

化肥



金正大 (002470)

价值区间 11.5-13.1

具备综合优势的控释肥龙头企业

市场数据

报告日期	2010-8-20
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	600.00
拟发行股本(百万股)	100.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	1145.70
总资产(百万元)	2166.41
每股净资产	1.91

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4159	5015	6229	7428
同比增长(%)	14.4%	20.6%	24.2%	19.2%
净利润(百万元)	213	286	384	491
同比增长(%)	-9.7%	34.3%	34.4%	27.7%
毛利率(%)	11.0%	12.9%	13.3%	13.6%
净利率(%)	5.1%	5.7%	6.2%	6.6%
净资产收益率(%)	21.2%	11.8%	14.0%	15.5%
每股收益(元)	0.30	0.41	0.55	0.70
每股经营现金流(元)	1.42	-0.35	0.58	0.73

相关报告

投资要点

- **金正大是国内控释肥行业龙头。**公司目前拥有复合肥产能 210 万吨/年, 控释肥产能 60 万吨/年, 2008 年复合肥、控释肥产量分别居全国第二位、第一位。2009 年实现销售收入 41.59 亿元, 净利润 2.13 亿元。
- **复合肥需求平稳增长, 控释肥处于高速增长期。**2000-2008 年, 我国复合肥折纯施用量从 917.9 万吨增长至 1608.6 万吨, 年复合增速 7.26%, 30% 的复合化率仍与 50% 的世界平均水平有较大差距; 而国内控释肥产量 2007-2009 年年均增长超过 60%, 目前产量超过 100 万吨, 但是占比仍不到 1%。
- **复合肥走向集中, 控释肥竞争有序。**目前我国复合肥企业约有 5000 家, 但是市场分散 (CR10=20%), 未来具备综合优势的大型企业占有率将有合理提升; 控释肥行业竞争较为有序, 金正大市场占有率超过 50%, 未来将受益于行业高增长。
- **金正大具备技术、渠道和区位优势。**公司的技术优势主要体现在不断改进生产技术, 完善产品结构; 公司同时建立了以 2000 余家县级经销商为中心的传统经销商销售渠道, 并与 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。
- **募投项目扩大控释肥产能。**公司本次募资投资于“60 万吨/年控释肥”等两个项目, 投资总额 7.14 亿元。我们认为新增产能可以顺利消化。另外子公司菏泽金正大年底将新增复合肥产能 30 万吨/年。
- **合理价值区间 11.5-13.1 元。**预计金正大 2010-2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.41、0.55、0.70 元, 我们认为可以给予公司 2010 年 28-32 倍 PE 的估值水平, 对应合理价值区间为 11.5-13.1 元。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、控释肥推广风险。

分析师

郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn

刘曦
021-38565754
liuxi@xyzq.com.cn

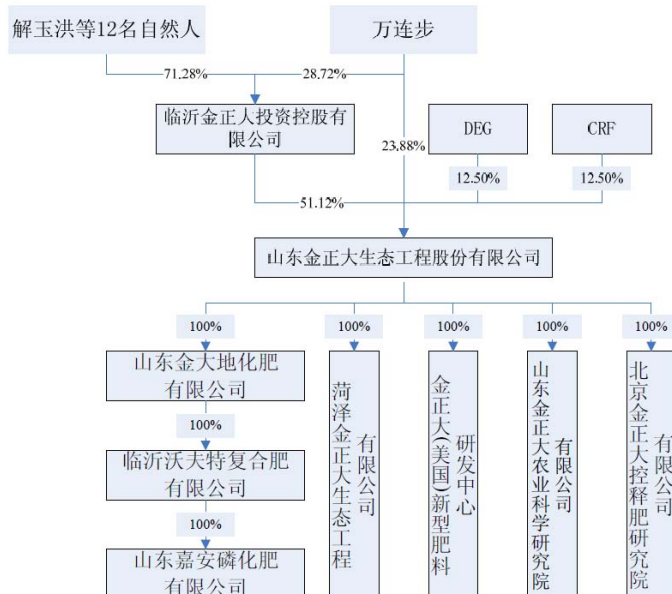
目 录

1、公司基本情况	- 3 -
2、行业分析	- 4 -
2.1 复合肥、控释肥需求分析	- 4 -
2.2 复合肥、控释肥行业竞争分析	- 4 -
3、公司分析	- 5 -
3.1 主营收入构成分析	- 5 -
3.2 主营业务盈利能力分析	- 6 -
4、公司竞争优势分析	- 7 -
4.1 技术优势	- 7 -
4.2 渠道优势	- 7 -
4.3 区位优势	- 7 -
5、募投项目及公司未来发展情况分析	- 7 -
6、盈利预测与估值	- 8 -
7、风险提示	- 9 -
7.1 原材料价格波动风险	- 9 -
7.2 控释肥推广风险	- 9 -
 图 1 金正大本次发行前组织架构	- 3 -
图 2 国内复合肥施用量增长情况（万吨，折纯）	- 4 -
图 3 公司业务收入构成（百万元）	- 6 -
图 4 公司主要产品销量和单价	- 6 -
图 5 公司毛利增长情况（百万元）	- 6 -
图 6 公司各项业务毛利率	- 6 -
图 7 公司期间费用率情况（百万元）	- 6 -
图 8 公司各产品产能及开工率情况	- 6 -
 表 1 金正大主要财务指标	- 3 -
表 2 金正大发行前后股权结构情况	- 4 -
表 3 国内主要复合肥生产企业	- 5 -
表 4 国内主要控释肥生产企业	- 5 -
表 5 募集资金项目	- 8 -
表 6 公司盈利预测假设	- 8 -
表 7 公司盈利预测结果	- 9 -
附表	- 10 -

1、公司基本情况

山东金正大生态工程股份有限公司（以下简称“金正大”）主要从事复合肥、控释肥等农用肥料的研究、生产、销售，目前拥有复合肥产能 210 万吨/年，控释肥产能 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。公司 2009 年实现销售收入 41.59 亿元，净利润 2.13 亿元。

图 1 金正大本次发行前组织架构



数据来源：兴业证券研发中心

临沂金正大投资控股有限公司持有公司 3.07 亿股股份，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，同时直接持有公司 23.88% 的股份，合计控制公司发行前 75.00% 的股份，故万连步先生为公司实际控制人。公司本次发行不超过 1 亿股，占发行后总股本的比例不超过 14.29%。

表 1 金正大主要财务指标

	2008	2009
总资产（百万元）	1708.68	3040.47
净资产（百万元）	829.57	1002.50
收入（百万元）	3634.30	4159.20
净利润（百万元）	235.82	212.94
平均 ROE	33.10%	23.25%

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

表 2 金正大发行前后股权结构情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	持股比例（%）	持股数（股）	持股比例（%）
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（DEG）	75,000,000	12.50%	75,000,000	10.71%
CRF 化肥投资有限公司	75,000,000	12.50%	75,000,000	10.71%
本次发行			100,000,000	14.29%
总计	600,000,000	100.00%	700,000,000	100.00%

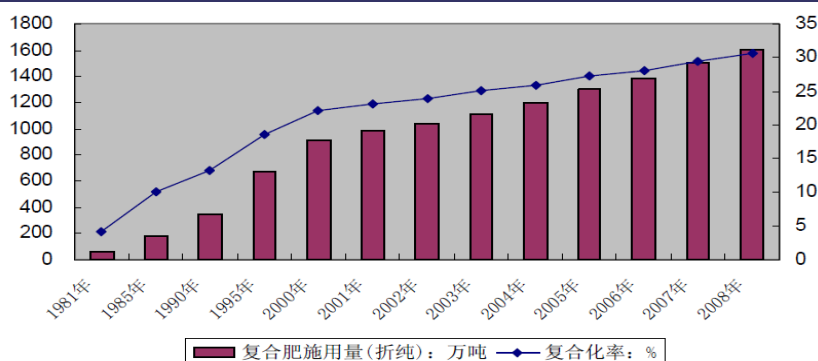
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

2、行业分析

2.1 复合肥、控释肥需求分析

复合肥、控释肥作为优质农用肥料，较普通化肥具有提高利用率、节约能源、减少污染、均衡施肥等特点，需求增长较快。2000-2008 年，我国复合肥折纯施用量从 917.9 万吨增长至 1608.6 万吨，年复合增速为 7.26%，复合化率由 22.14%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，仍存在较大差距，因此未来几年仍将呈现持续快速增长的态势。

图 2 国内复合肥施用量增长情况（万吨，折纯）



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

控释肥的养分利用率比普通肥料提高 50%-100%以上，在减少用量 1/3-1/2 的情况下，仍可增产增效，同时对水体环境污染较小，受到各国政府鼓励。2009 年美国国会立法通过补贴方式鼓励农民使用缓释肥料，补贴标准为 30-55 美元/公顷，每个农户每年补贴可高达 4 万美元，5 年可高达 20 万美元；目前北京市也开始对控释肥按每年 75 元/亩的标准进行补贴。国内控释肥产量快速增长，2007-2009 年年均增长超过 60%，目前产量超过 100 万吨，但是占比仍不到 1%。

2.2 复合肥、控释肥行业竞争分析

相比单质肥料行业，复合肥行业市场前景较好，资金门槛比较低，包括大量原来生产单质肥料的企业都上马复合肥项目，行业生产能力迅速扩张。目前我国具有

生产许可证的复合肥企业约 5000 家，其中生产规模较大、产品质量较高的大型企业仅占 5-10%，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，竞争日趋激烈，主要企业包括湖北洋丰、山东金正大、深圳芭田等（表 3）。

表 3 国内主要复合肥生产企业

生产企业	产能（实物量，万吨）
史丹利化肥	210
金正大	210
江苏中东	200
湖北洋丰	190
深圳芭田	165
鲁西化工	150
四川天元	120
山东施可丰	100
合计	1345

备注：实物总产能约 2 亿吨

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心整理

控释肥因膜材料选择和包膜工艺等技术含量相对较高，因此除金正大外，目前国内仅有汉枫肥料（加拿大独资企业）、北京首创等少数几家能够规模化生产，行业竞争较为有序。

表 4 国内主要控释肥生产企业

生产企业	产能（实物量，万吨）
金正大	60
汉枫肥料	30
北京首创	3
合计	93

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心整理

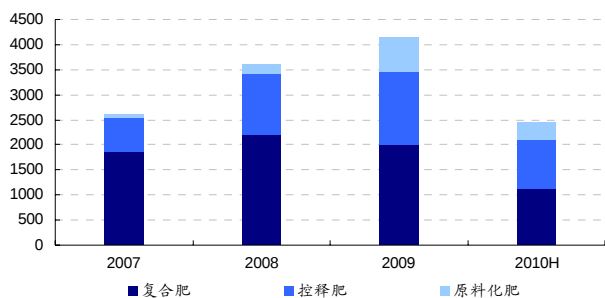
作为直接面对农户，技术服务属性较强的行业，复合肥、控释肥行业的竞争要素主要有两点：1）满足农户个性化需求的产品（进而树立品牌，享受溢价）；2）零售渠道的建设。随着化肥价格改革推进，行业市场化程度提高、区域性特征逐步弱化，具备综合优势的大型企业市场占有率将有合理提升。

3、公司分析

3.1 主营收入构成分析

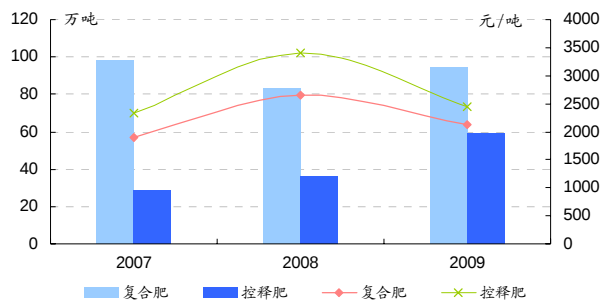
2007-2010 年上半年，公司收入分别为 26.23、36.34、41.59 亿元，年复合增长率为 25.9%，主要由控释肥销量增长推动，同期公司控释肥销量分别为 28.92、36.22、59.07 万吨，复合增长率为 42.92%，与行业增速相当。

图 3 公司业务收入构成 (百万元)



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 4 公司主要产品销量和单价

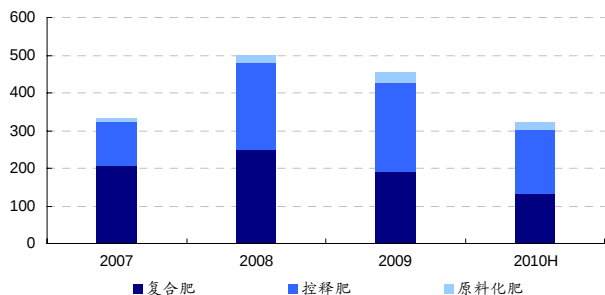


资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

3.2 主营业务盈利能力分析

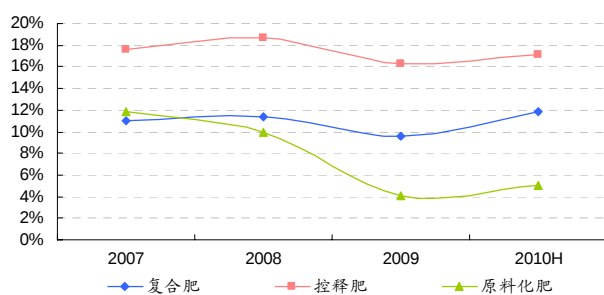
2007-2010 年上半年，公司毛利分别为 3.37、5.04、4.56 亿元，基本保持平稳增长态势。毛利率方面，虽然 09 年由于高价原料存货消化和产品价格下调导致毛利率大幅下降，但是 2010 年以来已经回归正常区间，我们预计未来产品毛利率将保持稳定。

图 5 公司毛利增长情况 (百万元)



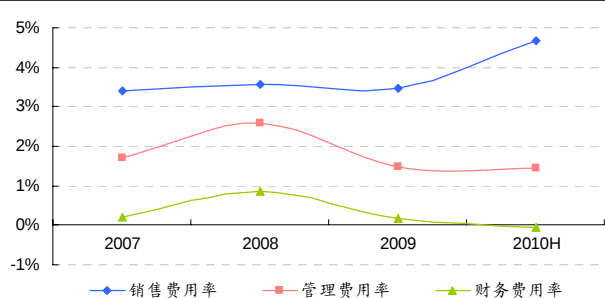
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 6 公司各项业务毛利率



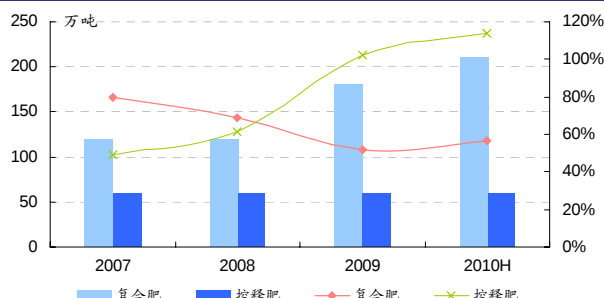
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 7 公司期间费用率情况 (百万元)



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 8 公司各产品产能及开工率情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

4、公司竞争优势分析

4.1 技术优势

金正大的技术优势主要体现为掌握并不断改进复合肥生产技术，完善产品结构。公司通过改进膜材料和配方技术、包膜技术等大幅度降低控释肥的生产成本，使相同养分含量的控释肥的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；公司根据不同农作物对养分需要不同，开发出用于水稻、玉米、小麦、蔬菜及果树等作物的 12 大系列专用控释肥产品，以及释放时间不同的多种控释肥。目前，公司已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）。

4.2 渠道优势

作为大宗农资产品，化肥产品销售具有典型的终端驱动特征，化肥销售终端分布广度以及其对农民的影响力决定着化肥产品销售情况。目前，公司建立了以 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，并与 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。

公司计划在两年内将农化服务专业人员由目前的 100 余人增加至 300 人，并建设以“专家+业务员+经销商”三级网络为主体的基层农化服务体系。

4.3 区位优势

复合肥具有一定的销售半径，金正大位于山东省，产品在山东、河南、河北、江苏、安徽等五省实现的销售收入占比超过 60%，2008 年上述五省耕地总面积占全国耕地总面积的 26.50%，复合肥施用量约占全国复合肥施用总量的 43.67%，是最主要的消费市场。

5、募投项目及公司未来发展情况分析

金正大本次募集资金投资于“60 万吨/年新型作物专用控释肥项目”和“缓控释肥工程技术研究中心项目”（表 5），投资总额 7.14 亿元（截至 2010 年 6 月底，60 万吨/年控释肥项目已完成投资 3510.18 万元）。募投项目达产后，公司将新增控释肥产能 60 万吨/年。由于控释肥需求处于快速增长期，行业竞争较为有序，目前公司产品产销两旺，结合公司优势和推广力度，我们认为新增产能可以顺利消化。

表 5 募集资金项目

项目名称	投资总额 (万元)	资金投入计划		建设期
		第一年	第二年	
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 年
缓控释肥工程技术研究中心项目	6,000.00	6,000.00	-	1 年
合计	71,392.00	47,034.00	24,358.00	

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

另外，公司子公司菏泽金正大正在进行 120 万吨/年复合肥项目二期工程，预计年底建成，届时将新增复合肥产能 30 万吨/年。

6、盈利预测与估值

- 60 万吨/年控释肥项目 2011、2012 年分别新增 30 万吨产能，菏泽 30 万吨/年复合肥项目年底建成；
- 公司产品销量增速略高于行业整体增速，价格和毛利率保持稳定；
- 公司三项费用率保持稳定，所得税率为 15%（公司于 2009 年 3 月获得高新技术企业认证）。

表 6 公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
复合肥	销量（吨）	94	120	140	150
	销售单价（元/吨）	2,120.96	1,950.00	2,000.00	2,050.00
	销售收入（百万元）	2,000.70	2,340.00	2,800.00	3,075.00
	毛利率（%）	9.57%	12.00%	12.00%	12.00%
控释肥	销量（吨）	59	68	90	120
	销售单价（元/吨）	2,446.66	2,850.00	2,950.00	2,950.00
	销售收入（百万元）	1,445.24	1,938.00	2,655.00	3,540.00
	毛利率（%）	16.29%	17.00%	17.00%	17.00%
其他业务	销售收入（百万元）	702.36	737.48	774.35	813.07
	毛利率（%）	4.07%	5.00%	5.00%	5.00%
总计	销售收入（百万元）	4148.30	5015.48	6229.35	7428.07
	同比增长（%）	14.66%	20.90%	26.36%	19.24%
	销售成本（百万元）	3,692.82	4,368.34	5,403.28	6,416.62
	毛利（百万元）	455.48	647.13	826.07	1,011.45
	毛利率（%）	10.98%	12.90%	13.26%	13.62%
营业费用 /主营业务收入 %		3.48%	4.50%	4.40%	4.20%
管理费用 /主营业务收入 %		1.49%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用 /主营业务收入 %		0.17%	-0.39%	-0.49%	-0.45%
实际税率 %		12.48%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

基于前述假设，我们预计金正大 2010-2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.41、0.55、0.70 元，未来增长主要来源于新产能投产带来的销量增长，未来三年净利润年复合增长率为 32.1%。结合行业整体情况，我们认为可以给予公司 2010 年 28-32 倍 PE 的估值水平，对应合理价值区间为 11.5-13.1 元。

表 7 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4159	5015	6229	7428
增长率 %	14.4%	20.6%	24.2%	19.2%
营业利润（百万元）	238	331	445	569
增长率 %	2.8%	38.7%	34.7%	27.8%
净利润（百万元）	213	286	384	491
增长率 %	-9.7%	34.3%	34.4%	27.7%
最新摊薄每股收益（元）	0.30	0.41	0.55	0.70
每股净资产（元）	1.43	3.47	3.94	4.53

数据来源：兴业证券研发中心整理

7、风险提示

7.1 原材料价格波动风险

复合肥生产所需的主要原材料包括尿素、氯化铵、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾等，原材料成本约占公司生产成本的 80% 左右。原材料的价格波动将对公司的生产经营管理带来一定的影响。

7.2 控释肥推广风险

复合肥（尤其是控释肥）作为新型肥料，农民的认知、市场的接受需要一个过程，存在一定的推广风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2238	2899	3219	3921
货币资金	1137	1568	1519	1838
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	8	20	25	30
存货	787	874	1135	1412
非流动资产	802	1045	1407	1466
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	623	788	1055	1185
在建工程	83	163	260	191
油气资产	0	0	0	0
无形资产	95	93	91	89
资产总计	3040	3944	4625	5387
流动负债	1886	1514	1868	2215
短期借款	40	0	0	0
应付票据	1127	1005	1243	1476
应付账款	50	87	108	128
其他	669	422	517	611
非流动负债	152	2	2	2
长期借款	150	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	2038	1515	1870	2218
股本	600	700	700	700
资本公积	8	1048	1048	1048
未分配利润	331	589	878	1242
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1003	2429	2756	3170
负债及权益合计	3040	3944	4625	5387

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	213	286	384	491
折旧和摊销	62	51	69	87
资产减值准备	-16	0	1	1
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	-20	-31	-33
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-1140	561	17	37
经营活动产生现金流量	1409	-244	408	510
投资活动产生现金流量	-91	-293	-431	-147
融资活动产生现金流量	-68	969	-27	-44
现金净变动	1251	432	-50	319
现金的期初余额	105	1137	1568	1519
现金的期末余额	1356	1568	1519	1838

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4159	5015	6229	7428
营业成本	3703	4368	5403	6417
营业税金及附加	0	35	44	52
销售费用	145	226	274	312
管理费用	62	75	93	111
财务费用	7	-20	-31	-33
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	238	331	445	569
营业外收入	5	6	8	9
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	243	337	452	577
所得税	30	50	68	87
净利润	213	286	384	491
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	213	286	384	491
EPS (元)	0.30	0.41	0.55	0.70

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.4%	20.6%	24.2%	19.2%
营业利润增长率	2.8%	38.7%	34.7%	27.8%
净利润增长率	-9.7%	34.3%	34.4%	27.7%
盈利能力(%)				
毛利率	11.0%	12.9%	13.3%	13.6%
净利率	5.1%	5.7%	6.2%	6.6%
ROE	21.2%	11.8%	14.0%	15.5%

偿债能力(%)

资产负债率	67.0%	38.4%	40.4%	41.2%
流动比率	1.19	1.92	1.72	1.77
速动比率	0.77	1.34	1.12	1.13

营运能力(次)

资产周转率	1.75	1.44	1.45	1.48
应收帐款周转率	-	-	-	-

每股资料(元)

每股收益	0.30	0.41	0.55	0.70
每股经营现金	1.42	-0.35	0.58	0.73
每股净资产	1.43	3.47	3.94	4.53

估值比率(倍)

PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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。