

研发部

邵明慧
SAC 执业证书编号: S0690200010032
联系人: 郝力芳
联系电话: 010-68858131
Email: haolifang@cnpsec.com

合理价格区间

11.6~13.3

合理询价区间

11.0~12.6

发行基本情况

所属行业	化肥与农用化工
发行前总股本(百万股)	600
发行数量(百万股)	100
发行后总股本(百万股)	700
实际控制人	万连步
实际控制人合计持股	33.05%

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

以高效环保新型肥料引领行业产业升级

——金正大(002470)新股定价报告

摘要:

- **缓控释肥行业引领者:** 公司十余年以来专注于复合肥、控释肥等农用肥料的研发、生产、销售,取得了领先的行业地位。2008年公司复合肥产量居全国第二,控释肥产量居全国第一位。与其他化肥产品相比,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,在解决资源过度消耗、减少农业面源污染、降低农业生产成本等方面具有重要作用,被誉为“21世纪新型环保肥料”。研究表明,控释肥料养分利用率比普通肥料提高30-50%以上。
- **技术突破带动了行业的快速发展:** 我国自上世纪80年代开始进行控释肥研究,但在膜材料选择和包膜工艺等控释肥核心技术领域进展缓慢,制约了行业的发展。近年来,公司科研机构通过研究,已开发出热塑性树脂、热固性树脂、硫磺、硫加树脂等多种膜材料及包膜技术。公司等少数几家企业的控释肥产品在质量上已达到国外同类产品的标准,生产成本较国外同类产品大幅降低。控释肥关键技术的突破带动了行业的快速发展。
- **国家政策支持推动产品推广应用:** 由于控释肥高效、环保等特点,国家大力推动控释肥产品的发展。我国在《国民经济和社会发展第十一个五年计划(2006~2010)规划纲要》、《中长期科学和技术发展规划纲要(2006~2020年)》等诸多重要文件中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下发《关于做好缓控释肥料示范推广工作的通知》对全国控释肥示范推广工作进行部署。国家的支持进一步推动了控释肥的发展。
- **完善的研发体系确保公司技术处于领先水平:** 公司是缓控释肥料行业标准和国家标准的主要起草单位。公司拥有完善的自主研发体系。公司拥有企业博士后科研工作站、山东省院士工作站、山东省企业重点实验室;公司技术中心为省级重点企业技术中心,正在筹建国家缓控释肥工程技术研究中心。此外,公司还聘请“杂交水稻之父”袁隆平院士、国际著名土壤农业化学专家朱兆良院士等一批著名专家作为公司特聘顾问或科技专家参与公司研发活动。
- **完善、科学的营销体系有助公司进一步扩大市场份额:** 公司积极构建完善的营销体系。目前,公司建立以2000多个县级经销商为中心、辐射数万个销售网点的传统营销系统。2005年以来,公司还与中邮物流有限责任公司等邮政物流企业合作,创新了国内化肥产品的销售模式,实现公司销售收入快速增长。公司具有完善的农化服务技术流程,

始终围绕“测土、配方、配肥、供肥、施肥指导”5 个环节，将测土配方、示范区（田）建设等农化服务与产品营销进行紧密结合，实现业务之间的良性渗透和互补。

- **盈利预测预估值：**以 IPO 发行后总股本 700 百万股全面摊薄后，预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.42 元、0.63 元和 0.82 元。我们以鲁西化工、芭田股份、六国化工估值水平为参考，考虑到公司缓控释肥较高毛利率及较大成长空间，建议给予公司 2010 年业绩 28-32 倍的 PE 较为合理，对应的公司每股合理估值区间为 11.6~13.3 元。建议询价区间为 11.0~12.6 元。

目 录

一、中国缓控释肥行业引领者	1
1.1 基本情况	1
1.2 公司业务构成	2
1.3 公司资产与盈利概况	2
二、行业情况	3
2.1 化肥行业—关系粮食安全与农民增收的重要行业	3
2.2 化肥行业走向市场化	4
2.3 化肥行业供需概况	4
2.4 复合肥与控释肥行业情况	5
2.5 复合肥与控释肥上下游情况	6
三、公司分析	7
3.1 公司行业地位与竞争对手	7
3.2 公司竞争优势	7
四、募投项目—扩张缓释肥产能	10
4.1 建设 60 万吨/年控释肥项目	10
4.2、缓控释肥工程技术研究中心项目的建设	11
五、盈利预测与估值	11
5.1 盈利预测	11
5.2 估值	12
5.3 风险提示	13

图表目录

图表 1 发行前后股权结构	1
图表 2 公司控股、参股子公司情况	1
图表 3 公司主营产品产能及产销量	2
图表 4 公司资产情况	2
图表 5 公司利润情况	3
图表 6 公司主营产品毛利率	3
图表 7 中国化肥产量	4
图表 8 中国化肥需求量及拟合曲线方程	5
图表 9 中国化肥需求量预测	5
图表 10 中国复合肥施用量&化肥复合化率	6
图表 11 缓控释肥与普通施肥利用率区别	8
图表 12 公司营销模式	9
图表 13 公司主营产品复合肥、控释肥销售量	9
图表 14 公司募投项目	10
图表 15 公司营业收入预测	11
图表 16 公司盈利预测	12
图表 17 主要参照公司 PE 估值	12

一、中国缓控释肥行业引领者

1.1 基本情况

公司前身为1998年8月成立的临沂市金大地复合肥有限公司，2007年公司整体变更为山东金正大生态工程股份有限公司。公司十余年以来专注于复合肥、控释肥等农用肥料的研发、生产、销售，取得了领先的行业地位。2008年公司复合肥产量居全国第二，控释肥产量居全国第一位。

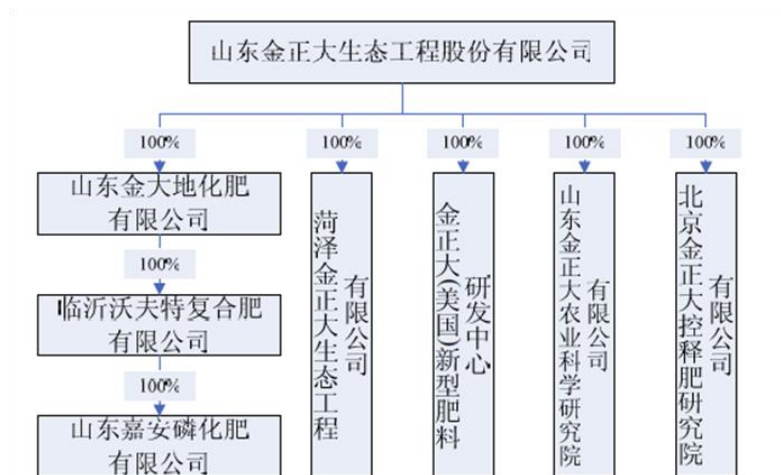
本次发行前，金正大投资持有公司30,672万股，占股权比例51.12%，是公司控股股东。万连步先生持有公司股份14,328万股，占股本总额的23.88%，为公司第二大股东。万连步先生持有金正大投资28.72%股权，合计间接持有公司38.56%的股权。本次发行10,000万A股后，万连步合计间接持有公司33.05%股权，是公司实际控制人。

图表1 发行前后股权结构 单位：万股、%

股东名称	发行前		发行后	
	持股量	持股比例	持股量	持股比例
金正大投资	30,672	51.12%	30,672	43.82%
万连步	14,328	23.88%	14,328	20.47%
德国投资与开发	7,500	12.50%	7,500	10.71%
CRF 化肥投资	7,500	12.50%	7,500	10.71%
社会公众股	-	-	10,000	14.29%
合计	60,000.00	100.00%	70,000.00	100.00%

资料来源：公司公告 中邮证券研发部

图表2 公司控股、参股子公司情况



资料来源：公司公告

1.2 公司业务构成

公司经营范围为复混肥料、缓控释肥料、有机肥料、微生物肥料的生产销售；盐酸的生产销售。目前公司的主要业务是复合肥、控释肥的研发、生产和销售。主要产品为复合肥、控释肥。公司设立以来，一直专注于复合肥、控释肥的生产与销售，主营业务、主要产品没有发生重大变化。

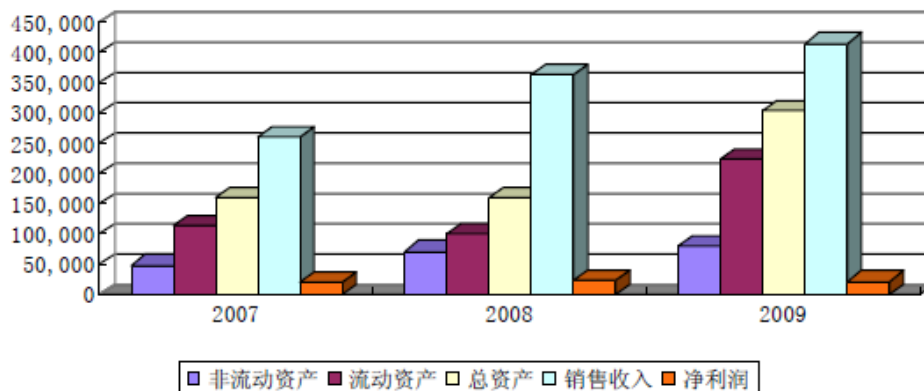
图表 3 公司主营产品产能及产销量

		产能(万吨)	产量(万吨)	销量(万吨)	产能利用率	产销率
复 合 肥	2009年度	180.00	93.82	94.33	52.12%	100.54%
	2008年度	120.00	82.55	82.80	68.79%	100.30%
	2007年度	120.00	95.90	97.82	78.43%	102.00%
控 释 肥	2009年度	60.00	61.24	59.07	102.07%	96.46%
	2008年度	60.00	36.70	36.22	61.16%	98.69%
	2007年度	60.00	29.37	28.92	48.95%	98.47%

资料来源：公司公告

1.3 公司资产与盈利概况

图表 4 公司资产情况



资料来源：公司公告

图表 5 公司利润情况

项 目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
营业收入	415,920.16	363,430.24	262,334.07
营业利润	23,847.63	23,187.15	19,547.71
利润总额	24,329.20	23,265.82	19,732.33
净利润	21,293.79	23,551.06	19,679.22
归属于母公司所有者的净利润	21,293.79	23,582.36	19,712.82

资料来源：公司公告

图表 6 公司主营产品毛利率

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
主营业务	10.98%	13.75%	12.74%
其中：复合肥	9.57%	11.35%	11.03%
控释肥	16.29%	18.64%	17.55%
其他	4.07%	9.93%	11.81%

资料来源：公司公告

2009 年毛利率下降主要是由于消化部分 2008 年成本较高的存货及主动调整部分产品价格造成的。随着经济趋稳，原料化肥的价格波动减缓，下游需求仍有增加的趋势，公司的毛利率仍有回升的态势。

二、行业情况

2.1 化肥行业—关系粮食安全与农民增收的重要行业

公司所处的行业是化肥制造业。化肥制造业是国家重点支持行业，是保证粮食安全和提高农民收入的重要行业。

中国是世界第一人口大国，保障粮食需求决定了农业在国民经济中的首要地位。我国利用世界上 9%的耕地养活了全球 22%的人口，其中施用化肥的贡献是最主要的因素之一。在目前耕地面积难以增加的情况下，大幅度提高粮食单产是解决人民营养问题唯一选择，而发挥肥料的增产作用是其中最为重要的措施之一。

农民增收问题是政府关注的焦点，化肥的肥效及产品价格的变化对农民增收有着重要的影响。据统计，我国“三大粮食作物”（水稻、小麦、玉米）平均生产成本为 363 元/亩，

其中化肥支出为 84.31 元/亩，占生产成本的 23.23%，是仅次于人工投入的最大一项支出。因此，化肥是影响农民生产和收入的重要因素。

2.2 化肥行业走向市场化

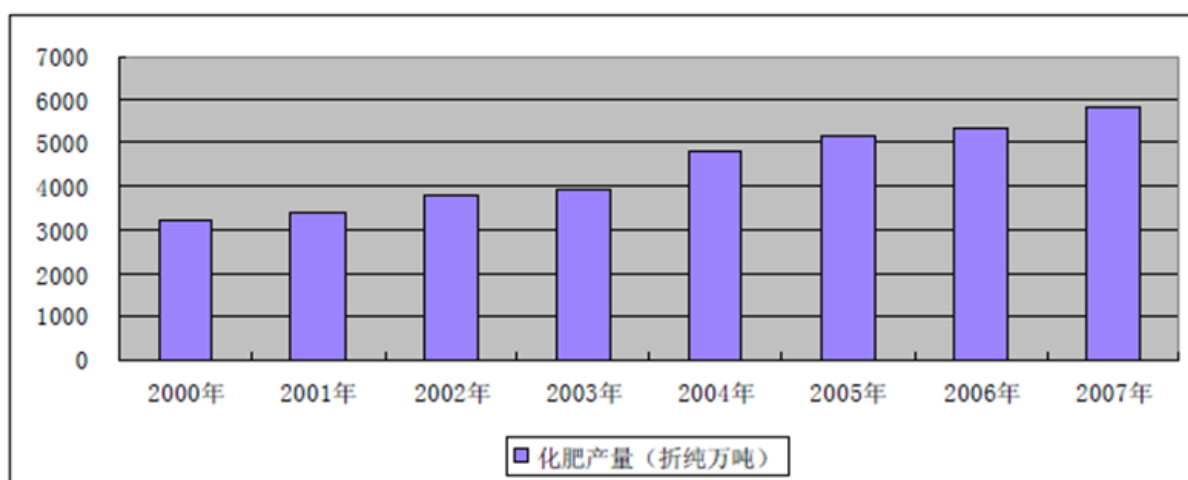
长期以来，由于化肥价格受国家严格管理，行业竞争主要体现在降低成本、提高技术上，企业之间市场和价格竞争相对较弱。随着发改委、财政部《关于改革化肥价格形成机制的通知》（[2009]268 号）的发布，我国化肥市场逐步走向市场化。化肥价格改革促进化肥企业之间的竞争，目前化肥产业的区域性特征逐步弱化，大型企业凭借成本、技术、品牌等方面的优势获取更多的市场份额。

近年来，我国复合肥行业竞争较为激烈。目前我国具有生产许可证的复合肥企业约 5,000 家，而生产规模较大、产品质量较高的大型企业仅占 5~10%。据磷肥工业协会的统计，产销量前 10 名的企业的产量仅占到 20%左右，行业集中度较低。

控释肥因技术含量相对较高，目前，国内仅少数几家能够规模化生产。公司是控释肥行业标准和国家标准的制定者之一，控释肥的产销量连续三年居行业第一位，是该细分领域的龙头企业。

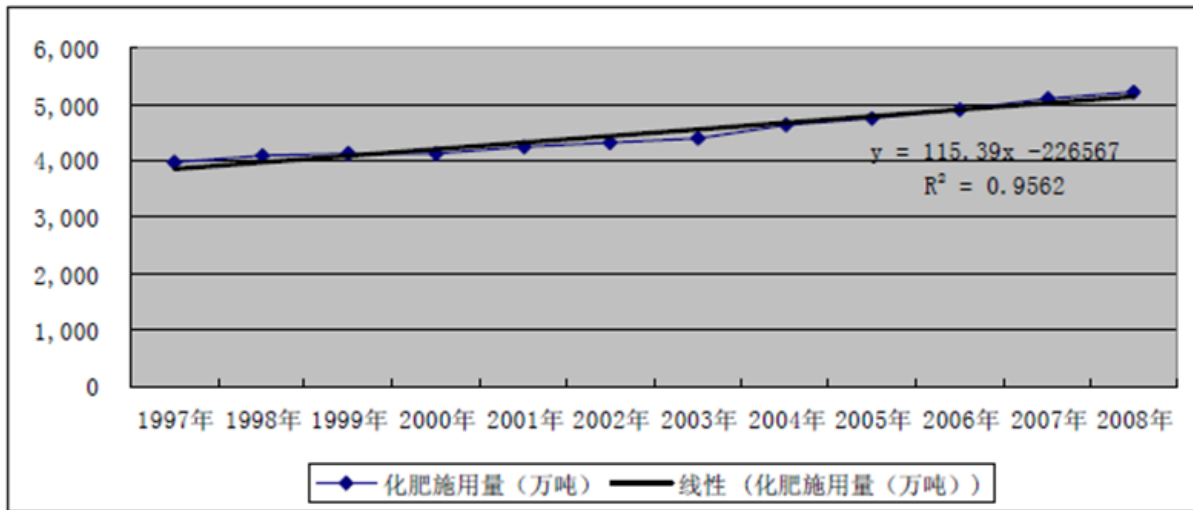
2.3 化肥行业供需概况

图表 7 中国化肥产量



资料来源：公司公告 中邮研发部

图表 8 中国化肥需求量及拟合曲线方程



资料来源：公司公告 中邮研发部

图表 9 中国化肥需求量预测（根据拟合曲线方程） 单位：万吨（折纯）

年份	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
化肥年度施用总量	5,251.47	5,366.86	5,482.25	5,597.64	5,713.03

资料来源：公司公告 中邮研发部

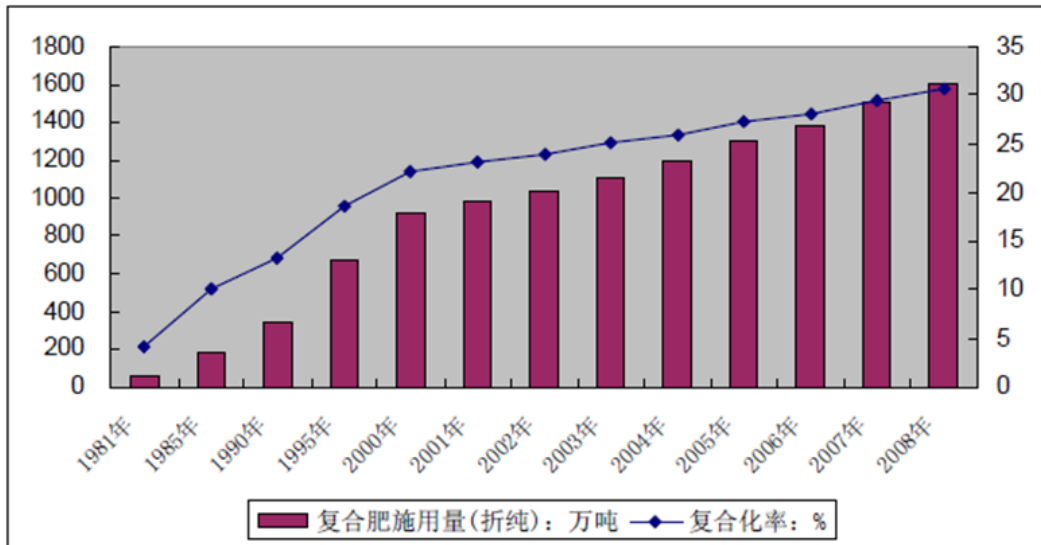
2.4 复合肥与控释肥行业情况

2.4.1 复合肥

复合肥是将各单质肥原料按配方（包括选择一定比例的填料、添加剂）通过物理、化学的方法，进行混合和造粒等。其中，造粒工艺是复合肥生产的关键工艺。经过近 20 年的发展，我国造粒技术在引进国外技术的基础之上，进行了大量的技术创新，简化工艺流程、降低物料消耗、提高设备利用率，使我国复合肥在市场上具有较强竞争力。

2008 年，我国化肥复合化率已稳步提高至 30.70%，但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。未来几年，复合肥行业仍将有较大的发展空间。

图表 10 中国复合肥施用量&化肥复合化率



资料来源：公司公告 中邮研发部

2.4.2 控释肥—国家大力推行的化肥产品

控释肥通过各种调控机制，使化肥养分按照设定的释放率和释放期缓慢或控制释放，延长了植物对其有效养分吸收利用的有效期。与其他化肥产品相比，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，在解决资源过度消耗、减少农业面源污染、降低农业生产成本等方面具有重要作用，被誉为“环境友好型肥料”、“21世纪新型环保肥料”。研究表明，控释肥料养分利用率比普通肥料提高30-50%以上。

我国自上世纪80年代开始进行控释肥研究，但在膜材料选择和包膜工艺等控释肥核心技术领域进展缓慢，制约了行业的发展。近年来，公司与山东农业大学等控释肥生产企业、科研机构通过研究，已开发出热塑性树脂、热固性树脂、硫磺、硫加树脂等多种膜材料及包膜技术。公司等少数几家企业的控释肥产品在质量上已达到国外同类产品的标准，生产成本较国外同类产品大幅降低。控释肥关键技术的突破带动了行业的快速发展。

由于控释肥高效、环保等特点，国家大力推动控释肥产品的发展。我国在《国民经济和社会发展第十一个五年计划（2006~2010）规划纲要》、《中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020年）》、《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007年度）》以及农业部《全国农业和农村经济发展第十一个五年规划（2006~2010）》等诸多重要文件中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下发《关于做好缓控释肥料示范推广工作的通知》对全国控释肥示范推广工作进行部署。国家的支持进一步推动了控释肥的发展。

2.5 复合肥与控释肥上下游情况

复合肥、控释肥上游行业为单质肥料，即尿素、磷酸一铵、氯化钾等。从复合肥、控释肥的生产成本构成来看，单质肥料成本占比一般达到 80%以上，基础化肥价格变化影响复合肥、控释肥行业的盈利能力。2008 年，我国尿素产能为 6,100 万吨，预计 2011 年将增加至 7,000 万吨左右，国内尿素供过于求的状况在短期内无法改变。近年来，我国磷肥产能提高较快，目前达到 2,000 万吨（折纯），产品供求基本平衡。我国钾肥资源有限且生产受自然条件限制，无法满足国内需求，主要依靠进口。

公司产品下游行业主要为农业。近年来，我国农业种植结构开始调整，粮食作物种植面积比重相对减少，经济作物种植面积相对增加，且普通粮食作物开始出现精耕细作的态势。农业发展对于复合肥、控释肥等优质肥料的单位面积施肥量和施肥总量均有所增加。

整体而言，复合肥、控释肥与上、下游行业关联度较高，无论原料价格的大幅波动还是下游需求的增减（比如洪旱灾害后化肥需求减少）都对公司产品产生直接的影响。

三、公司分析

3.1 公司行业地位与竞争对手

本公司属专业复合肥、控释肥生产企业，在技术和市场占有率方面居国内领先地位，具有较强的竞争优势。据统计，2008 年，公司复合肥产量居国内第二位，控释肥产量居国内第一位。

目前，国内获得复合肥生产许可证的企业有 5,000 家左右，复合肥企业大多为产能在 1~5 万吨的小企业。国内复合肥行业产销量在百万吨以上的企业并不多。据统计，2008 年度，我国复合肥生产企业复合肥实物产量居前的企业有湖北洋丰股份有限公司、本公司、江苏中农集团有限公司、四川省天元化工总厂、山东施可丰化工股份有限公司、鲁西化工集团股份有限公司、深圳市芭田生态工程股份有限公司、史丹利化肥股份有限公司等。

控释肥是一种技术含量相对较高的新型肥料，目前，除公司外，国内只有汉枫缓释肥料有限公司、北京首创新型肥料制造有限公司等少数几家企业具备控释肥生产能力。

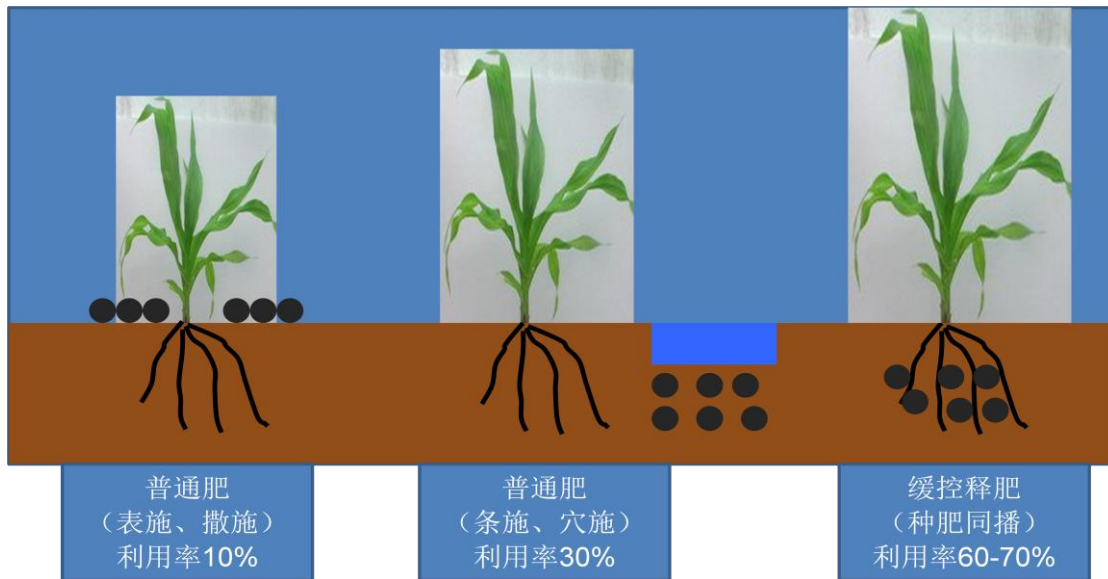
3.2 公司竞争优势

3.2.1 产品优势：高效、环保

缓控释肥是通过各种调控机制，使养分按照设定的释放率和释放期缓慢或控制释放，从而有效提高肥料利用率的一类肥料。

当前，我国以传统速溶肥为主，肥料施用过多，施肥方式不合理，肥料损失严重，导致肥料利用率和环境严重。研究表明，传统肥料表施和撒施，利用率仅为 10%左右，条施和穴施等深施肥方式，利用率也只有 30%，且不能种肥同播。缓控释肥使这些问题迎刃而解。不但实现种肥同播，而且利用率达 60-70%，提高作物产量 10-40%，成为解决我国农业发展瓶颈和建设资源节约型、环境友好型社会的有效途径。

图表 11 缓控释肥与普通施肥利用率区别



资料来源：中邮证券研发部

3.2.2 完善的研发体系确保公司技术处于领先水平

公司是缓控释肥料行业标准和国家标准的主要起草单位。公司为国家火炬计划重点高新技术企业和国家创新型试点企业，先后承担了国家级星火计划项目、“十一五”国家科技支撑计划项目、国家重点新产品计划项目、山东省科技攻关计划项目、山东省国际科技合作计划等 20 余项重大科研项目。

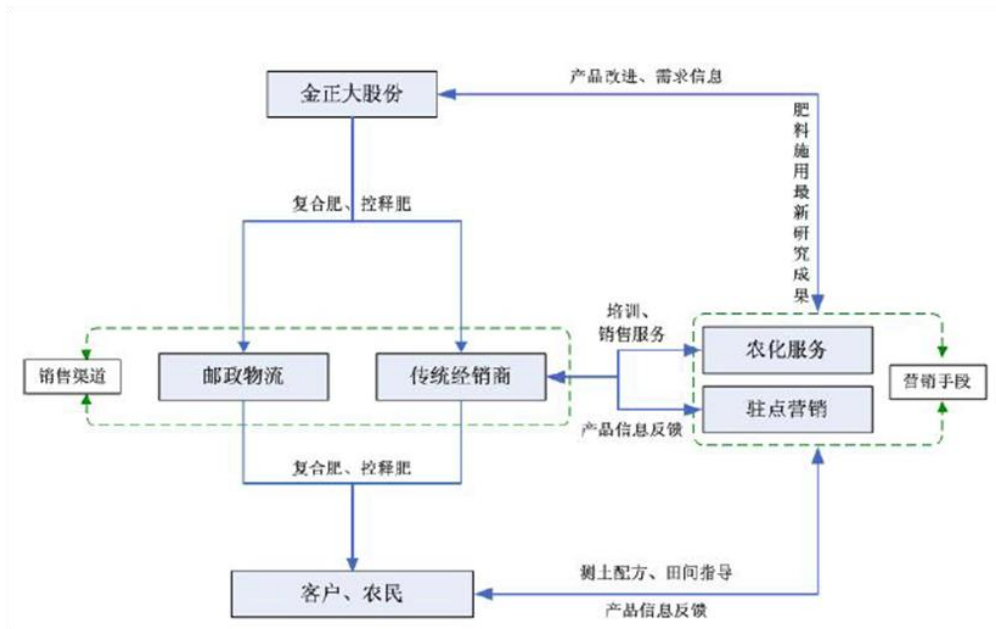
公司拥有完善的自主研发体系。公司拥有企业博士后科研工作站、山东省院士工作站、山东省企业重点实验室；公司技术中心为省级重点企业技术中心，正在筹建国家缓控释肥工程技术研究中心。公司拥有硕士以上学历研究人员 36 名，中、高级职称以上人员 38 名。此外，公司还聘请“杂交水稻之父”袁隆平院士、国际著名土壤农业化学专家朱兆良院士等一批著名专家作为公司特聘顾问或科技专家参与公司研发活动。

此外，公司还加强了与其他研发机构的合作。公司与中国农业大学、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 30 余家国内研究机构，以及美国佛罗里达大学等 6 所大学、美国农业部 3 个实验站等单位建立了战略合作或紧密的科研项目合作关系。公司研发水平在行业内一直保持领先地位，特别是在控释肥料的研发和产业化方面达到了国际领先水平。

3.2.3 完善、科学的营销体系

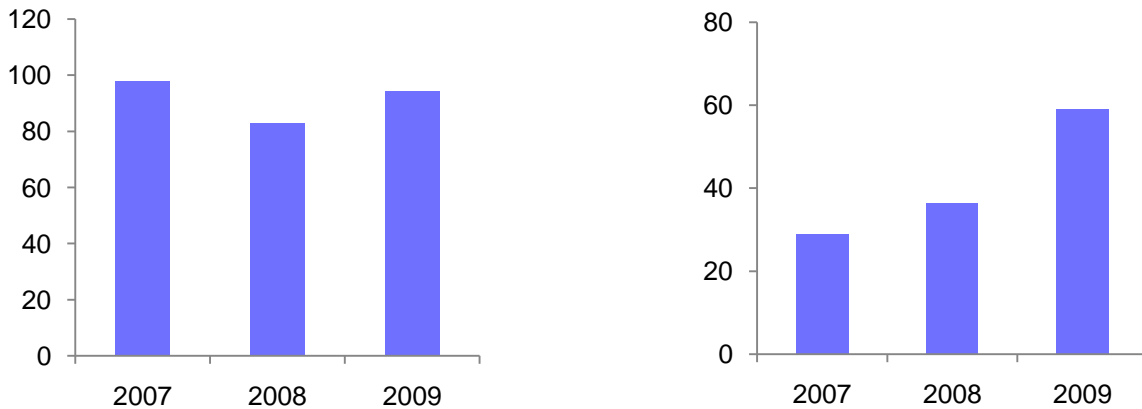
公司积极构建完善的营销体系。目前，公司建立以 2000 多个县级经销商为中心、辐射数万个销售网点的传统营销系统。同时，2005 年以来，公司还与中邮物流有限责任公司等邮政物流企业合作，创新了国内化肥产品的销售模式，实现公司销售收入快速增长。

图表 12 公司营销模式



资料来源：公司公告

图表 13 公司主营产品复合肥（左图）、控释肥（右图）销售量 单位：万吨



资料来源：公司公告 中邮证券研发部

公司具有完善的农化服务技术流程，始终围绕“测土、配方、配肥、供肥、施肥指导”5个环节，将测土配方、示范区（田）建设等农化服务与产品营销进行紧密结合，实现业务之间的良性渗透和互补。目前，公司组建了一支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，在田间地头为农民现场指导，传授农作物施肥技术，推广公司产品。

公司通过建设示范区（田）的方式，向各地经销商、农民展示公司产品增产节肥效果，推广公司产品。报告期内，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。

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。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。同月,全国农业技术推广服务中心正式下发《关于开展“金正大”缓控释肥料示范的通知》,对公司生产的控释肥产品予以示范推广。2009 年 2 月、2010 年 3 月,全国农业技术推广服务中心先后下发了《关于开展 2009 年“金正大”缓控释肥料示范工作的通知》和《关于开展“金正大”缓控释肥料 2010 年示范工作的通知》,对公司生产的控释肥产品予以示范推广。良好的政策环境为公司发展提供了良好的机遇。

3.3.4 品牌优势

经过十余年的发展,公司在业内树立了良好的知名度。公司“金大地”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”;公司“金大地”、“沃夫特”等品牌被中国消费者保护基金会评为“全国消费者放心品牌”;公司“金大地”系列肥料在中国肥料业专家年会上被授予“中国肥料业十大品牌”称号;公司包膜控释肥产品被科技部、商务部、质检总局、环保总局等评为“国家重点新产品”;公司“金大地”、“沃夫特”等品牌产品被国家质检总局授予“产品质量国家免检”;公司被中国市场监管中心评为“中国复混肥料制造企业五十强”(首位);公司还被联合国工业发展组织中国投资与技术促进处授予“绿色肥料产业基地”称号。享誉国内的品牌知名度对公司提高产品的市场份额提供了良好的基础。农民群体虽然接受新产品的过程较慢,但是对产品品牌的忠诚度很高,公司产品良好的质量在用户中建立了良好的口碑。

四、募投项目—扩张缓释肥产能

图表 14 公司募投项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	投资计划(万元)	
			T~T+12	T+13~T+24
1	60 万吨/年新型作物专用控释肥项目	65,392.00	41,034.00	24,358.00
2	缓控释肥工程技术研究中心项目	6,000.00	6,000.00	-
合计		71,392.00	47,034.00	24,358.00

资料来源：公司公告

4.1 建设 60 万吨/年控释肥项目

随着控释肥销量的增加,控释肥的影响也越来越大,在农业生产中将得到更多的使用,公司现有生产能力已不能满足快速发展的市场需求。项目建成后公司控释肥生产能力增加一倍,有利于公司迅速成为世界领先的控释肥生产企业。

4.2、缓控释肥工程技术研究中心项目的建设

缓控释肥工程技术研究中心项目的建设，有利于公司进一步加强缓控释肥新产品的研究与开发，使公司在国内外缓控释肥技术领域保持持续领先的地位。公司专注于复合肥及缓控释肥领域，主营业务突出，具有很强的盈利能力；公司产品竞争力强，市场成长空间巨大。募集资金到位后，公司的盈利能力和市场竞争力将进一步增强，具有良好的发展前景。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们假设公司60万吨缓控释肥产能按预期的2年时间投放，2011年新增30万吨，2012年增30万吨。公司产品销量按产量计算。

图表 15 公司营业收入预测

产品	收入	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
复合肥	单价(元/吨)	1901	2657	2121	2200	2200	2200
	产能(万吨)	120	120	180	210	240	240
	开工率	81.5%	69.0%	52.4%	65.0%	70.0%	80.0%
	产量(万吨)	97.8	82.8	94.3	136.5	168.0	192.0
	收入(百万元)	1859.2	2200.0	2000.5	3003.0	3696.0	4224.0
	成本(百万元)	1654.7	1951.4	1808.5	2672.7	3252.5	3717.1
	毛利率	11.0%	11.3%	9.6%	11.0%	12.0%	12.0%
缓控释肥	单价(元/吨)	2332	3396	2445	2450	2500	2500
	产能(万吨)	60	60	60	65	95	125
	开工率	48.20%	60.30%	98.50%	104.60%	100%	105%
	产量(万吨)	28.92	36.18	59.1	67.99	95	131.25
	收入(百万元)	674.4	1228.7	1445.0	1665.8	2375.0	3281.3
	成本(百万元)	556.4	1000.1	1209.5	1390.9	1971.3	2723.4
	毛利率	17.50%	18.60%	16.30%	16.50%	17%	17%
原料肥	收入(百万元)	75.4	188.6	702.4	700	700	700
	成本(百万元)	66.5	169.9	673.6	668.5	665.0	665.0
	毛利率	11.80%	9.90%	4.10%	4.50%	5%	5%
合计	收入(百万元)	2609.0	3617.3	4147.9	5368.8	6771.0	8205.3
	收入增长率		38.6%	14.7%	29.4%	26.1%	21.2%
	成本(百万元)	2277.6	3121.5	3691.5	4732.1	5888.7	7105.6
	综合毛利率	12.7%	13.7%	11.0%	11.9%	13.0%	13.4%

资料来源：中邮证券研发部

图表 16 公司盈利预测 单位：百万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2623.34	3634.30	4159.20	5383.35	6789.41	8227.56
减：营业成本	2286.83	3130.74	3703.46	4744.94	5904.74	7124.88
营业税金及附加	0.03	0.27	0.02	0.03	0.04	0.05
营业费用	89.64	129.21	144.86	187.61	236.62	286.74
管理费用	45.03	93.81	61.98	80.22	101.17	122.60
财务费用	5.57	30.65	7.20	14.44	6.04	-13.61
资产减值损失	0.90	17.75	3.21	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	195.48	231.87	238.48	356.11	540.81	706.91
加：其他非经营损益	1.85	0.79	4.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	197.32	232.66	243.29	356.11	540.81	706.91
减：所得税	0.53	-2.85	30.35	65.88	100.05	130.78
净利润	196.79	235.51	212.94	290.23	440.76	576.13
减：少数股东损益	-0.34	-0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	197.13	235.82	212.94	290.23	440.76	576.13
总股本（百万）	200	400	600	700	700	700
全面摊薄每股收益 EPS（元）	0.282	0.337	0.304	0.415	0.630	0.823

5.2 估值

图表 17 主要参照公司 PE 估值

	股价		每股收益 EPS		市盈率 PE		
	8 月 18 日	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
鲁西化工	5.21	0.13	0.2	0.46	40.1	26.1	11.3
芭田股份	10.17	0.04	0.38	0.54	254.3	26.8	18.8
六国化工	13.58	0.24	0.43	0.65	56.6	31.6	20.9
平均					117.0	28.1	17.0

资料来源：中邮证券研发部

我们认为，去年公司的业务与以上 3 公司业务较为接近，我们以这三家公司的估值水平为参考，这三家公司的市盈率均值为 28 倍，考虑到以上公司业务主要为复合肥，而公司控释肥业务毛利率要高于复合肥，且具有较大增长空间，我们建议给予公司 2010 年业绩 28~32 倍的 PE 较为合理，对应的公司每股合理估值区间为 11.62~13.28 元。建议询价区间为 11.04~12.62 元。

5.3 风险提示

(1) 产品推广的风险。控释肥作为一种新型肥料，农民的认知、市场的接受需要一个过程，存在推广风险。

(2) 原材料价格波动的风险。本公司生产所需的主要原材料包括尿素、氯化铵、氯化钾等，原材料成本约占公司生产成本的 80%左右。原材料价格上涨直接影响公司盈利。

(3) 国家政策方面的支持能否持续的风险。控释肥作为一种高效环保的材料，在政策的大力支持下，它的推广应用得以迅速发展，若后续政策停止，公司的产品市场份额扩大存在一定的风险。

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以其他方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任

公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。