金 正 大 (002470.SZ)　化学肥料行业

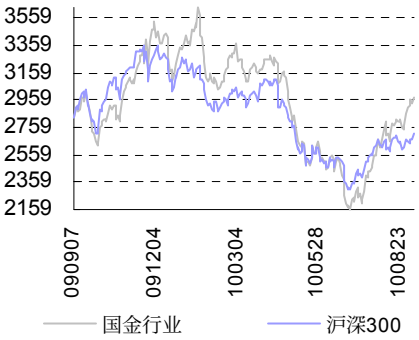
新股研究

上市定价（人民币）：16.32-18.36 元
目标价格（人民币）：12.24-14.28 元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	15.00
发行 A 股数量(百万股)	100.00
总股本(百万股)	700.00
国金化学肥料指数	2973.36
沪深 300 指数	2975.09
中小板指数	6678.84



控释肥龙头，政策助其产品推广

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.337	0.304	0.408	0.581	0.723
每股净资产(元)	2.07	1.67	3.98	4.47	5.20
每股经营性现金流(元)	0.74	1.65	-0.29	0.87	0.97
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	22.38	34.89	34.89	34.89	34.89
净利润增长率(%)	19.63%	-9.70%	34.17%	42.27%	24.58%
净资产收益率(%)	28.43%	21.24%	10.25%	12.98%	13.92%
总股本(百万股)	400.00	600.00	700.00	700.00	700.00

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主要从事复合肥、控释肥的研发、生产和销售。目前复合肥产能 210 万吨，控释肥产能 60 万吨。2008 年复合肥产量居国内第二，控释肥产量国内第一，连续三年控释肥市场占有率在 50%以上。
- 控释肥是根据作物需求控制肥料养分的释放量和释放速度，保持肥料养分的释放与作物需求相一致，达到提高肥效目的新型肥料，可将肥料利用率由原来的 30%提高到 60%-70%左右，从而使肥料流失率显著降低，节省用量 30%-50%。在政府政策支持（北京已开始给农户补贴）以及成本降低下有望大规模推广。公司作为国内控释肥行业的绝对龙头，是行业标准的主要起草单位，拥有 78 项相关专利发明，多项技术国内领先。产品营销上，公司一方面积极与政府合作，联合开展控释肥的试验示范、培训宣传等推广工作。另一方面在营销策略上将经销商渠道与邮政物流方式相结合，取得良好的效果。
- 此次募集资金主要投向 60 万吨/年新型作物专用控释肥项目以及缓控释肥工程技术研究中心项目。项目达产后，公司控释肥产能达到 120 万吨，盈利能力进一步提升。
- 我们预计公司 2010-2012 年主营收入 4,955、6,340、7,650 百万元，归属于母公司净利润 286、406、506 百万元，每股收益 0.41、0.58、0.72 元。根据可比公司情况，给予公司 2010 年 30-35 倍 PE，合理区间为 12.24-14.28 元。根据本年来中小板新进化工类上市公司情况，结合目前市场状况，预计公司上市首日价格区间为 16.32-18.36 元。

刘波　分析师 SAC 执业编号：S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

此报告仅供北京源乐晟资产管理有限公司吕小九使用

内容目录

公司简介-国内控释肥领域绝对龙头 4
控释肥：新型肥料尚待大规模推广，公司技术营销优势明显 4
政策支持与成本成为控释肥推广的关键 5
行业龙头，技术与营销优势明显 6
复合肥：国内需求看好，公司业务平稳发展 9
预计国内未来几年需求复合增速在 8%左右 9
产能过剩，复合肥企业何去何从 12
平稳发展，依托技术可适当转型 13
股票估值和定价 13
风险提示 14
原料价格大幅波动 14
新增产能无法充分销售 15
附录：三张报表预测摘要 17

图表目录

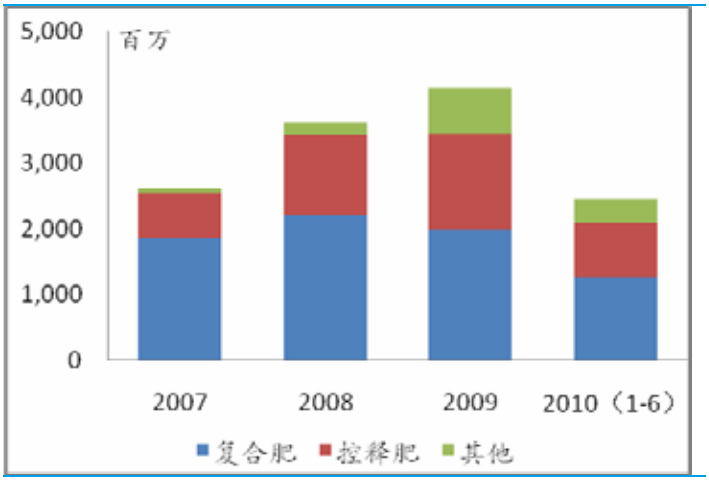
图表 1：报告期内主营业务收入构成情况 4
图表 2：报告期内毛利构成情况 4
图表 3：发行前后公司股本结构 4
图表 4：各种肥料当季利用率比较 5
图表 5：目前国内控释肥生产企业较少 5
图表 6：控释肥产量占化肥总产量不到 1% 5
图表 7：我国近年部分控释肥鼓励政策 6
图表 8：近三年控释肥在国内推广情况 6
图表 9：募集资金投向 7
图表 10：报告期内控释肥产能利用率与产销率 8
图表 11：公司控释肥毛利率 8
图表 12：公司控释肥生产工艺 8
图表 13：营销模式 9
图表 14：两种营销模式互相补充 9
图表 15：复合肥与单质肥比较 10
图表 16：国内经济作物种植面积 11
图表 17：各国肥料复合化率比较(2008) 11
图表 18： 我国复合肥施用量 12
图表 19：几大企业复合肥产能情况 12
图表 20：几大化肥企业复合肥业务亮点 13

图表 21：可比公司估值情况 14
图表 22：中小板新近化工上市公司情况 14
图表 23：国内单质肥价格走势 15
图表 24：产品销售预测 16

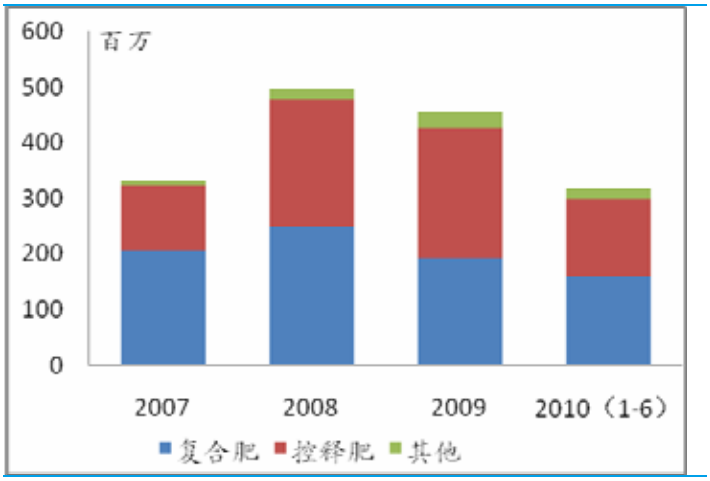
公司简介-国内控释肥领域绝对龙头

- 公司主要从事复合肥、控释肥的研发、生产和销售。目前复合肥产能 210 万吨，控释肥产能 60 万吨。2008 年复合肥产量居国内第二位，控释肥产量国内第一名，连续三年控释肥市场占有率在 50%以上。

图表 1：报告期内主营业务收入构成情况



图表 2：报告期内毛利构成情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 3：发行前后公司股本结构

	发行前		发行后	
股东名称	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
有限售条件的流通股				
临沂金正大投资控股有限公司	306,720,000	51.12%	306,720,000	43.82
万连步	143,280,000	23.88%	143,280,000	20.47
德国投资与开发有限公司	75,000,000	12.50%	75,000,000	10.71
CRF 化肥投资有限公司	75,000,000	12.50%	5,000,000	10.71
本次发行的流通股	——	——	100,000,000	14.29
	600,000,000	100.00%	700,000,000	100.00%

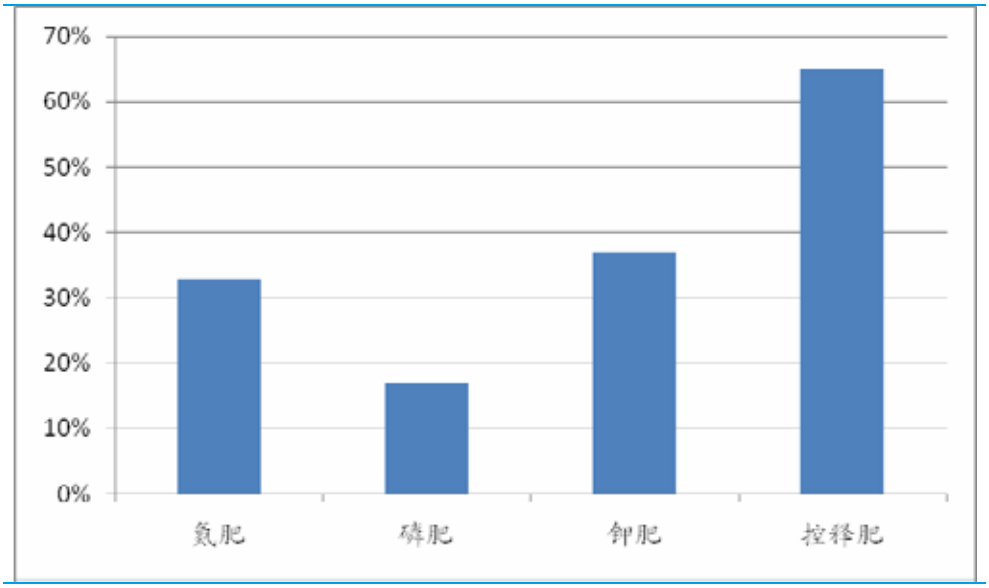
来源：公司招股书，国金证券研究所

控释肥：新型肥料尚待大规模推广，公司技术营销优势明显

控释肥可将肥料利用率由原来的 30%提高到 60%-70%左右，从而节省化肥用量 30%-50%，并有效降低化肥引起的水质污染。

- 控释肥(Controlled-Release Fertilizers,简称 CRFs)，是**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，达到提高肥效目的的新型肥料，是国家农业部重点推广肥料之一，被誉为“农业增产的第三次革命”。与常规肥料相比，控释肥的优势在于：
  - **提高肥效**：据中国农业科学院、农业部全国农业技术推广服务中心、国家杂交水稻工程技术研究中心等单位的试验示范推广结果表明，控释肥可将肥料利用率由原来的 30%提高到 60%-70%左右，在同等量的情况下，施用控释肥的作物较施用普通肥料能平均提高作物达 10%以上，最高达到 40%。

图表 4：各种肥料当季利用率比较



来源：国金证券研究所

- **节能减污染：**资料显示，农业造成的污染中 1/3～2/3 来源于化肥的过量施用和流失，化肥的过量施用还会造成水体的富营养化。控释肥使氮肥流失率显著降低，节省氮肥用量 30%-50%。以 2009 年全国氮肥施用量 2,800 万吨(折纯)为例，如果以控释肥代替传统氮肥的 50%，可减少氮投入约 350 万吨，相当于节约 675 万吨标准煤，14 亿立方米天然气，41 亿度电，并有效减轻了氮肥流失引起的地下水污染和地表水富营养化。

政策支持与成本成为控释肥推广的关键

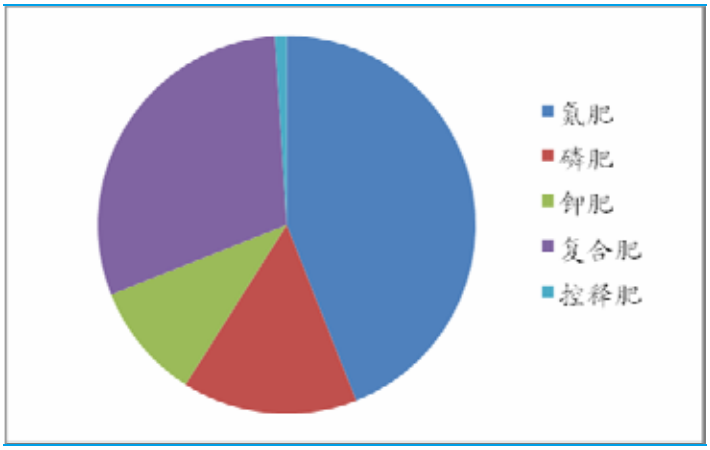
- 我国控释肥产业起步晚，但发展迅速。2005 年以前产量在 3-5 万吨，2007 年-2009 年年均增长超过 60%，2009 年产量超过 100 万吨，占全球总量的 50%。但总体来看，其总产量仍不到化肥总产量的 1%。

图表 5：目前国内控释肥生产企业较少

企业名称	产能（万吨）
山东金正大生态工程股份有限公司	60（募投前）
汉枫缓释肥料有限公司	30
北京首创新型肥料制造有限公司	3

来源：公司公告。国金证券研究所

图表 6：控释肥产量占化肥总产量不到 1%



各国出台政策支持控释肥发展，我国北京已开始按每亩 75 元进行补贴。

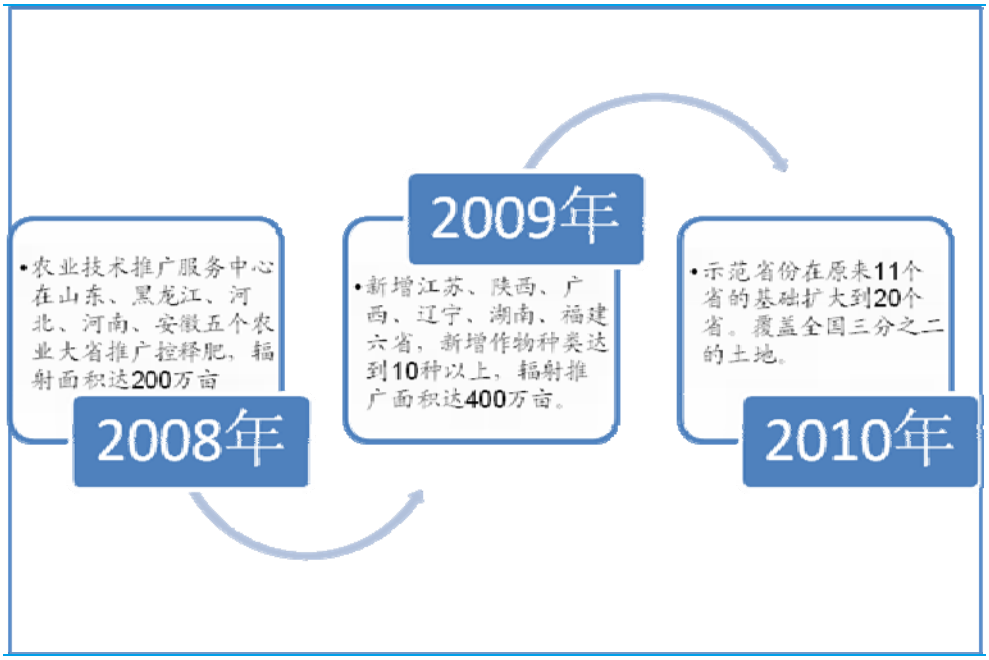
- 目前各国纷纷出台相关的产业政策支持控释肥产业的发展，美国 2009 年 10 月出台控释肥国家补贴激励政策，补贴水平约为每英亩 12-22 美元，每个农户可连续申请 5 年，每年的最高补贴为 40,000 美元。国内来看，目前**北京已经开始对控释肥按 75 元/亩每年标准进行补贴**。我们认为，未来国家对于控释肥推广的支持将逐步由政策指导深入到给农户具体的财政补贴上。在国家政策积极支持以及控释肥成本降低下，发展空间广阔，未来 3-5 年仍会以 50%左右的速度增长。

图表 7：我国近年部分控释肥鼓励政策

时间	颁布机构	相关政策内容
2006	国务院	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006－2020 年）》明确提出要“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”
2006	科技部	《“十一五”国家科技支撑计划》把缓控释肥列入其中
2007	中共中央	中央一号文件再次指出要“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、缓控释肥”。
2008	全国农业技术推广服务中心	《关于做好缓控释肥料示范推广工作的通知》督促各地要结合当地实际，制定有效、可行的缓控释肥释范推广方案，扎实推进此项工作的全面开展。

来源：公司招股书。国金证券研究所整理

图表 8：近三年控释肥在国内推广情况



来源：国金证券研究所整理

- 国内控释肥尚未大力推广的一个重要原因在于成本，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，使得控释肥产品施用范围仅限于园艺、苗圃、高尔夫球场草坪等，属于“ 贵族肥料 ”。

行业龙头，技术与营销优势明显

- 公司是国内控释肥行业绝对的龙头企业，目前控释肥产能 60 万吨，此次募集资金亦投向控释肥项目。项目达产后，公司控释肥产能 120 万吨。

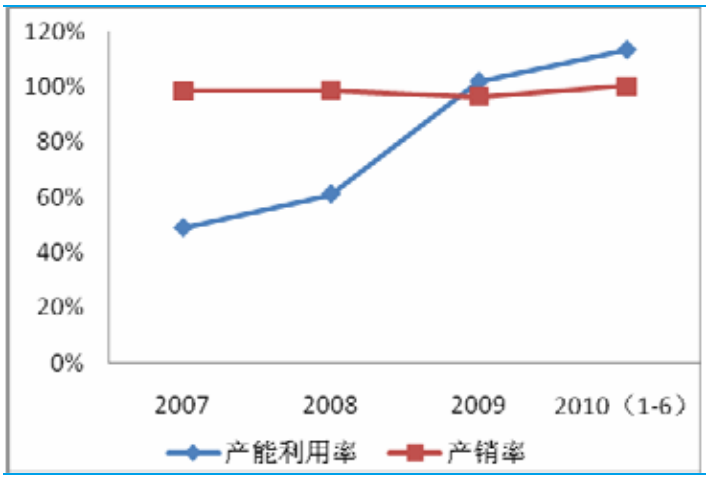
图表 9：募集资金投向

序号	项目名称	总投资额（万元）
1	60 万吨/年新型作物专用控释肥项目	65,392.00
2	缓控释肥工程技术研究中心项目	6,000.00
合计		71,392.00

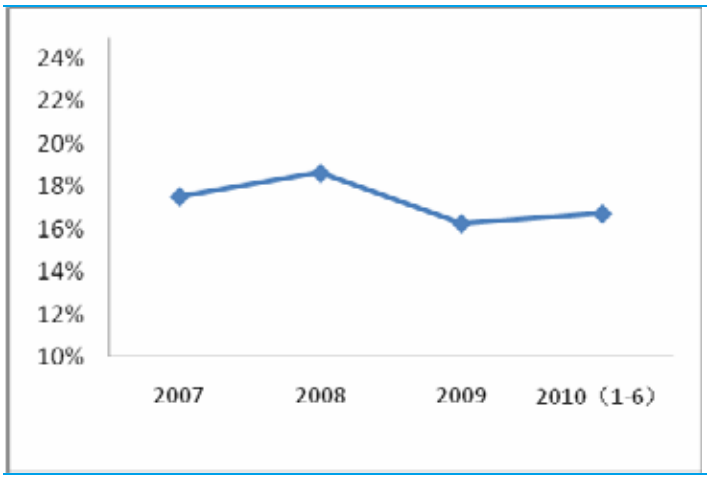
来源：公司招股书。国金证券研究所

- **技术支持，成本降低。**公司是控释肥料行业标准和国家标准的主要起草单位。近年来，公司通过与山东农业大学等控释肥生产企业、科研机构合作，研制出了一套具有自主知识产权，适合国内大批量生产的包膜控释肥生产新工艺，创建了热固性树脂、热塑性树脂、硫和硫加树脂三套不同包膜材料和工艺的缓控释肥生产线，破解了困惑研究开发领域多年的三大难题——控释肥机理研究、控释肥包膜材料开发、控释肥包膜工艺和控释肥包膜技术创新。研制出释放周期从 3 个月到 24 个月、适用于水稻、玉米、小麦等主要农作物及果蔬等经济作物的 12 个系列 100 多种专用控释肥产品。
- 同时，创新的控释肥包膜工艺与膜材料配方又大幅度降低了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单质肥高 20%左右，但可减少化肥施用量 30%左右。一季作物只要一次施肥，大大降低了农户的施肥与管理成本。

图表 10：报告期内控释肥产能利用率与产销率

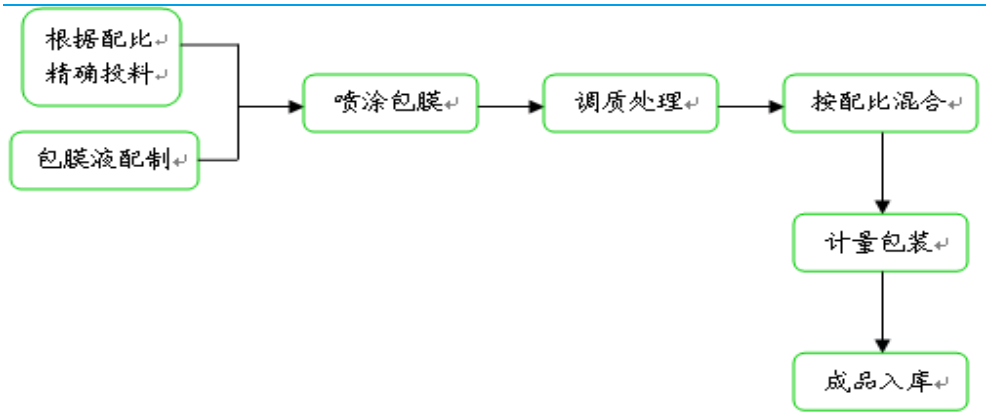


图表 11：公司控释肥毛利率



来源：公司招股书。国金证券研究所

图表 12：公司控释肥生产工艺

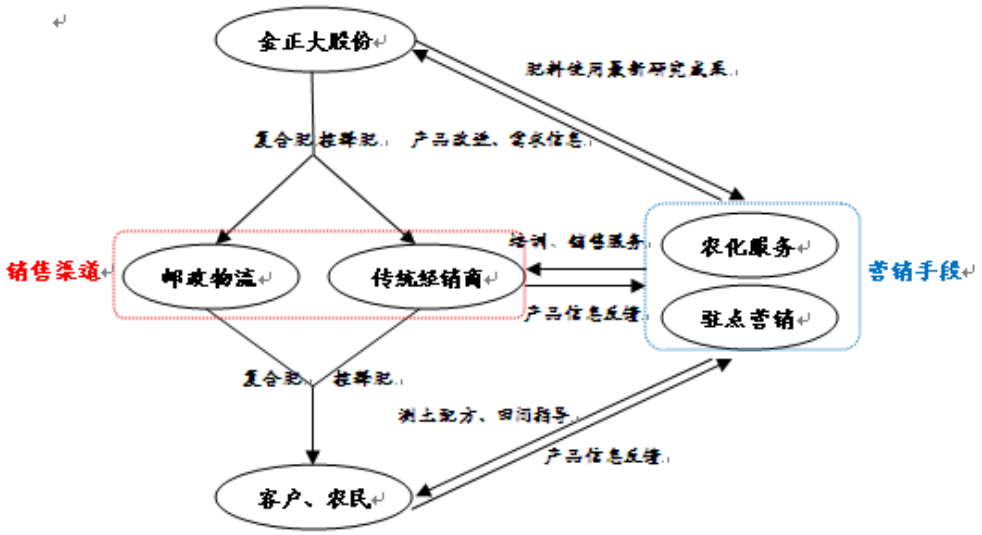


来源：公司招股书。国金证券研究所

公司作为国内行业绝对龙头，在技术保证下，将政府推广与自身营销相结合，与全国农技推广中心联合开展控释肥推广工作，已将产品成功推广到 20 个省市。

- **多渠道创新型营销。**公司一直坚持“营销优先”的原则，采用多渠道创新式营销，主要表现在：
  - **政府推广与自身营销相结合**，作为行业龙头，公司利用良好的政策环境，于 2008 年 4 月**作为唯一的生产企业和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**。全国农业技术推广服务中心在 2008-2010 年分别下发开展“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，目前已经推广到全国 20 个省市。
  - **示范田建设与农化服务营销相结合**。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 余个省市区进行示范区（田）建设，累计建立示范区（田）23,000 余亩，并有 100 余名的专职技术人员在田间为农民现场指导，推广公司产品。
  - **传统经销商与邮政物流相结合**。邮政物流因其营销终端网点多、覆盖范围广、辐射程度深，以及来源于中国邮政，在农村地区具有较高的认知度等原因，受到生产企业的重视。公司于 2005 年起与相关邮政物流公司合作，截止 2010 年 6 月，与公司签署协议的邮政物流单位达 335 家，覆盖山东、河南、河北等 25 个省、市、区。传统经销商方面，经过 10 年的建设，公司目前已建立以 2,000 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。以山东、河南、河北、江苏、安徽等省份作为传统经销商渠道重点服务区域。两种营销模式相互补充，实现了公司产品多层次营销覆盖。

图表 13：营销模式



来源：公司招股书。国金证券研究所

图表 14：两种营销模式互相补充

		传统经销商渠道	邮政物流渠道
销售收入占比	2010（1-6）	77.72%	22.28%
	2009	75.30%	24.70%
覆盖地区		山东、河南、河北、江苏、安徽等省份作为传统经销商渠道重点服务区域；黑龙江、吉林、辽宁、广东、广西、湖北、新疆等省份作为传统经销商渠道重点开发区域；其他省份作为经销商渠道辐射区域。	山东、河南、河北等 25 个省、市、区
主要优势		借助经销商本地化资源，有利于在新市场迅速打开销售局面；管理简单，对自己的销售人员依赖较小。	营销终端网点多、覆盖范围广、辐射程度深，以及来源于中国邮政，在农村地区具有较高的认知度等

来源：国金证券研究所整理

复合肥：国内需求看好，公司业务平稳发展

预计国内未来几年需求复合增速在 8%左右

- 复合肥是在一种化肥中，含有氮、磷、钾三要素中两种和两种以上的肥料。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，促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。缺点在于其养分比例固定，而不同土壤、作物所需营养元素却是多样的。

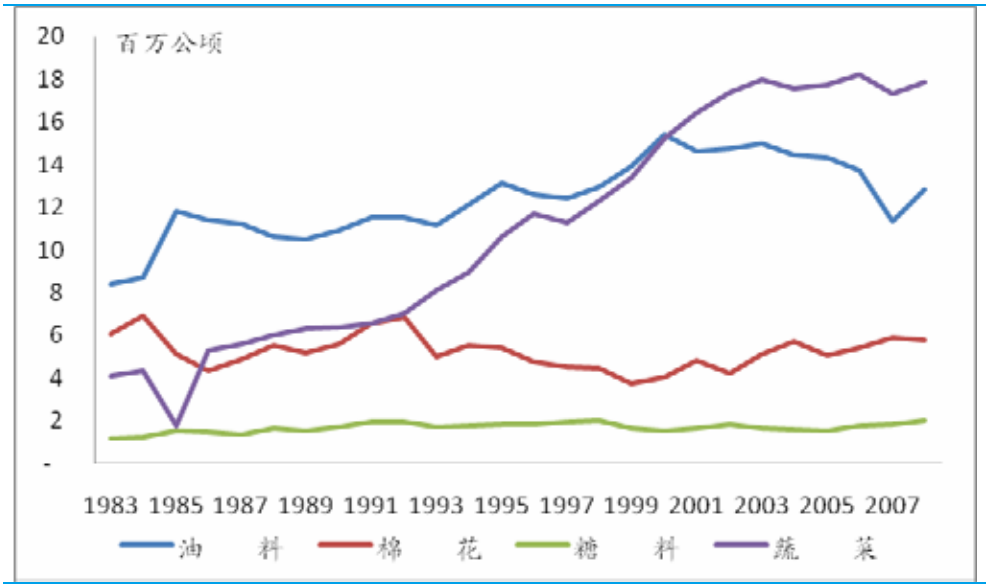
图表 15：复合肥与单质肥比较

项目	单质肥	复合肥
固定资产投资规模	需要大量的固定资产投资	普遍小于单质肥企业的固定资产投资
工艺复杂程度	工艺线路长，流程复杂，主要为化学反应	相对简单，化学复合为主
原材料	能源以及矿产资源	多数为单质肥
接受程度	农民普遍接受，养分一般不能提供农作物的完全养分	肥效优于单质肥料，但接受程度尚低
市场规范程度	大部分有国际行业标准，市场较规范	有国际行业标准，依靠产品信誉度和市场口碑形成稳定的市场份额，对名牌产品的管理较为规范
产品特点	标准化产品，同质性较强	个性化配方，按照土壤环境和作物种类进行配方，测土施肥肥效优越
对环境的影响	长期不合理使用易造成土壤的板结，对环境有较大的影响	长期使用有利于改善土壤环境

来源：国金证券研究所

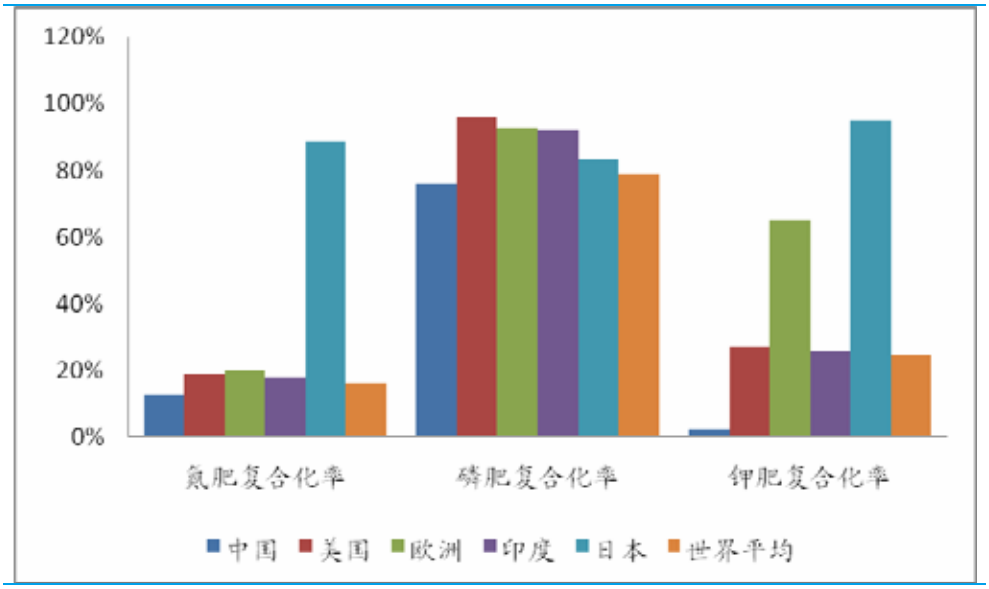
- 我国自上世纪 70 年代开始施用复合肥，经历了较长时间才被农户逐渐接受。目前我国化肥复合化率仍然较低，未来在政府政策的支持加上适当宣传普及下，将有较大的发展空间。假设 2015 年我国化肥总施用量较 2009 年小幅上升至 5,500 万吨（折吨），以 50%的复合化率计算，对于复合肥的需求为 2,750 万吨，则未来几年需求复合增速在 8%左右。
- 复合肥需求看好的一大原因源于对优质化肥的需求。其一，粮食需求增长与耕地面积减少的矛盾需要优质化肥提高粮食单产来解决；其二，种植结构的变化带来经济作物种植面积的上升，与普通大田粮食作物相比，经济作物的需肥量一般是大田粮食作物的 1.2～2.6 倍，且经济作物一般多使用复合肥、控释肥等优质肥料，提升复合肥需求。
- 第二个原因源于“复合”相较于“单质”的优势：首先，几十年来国内部分地区不适当施肥，已造成土质变化，如长期施用磷肥过量，则造成土质缺钾，而对磷肥的吸收却日益减小，作物对肥料均衡的要求促使复合肥的施用；其次，在城镇化过程中，农村劳动力不可避免的减少，农户日益需要施用方便又已配置均衡的复合肥料。

图表 16：国内经济作物种植面积



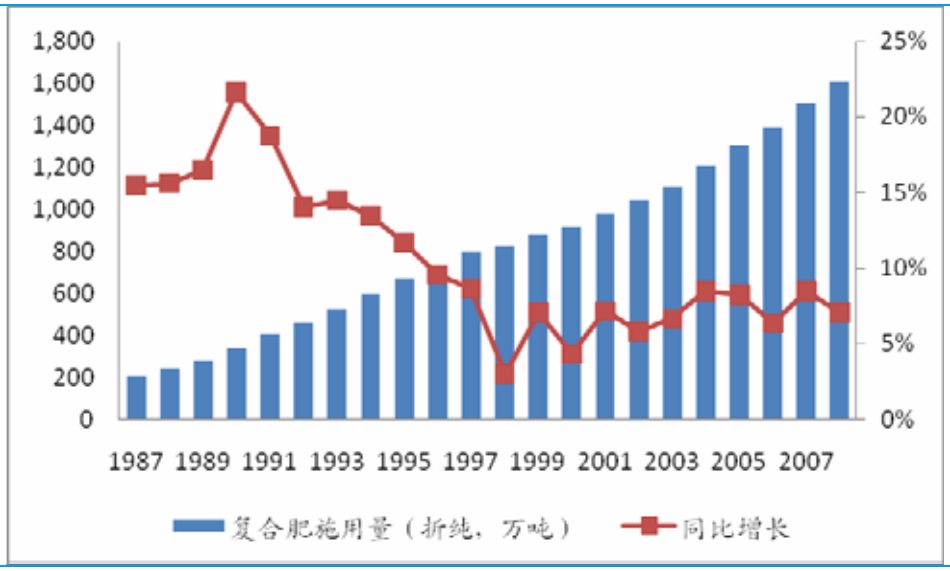
来源：国家统计局。国金证券研究所

图表 17：各国肥料复合化率比较(2008)



来源：IFA.国金证券研究所

图表 18： 我国复合肥施用量



来源：CEIC.国金证券研究所

产能过剩，复合肥企业何去何从

- 供给方面，由于行业准入门槛与技术含量低，国内不少企业盲目投入，导致了全行业产能严重过剩。据统计，2009 年全国复合肥 4,400 家企业总产能超过 2 亿吨（实物量），产量约 0.5 亿吨（实物量），行业开工率在 40%左右。

图表 19：几大企业复合肥产能情况

	产能（万吨）
湖北洋丰	400
中阿化肥	250
山东金正大	210
芭田股份	210
史丹利化肥	163
四川新都化工	153
鲁西化工	150
西洋集团	150
江苏中东集团	120
山东红日阿康化工	100

来源：各公司主页，国金证券研究所

复合肥产能过剩严重，与同行相比，公司技术领先，多重创新型营销。复合肥业务平稳发展。

- 复合肥企业以单质肥为原料，经历了 2008 年单质肥的异常高价、2009 年产能过剩以及经济危机带来的价格低迷，约有三分之一的中小企业已经倒闭，我们预计未来国家将通过提高准入门槛、制定更为严格的环保政策等规范行业的健康运营，而几个大公司，亦有自身独特的发展方向。

图表 20：几大化肥企业复合肥业务亮点

公司	复合肥产能（万吨）	复合肥毛利率		复合肥业务亮点
		2008	2009	
芭田股份	200	12.24%	10.80%	在复合肥关键技术-高塔造粒技术上取得重要科研成果，拥有发明专利。“三统一、二依托”的经营模式：统一全公司原材料采购；统一各子公司的复合肥生产规模、技术、设备、人员；统一全公司的产品在一个销售网络销售；依托产品使用的市场，获取低物流成本和高物流速度，加快对市场的反应速度。依托专业的复合肥产品，不断开发新产品满足市场。
鲁西化工	150	15.16%	7.60%	自产单质肥（尿素、合成氨、磷铵），向上游延伸（成立煤炭开采公司，拟开采优质的聊城煤田）锁定原料成本
六国化工	60 万吨 DAP（磷酸二铵）可随时转产复合肥	6.84%	7.34%	自产单质肥（磷铵），硫磺资源丰富，并将进一步向上游磷矿资源延伸；在全国首创“驻点直销”营销模式，在全国 27 个省、市、区建立起 1000 多个县级服务点，5 万个乡（村）级服务点，产品基本覆盖国内的全部市场。
金正大	210	11.35%	9.57%	高氮尿基（硝基）熔融造粒和氨酸法造粒技术国内领先。在营销策略上，采用“驻点”经销商营销与邮政物流相结合，政府推广与自身营销相结合，示范田建设与农化服务营销相结合。

来源：国金证券研究所

平稳发展，依托技术可适当转型

- 公司目前有复合肥产能 150 万吨，主要优势在于完善的营销网络、规模生产带来的成本降低，以及长年以来建立的品牌忠诚度。在未来重点发展控释肥的战略下，预计复合肥业务将平稳发展，不会再有扩产计划。
- 我们认为，公司依托在控释肥包膜机理、材料以及工艺上的技术优势，若未来复合肥行业竞争情况进一步恶化，可适当将复合肥产品技术加工“包膜”成控释肥，产品附加值提高，且前景看好。

股票估值和定价

- 主要假设
  - 主要产品销售情况见销售预测表；
  - 营业费用率、管理费用率保持稳定；
- 基于上述假设，我们预计公司 2010-2012 年主营收入 4,955、6,340、7,650 百万元，归属于母公司净利润 286、406、506 百万元，每股收益 0.408、0.581、0.723 元。

图表 21：可比公司估值情况

	股票代码	9 月 6 日收盘价	EPS（元）			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
芭田股份	002170	13.75	0.30	0.41	0.57	47.63	34.85	25.07
鲁西化工	000830	5.31	0.25	0.51	0.54	21.05	10.41	9.86
六国化工	600470	14.80	0.32	0.38	0.63	47.65	39.32	23.81
湖北宜化	000422	18.57	1.05	1.30	1.82	17.08	13.83	9.89
平均						33.35	24.60	17.16
金正大			0.41	0.58	0.72			

来源：朝阳永续。国金证券研究所

- 目前国内尚没有同类专注于生产控释肥与复合肥的上市公司，我们选取上述有复合肥业务的化工企业作为比照，考虑到公司产品与上述公司的差异，给予公司 2010 年 30-35 倍 PE，合理区间为 12.24-14.28 元。
- 根据本年来中小板新进化工类上市公司情况，结合目前市场状况，我们预计公司上市首日价格区间为 16.32-18.36 元。

图表 22：中小板新近化工上市公司情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	上市首日开盘价（元）	上市首日涨跌幅%
002455.SZ	百川股份	2010-8-3	33.28	33.00	64.95
002453.SZ	天马精化	2010-7-20	40.43	20.10	45.92
002450.SZ	康 得 新	2010-7-16	52.59	19.01	41.20
002442.SZ	龙星化工	2010-7-6	36.76	13.50	20.88
002440.SZ	闰土股份	2010-7-6	30.29	28.10	-5.13
002409.SZ	雅克科技	2010-5-25	46.88	30.56	8.83
002407.SZ	多 氟 多	2010-5-18	59.68	39	-5.03
002408.SZ	齐翔腾达	2010-5-18	43.10	26.88	-7.55
002391.SZ	长青股份	2010-4-16	50	76.1	45.10
002389.SZ	南洋科技	2010-4-13	50.85	89	172.67
002386.SZ	天原集团	2010-4-9	39.38	25.6	91.99
002382.SZ	蓝帆股份	2010-4-2	47.03	55.2	66.31
002360.SZ	同德化工	2010-3-3	32.85	35.9	62.18
平均			43.32		46.33

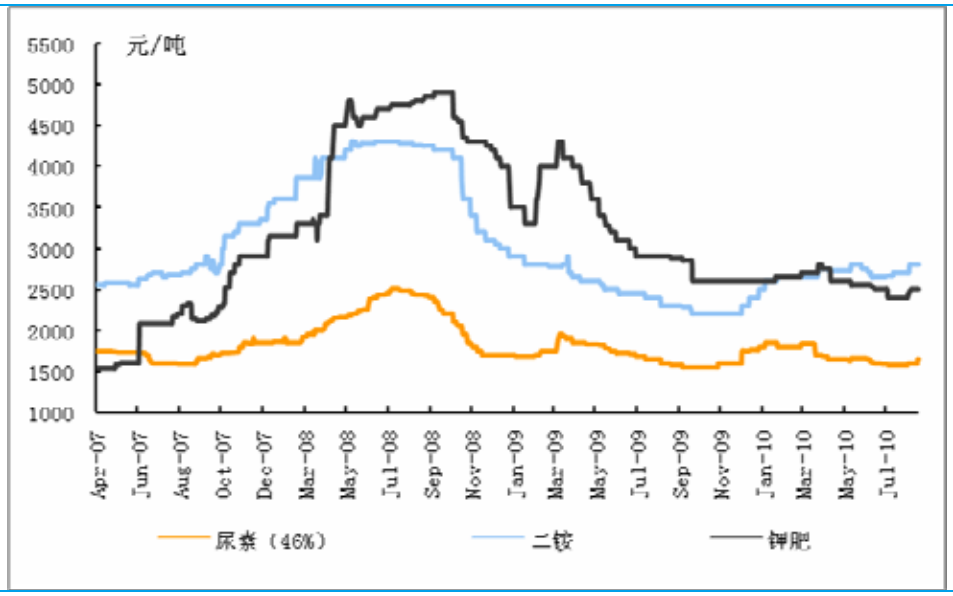
来源：WIND,国金证券研究所

风险提示

原料价格大幅波动

- 公司复合肥、控释肥主要原料为单质肥，其成本约占公司生产成本的 80%以上。若原料价格大幅波动，将显著影响公司的业绩。

图表 23：国内单质肥价格走势



来源：化工在线。国金证券研究所

新增产能无法充分销售

- 此次公司新增 60 万吨控释肥产能，控释肥虽前景看好，但农户的传统施肥习惯和控释肥相对较高的价格使其全面推广存在一定的不确定性。

图表 24：产品销售预测

项　目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
复合肥						
平均售价（元/吨）	1901	2,655.37	2,120.90	2,150.00	2,200.00	2,200.00
增长率（YOY）		*39.66%*	*-20.13%*	*1.37%*	*2.33%*	*0.00%*
销售数量（千吨）	978.18	828.42	943.32689	1,200.00	1,500.00	1,800.00
增长率（YOY）		*-15.31%*	*13.87%*	*27.21%*	*25.00%*	*20.00%*
销售收入（百万元）	1,859.82	2,199.76	2,000.70	2,580.00	3,300.00	3,960.00
增长率（YOY）		*18.28%*	*-9.05%*	*28.95%*	*27.91%*	*20.00%*
毛利率	11.03%	11.35%	9.57%	11.50%	12.00%	12.00%
销售成本（百万元）	1,654.68	1,950.09	1,809.23	2,283.30	2,904.00	3,484.80
增长率（YOY）		*17.85%*	*-7.22%*	*26.20%*	*27.18%*	*20.00%*
毛利（百万元）	205.14	249.67	191.47	296.70	396.00	475.20
增长率（YOY）		*21.71%*	*-23.31%*	*54.96%*	*33.47%*	*20.00%*
占总销售额比重	71.28%	60.80%	48.23%	52.07%	52.05%	51.76%
占主营业务利润比重	61.73%	50.17%	42.03%	49.36%	49.60%	48.41%
控释肥						
平均售价（元/吨）	2,331.36	3,397.57	2,446.60	2,500.00	2,600.00	2,600.00
增长率（YOY）		*45.73%*	*-27.99%*	*2.18%*	*4.00%*	*0.00%*
销售数量（千吨）	289.0538	361.92496	590.71	670.00	900.00	1,150.00
增长率（YOY）		*25.21%*	*63.21%*	*13.42%*	*34.33%*	*27.78%*
销售收入（百万元）	673.89	1,229.67	1,445.24	1,675.00	2,340.00	2,990.00
增长率（YOY）		*82.47%*	*17.53%*	*15.90%*	*39.70%*	*27.78%*
毛利率	17.55%	18.64%	16.29%	16.50%	16.00%	16.00%
销售成本（百万元）	555.62	1,000.46	1,209.81	1,398.63	1,965.60	2,511.60
增长率（YOY）		*80.06%*	*20.93%*	*15.61%*	*40.54%*	*27.78%*
毛利（百万元）	118.27	229.21	235.43	276.38	374.40	478.40
增长率（YOY）		*93.81%*	*2.71%*	*17.39%*	*35.47%*	*27.78%*
占总销售额比重	25.83%	33.99%	34.84%	33.80%	36.91%	39.08%
占主营业务利润比重	35.59%	46.06%	51.69%	45.98%	46.89%	48.74%
其他						
销售收入（百万元）	75.44	188.55	702.36	700.00	700.00	700.00
增长率（YOY）		*149.94%*	*272.50%*	*-0.34%*	*0.00%*	*0.00%*
毛利率	11.81%	9.93%	4.07%	4.00%	4.00%	4.00%
销售成本（百万元）	66.53	169.83	673.78	672.00	672.00	672.00
增长率（YOY）		*155.26%*	*296.73%*	*-0.26%*	*0.00%*	*0.00%*
毛利（百万元）	8.91	18.72	28.59	28.00	28.00	28.00
增长率（YOY）		*110.15%*	*52.68%*	*-2.05%*	*0.00%*	*0.00%*
占总销售额比重	2.89%	5.21%	16.93%	14.13%	11.04%	9.15%
占主营业务利润比重	2.68%	3.76%	6.28%	4.66%	3.51%	2.85%
销售总收入（百万元）	**2609.20**	**3618.05**	**4148.36**	**4955.00**	**6340.00**	**7650.00**
销售总成本（百万元）	**2276.87**	**3120.42**	**3692.86**	**4353.93**	**5541.60**	**6668.40**
毛利（百万元）	**332.33**	**497.63**	**455.50**	**601.08**	**798.40**	**981.60**
平均毛利率	**12.74%**	**13.75%**	**10.98%**	**12.13%**	**12.59%**	**12.83%**

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	**2,623**	**3,634**	**4,159**	**4,955**	**6,340**	**7,650**
增长率		*38.5%*	*14.4%*	*19.1%*	*28.0%*	*20.7%*
主营业务成本	-2,287	-3,131	-3,703	-4,354	-5,542	-6,668
% 销售收入	*87.2%*	*86.1%*	*89.0%*	*87.9%*	*87.4%*	*87.2%*
毛利	337	504	456	601	798	982
% 销售收入	*12.8%*	*13.9%*	*11.0%*	*12.1%*	*12.6%*	*12.8%*
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	-178	-222	-268
% 销售收入	*3.4%*	*3.6%*	*3.5%*	*3.6%*	*3.5%*	*3.5%*
管理费用	-45	-94	-62	-94	-114	-138
% 销售收入	*1.7%*	*2.6%*	*1.5%*	*1.9%*	*1.8%*	*1.8%*
息税前利润（EBIT）	202	280	249	329	462	576
% 销售收入	*7.7%*	*7.7%*	*6.0%*	*6.6%*	*7.3%*	*7.5%*
财务费用	-6	-31	-7	22	36	45
% 销售收入	*0.2%*	*0.8%*	*0.2%*	*-0.4%*	*-0.6%*	*-0.6%*
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	351	499	621
营业利润率	*7.5%*	*6.4%*	*5.7%*	*7.1%*	*7.9%*	*8.1%*
营业外收支	2	1	5	0	0	0
税前利润	**197**	**233**	**243**	**351**	**499**	**621**
利润率	*7.5%*	*6.4%*	*5.8%*	*7.1%*	*7.9%*	*8.1%*
所得税	-1	3	-30	-65	-92	-115
所得税率	*0.3%*	*-1.2%*	*12.5%*	*18.5%*	*18.5%*	*18.5%*
净利润	197	236	213	286	406	506
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	**197**	**236**	**213**	**286**	**406**	**506**
净利率	*7.5%*	*6.5%*	*5.1%*	*5.8%*	*6.4%*	*6.6%*

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	197	236	213	286	406	506
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	71	65	74	94	108
非经营收益	10	28	13	12	10	10
营运资金变动	-263	-39	701	-573	95	56
经营活动现金净流	**-32**	**296**	**993**	**-202**	**606**	**681**
资本开支	-283	-260	-156	-255	-261	-87
投资	0	-1	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-283**	**-261**	**-156**	**-256**	**-261**	**-87**
股权募资	155	0	0	1,500	-64	0
债权募资	175	0	-180	-42	0	0
其他	-9	-33	-54	-12	-10	-10
筹资活动现金净流	**321**	**-33**	**-234**	**1,447**	**-74**	**-10**
现金净流量	**6**	**2**	**603**	**989**	**271**	**583**

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	2,125	2,396	2,980
应收款项	20	11	8	11	14	17
存货	508	733	787	871	1,063	1,279
其他流动资产	354	142	307	307	390	469
流动资产	1,125	992	2,238	3,314	3,863	4,744
% 总资产	*70.3%*	*58.0%*	*73.6%*	*77.1%*	*77.1%*	*80.8%*
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	453	640	706	885	1,053	1,031
% 总资产	*28.3%*	*37.5%*	*23.2%*	*20.6%*	*21.0%*	*17.6%*
无形资产	23	73	95	95	96	96
非流动资产	476	717	802	983	1,150	1,129
% 总资产	*29.7%*	*42.0%*	*26.4%*	*22.9%*	*22.9%*	*19.2%*
资产总计	**1,601**	**1,709**	**3,040**	**4,297**	**5,013**	**5,874**
短期借款	300	273	40	0	0	0
应付款项	621	508	1,845	1,355	1,727	2,079
其他流动负债	15	0	1	4	6	7
流动负债	936	780	1,886	1,359	1,732	2,086
长期贷款	70	98	150	150	150	150
其他长期负债	0	1	2	0	0	0
负债	**1,006**	**879**	**2,038**	**1,509**	**1,882**	**2,236**
普通股股东权益	594	830	1,003	2,788	3,131	3,637
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,601**	**1,709**	**3,040**	**4,297**	**5,013**	**5,874**

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.282	0.337	0.304	0.408	0.581	0.723
每股净资产	2.970	2.074	1.671	3.983	4.473	5.196
每股经营现金净流	-0.160	0.739	1.654	-0.289	0.866	0.973
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.19%	28.43%	21.24%	10.25%	12.98%	13.92%
总资产收益率	12.31%	13.80%	7.00%	6.65%	8.11%	8.62%
投入资本收益率	20.85%	23.65%	18.27%	9.11%	11.48%	12.40%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	38.54%	14.44%	19.13%	27.95%	20.66%
EBIT增长率	N/A	38.88%	-11.20%	31.99%	40.74%	24.61%
净利润增长率	N/A	19.63%	-9.70%	34.17%	42.27%	24.58%
总资产增长率	N/A	6.73%	77.94%	41.33%	16.67%	17.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数						
存货周转天数	40.6	72.4	74.9	73.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	3.7	5.8	5.1	5.0	5.0	5.0
固定资产周转天数	62.2	59.9	54.7	55.3	49.4	39.7
偿债能力						
净负债/股东权益	21.42%	31.93%	-94.43%	-70.85%	-71.75%	-77.80%
EBIT利息保障倍数	36.2	9.1	34.6	-14.9	-12.7	-12.7
资产负债率	62.83%	51.45%	67.03%	35.11%	37.54%	38.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6－12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室