

金正大 (002470)

控释肥龙头企业

2010 年 08 月 20 日

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

投资要点:

公司专注于复合肥、控释肥的研发、生产、销售，可生产 12 类 100 余种专用复合肥、控释肥产品，目前复合肥产能为 210 万吨/年，控释肥产能为 60 万吨/年。2008 年公司复合肥产量居全国第二位，控释肥产量居全国第一位。

复合肥施用量稳步增长,1980-2008 年复合肥折纯施用量年均增长 15.7%，同期化肥总施用量年均增长 5.2%。2008 年化肥复合化率提高至 30.7%，与世界平均复合化率仍存在较大的差距。控释肥是新型肥料，对肥料的利用率可达 60%-70%，提高作物产量 10%-40%，养分利用率比普通肥料提高 50%至一倍以上，可减少资源消耗、降低农业生产成本，正处于良好的政策环境中，发展前景广阔。

公司拥有行业领先的研究能力和技术创新能力，拥有各类专利使用权 111 项，另有 58 项专利正在申报过程中，先后承担完成《缓控释肥料》行业标准、《缓释肥料》国家标准。公司具有完善的农化服务技术流程，建立了以 2000 余家县级经销商为中心、辐射数万个销售网点的传统经销商销售渠道，与 25 个省、市的 335 家邮政物流企业建立了合作关系。

募集资金将投资于 60 万吨/年新型作物专用控释肥项目、缓控释肥工程技术研究中心项目，预计到 2012 年公司控释肥产能将达到 150 万吨，将进一步提升公司盈利能力，巩固行业龙头地位。

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.43、0.53、0.65 元，参考同行业相关公司的估值水平，我们认为公司合理估值区间 10.75-12.90 元，对应 2009 年 36-43 倍 P/E，对应 2010 年 25-30 倍 P/E。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	3634	4159	4988	6656	8161
营业收入增长率	38.5%	14.4%	19.9%	33.4%	22.6%
净利润 (百万元)	236	213	298	368	453
净利润增长率	19.6%	-9.7%	40.0%	23.6%	22.8%
EPS (元)	0.34	0.30	0.43	0.53	0.65
ROE	28.4%	21.2%	11.9%	12.8%	13.6%

发行数据

发行股本 (万股)	60000
发行后股本 (万股)	70000
大股东名称	临沂金正大投资控股有限公司
大股东持股比例 (发行后)	43.82%

联系方式

研究员:	张晓辉
执业证书编号:	S0020108091184
电话:	021-51097188-1929
电邮:	zhangxiaohui@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

目 录

第 1 部分	公司概况	3
1.1	控释肥龙头企业.....	3
1.2	股权结构和本次发行	3
第 2 部分	产业升级带来巨大市场需求	4
2.1	复合肥施用量稳步增长.....	4
2.2	控释肥市场前景广阔	5
第 3 部分	公司经营及财务分析	6
3.1	经营分析	6
3.2	财务分析	8
3.3	竞争优势	8
第 4 部分	募投项目	9
第 5 部分	盈利预测与估值.....	10
第 6 部分	风险提示	11

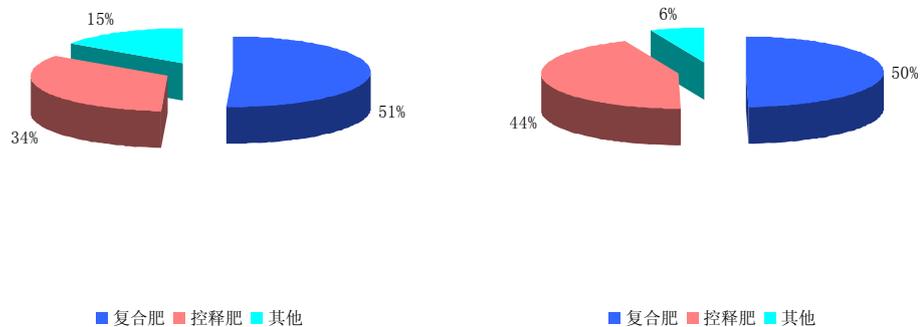
第 1 部分 公司概况

1.1 控释肥龙头企业

公司专注于复合肥、控释肥等农用肥料的研究、生产、销售。公司复合肥产能为 210 万吨/年，控释肥产能为 60 万吨/年，本次募集资金所投项目达产后将新增控释肥产能 60 万吨/年。公司是控释肥行业标准和国家标准的制定者之一，2008 年公司复合肥产量居全国第二位，控释肥产量居全国第一位。

图 01：公司营业收入构成

图 02：公司营业毛利构成



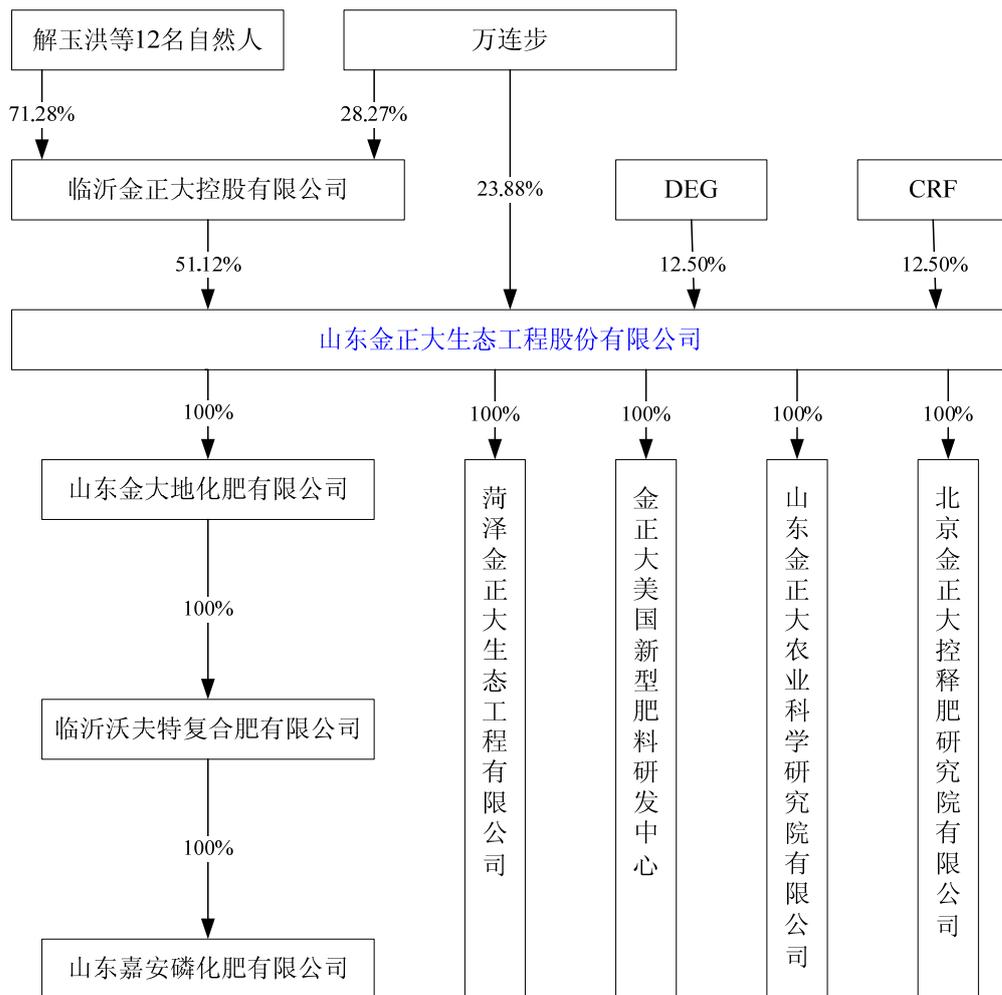
资料来源：公司公告、国元证券

1.2 股权结构和本次发行

本次发行前，控股股东临沂金正大投资控股有限公司持有公司 30672 万股股份，占本次发行前总股本的 51.12%。万连步先生持有金正大投资 28.72% 股份，为金正大投资第一大股东，万连步先生同时直接持有发行人 23.88% 的股份。本次发行前，万连步先生通过直接和间接方式控制公司 75.00% 的股份，为本公司实际控制人。本次发行完成后，临沂金正大投资控股有限公司将持有公司 43.82% 股份；实际控制人万连步先生将直接持有公司 20.47% 的股份，直接和间接方式控制公司 64.29% 的股份。

公司共拥有 7 家子公司，菏泽金正大生态工程有限公司设计产能为年产 120 万吨复合肥，目前产能已达到 90 万吨/年；山东金大地化肥有限公司、临沂沃夫特复合肥有限公司、山东嘉安磷化肥有限公司为品牌保护类子公司；北京金正大控释肥研究院有限公司、山东金正大农业科学研究院有限公司、金正大（美国）新型肥料研发中心 3 家子公司专门从事研发。

图 03：发行前公司股权结构



资料来源：公司公告、国元证券

第 2 部分 产业升级带来巨大市场需求

2.1 复合肥施用量稳步增长

复合肥具有养分含量高、副成分少且物理性状好等优点，对于平衡施肥、提高肥料利用率和减少用量、促进作物的高产稳产、改善农产品品质、节支增收有着十分重要的作用。

1980—2008 年复合肥折纯施用量年均增长 15.7%，2003—2008 年复合肥施用量年均增长 7.7%，同期化肥总施用量年均增长分别为 5.2%、3.5%。2008 年，我国化肥复合化率提高至 30.7%，与世界平均复合化率 50%、发达国家复合化率 80%相比仍存在较大的差距，未来市场前景广阔。

图 04：复合肥与化肥施用量

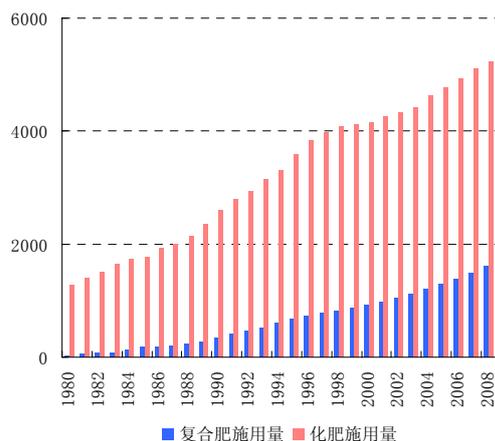
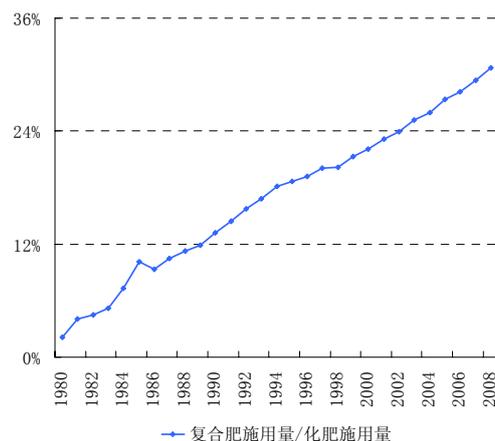


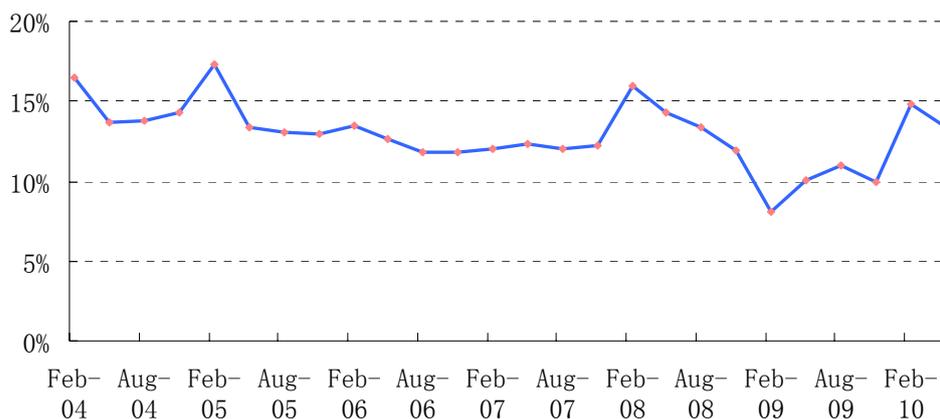
图 05：复合肥施用量/化肥施用量



资料来源：国元证券

复合肥行业竞争较为激烈，我国具有生产许可证的复合肥企业约 5000 家，生产规模较大、产品质量较高的大型企业仅占 5~10%，行业毛利率在 15%左右。

图 06：复混肥行业毛利率



资料来源：Wind、国元证券

2.2 控释肥市场前景广阔

控释肥料是指能减缓或控制养分释放速度的新型肥料。广义上的缓释肥料包括了缓释肥与控释肥两大类型。“缓释”是指化学物质养分释放速率远小于速溶性肥料，施入土壤后转变为植物有效态养分的释放速率；“控释”是指以各种调控机制使养分释放按照设定的释放模式(释放率和释放时间)与作物吸收养分的规律相一致。

我国现有国土面积占世界土地面积的 7.2%，耕地面积仅占国土面积的 30%，耕地面积不到全世界总量的 10%，但化肥施用量却接近世界总量的 1/3。目前我国化肥以传统速溶肥为主，施肥方式不合理，肥料损失严重，肥料的利用率仅为 10%左右，条施和穴施等深施肥方式肥料利用率也只有 30%，且不能种肥同播。

我国氮、磷肥每年消费达 5000 万吨化肥，生产这些化肥需要消耗大约 1 亿吨标煤、1100 万吨硫黄、近 100 亿立方米天然气、近 4300 万吨磷矿。国际肥料工业协会《化肥、气候变化与提高可持续生产力》白皮书显示，化肥生命周期过程对全球温室气体排放的贡献

量为 2%—3%，如果化肥工业能够采用先进技术，全球温室气体减排潜力每年可以达到 2.2 亿吨。

缓控释肥对肥料的利用率可达 60%—70%，提高作物产量 10%—40%。大量的试验与示范和大量推广应用的结果表明，控释肥具有提高肥效、降低化肥使用量、减少施肥用工等特点，研究表明控释肥料养分利用率比普通肥料提高 50%至一倍以上，可减少资源消耗、降低农业生产成本。

控释肥发展正处于一个良好的政策环境中，《第十一个五年计划规划纲要》等多个文件均明确提出大力发展控释肥行业的要求。2008 年 2 月全国农业技术推广服务中心专门下发了《关于做好缓控释肥料示范推广工作的通知》，在全国范围内展开了以政府为主导、企业和研究单位为主体的控释肥推广工作，控释肥市场发展前景广阔。

第 3 部分 公司经营及财务分析

3.1 经营分析

公司复合肥产能从 2007 年初的 100 万吨扩大至 2010 年 6 月末的 210 万吨，增加 110%；控释肥产能从 2007 年初的 30 万吨扩大至 2010 年 6 月末的 60 万吨，增加 100%。2006 年，公司实现控释肥销售 5.84 万吨；2007 年实现销售 28.92 万吨，增长 395.21%；2008 年实现销售 36.22 万吨，同比增长 25.24%；2009 年实现销售 61.24 万吨，同比增长 69.08%。

图 07：控释肥产销情况 万吨

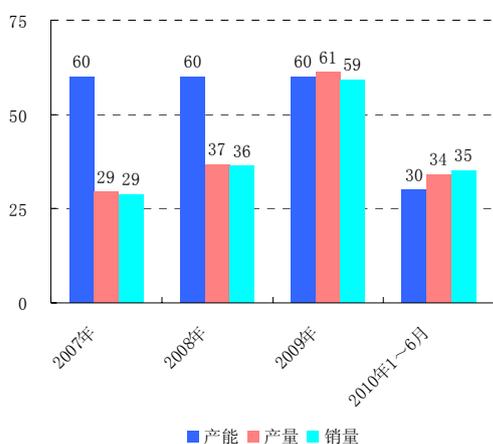
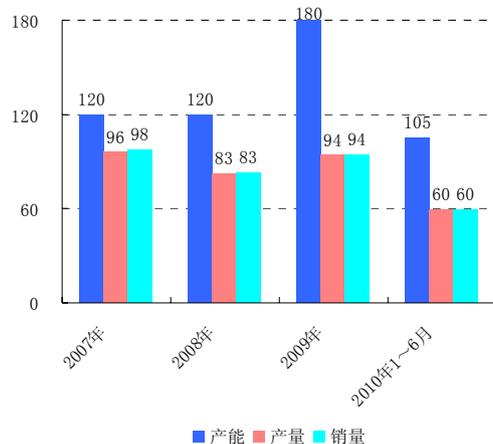


图 08：复合肥产销情况 万吨



资料来源：公司公告、国元证券

公司控释肥产品价格和毛利率均高于复合肥产品，近几年控释肥产品盈利能力大幅提升，2009 年对公司盈利贡献超过了复合肥产品。

图 09：产品销售价格 元/吨

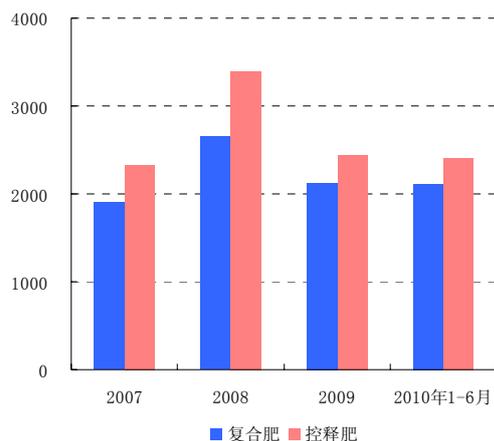
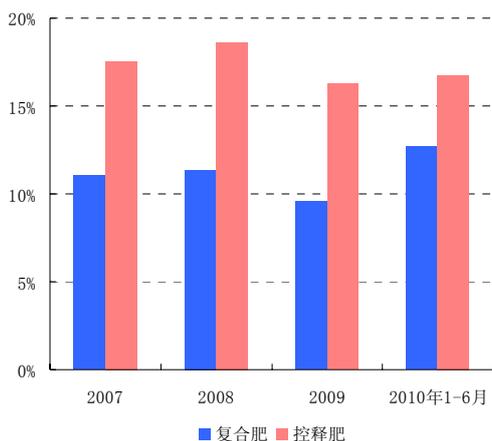


图 10：产品毛利率



资料来源：公司公告、国元证券

2007年-2009年公司营业收入增长 58.55%，归属于母公司所有者的利润增长 8.02%，综合毛利率和期间费用率较稳定。

图 11：公司营业收入 亿元

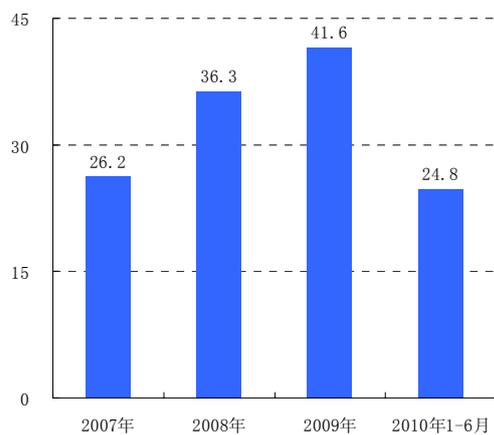
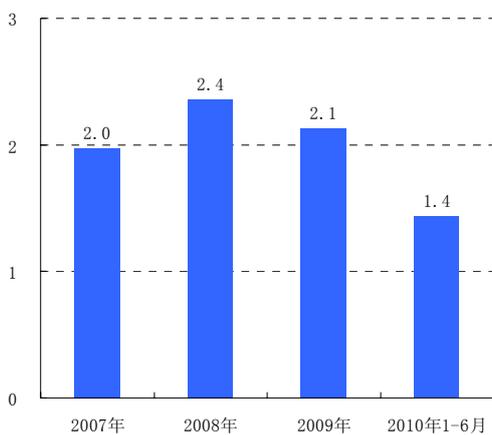


图 12：公司净利润 亿元



资料来源：Wind、国元证券

图 13：公司综合毛利率

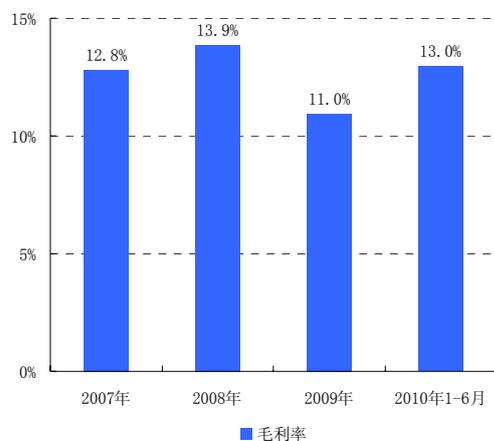
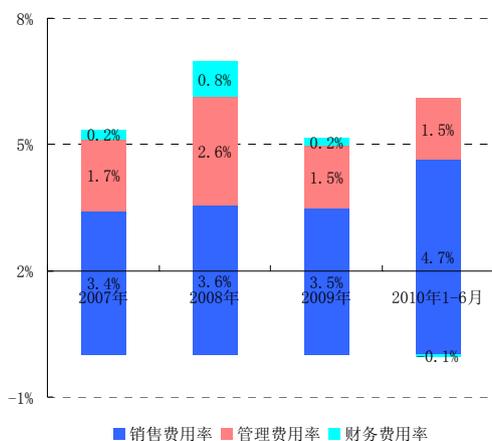


图 14：公司期间费用率



资料来源：Wind、国元证券

3.2 财务分析

2007年末、2008年末、2009年末、2010年6月30日，公司资产负债率（母公司）分别为63.00%、49.66%、58.65%、28.94%；利息保障倍数分别为22.08、8.67、19.33和39.69倍，具有较强的长期偿债能力。

图 15：公司资产负债率

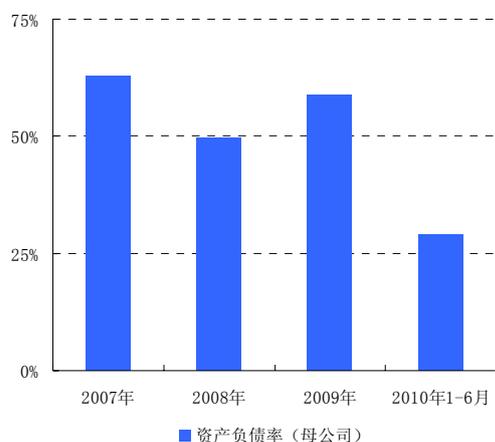
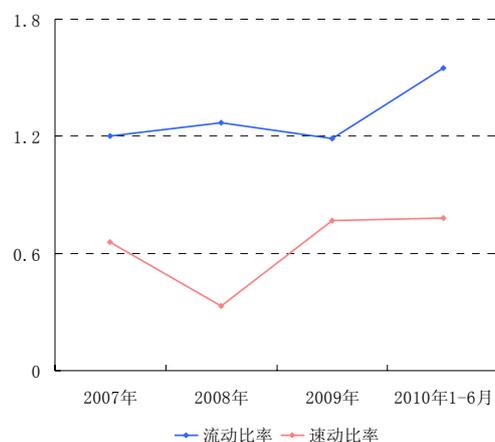


图 16：公司流动比率、速动比率



资料来源：公司公告、国元证券

表 01：公司应收账款周转率与存货周转率

	2007 年度	2008 年度	2009 年	2010 年 1-6 月
应收账款周转率	3.28	2.20	1.75	
存货周转率	5.88	5.04	4.87	5.88

资料来源：公司公告、国元证券

3.3 竞争优势

技术优势

公司拥有行业领先的研发能力和技术创新能力，拥有各类专利使用权 111 项（其中发明专利 78 项），另有 58 项专利正在申报过程中（其中发明专利 55 项）。

公司拥有博士后科研工作站、山东省院士工作站、山东省企业重点实验室，正在筹建国家缓控释肥工程技术研究中心，先后承担了 20 余项国家级、省级重大科研项目。

公司与 30 余家机构、6 所大学、3 个实验站等单位都建立了战略合作或紧密科研项目合作关系。

公司是缓控释肥料行业标准和国家标准的主要起草单位，先后承担完成《缓控释肥料》(HG/T 3931-2007) 行业标准、《缓释肥料》(GB/T 23348-2009) 国家标准。

产品优势

公司可生产用于水稻、玉米、小麦等主要农作物以及蔬菜、果树等经济作物的 12 类 100

余种专用复合肥、控释肥产品，产品结构国内领先。

公司掌握了通过调整包膜工艺、包膜材料及其辅料来改变肥料释放速度的技术，可生产释放时间为3个月、6个月、9个月、12个月、18个月等多种控释肥。

营销优势

公司直坚持“营销优先”的指导思想，建立了业内领先的营销体系，建立了以2000余家县级经销商为中心、辐射数万个销售网点的传统经销商销售渠道。

公司与25个省、自治区、直辖市的335家邮政物流企业建立了合作关系，创新了化肥产品营销渠道。

公司具有完善的农化服务技术流程，组建了一支100余名专职技术人员组成的农化服务队常年到全国各地进行技术培训、测土施肥指导、科技下乡、专题培训等服务，为农民现场指导，传授农作物施肥技术，推广公司产品。

公司先后与中国农科院、全国农业技术推广服务中心及有关省市土肥站、农科院合作，在全国20多个省进行了水稻、玉米、小麦、棉花等30多种作物上开展缓控释肥应用试验，通过建设示范田的方式，展示公司产品增产节肥效果，推广公司产品。

第4部分 募投项目

公司发行股票扣除发行费用后的实际募集资金将投资于：60万吨/年新型作物专用控释肥项目、缓控释肥工程技术研究中心项目。

表 02：募集资金项目

	项目名称	投资总额 万元
1	60万吨/年新型作物专用控释肥项目	65392
2	缓控释肥工程技术研究中心项目	6000

资料来源：公司公告、国元证券

第 5 部分 盈利预测与估值

预计公司 2010–2012 年每股收益分别为 0.43、0.53、0.65 元，参考复合肥业务占营业收入比例较高的鲁西化工、芭田股份、六国化工等公司估值水平，我们认为公司合理估值区间 10.75–12.90 元，对应 2009 年 36–43 倍 P/E，对应 2010 年 25–30 倍 P/E。

表 03：历史数据及盈利预测假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
复合肥						
销量 万吨	98	83	94	120	160	200
收入 百万	1860	2200	2001	2544	3520	4400
成本 百万	1655	1950	1809	2220	3120	3900
控释肥						
销量 万吨	29	36	59	70	95	120
收入 百万	674	1230	1445	1684	2375	3000
成本 百万	556	1000	1210	1404	1995	2520
其他						
收入 百万	90	205	713	761	761	761
成本 百万	77	180	684	720	720	720
合计						
收入 百万	2623	3634	4159	4988	6656	8161
成本 百万	2287	3131	3703	4344	5835	7140

资料来源：Wind、国元证券

表 04：可比公司市盈率情况

公司简称	8/19 日 收盘价	EPS				PE			
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
鲁西化工	5.25	0.13	0.25	0.52	0.63	39	21	10	8
芭田股份	10.15	0.04	0.38	0.54	0.50	257	26	19	20
六国化工	13.78	0.24	0.43	0.63	0.99	57	32	22	14
平均						118	27	17	14

资料来源：Wind、国元证券

第 6 部分 风险提示

产品价格及原材料价格波动风险

募集资金项目市场开拓风险

预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2238	3829	4715	5815	营业收入	4159	4988	6656	8161
现金	1137	2533	2974	3685	营业成本	3703	4344	5835	7140
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	8	10	13	16	营业费用	145	232	310	380
预付账款	307	360	483	591	管理费用	62	72	97	118
存货	787	926	1244	1522	财务费用	7	-1	-7	-10
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	802	1041	1258	1258	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	623	907	1147	1160	营业利润	238	341	421	532
无形资产	95	93	90	88	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	84	42	21	10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3040	4870	5972	7073	利润总额	243	341	421	532
流动负债	1886	2214	2948	3596	所得税	30	43	53	80
短期借款	40	0	0	0	净利润	213	298	368	453
应付账款	50	59	79	97	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1796	2155	2868	3499	归属母公司净利润	213	298	368	453
非流动负债	152	155	155	155	EBITDA	308	400	498	622
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.30	0.43	0.53	0.65
其他非流动负债	2	5	5	5					
负债合计	2038	2370	3103	3752	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	600	700	700	700	成长能力				
资本公积	8	1108	1108	1108	营业收入	14.4%	19.9%	33.4%	22.6%
留存收益	395	693	1062	1514	营业利润	2.8%	42.9%	23.6%	26.4%
归属母公司股东权益	1003	2501	2869	3322	归属于母公司净利润	-9.7%	40.0%	23.6%	22.8%
负债和股东权益	3040	4870	5972	7073	获利能力				
					毛利率(%)	11.0%	12.9%	12.3%	12.5%
					净利率(%)	5.1%	6.0%	5.5%	5.5%
					ROE(%)	21.2%	11.9%	12.8%	13.6%
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	993	517	734	801
投资活动现金流	-156	-300	-300	-100
筹资活动现金流	-234	1179	7	10
现金净增加额	603	1397	441	711

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn