6.0%	6.3%	6.7%	6.8%
财务费用	-6	-31	-7	7	7	9
% 销售收入	0.2%	0.8%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	-18	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	195	232	238	361	498	640
营业利润率	7.5%	6.4%	5.7%	6.4%	6.8%	6.9%
营业外收支	2	1	5	2	2	2
税前利润	197	233	243	363	500	642
利润率	7.5%	6.4%	5.8%	6.5%	6.8%	6.9%
所得税	-1	3	-30	-54	-90	-128
所得税率	0.3%	-1.2%	12.5%	15.0%	18.0%	20.0%
净利润	197	236	213	308	410	514
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>197</b>	<b>236</b>	<b>213</b>	<b>308</b>	<b>410</b>	<b>514</b>
净利率	7.5%	6.5%	5.1%	5.5%	5.6%	5.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	197	236	213	308	410	514
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	71	65	96	112	162
非经营收益	10	28	13	1	0	7
营运资金变动	-263	-39	701	-777	42	47
<b>经营活动现金流</b>	<b>-32</b>	<b>296</b>	<b>993</b>	<b>-371</b>	<b>565</b>	<b>724</b>
资本开支	283	260	156	648	353	603
投资	0	-1	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-283</b>	<b>-261</b>	<b>-156</b>	<b>-648</b>	<b>-353</b>	<b>-603</b>
股权募资	155	0	0	1,050	0	0
债权募资	175	0	-180	0	0	0
其他	-9	-33	-54	-2	-2	-2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>321</b>	<b>-33</b>	<b>-234</b>	<b>1,048</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>现金净流量</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>603</b>	<b>28</b>	<b>210</b>	<b>119</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	243	105	1,137	1,165	1,375	1,494
应收款项	20	11	8	491	644	815
存货	508	733	787	1,082	1,421	1,798
其他流动资产	354	142	307	494	649	821
流动资产	1,125	992	2,238	3,231	4,089	4,928
% 总资产	70.3%	58.0%	73.6%	70.5%	71.9%	70.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	453	640	706	1,220	1,458	1,895
% 总资产	28.3%	37.5%	23.2%	26.6%	25.6%	27.2%
无形资产	23	73	95	135	140	145
非流动资产	476	717	802	1,355	1,598	2,040
% 总资产	29.7%	42.0%	26.4%	29.5%	28.1%	29.3%
<b>资产总计</b>	<b>1,601</b>	<b>1,709</b>	<b>3,040</b>	<b>4,585</b>	<b>5,687</b>	<b>6,968</b>
短期借款	300	273	40	40	40	40
应付款项	621	508	1,845	1,973	2,645	3,391
其他流动负债	15	0	1	61	80	101
流动负债	936	780	1,886	2,073	2,764	3,532
长期贷款	70	98	150	150	150	150
其他长期负债	0	1	2	2	2	2
<b>负债</b>	<b>1,006</b>	<b>879</b>	<b>2,038</b>	<b>2,225</b>	<b>2,916</b>	<b>3,683</b>
普通股股东权益	594	830	1,003	2,361	2,771	3,285
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,601</b>	<b>1,709</b>	<b>3,040</b>	<b>4,585</b>	<b>5,687</b>	<b>6,968</b>

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.986	0.590	0.355	0.440	0.586	0.734
每股净资产 (元)	2.970	2.074	1.671	3.372	3.958	4.693
每股经营现金净流 (元)	-0.160	0.739	1.654	-0.531	0.807	1.035
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	33.19%	28.43%	21.24%	13.06%	14.80%	15.65%
总资产收益率	12.31%	13.80%	7.00%	6.72%	7.21%	7.38%
投入资本收益率	27.85%	25.92%	389.88%	21.66%	25.39%	25.49%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	—	38.54%	14.44%	34.55%	31.36%	26.53%
EBIT增长率	—	38.88%	-11.20%	41.91%	39.04%	28.57%
净利润增长率	—	19.63%	-9.70%	44.75%	33.05%	25.33%
总资产增长率	—	6.73%	77.94%	50.81%	24.01%	22.53%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.0	—	—	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	40.6	72.4	74.9	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	3.7	5.8	5.1	5.0	8.0	10.0
固定资产周转天数	31.1	52.4	53.5	38.8	29.6	31.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	21.42%	31.93%	-94.43%	-41.29%	-42.75%	-39.68%
EBIT利息保障倍数	36.2	9.1	34.6	-47.5	-69.6	-69.5
资产负债率	62.83%	51.45%	67.03%	48.52%	51.27%	52.86%

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。

上海  
联系人:王莉本  
电话:021-58303470  
手机:13641659577  
传真:021-58318543  
邮编:200122  
地址:上海市浦电路 438 号双  
鸽大厦 19 楼

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话:021-58206173  
手机:18621368050  
传真:021-58318543  
邮编:200122  
地址:上海市浦电路 438 号双鸽  
大厦 19 楼

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-81283786  
手机:15806668226  
传真:0531-81283791  
邮编:250010  
地址:山东济南经十路 17703  
号华特广场 B501