

国内控释肥和复合肥行业龙头

——金正大 (002470)

2010年8月26日

建议申购

金正大

新股定价

摘要:

- **金正大是国内复合肥行业前三甲、控释肥行业龙头。**近年来,公司复合肥产量保持行业前三名,控释肥产量为行业第一。2008年,公司复合肥产量居全国第二位,为120万吨;控释肥产量居全国第一位,为60万吨。随着公司09-10年两次扩张产能,预计2010年复合肥产能可达210万吨。
- **受益于粮价上涨和秋粮补种,近期复合肥价格有所回升。**由于今年以来的恶劣天气,上半年全国粮食产量受到较大影响,粮食价格开始上涨并承担继续上涨压力。数据显示,上半年稻谷、小麦、玉米三种粮食平均收购价格价格上涨了约12.3%,加之南方受灾地区秋粮补种工作陆续开展,复合肥行业直接受益,因此近期价格有所回升,市场逐渐企稳。
- **在国家政策的大力支持下,我国缓控释肥料具有广阔的市场前景。**自2006年以来,国务院、农业部、科技部等多个部门分别发文扶持缓控释肥行业发展。2008年,由全国农技推广中心牵头,将缓控释肥的试验示范区扩大到全国20个省。这为我国控释肥市场前景带来了极大的想象空间,预计未来5年我国控释肥市场容量将以每年50%的速度增长。
- **公司是缓控释肥行业标准的主要制定者之一。**公司共拥有专利使用权111项,其中发明专利78项,正在申请专利58项,其中发明专利55项,并聘请袁隆平、朱兆良等大批专家作为特聘顾问,技术优势非常突出。目前,公司正在筹建国家缓控释肥工程技术研究中心。
- **募集资金项目将改善公司缓控释肥产能严重不足的现状。**09年控释肥产能利用率达到102.07%,2010年1-6月达到113.53%,目前公司控释肥生产线满负荷生产,但控释肥产品仍然供不应求。新建60万吨控释肥生产线2011年将带来30万吨产能,预计2012年产能将达到125万吨。
- **盈利预测及投资建议。**我们预测公司2010-2012年摊薄后每股收益分别为0.45元、0.54元、0.69元。结合目前国内复合肥行业平均市盈率水平,给予公司28~32倍PE,对应的合理价格区间为12.6~14.4元。公司发行价15元,对应10、11、12年预测市盈率分别33倍、28倍、22倍,考虑到控释肥行业具有较好的成长性,建议申购。

杨若木

基础化工行业分析师

010-6650 7316

yangrm@dxzq.net.cn

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本(万股)	60000
发行量(万股)	10000
发行日期	2010.08.25
发行方式	网下+网上申购
保荐机构	平安证券

发行前财务数据(2010年1-6月)

每股净资产(元)	1.91
净资产收益率(%)	13.33
资产负债率(%)	47.12

发行后主要股东和持股比例

万连步	33.05%
CRF	10.71%
DEG	10.71%
解玉洪等12人	31.23%
公开发行	14.29%

财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	4,159	5,101	6,406	8,146
增长率(%)	14.44%	22.64%	25.58%	27.16%
净利润(百万元)	212.94	313.25	375.31	480.36
增长率(%)	-9.70%	47.11%	19.81%	27.99%
每股收益(元)	0.35	0.45	0.54	0.69

目 录

1. 公司是国内复合肥行业前三甲、缓控释肥行业龙头	4
2. 董事长万连步为公司实际控制人	4
3. 化肥行业现状：复合肥稳步增长，缓控释肥快速崛起	4
3.1 未来几年，复合肥需求量继续保持稳步增长	4
3.2 与普通肥料相比，缓控释肥具有明显优势	5
3.3 在国家政策的大力推动下，缓控释肥市场空间巨大	6
3.4 受益于粮价格上涨和秋粮补种，近期复合肥价格有所回升	8
4. 公司业绩稳步快速增长，技术水平遥遥领先	8
4.1 近3年营业收入复合增速25.91%，净利润复合增速4.02%	8
4.1 公司是行业标准主要制定者之一、拥有国家缓控释肥研发中心	9
4.3 开创了基于农化驻点的“经销商+邮政物流”双引擎营销模式	10
4.4 采取“统计统采，分类统筹”的采购模式	11
4.4 与同行业相比，公司期间费用率较低、毛利率较高	12
5. 募集资金建设项目分析	13
6. 盈利预测及投资评级	14

表格目录

表 1: 控释肥相比普通稳定肥料具有的优势	6
表 2: 我国控释肥产业相关法规与政策	7
表 3: 公司分类统筹的采购策略.....	11
表 4: 复合肥行业主要竞争者.....	12
表 5: 缓控释肥行业主要竞争者.....	12
表 6: 募投项目资金使用计划.....	13
表 7: 2010-2012 年公司产能估计	14

插图目录

图 1: 公开发行后金正大股权结构示意图	4
图 2: 我国粮食单产与化肥施用量示意图	5
图 3: 控释肥与普通复合肥（溶解前）	6
图 4: 控释肥与普通复合肥对比（溶解后）	6
图 5: 今年以来强麦期货价格走势.....	8
图 6: 今年以来早籼稻期货价格走势.....	8
图 7: 今年以来棉花期货价格走势.....	8
图 8: 近期我国复合肥市场价格走势.....	8
图 9: 2007~2010H1 公司营业收入净利润状况	9
图 10: 2007~2010H1 公司营业收入构成.....	9
图 11: 2007~2010H1 公司营业收入构成.....	9
图 12: 2007~2010H1 公司营业利润构成.....	9
图 13: 公司特聘袁隆平院士为顾问	10
图 14: 公司特聘朱兆良院士为顾问	10
图 15: 国家缓控释肥工程技术研究中心	10
图 16: 公司与美国佛罗里达大学开展合作	10
图 17: 基于农化驻点的“经销商+邮政物流”双引擎销售模式示意图.....	11
图 18: 公司营销网络不断扩大	11
图 19: 2007-2010H1 公司产销率.....	11
图 20: 同行业可比上市公司毛利率对比	13
图 21: 同行业可比上市公司期间费用率对比	13

1. 公司是国内复合肥行业前三甲、缓控释肥行业龙头

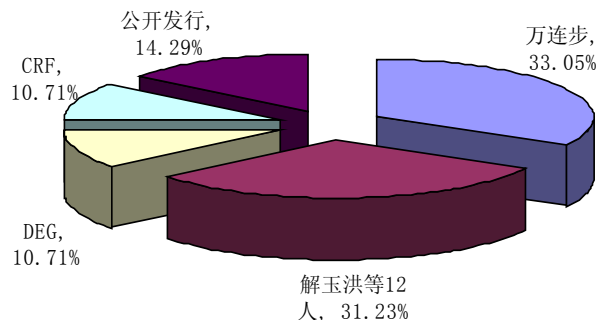
公司的主要业务为复合肥、控释肥等农用肥料的研究、生产和销售。07年以来，公司复合肥产量保持行业前三名，控释肥产量为行业第一，公司产品销售率每年都保持在96%以上。2008年，公司复合肥产量居全国第二位，为120万吨；控释肥产量居全国第一位，为60万吨。随着公司09-10年两次扩张产能，公司2010年复合肥产能增加到210万吨。

公司是缓控释肥料行业标准和国家标准的主要起草单位，目前正在筹建国家缓控释肥工程技术研究中心。同时，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。

2. 董事长万连步为公司实际控制人

金正大发行前总股本6亿股，此次公开发发行1亿股，占发行后总股本的14.29%。公司的控股股东为金正大投资，持有约3.07亿股股份，占发行后总股本的43.82%。董事长万连步为金正大的实际控制人，直接间接共持有公司发行后股份的33.05%。公开发发行后公司的股权结构如图所示。

图 1：公开发发行后金正大股权结构示意图



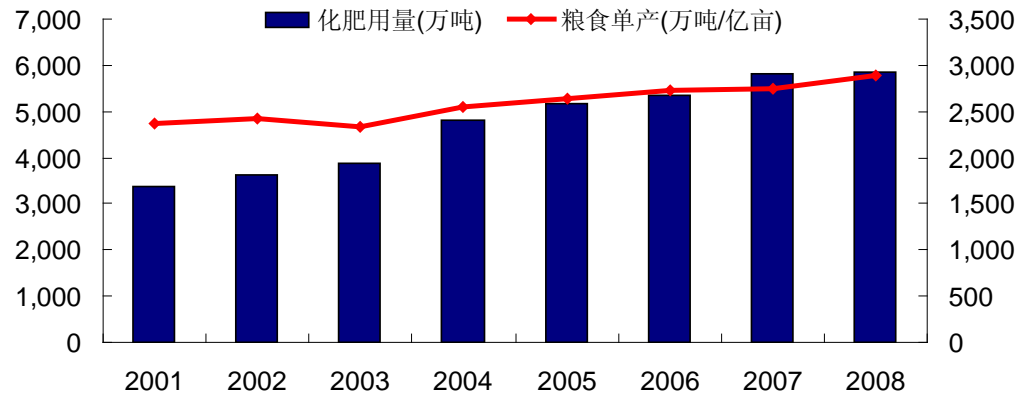
资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3. 化肥行业现状：复合肥稳步增长，缓控释肥快速崛起

3.1 未来几年，复合肥需求量继续保持稳步增长

作为世界超级人口大国，粮食需求决定了农业在国民经济中的首要地位；而由于我国人多地少，依靠化肥提高农田单产就成为提高粮食产量的重要手段之一。因此，中国用占世界7%的耕地，养活了占世界22%的人口，使用了全世界35%的化肥。目前，我国已成为全球最大的化肥生产国和消费国。

图 2：我国粮食单产与化肥施用量示意图



资料来源：wind 数据库，东兴证券研究所

但是，我们必须认识到，2001-2008 年八年间我国每年的化肥施用量增长了 72%，而粮食年产量增幅仅为 22%！它反映了一个非常严峻的现象，那就是：为了提高粮食产量，人们不得不大量使用化肥，然而化肥对于粮食增产的作用却大打折扣！

这就要求农业生产改变过于依赖单一肥料的现状，转而使用更多复合肥，也要求化肥生产企业研发出肥效更高、更持久的新产品，比如缓控释肥料。事实上，复合肥需求正呈现出稳步增长之势。据统计，2000 年到 2008 年的 8 年间，我国复合肥折纯施用量从 917.9 万吨增长至 1608.6 万吨，增长了 75.25%。2008 年，我国化肥复合化率为 30.70%，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，我国复合肥行业将继续保持稳步增长的态势。

3.2 与普通肥料相比，缓控释肥具有明显优势

缓控释肥，就是以各种调控机制使其养分最初释放延缓，根据作物需求控制肥料养分的释放量和释放速度，从而保持肥料养分的释放与作物需求相一致，从而达到提高肥效的目的。目前的缓控释肥主要是包膜缓控释肥。

控释肥的释放原理是这样的：在肥料中的养分从固态变成液态的过程中，其释放的速率与作物吸收养分的规律相吻合，这样作物吸收养分多的时候，就释放的多，吸收少的时候就释放的少，能够有效地降低雨水冲刷带走养分，从而极大限度的提高了肥料的利用率。

如果我们同时将控释肥与普通复合肥同时放入杯子中，加入足量水。24 小时后，我们会发现：普通复合肥已经大量溶解，变成了浑浊的溶液；而在盛有控释肥的杯子中的水却依然清澈如初。这是由于控释肥不会轻易被溶解，因此肥料的主要养分不会被雨水带走，肥效释放期被延长了很多、肥料利用率得以提升，起到增产的作用。由此，控释肥的效果可见一斑。

图 3：控释肥与普通复合肥（溶解前）



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 4：控释肥与普通复合肥对比（溶解后）



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

与普通化肥相比，控释肥具有提高肥效、增加粮食亩产、节省劳动力成本、降低化肥施用量、减少污染等优点，在解决资源过度消耗、治理农业面源污染、降低农业生产成本等方面具有重要作用，被称为“化肥工业的一次技术革命”。

表 1：控释肥相比普通稳定肥料具有的优势

功能	效果
1. 提高肥效。	控释肥养分缓慢释放，减少了营养元素的损失；同时，肥料的养分释放曲线与作物的养分需求曲线更为接近。这样，控释肥利用率可提高 10 - 30%。
2. 增加亩产。	控释肥肥效长期、稳定，可以源源不断地供给作物在整个生长期对养分的需求，更好地满足植物养分需求。因此，比常规施肥技术亩产增加 6% - 15%。
3. 节省成本。	在目标产量相同的情况下，使用控释肥料比传统肥料可减少 10~40%用量；此外，控释肥只需进行一次施肥，而且可以进行接触施肥和简化农业耕作，这样可降低劳动成本 75%。
4. 减少污染。	控释肥可使肥料利用率提高 10 到 30 个百分点，有效减少养分被蒸发、渗入地下或流入河流，减轻化肥面源污染，提高土壤肥力。
5. 节约能源。	仅就氮的利用率来看，若将其提高 10 个百分点，从目前的 30% 提高到 40%，即可节约 1/4 的化肥施用量，可减少 1/4 的能源消耗，相当于每年节约 20 亿 m ³ 的天然气。

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

3.3 在国家政策的大力推动下，缓控释肥市场空间巨大

无论对室内、室外、盆栽、苗圃、花园、水培、砂培、土培的花卉、蔬菜、草坪、果树、林木以及大田中的农作物等，控释肥都是一种理想和完美的控释长效肥料。

在国外，缓控释肥主要用于非粮食作物，用途非常广泛，需求稳定增长。有资料显示，2000 年美国、日本和西欧控释肥料的消费量为 61.5 万吨；2004~2005 年，世界缓控释肥料消费量达 80.7 万吨，增长了 30% 以上。2009 年，美国、日本、以色列、波

兰及西欧均在大力发展缓控释肥料。其中消费量最大的是美国，约占总量的 60%，主要是用于园艺和大型农场的现代化耕作系统，在一般农业生产上应用较少；日本是缓控释肥料的第二大消费国，年消费量约为 20 万吨，主要用于蔬菜、水稻和水果；再次是欧洲，年消费量约为 15 万吨，主要用在苗圃、园林、花卉、高尔夫球场草坪等非农作物上，比例约占 90%；韩国开发的聚合物包膜肥主要用于水稻、园艺和蔬菜。

在我国，控释肥仅仅发展了几年时间，目前我国生产控释肥的企业主要有金正大、北京首创和汉枫等，除少量控释肥产品出口外，几乎全部在国内消化。与国外主要用于观赏类植物和经济作物不同的是，我国政府对于缓控释肥在粮食作物（如水稻、玉米、花生等）上的应用极其重视。虽然起步较晚，国家出台了大量的政策鼓励控释肥行业快速发展。08 年起，由全国农技推广中心牵头、并携手金正大等控释肥企业，将缓控释肥的试验示范区扩大到全国 20 个省。这为我国控释肥市场前景带来了极大的想象空间，预计未来 5 年我国控释肥市场容量将以每年 50% 的速度增长。

表 2：我国控释肥产业相关法规与政策

年份	部门	相关法规或政策	相关内容
2006 年	国务院	《国民经济和社会发展第十一个五年计划（2006~2010）规划纲要》	发展节约型农业。科学使用化肥、农药和农膜，推广测土配方施肥、平衡施肥、缓释氮肥、生物防治病虫害等适用技术。
2006 年	国务院	《中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020 年）》	环保型肥料属于农业优先发展的主题。重点研究开发环保型肥料、专用复/混型缓释、控释肥料及施肥技术与相关设备等。
2006 年	农业部	《全国农业和农村经济发展第十一个五年规划（2006~2010）》	大力发展农业循环经济，推广节约型施肥施药技术，切实提高农业投入品利用效率，建立农业可持续发展模式。
2007 年	国务院	《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	积极发展新型肥料、低毒高效农药、多功能农业机械及可降解农膜等新型农业投入品。优化肥料结构，加快发展适合不同土壤、不同作物特点的专用肥、缓释肥。
2007 年	发改委 科技部 商务部 知识产权局	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007 年度）》	大力发展现代农业，包括有机、无机专用复合肥料新品种/制剂生产技术与装备，新型耕作、栽培模式与肥料使用技术，绿色缓释肥生产技术。
2008 年	农技推广中心	《关于做好缓控释肥料示范推广工作的通知》	各地要系统开展缓控释肥料田间小区试验，加强缓控释肥料的应用示范和宣传推广，调动农民应用新肥料的积极性，不断扩大推广区域。

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3.4 受益于粮价格上涨和秋粮补种，近期复合肥价格有所回升

由于今年以来的恶劣天气，先是全国普遍低温、西南干旱、南方和东北发大水，上半年全国粮食产量受到较大影响。近期粮食价格有所上涨，并承担较大继续上涨压力，我们可以从今年以来硬冬小麦、早籼稻和棉花期货的价格走势中获得直观的认识。数据显示，上半年稻谷、小麦、玉米三种粮食平均收购价格上涨了约 12.3%，加之南方受灾地区秋粮补种工作陆续开展，复合肥行业直接受益，因此近期价格有所回升，市场逐渐企稳。

图 5：今年以来强麦期货价格走势

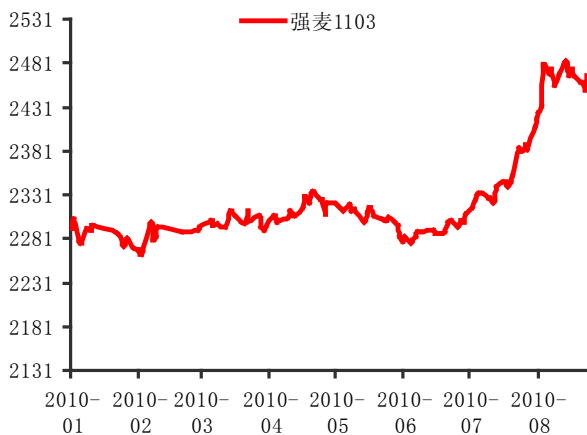


图 6：今年以来早籼稻期货价格走势

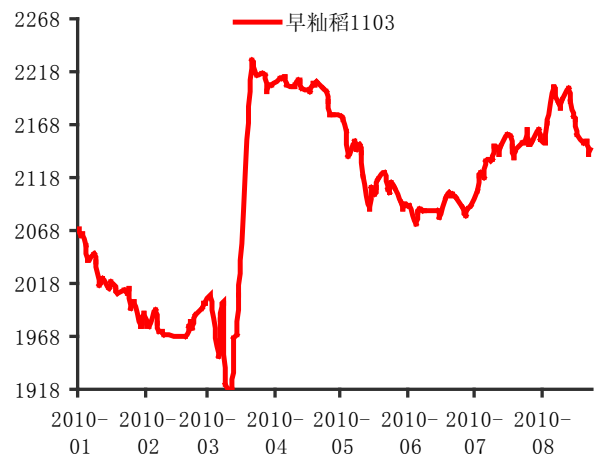


图 7：今年以来棉花期货价格走势

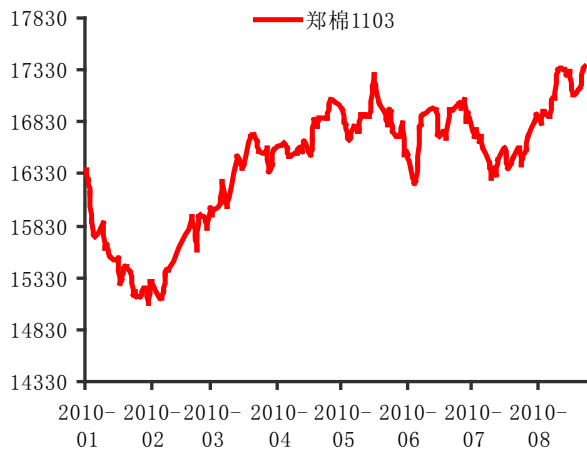
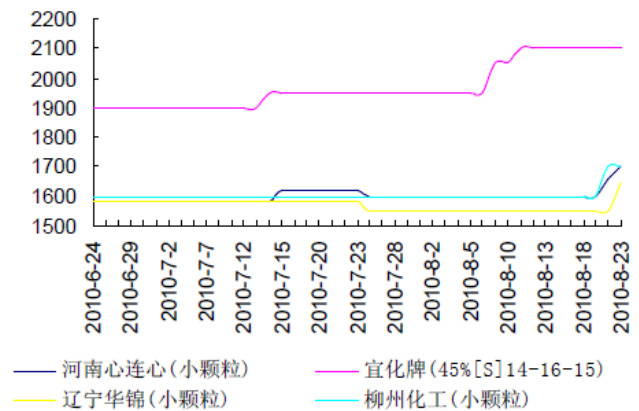


图 8：近期我国复合肥市场价格走势



资料来源：wind 数据库，东兴证券研究所

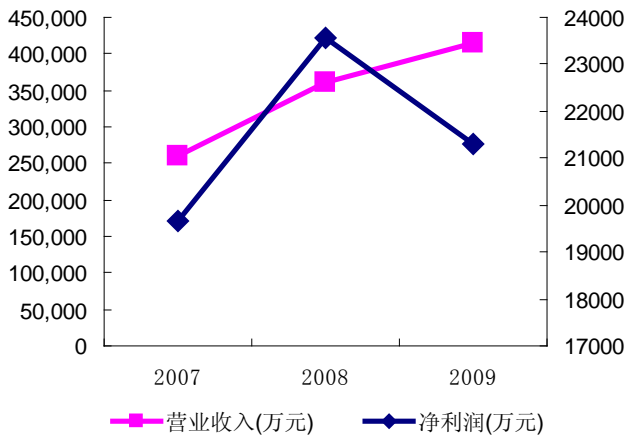
资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

4. 公司业绩稳步快速增长，技术水平遥遥领先

4.1 近 3 年营业收入复合增速 25.91%，净利润复合增速 4.02%

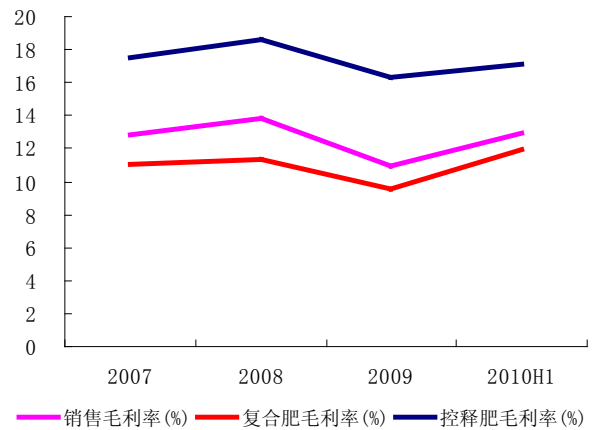
近年来，公司业绩稳步快速增长，2009 年营业收入为 41.6 亿元，营业利润 2.38 亿元，净利润 2.13 亿元。07-09 年营业收入复合增长率 25.91%，营业利润复合增长率 10.45%，净利润复合增长率 4.02%。

图 9：2007~2010H1 公司营业收入净利润状况



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

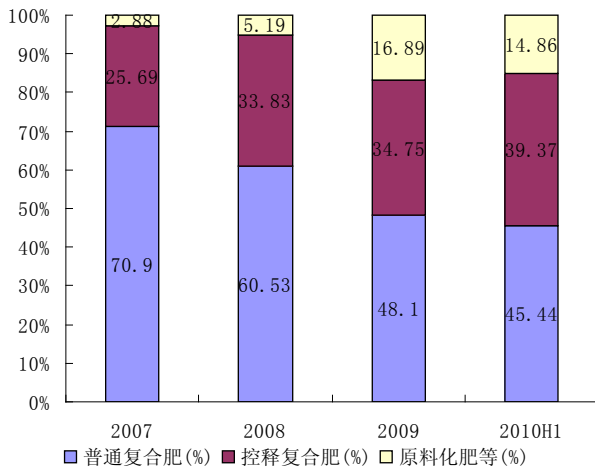
图 10：2007~2010H1 公司营业收入构成



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

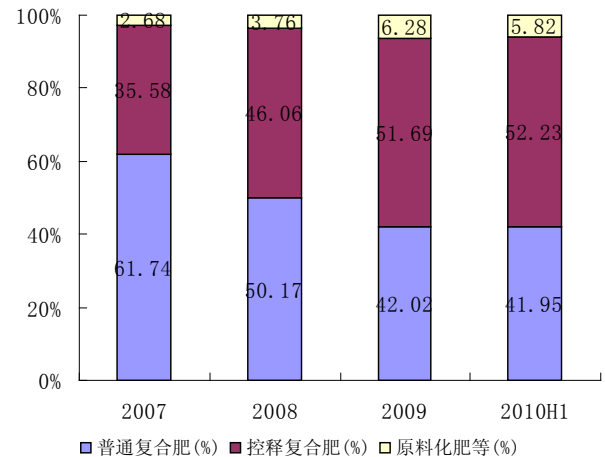
从公司业务结构来看，复合肥和控释肥贡献了 85% 以上的营业收入和 90% 以上的净利润。

图 11：2007~2010H1 公司营业收入构成



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

图 12：2007~2010H1 公司营业利润构成



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

4.1 公司是行业标准主要制定者之一、拥有国家缓控释肥研发中心

公司拥有强大的技术优势。截至 2010 年 6 月 30 日，公司拥有专利使用权共计 111 项，其中发明专利 78 项，正在申请专利 58 项，其中发明专利 55 项。公司是缓控释肥行业标准的主要制定者之一，目前正在筹建国家缓控释肥工程技术研究中心。

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。

图 13：公司特聘袁隆平院士为顾问



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 14：公司特聘朱兆良院士为顾问



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

此外，公司与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。

图 15：国家缓控释肥工程技术研究中心



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 16：公司与美国佛罗里达大学开展合作



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

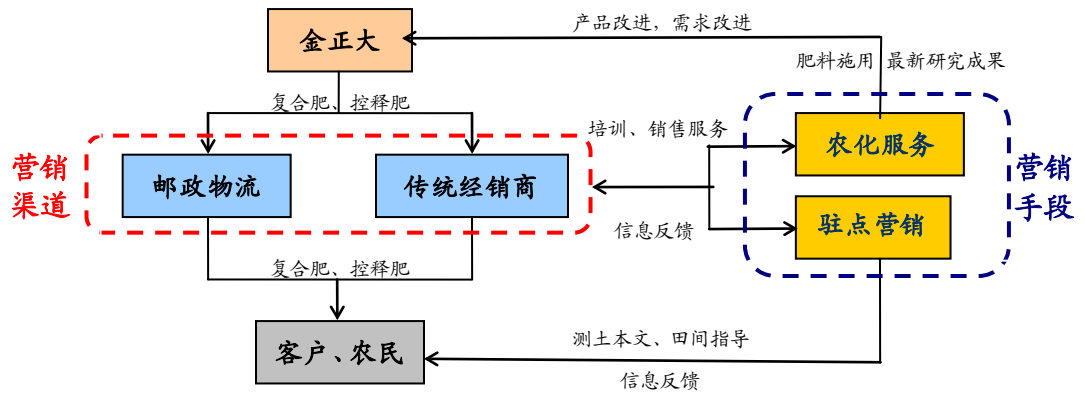
4.3 开创了基于农化驻点的“经销商+邮政物流”双引擎营销模式

公司一直坚持“营销优先”的指导思想，开创了基于农化驻点的“经销商+邮政物流”双引擎销售模式。

公司广泛开展驻点营销和农化服务，配有多部销售服务车提供流动服务。这种类似直销特征的农化服务既有利于提升公司品牌知名度，树立良好的企业口碑，也有利于维护与客户的长期合作关系，增强客户粘性。

近年来，公司建成了以 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进行合作，建立了邮政物流销售渠道，借助于邮政物流在广大农村地区的销售网点优势，为扩大产品销路开辟了一条新的通道。

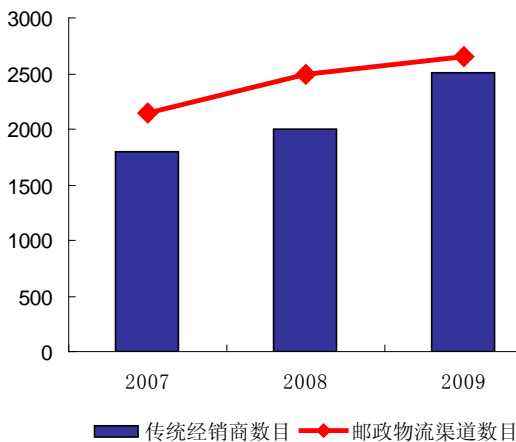
图 17：基于农化驻点的“经销商+邮政物流”双引擎销售模式示意图



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

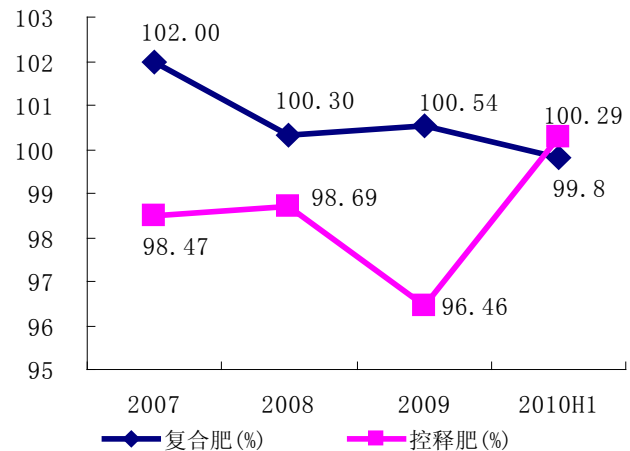
07-09 年，随着公司营销网络的不断扩大，双引擎营销模式的优势得以充分发挥，公司保持了较高的产销率，销售收入也取得快速增长，年复合增长率达到 25.9%。

图 18：公司营销网络不断扩大



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 19：2007-2010H1 公司产销率



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

4.4 采取“统计统采，分类统筹”的采购模式

近年来，公司有效地进行成本控制。一方面，采取“统计统采，分类统筹”的采购模式，先汇总各生产单位采购计划，再统一安排采购活动，最大限度降低采购成本，提高采购效率。同时，公司根据不同原材料供需特征，采取不同的采购策略。据了解，公司每吨原料钾肥的采购价格比市场价低 200-300 元/吨。另一方面，公司有效地将各项费用保持在合理水平，其期间费用率低于同行业可比上市公司。

表 3：公司分类统筹的采购策略

依据供求状况进行分类	制定有针对性的采购策略
供不应求的原材料	如钾肥采购方面，公司与盐湖钾肥、中化化肥等供应商建立长期战略合作关系，确保钾肥稳定供应

供求基本平衡的原料	如磷酸一铵、氯化铵等，公司与供应商建立长期采购合作关系的同时，不定期地采取订单式采购，保证获得稳定采购价格和优质服务。
供过于求的原材料	如尿素等，公司主要实行短期、适时采购，实现原材料供应畅通高效。

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

4.4 与同行业相比，公司期间费用率较低、毛利率较高

目前，我国获得复合肥生产许可证的企业约为 5000 家左右，市场竞争异常激烈，行业毛利率普遍不高，企业开工率偏低。产量居前的复合肥生产企业主要有湖北洋丰、金正大、山东施可丰化工、鲁西化工集团、深圳芭田股份等。

表 4：复合肥行业主要竞争者

序号	公司名称	主要产品	主要市场
1	湖北洋丰股份	硫酸钾复合肥、尿基复合肥等	湖北、河南
2	山东金正大	复合肥、缓控释肥等	山东、河南、河北、安徽
3	江苏中东集团	硫酸钾复合肥、氯化钾复合肥等	江苏、湖北、安徽
4	四川天元化工	氯化造粒硫钾、氯钾型复合肥等	四川、广东、云南
5	山东施可丰化工	硫酸钾复合肥、通用型复合肥等	山西、河南、江苏
6	鲁西化工集团	氮肥、复合肥、复混肥等	山东、河南、河北、江苏
7	深圳芭田股份	复合肥和其他材料	广东、山东、广西、海南等

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

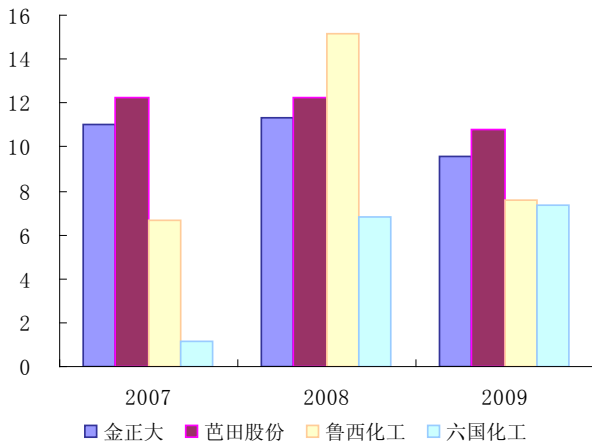
在缓控释肥行业，由于其技术含量相对较高，目前国内仅少数几家能够产业化生产，且产量都不大。公司作为缓控释肥行业标准的主要制定者之一、同时作为国家缓控释肥工程技术研究中心的筹建单位，拥有无可比拟的优势，市场占有率在 80% 左右。

表 5：缓控释肥行业主要竞争者

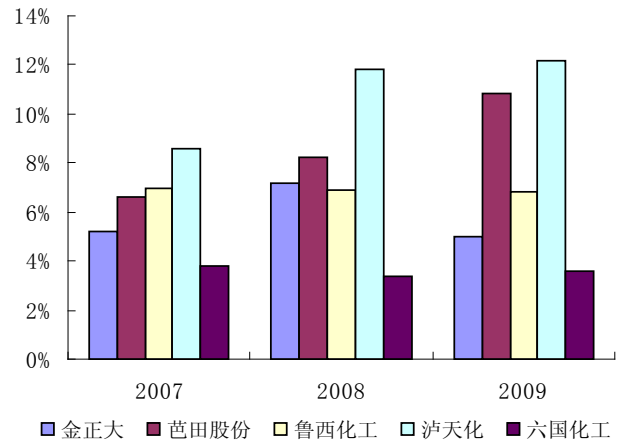
序号	公司名称	主要产品	09 年产量	主要市场
1	山东金正大	缓释复合肥、缓释尿素等	60 万吨	山东、河南、江苏、安徽
2	汉枫缓释肥料有限公司	缓释氮肥、高塔造粒复合肥等	30 万吨	辽宁、吉林、黑龙江、江苏
3	北京首创新型肥料公司	复混肥料、包膜缓控释肥料等	3 万吨	北京、河北、内蒙

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

与同行业可比上市公司相比，公司更有效地控制期间费用(2010 年上半年财务费用甚至为负值)，从而使其毛利率处于同行业较高水平。

图 20：同行业可比上市公司毛利率对比


资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

图 21：同行业可比上市公司期间费用率对比


资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

5. 募集资金建设项目分析

09 年控释肥产能利用率达到 102.07%，2010 年 1-6 月达到 113.53%，目前公司控释肥生产线满负荷生产，但控释肥产品仍然供不应求。作为国内控释肥龙头企业，产能严重不足的短板时时困扰着企业的快速发展。

此次募投项目之一就是建设年产 60 万吨控释肥生产线项目，截至 2010 年 6 月 30 日，60 万吨/年新型作物专用控释肥项目已完成投资 3510.18 万元。另一个募投项目是建设国家级缓控释肥工程技术研究中心项目。募投项目计划总投资额 71392 万元，建设期 2-3 年。具体的投资计划和投资额如下表所示。

表 6：募投项目资金使用计划

项目名称	募集资金投资计划（万元）		
	第 1 年	第 2 年	合计
60 万吨/年新型作物专用控释肥项目	41034.00	24358.00	65392.00
缓控释肥工程技术研究中心项目	6000.00	-	6000.00
总投资	47034.00	24358.00	71392.00

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

公司 60 万吨/年控释肥项目建成投产后，预计 2011 年将为公司新增 30 万吨产能，2012 年公司缓控释肥产能将达到 120 万吨，这将大大缓解公司缓控释产能严重不足的现状。

表 7：2010-2012 年公司产能估计

产品名称	2010E	2011E	2012E
复合肥(万吨)	210	240	240
控释肥(万吨)	65	95	125

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

6. 盈利预测及投资评级

按照公司计划，60 万吨控释肥项目将在未来 2 年内完全建成投产。根据公司管理层在新股路演推介会上介绍，该项目目前已经开始动工，预计 2011 年将带来产能 30 万吨，2012 年再新增 30 万吨。此外，公司 09~10 年进行了产能扩张，未来几年复合肥产能会有较大提高。

我们对公司未来业务的发展采取了以下假设：

1. 未来公司复合肥产能按照公司计划进行扩张。
2. 公司现有控释肥生产线在 2011、2012 年生产能力不变，按照 2010 年 1-6 月的设备使用强度进行生产。
3. 所得税率按照 25% 税率。

我们预测公司 2010~2012 年摊薄后的每股收益分别为 0.45 元、0.54 元、0.69 元。

在估值水平上，结合化肥行业的中小板上市公司作为研究对象，我们认为，复合肥行业中小板平均估值区间为 28~32 倍。

我们对给予金正大的估值按照如下判断：

预计 2010 年发行摊薄后的每股收益为 0.45 元，结合国内复合肥行业中小板目前平均市盈率水平，给予公司 28~32 倍 PE，对应的合理价格区间为 12.6~14.4 元。公司发行价 15 元，分别对应 10、11、12 年预测市盈率 33 倍、28 倍、22 倍。考虑到公司控释肥产品具有较好的成长性，建议申购。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,634.30	4,159.20	5,101.00	6,406.00	8,146.00
营业成本	3,130.74	3,703.46	4,456.64	5,621.84	7,147.94
营业费用	129.21	144.86	178.54	224.21	285.11
管理费用	93.81	61.98	102.02	128.12	162.92
财务费用	30.65	7.20	(1.69)	(6.80)	(12.37)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

营业利润	231.87	238.48	364.73	437.74	561.33
利润总额	232.66	243.29	368.53	441.54	565.13
所得税	(2.85)	30.35	55.28	66.23	84.77
净利润	235.51	212.94	313.25	375.31	480.36
归属母公司所有者的					
净利润	235.82	212.94	313.25	375.31	480.36
NOPLAT	265.74	215.02	308.59	366.30	466.62
每股收益	0.39	0.35	0.45	0.54	0.69

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	105.15	1,136.63	1,541.09	1,919.19	2,654.10
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付款项	142.15	306.68	351.25	407.47	478.95
存货	733.20	786.69	976.80	1,232.18	1,566.67
流动资产合计	991.61	2,238.12	3,046.79	3,781.94	4,983.42
非流动资产	717.07	802.35	938.12	1,065.50	970.13
资产总计	1,708.68	3,040.47	3,984.91	4,847.44	5,953.54
短期借款	240.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	52.71	50.32	67.15	84.71	107.71
预收款项	347.36	645.86	951.92	1,336.28	1,825.04
流动负债合计	780.36	1,886.41	1,652.07	2,213.61	2,934.42
非流动负债	98.75	151.55	152.09	152.84	153.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	829.57	1,002.50	2,180.75	2,481.00	2,865.29
净营运资本	211.25	351.71	1,394.72	1,568.34	2,049.00
投入资本 IC	1,094.42	55.87	789.66	711.81	361.19

现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	235.51	212.94	313.25	375.31	480.36
折旧摊销	53.55	62.09	0.00	95.37	95.37
净营运资金增加	22.31	140.46	1,043.01	173.62	480.66
经营活动产生现金流	295.56	992.59	(199.46)	668.61	817.86
投资活动产生现金流	(261.08)	(155.50)	(223.00)	(223.00)	(0.25)
融资活动产生现金流	(32.82)	(233.74)	826.92	(67.51)	(82.71)
现金净增 (减)	1.66	603.35	404.46	378.10	734.90

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。