

# 复合肥与控释肥龙头，未来增长可期

2011年2月28日

推荐/首次

金正大

调研快报

## ——金正大（002470）调研快报

<b>杨若木</b>	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66507316
<b>联系人：杨伟</b>	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66507317

### 事件：

近日，我们对公司进行了调研，与公司董秘一行就公司发展状况及募投项目的进展进行了深入交流。

#### 1. 公司是国内复合肥与控释肥的龙头企业。

公司拥有复合肥产能 210 万吨、控释肥产能 60 万吨，10 年复合肥产量 190 万吨左右，居国内前三，其中控释肥的主要竞争对手只有汉枫和首创，公司在国内控释肥市场占有率 60% 以上。菏泽子公司 120 万吨/年复合肥项目二期 30 万吨产能已投产，加上募投项目中 60 万吨/年控释肥将在 11 年释放 30 万吨的产能，公司 11 年总产能将包括 240 万吨复合肥以及 90 万吨控释肥，龙头地位更加稳固。

**表 1 国内主要复合肥与控释肥生产企业**

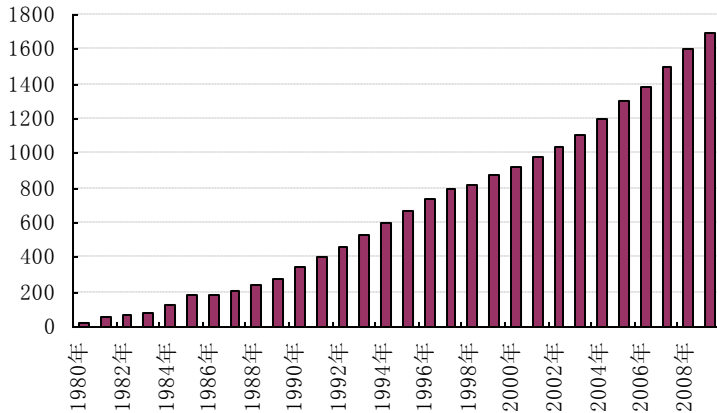
复合肥生产企业	10 年产量（万吨）	控释肥生产企业	10 年产能（万吨）
江苏中东	218.7	山东金正大	60
湖北新洋丰	215.5	汉枫肥料	30-40
山东金正大	190.1	北京首创	3-5
山东史丹利	140.7		
山东施可丰	123.7		
宁国司尔特	110.5		
西洋集团	107.5		
中化化肥	107.2		
四川天元	106.1		
山东红日阿康	89.1		

资料来源：东兴证券整理

#### 2. 复合肥行业整合在即，公司将受益

复合肥生产技术门槛低，产品质量差距不大，因此国内复合肥行业企业众多，竞争激烈。目前国内复合肥生产企业有 4750 家，产能 2 亿吨（实物），但由于复合肥消费的季节性明显，整体开工率很低，实际产量只有 5000-6000 万吨，平均开工率不到 30%。公司生产配方灵活（数百个），实施最佳养分管理，产品竞争优势明显，预计 10 年开工率在 70% 以上，远超同类竞争公司。复合肥行业产能集中度不高，09 年前十名复合肥企业总产量市场占有率只有 21%，10 年占 27%。预计随着未来复合肥行业开始整合，金正大等龙头企业将增大市场份额。

图 1：国内复合肥消费量增长很快（万吨）



资料来源：CEIC，东兴证券整理

### 3. 公司在国内控释肥行业首屈一指

公司拥有 60 万吨控释肥产能，是国内最大的控释肥生产企业。

相比较于普通复合肥，控释肥优势明显。目前控释肥价格 2700-2800 元/吨，复合肥价格为 2400-2500 元/吨，但控释肥用量可以比复合肥减少 20%，主要因为控释肥肥料利用率高，成本与复合肥差不多。缓控肥还可以减少人力，在现在人力成本很高的时期，减少追肥的次数，适用于现代农业。此外，控释肥可以减少肥料的使用，降低水土污染。

如果国家对控释肥使用给予补贴，将催化控释肥在国内的快速推广使用。在北京控释肥每亩补贴 75 元，在美国 09 年补贴 12-22 美元/亩，每年补贴可高达 4 万美元，目前有机肥在部分城市有补贴。公司现在正积极争取在政策上给予控释肥补贴，如果相关政策公布，控释肥价格劣势将可弥补。

公司在控释肥技术研发上实力国内最强，有至少 110 项专利，国家控释肥工程技术研究中心就设在公司。今年科技部实施的控释肥产业化项目由公司牵头。农业部在控释肥的推广方面已连续发文，08 年-10 年分别在 5 省、11 省、20 省进行推广实验，今年初定 25 省，明确使用金正大控释肥。

### 4. 布局全国，提高市场占有率

公司去年 10 月发布公告，超募 8 个亿的使用：菏泽子公司增资 1 个亿，在广东投资 1 个亿建设 30 万吨产能复合肥（包括 10 万吨控释肥），在安徽建设 40 万吨复合肥产能（包括 10 万吨控释肥）。上市募集资金预计建设 60 万吨的缓控肥，这样公司在 2012 年一季度将会达到 410 万吨的规模。

### 5. 营销体系完善，未来可能加强农化服务

公司已经建立了以 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。公司还与中邮物流等邮政物流企业合作，创新了国内化肥销售模式。我们预测，公司为增强竞争力，将在全国各地设立农化服务中心，针对当地土壤、气候等情况针对性施肥。

## 6、盈利预测与投资评级

公司未来三年产能扩张很快，而且布局全国，将提高公司在南方市场的占有率。竞争力在于规模优势+品牌优势+销售服务。我们预计 10-12 年 EPS 分别为 0.45 元、0.66 元、0.88 元。目前价格为 18.70 元，对应 PE41 倍、28 倍、21 倍，给予“推荐”评级。

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4159.20	5414.36	6636.00	8267.50
营业成本	3703.46	4765.11	5772.36	7156.81
营业费用	144.86	184.09	218.99	256.29
管理费用	61.98	80.67	98.88	123.19
财务费用	7.20	(2.80)	(7.68)	(8.30)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	238.48	384.28	553.46	739.51
利润总额	243.29	387.28	558.46	746.51
所得税	30.35	69.28	99.91	133.55
净利润	212.94	318.00	458.55	612.96
归属母公司所有者的净利润	212.94	318.00	458.55	612.96
NOPLAT	215.02	313.24	448.14	600.40
每股收益	0.35	0.45	0.66	0.88

资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1136.63	1762.38	1990.80	2480.25
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付款项	306.68	497.29	728.18	1014.46
存货	786.69	979.13	1186.10	1470.58
流动资产合计	2238.12	3249.36	3918.03	4981.41
非流动资产	802.35	856.21	1128.56	1347.53
资产总计	3040.47	4105.57	5046.58	6328.94
短期借款	40.00	0.00	19.37	99.10
应付帐款	50.32	65.28	79.07	98.04
预收款项	645.86	970.72	1368.88	1864.93
流动负债合计	1886.41	1840.30	2437.40	3260.04
非流动负债	151.55	151.80	151.80	151.80

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	1002.50	2113.46	2457.38	2917.10
净营运资本	351.71	1409.05	1480.62	1721.37
投入资本 IC	55.87	501.08	635.94	685.95

现金流量表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	212.94	318.00	458.55	612.96
折旧摊销	62.09	0.00	197.99	224.61
净营运资金增加	140.46	1057.35	71.57	240.75
经营活动产生现金流	992.59	68.29	786.35	998.23
投资活动产生现金流	(155.50)	(198.00)	(470.34)	(443.58)
融资活动产生现金流	(233.74)	755.46	(87.59)	(65.20)
现金净增（减）	603.35	625.75	228.42	489.45

## 联系人简介

### 杨伟

工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。