

新股研究报告

基础化工

化学制品

金正大(002470)

合理价位: 14.48-16.34 元 发行价: 15.00 元

2010年9月8日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	700.00/80.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,655.78/11,465.15
发行价格(元)	15.00
发行股本(百万股)	100.00

财务数据

净资产值(百万元)	1,145.70
每股净资产(元)	1.64
资产负债率	47.12%

相关研究报告:

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060047

联系人: 邱斌

电话: 0755-82150809

E-mail: qiubin@guosen.com.cn

新股分析

缓控释肥行业的开拓者

●政策助推缓控释肥行业快速增长

传统肥料利用率仅 10%-30%，而缓控释肥利用率达 60%-70%，可提高作物产量 10%-40%。缓控释肥解决了传统肥料因为利用率低而导致的环境污染和能源浪费，同时可保证增产增收，受到政策的支持，是化肥产业升级的方向。

我国目前缓控释肥消费量占化肥消费量 1%-2%左右，我们通过对 1980-2008 年我国复合肥发展的分析，认为缓控释肥目前所处的阶段和复合肥在推广初期时的 1980-1985 年期间相似，预计未来几年缓控释肥行业将保持快速发展。

●技术创新助力缓控释肥平民化

公司产学研相结合使公司始终保持技术优势，并将技术进步迅速转化为经济效益。公司通过技术创新，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%，而且可做到一季作物只需施一次肥，节约了农民施肥和管理的成本，并可达到增产增收，使缓控释肥走向平民化。

●打造下游纵深服务链：产品与服务相结合

公司建立“专家+业务员+经销商”的专业农化服务体系，专家承担公司在全国范围内示范田建设、新产品开发等任务，业务员配合营销人员承担各类会议培训、技术服务、市场调研、新市场开拓及重点渠道维护等工作，将农化服务与产品营销相结合，帮助经销商开拓缓控释肥市场。目前公司已经建立起以 2000 余家县级经销商为中心的传统经销商网络和 315 家邮政物流渠道。

●风险提示

公司新增产能投产进度和募投项目市场开拓存在低于预期的风险；主要原材料价格大幅波动和 2012 年后不能享受高新技术企业税收优惠，将影响公司业绩。

●合理价值在 14.48-16.34 元/股之间

我们预计 10-12 年公司每股收益分别为 0.43 元、0.57 元和 0.71 元，根据绝对估值和相对估值，我们认为公司合理价值为 14.48-16.34 元/股，对应 09 年摊薄后每股收益为 48-54 倍。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,634.30	4,159.20	5,280	6,153	6,833
(+/-%)	38.54%	14.44%	26.9%	16.5%	11.1%
净利润(百万元)	235.82	212.94	304	402	497
(+/-%)	19.63%	-9.70%	42.6%	32.4%	23.5%
每股收益(元)	0.59	0.35	0.43	0.57	0.71
EBIT Margin	7.7%	6.0%	6.7%	7.3%	7.9%
净资产收益率(ROE)	28.43%	21.24%	11.4%	13.4%	14.5%
市盈率(PE)	25.44	42.27	34.6	26.1	21.1
EV/EBITDA	29.58	35.5	28.7	23.5	19.7
市净率(PB)	7.23	8.98	3.94	3.49	3.06

独立性声明:

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。

投资摘要

合理价值区间 14.48-16.34 元/股

我国化肥行业呈现出结构性过剩，传统肥料利用率仅 10%-30%，缓控释肥利用率可达 60%-70%，可提高作物产量 10%-40%。缓控释肥解决了传统肥料因为利用率低而导致的环境污染和能源浪费，是政策推广的化肥产业升级的方向。通过对 1980-2008 年我国复合肥发展的分析，我们认为缓控释肥目前所处的阶段和复合肥在推广初期的 1980-1985 年期间相似，预计未来几年行业将保持快速发展。

公司产学研相结合使企业始终保持技术优势，并将技术进步迅速转化为经济效益。公司通过技术创新，使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，且可做到一季作物只施一次肥，节约了农民施肥和管理的成本，并达到增产增收的效果，使缓控释肥走向平民化。公司建立“专家+业务员+经销商”的专业农化服务体系，专家承担公司在全国范围内示范田建设、新产品开发等任务，业务员配合营销人员承担各类会议培训、技术服务、市场调研、新市场开拓及重点渠道维护等工作，将农化服务与产品营销相结合，帮助经销商开拓缓控释肥市场。公司在全国范围内已建立以 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渠道，并与邮政合作建立起 315 家邮政渠道。

我们预计公司 10-12 年营业收入增长率 26.9%、16.5%、11.1%，毛利率分别为 12.8%、13.1%、13.7%，归属于母公司所有者净利润增长率为 42.6%、32.4%、23.5%，预计 10-12 年每股收益分别为 0.43 元、0.57 元和 0.71 元。

综合绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司合理价值为 14.48-16.34 元/股，价值中枢为 15.41 元/股，对应 09 年摊薄后每股收益为 48-54 倍。

核心假设

(1)、公司 60 万吨/年新型作物专用缓控释肥项目 2011 年投产 30 万吨，达产 50%；2012 年剩下 30 万吨投产，达产 50%；

(2)、考虑到公司作为缓控释肥行业龙头，拥有行业领先的技术优势和渠道优势，公司对缓控释肥具有一定的议价能力，缓控释肥毛利率维持在 16%-17%；

(3)、公司 2010-2012 年所得税税率为 17%、17%和 15%。

业绩增长驱动股价上涨

如果募投项目进度超预期或产能超负荷生产、政府对施用缓控释肥进行补贴将促进公司业绩超预期增长。

核心假设的主要风险

(1)、公司新增产能投产进度存在低于预期的风险；

(2)、公司募投项目市场开拓存在低于预期的风险；

(3)、公司主要原材料价格如果大幅波动，将影响公司产品的盈利水平；

(4)、如果公司 2012 年后不能享受高新技术企业税收优惠，将影响公司业绩。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
绝对估值法：10.37-14.48 元/股.....	5
相对估值法：14.19-16.34 元/股.....	6
合理价值区间为 14.48-16.34 元/股.....	6
缓控释肥：化肥产业升级的方向.....	7
化肥行业产能结构性过剩.....	7
农作物种植结构改变推动优质肥需求.....	8
政策助推缓控释肥产业化加速.....	9
缓控释肥行业的开拓者.....	11
技术创新助力“贵族肥”平民化.....	12
打造下游渠道纵深服务链：产品与服务相结合.....	13
产学研相结合打造国际一流缓控释肥研发平台.....	15
募投项目：缓控释肥产能翻番.....	15
财务分析.....	16
盈利能力高于可比公司.....	16
稳健经营保持合理偿债能力.....	17
经营效率稳步提高.....	17
成长速度高于行业水平.....	18
规模增长拉低费用率水平.....	18
盈利预测：10-12 年 EPS0.43、0.57、0.71 元.....	20
基本假设.....	20
核心判断的主要风险.....	21
附表 1：财务预测与估值.....	22
国信证券投资评级.....	23
免责条款.....	23

图表目录

图 1: 我国化肥产量增速明显快于施用量增速 (万吨)	7
图 2: 我国是尿素净出口国 (万吨, 折 N)	7
图 3: 我国是磷肥净出口国 (万吨, 折 P ₂ O ₅)	8
图 4: 我国钾肥对外依存度高 (万吨, 折 K ₂ O)	8
图 5: 我国经济作物种植比例上升 (亿公顷)	8
图 6: 我国复合肥在推广初期行业快速发展 (万吨)	10
图 7: 我国缓控释肥施用占比仅 1%左右	10
图 8: 公司 2007-2012 年主营收入构成 (亿元)	11
图 9: 公司 2007-2012 年毛利构成 (亿元)	11
图 10: 公司发行后股权结构	12
图 11: 公司产品与服务相结合的营销模式	14
图 12: 07-09 年公司缓控释肥收入复合增长率 46% (亿元)	14
图 13: 07-09 年公司缓控释肥销量复合增长率 43% (万吨)	14
图 14: 公司毛利率高于可比公司平均水平	16
图 15: 公司净利率高于可比公司	16
图 16: 公司 ROE 水平高于可比公司	16
图 17: 公司流动比率低于可比公司平均水平	17
图 18: 公司速动比率低于可比公司平均水平	17
图 19: 公司资产负债率略高于可比公司平均水平	17
图 20: 公司存货周转率略低于可比公司平均水平	18
图 21: 公司总资产周转率高于可比公司	18
图 22: 公司收入增速高于可比公司	18
图 23: 公司净利润增速高于可比公司	18
图 24: 公司销售费用率保持稳定	19
图 25: 公司管理费用率低于可比公司平均水平	19
图 26: 公司财务费用率低于可比公司	19
表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	6
表 6: 国内同类上市公司盈利预测与估值水平比较	6
表 7: 施用缓控释肥可增产 17%, 提高氮利用率 24 个百分点	9
表 8: 政府大力支持缓控释肥行业发展	9
表 9: 我国主要缓控释肥生产企业	11
表 10: 公司主要品牌定位	11
表 11: 缓控释肥与普通肥收益成本比较	13
表 12: 目标市场差异化布局	14
表 13: 公司正在研发的项目	15
表 14: 公司募投项目	15
表 15: 金正大分业务收入、毛利预测	20

估值与投资建议

绝对估值法：10.37-14.48 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。公司募投项目在 2011 年和 2012 年开始会相继投产，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年主营收入增长率分别为 26.94%、16.54%和 11.05%，主要的估值假设见表 1 和表 2。

根据绝对估值方法得到的估值结果及相应的敏感性分析，我们认为公司绝对估值的价值区间在 10.37-14.48 元/股。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	38.54%	14.44%	26.94%	16.54%	11.05%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	5.00%
营业成本 / 销售收入	86.14%	89.04%	87.21%	86.86%	86.35%	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%
管理费用 / 销售收入	2.54%	1.43%	1.50%	1.45%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
所得税税率	-1.23%	12.48%	17.00%	17.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比例	13.92%	25.24%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	1.00%	实际所得税率 T	17%
无风险利率	2.50%	风险溢价	7.50%
行业平均 Beta	1.02	E/(D+E)	80%
Ke	10.26%	D/(D+E)	20%
Kd	5.40%	WACC	9.11%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	8.1%	8.6%	9.11%	9.6%	10.1%
2.0%	16.16	14.79	13.62	12.61	11.72
1.5%	15.33	14.11	13.05	12.13	11.31
1.0%	14.62	13.51	12.55	11.70	10.95
0.5%	14.00	12.99	12.11	11.32	10.63
0.0%	13.45	12.53	11.71	10.99	10.33

资料来源：国信证券经济研究所

表 4：APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	9.2%	9.7%	10.15%	10.7%	11.2%
2.0%	16.32	15.46	14.71	14.07	13.51
1.5%	16.02	15.24	14.57	13.98	13.47
1.0%	15.79	15.09	14.48	13.95	13.48
0.5%	15.64	15.00	14.44	13.95	13.52
0.0%	15.54	14.96	14.45	14.00	13.59

资料来源：国信证券经济研究所

表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	8.1%	8.6%	9.11%	9.6%	10.1%
2.0%	13.41	12.21	11.18	10.28	9.50
1.5%	12.77	11.69	10.75	9.92	9.20
1.0%	12.22	11.24	10.37	9.61	8.93
0.5%	11.75	10.84	10.04	9.33	8.69
0.0%	11.33	10.49	9.74	9.08	8.48

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：14.19-16.34 元/股

我们选取与公司业务相似的复合肥上市公司芭田股份、六国化工和鲁西化工为可比公司，来对公司进行相对估值。

我们预测金正大 10-12 年 EPS0.43 元、0.57 元和 0.71 元，公司的盈利能力高于可比公司，考虑到公司未来的成长预期，我们给予公司 09 年 PE45-50 倍，对应的合理价值区间为 13.50-15.00 元/股；给予 10 年 PE33-38 倍，对应的合理价值区间 14.19-16.34 元/股。

综合比较，我们认为公司的合理价值为 14.19-16.34 元/股，对应 09 年摊薄后每股收益为 47-54 倍。

表 6: 国内同类上市公司盈利预测与估值水平比较

公司名称	盈利增长		盈利能力 (ROE)			09/07 收盘价 (元/股)	09EPS (元/股)	PE	预测 10EPS (元/股)	PE
	2009	CAGR (07-09)	2007	2008	2009					
芭田股份	-81.85%	-55.73%	21.54%	12.62%	2.22%	14.15	0.04	353.75	0.38	37.24
六国化工	-19.74%	-26.10%	10.85%	6.43%	5.03%	14.72	0.17	86.59	0.28	52.57
鲁西化工	-38.90%	-20.99%	10.59%	10.19%	5.95%	5.37	0.13	41.31	0.25	21.48
平均	-46.83%	-34.27%	14.33%	9.75%	4.40%			63.95		37.10
金正大	-9.70%	3.93%	41.98%	33.13%	23.25%		0.30	45-50	0.43	33-38

注：由于 09 年芭田股份 PE 值异常，在计算 09 年平均 PE 时剔除了芭田股份的 PE 值。

资料来源：国信证券经济研究所

合理价值区间为 14.48-16.34 元/股

综合绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司合理价值为 14.48-16.34 元/股，价值中枢为 15.41 元/股，对应 09 年摊薄后每股收益为 48-54 倍。

缓控释肥：化肥产业升级的方向

化肥行业产能结构性过剩

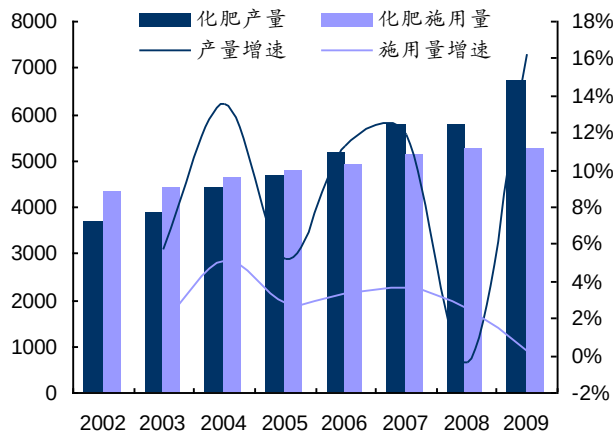
2009 年我国化肥产量（折纯）6706.2 万吨，同比增长 16.25%；预计化肥施用量 5251.47 万吨，同比增长 0.24%。2002-2009 年我国化肥产量复合增长率 8.96%，远高于化肥施用量复合增长率 2.76%。从 2006 年开始我国化肥行业总体产能过剩趋势开始明显，但呈现出结构性分化，氮肥、磷肥产能过剩加剧，而钾肥仍然存在较大的供需缺口。

2009 年我国尿素产能（折 N）3000 万吨左右，产量 2932 万吨，表观消费量 2601 万吨。2003-2009 年国内尿素产量增长 75%，年均复合增长率 10%，高于表观消费量年均复合增长率 8%。预计未来 2-3 年内行业年新增产能在 300-400 万吨，虽然行业通过出口消化了部分过剩产能，但行业产能过剩依然很严重。

2009 年我国磷肥产能（折 P_2O_5 ）2000 万吨左右，产量 1479.7 万吨，表观消费量 1380.6 万吨。目前国内企业仍在扩大产能，据国际肥料工业协会统计，在未来 5 年全球新建的 40 套磷肥装置中，我国就占了 18 套，预计 2010 年我国磷肥的产能还要增加 300 万吨。

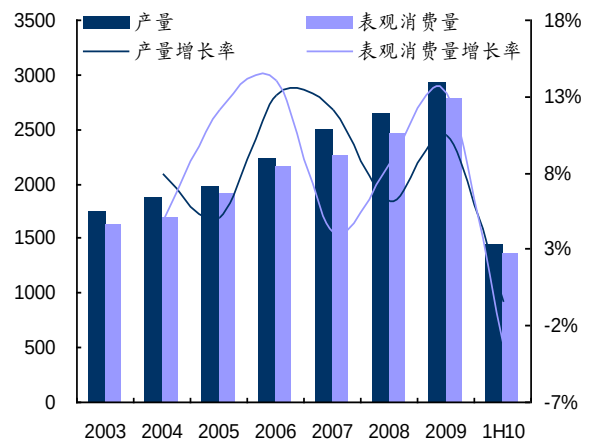
2009 年我国钾肥产能在 400 万吨左右，年需求量在 700-800 万吨，对外依存度在 40%-50%。到 2012 年，国内钾肥产能可达到 600 万吨左右。根据中国石油和化学工业协会预测，2010 年中国钾盐总需求量将达到 930 万吨，缺口总量为 580 万吨；2020 年中国钾盐总需求量为 1300 万吨，缺口总量为 620 万吨。

图 1：我国化肥产量增速明显快于施用量增速（万吨）



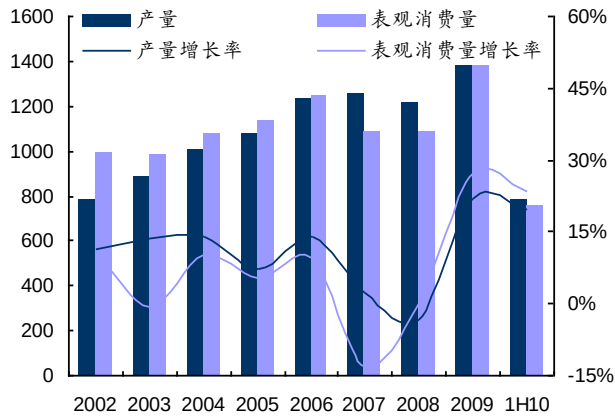
资料来源：中国石化协会，国家统计局，国信证券经济研究所

图 2：我国是尿素净出口国（万吨，折 N）



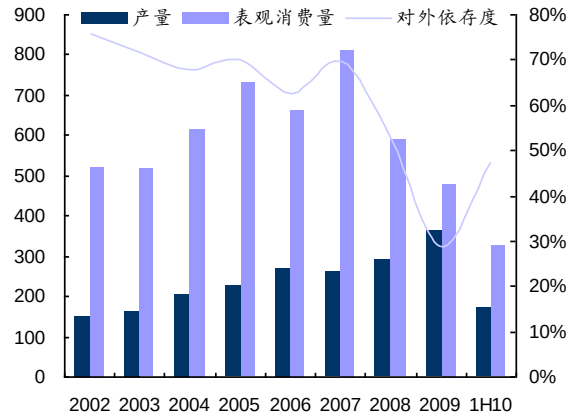
资料来源：中国石化协会，国信证券经济研究所

图 3: 我国是磷肥净出口国 (万吨, 折 P2O5)



资料来源: 中国石化协会, 国信证券经济研究所

图 4: 我国钾肥对外依存度高 (万吨, 折 K2O)



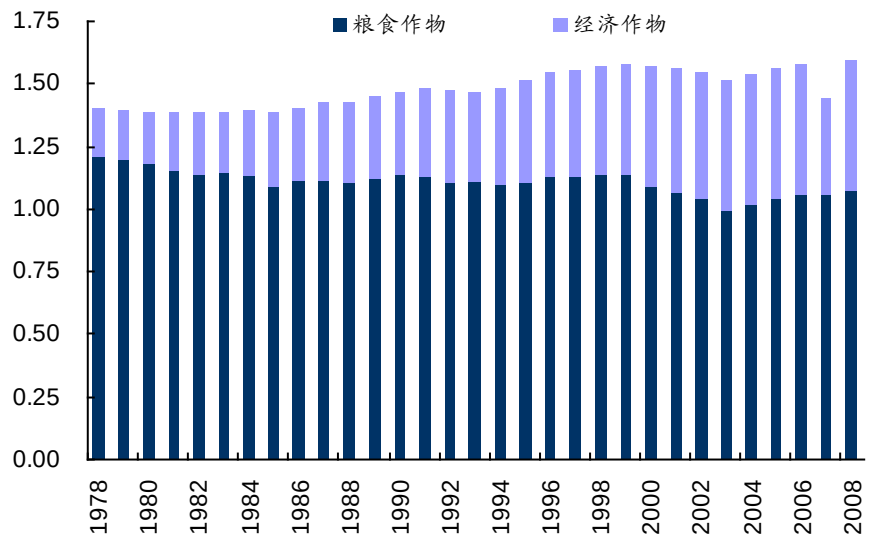
资料来源: 中国石化协会, 国信证券经济研究所

农作物种植结构改变推动优质肥需求

从农作物种植面积来看, 目前国内农作物种植面积趋于稳定, 2008 年全国农作物播种面积 1.56 亿公顷。由于我国耕地面积已经接近国家规定的红线 18 亿亩, 未来农作物播种面积将趋于稳定。

由于经济作物种植效益较好, 国内经济作物种植比例明显上升, 占农作物播种面积比例从 1978 年的 13.94% 上升到 2008 年的 32.94%。人们对经济作物的品质要求远远高于粮食作物, 所以对肥料品质要求也将提高。经济作物的产投比要高于粮食作物, 其对肥料成本的敏感度要比粮食作物相对弱一些。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和缓控释肥等优质肥料, 经济作物种植面积的增加将加大对优质肥料的需求。

图 5: 我国经济作物种植比例上升 (亿公顷)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

政策助推缓控释肥产业化加速

传统肥料表施和撒施，肥料利用率仅为 10%左右；条施和穴施肥料利用率只有 30%，且不能种肥同播。缓控释肥不但可以种肥同播，而且利用率可达 60%-70%，提高作物产量 10%-40%。

由于传统肥料的利用率偏低，不仅导致大量的氮、磷等元素排至水体，加剧了水环境污染，而且浪费了大量的能源。2009 年我国农业氮肥施用量 2800 万吨（折纯），如果改施缓控释肥，可以减少氮投入约 700 万吨，相当于节约 1350 万吨标准煤，28 亿立方米天然气和 82 亿度电。

表 7: 施用缓控释肥可增产 17%，提高氮利用率 24 个百分点

时间	试验田地点	农作物	使用缓控释肥增产率 (假定相同释放量)	氮利用率增加 (百分点)
2006	湖北黄冈	棉花	26%	37
2006	河南驻马店	玉米	16%	25
2007	黑龙江呼兰	玉米	12%	18
2008	吉林公主岭	玉米	11%	19
2007	黑龙江庆安	水稻	11%	17
2008	浙江萧山	水稻	16%	16
2009	湖北枝江	水稻	15%	24
2007	河南驻马店	小麦	12%	26
2008	河南遂平	小麦	14%	29
2009	浙江仙居	柑桔	38%	26
平均值			17%	24

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

我国政府出台了一系列的政策支持缓控释肥行业的发展，目前我国缓控释肥试验推广已覆盖全国 20 多个省，但总体上主要还是集中在政策指导上。美国农业部自然资源保护局 2008 年农业法案设立 CSP 项目（Conversation Stewardship Program），通过补贴的方式鼓励农民使用缓释肥料，补贴标准每公顷 30-55 美元，补贴范围包括农田、草地、草原、非企业性质的私人林地等，每个农户每年补贴上限不超过 4 万美元，5 年不超过 20 万美元。《北京都市型现代农业基础建设综合开发规划（2009-2012）》中对缓释肥补贴标准为每年 75 元/亩。

表 8: 政府大力支持缓控释肥行业发展

序号	发文单位	文件名称	相关内容
1	国务院	2007 年中央“一号文件”	加快发展适合不同土壤、不同作物特点的专用肥、缓释肥
2	国务院	中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要	发展缓释氮肥适用技术
3	国务院	国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）	重点研究开发专用复（混）型缓释、缓控释肥料及施肥技术与相关设备
4	国务院	关于做好建设节约型社会近期重点工作的通知	推广节肥技术，提高化肥利用率
5	科技部等四部委	当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007）	优先发展绿色缓释肥生产技术
6	科技部、财政部、税务总局	中国高新技术产品目录（2000）	缓控释新型肥料
7	农业部	关于做好缓控释肥料示范推广工作的通知	结合测土配方施肥，全面做好缓控释肥料试验、示范、推广工作

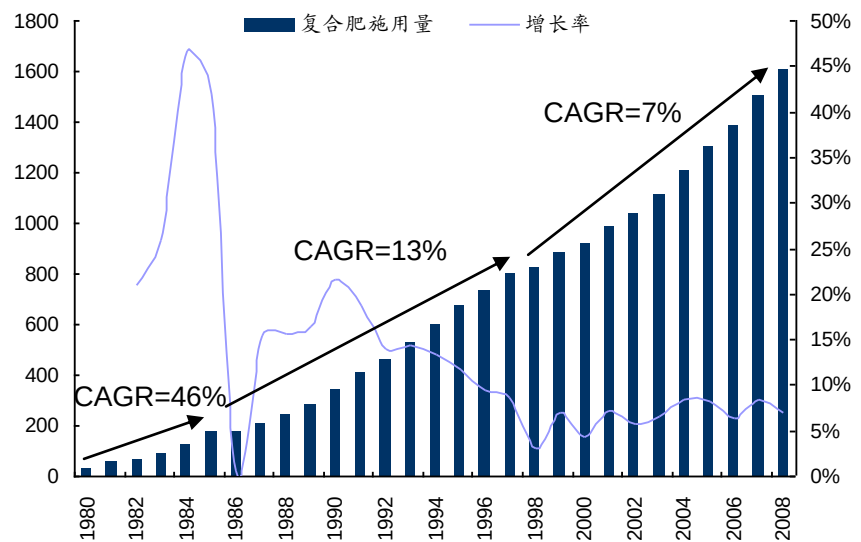
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

农民对化肥的施用有长期以来养成的习惯，对新产品有一个认知的过程。我国

从 20 世纪 70 年代开始施用复合肥，经历了较长的时间才逐渐被农民接受。从我国复合肥施用量的历史变化来看，在复合肥推广初期，行业发展的速度非常快，1980-1985 年复合肥施用量年复合增长率 46% 左右。随后随着前期推广逐渐显现，复合肥被大众所认知，行业进入第二个快速发展阶段，1985-1997 年复合肥施用量年复合增长率 13% 左右。随着复合肥的逐渐普及，行业产能大幅增加，行业进入平稳发展阶段，1997-2008 年复合肥施用量年复合增长率 7% 左右。

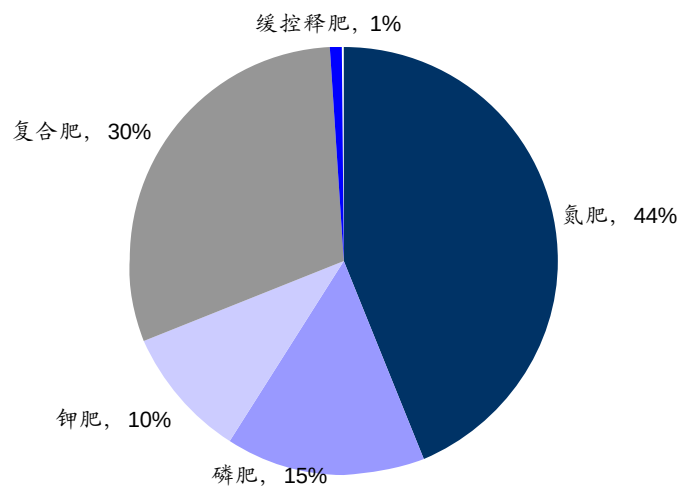
2009 年我国缓控释肥消费量 60 万吨左右，占化肥施用量 1%-2%，与历史上复合肥处于推广初期时的 1980-1985 年期间相似，我们认为行业发展空间广阔，预计未来几年缓控释肥行业将保持快速增长。

图 6：我国复合肥在推广初期行业快速发展（万吨）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 7：我国缓控释肥施用占比仅 1% 左右



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

缓控释肥行业的开拓者

公司主营业务为复合肥、缓控释肥等新型肥料的研究、生产和销售，现有复合肥产能 210 万吨/年，缓控释肥产能 60 万吨/年。公司是亚洲最大的缓控释肥生产企业，产销量连续三年全国第一，市场占有率超过 50%。

公司产品主要分为四个品牌：金正大、金大地、沃夫特和嘉安磷，其中金正大定位于高端肥料，主要用于经济作物，其他三个品牌主要用于大田作物。公司目前可以生产释放周期从 3 个月到 24 个月，适用于水稻、玉米、小麦等主要农作物以及蔬菜、果树等经济作物的 12 个系列 100 余种专用缓控释肥产品。

表 9: 我国主要缓控释肥生产企业

生产企业	产能 (万吨/年)	产品	销售区域	市场占有率	销售渠道
金正大	60	包膜复合肥、包膜尿素	山东、河南、河北、江苏、安徽	50%以上	经销商渠道、邮政物流渠道
汉枫	30	硫包尿素	江苏、山西、山东、东北	15%左右	经销商渠道、借助合作方渠道
北京首创	3	树脂包膜尿素	北京、河北、内蒙、山东、东北	不到 2%	经销商渠道

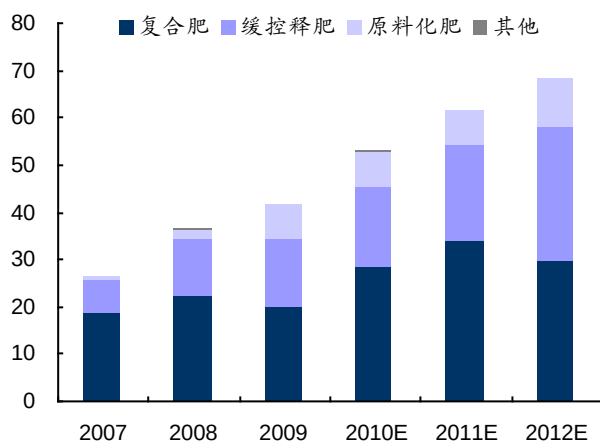
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

表 10: 公司主要品牌定位

品牌	市场地位	销售渠道
金正大	高端肥料，主要用于经济作物	传统经销商渠道
沃夫特	主要用于大田作物	传统经销商渠道
嘉安磷	特定含量，主要用于大田作物	传统经销商渠道
金大地	主要用于大田作物	邮政物流渠道

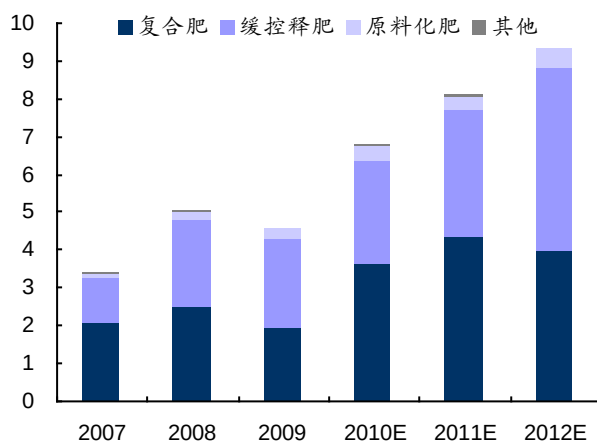
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 8: 公司 2007-2012 年主营收入构成 (亿元)



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 9: 公司 2007-2012 年毛利构成 (亿元)

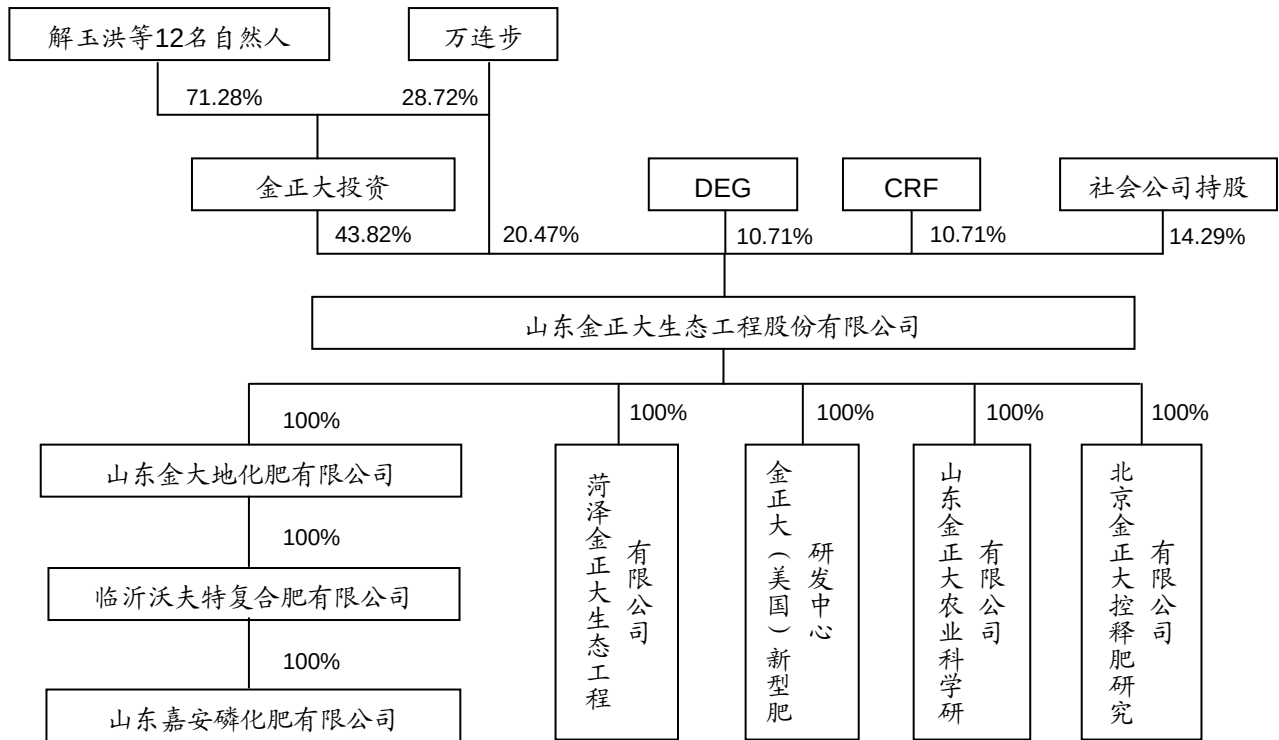


资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司实际控制人万连步直接持有公司 1.43 亿股，占发行前股份 23.88%；通过

金正大投资（万连步持股 28.72%）持有公司 3.07 亿股，占发行前股份 51.12%。本次公司拟发行 1 亿股，占发行后股份 14.29%，发行完成后，万连步直接持有公司股份 20.47%，通过金正大投资持股 43.82%，仍为公司实际控制人。

图 10：公司发行后股权结构



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

技术创新助力“贵族肥”平民化

普通肥料不仅肥料利用率偏低，而且在作物生长期需要追肥 1-3 次，增加了劳动力成本。长期以来，缓控释肥因生产工艺复杂、包膜材料价格相对较高，被称为“贵族肥料”，主要应用于园艺、苗圃、高尔夫球场等高价值作物及非农业领域。

公司通过技术创新，改进和优化了膜材料和配方技术、包膜技术和生产工艺以及生产设备，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，而且可做到一季作物只需一次施肥，将节约农民施肥和管理的成本。2010 年全国缓控释肥推广工作会议公布的数据显示，缓控释肥在节肥、增产、增效等方面效果显著，与农民习惯施肥相比，缓控释肥在所有作物上全部实现增产，平均增幅达 10%，最高达到 40% 以上，平均每亩增收达 120 元左右。

综合收入和成本来看，缓控释肥虽然价格较普通肥偏高，但由于可以减少化肥用量，同时可以增加农作物产量以及减少人工追肥成本，每亩施用缓控释肥带来的综合收益仍较传统肥料要高。

表 11：缓控释肥与普通肥收益成本比较

农作物	施肥种类	施肥用量 (公斤/亩)	施肥成本 (元/亩)	追肥人工成本 (元/亩)	产量 (公斤/亩)	纯收入 (元/亩)	缓控释肥增收 (元/亩)
玉米	复合肥	20+30	120	40	550	940	125
	缓控释肥	40	135	-	600	1065	
小麦	复合肥	50+20	160	40	400	600	95
	缓控释肥	40+15	165	40	450	695	
花生	复合肥	50	125	-	300	1920	192
	缓控释肥	40	120	-	330	2112	

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

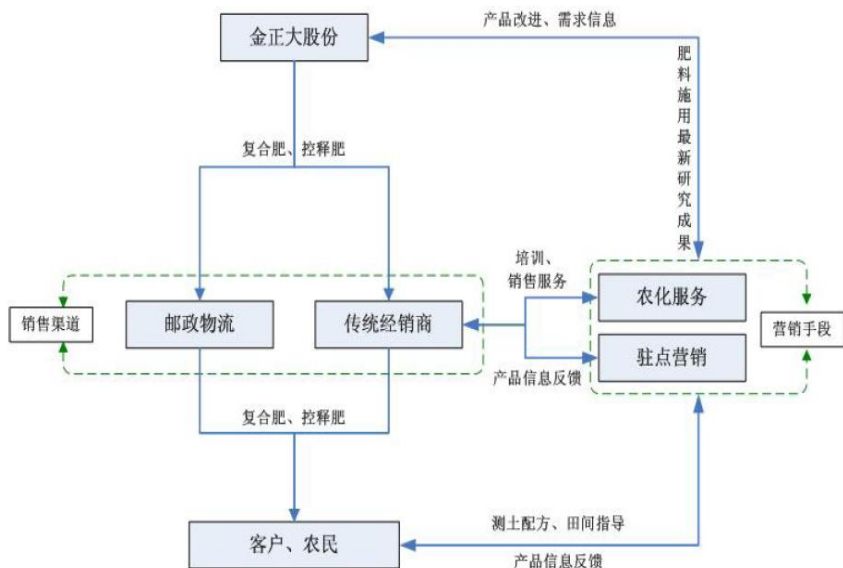
打造下游渠道纵深服务链：产品与服务相结合

公司执行“驻点营销与农化服务为特色，传统经销商渠道与邮政物流渠道共发展”的营销策略，对目标市场进行差异化布局，不断提升公司满足市场需求的能力。公司一方面不断发展传统经销商，通过“农化服务+驻点营销”的形式帮助经销商开拓缓控释肥市场，另一方面借助邮政物流渠道营销终端网点多、覆盖范围广、辐射幅度深，以及来源于中国邮政在农村地区具有较高的认知度等特征，提高产品覆盖的深度。

公司建立“专家+业务员+经销商”的专业农化服务体系，针对不同的区域，投入不同程度的驻点营销、农化服务资源，将测土配方、技术培训与指导、示范区（田）建设等农化服务与产品营销相结合，帮助经销商开拓缓控释肥市场。公司目前外聘数十位行业知名专家，拥有 100 余专业农化服务业务员，营销人员 680 余人，计划未来两年业务员将增加至 300 人。专家负责承担公司在全国范围内示范田建设、新产品开发、科学施肥科研等任务，业务员配合营销人员承担各类会议培训、技术服务、市场调研、示范田建设、新市场开拓及重点渠道维护等工作，将农化服务与产品营销相结合，帮助经销商开拓缓控释肥市场。公司目前已通过为重点经销商提供播种机补贴，帮助经销商利用播种机为农民进行种肥同播来提高生产效率，推动缓控释肥的推广。

公司经销商渠道快速拓展，目前在全国范围内已建立了以 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渠道，经销商数年复合增长率 20.80%。公司 2005 年开始建设邮政物流渠道，渠道数目从 2005 年的 8 家增长至 2009 年的 315 家。

图 11: 公司产品与服务相结合的营销模式



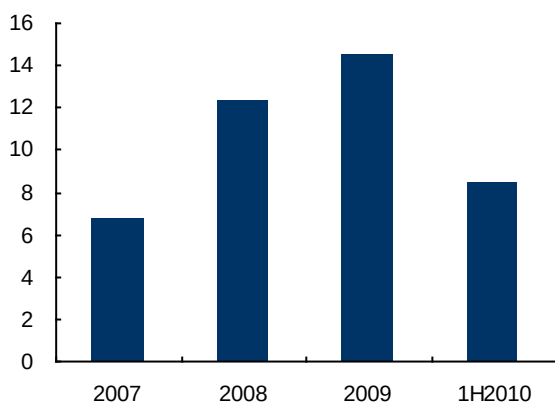
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

表 12: 目标市场差异化布局

序号	区域定位	区域	资源投入
1	重点服务区域	山东、河南、河北、江苏、安徽等省	在每个地市设立一个驻点, 重点县区单独设立驻点
2	重点开发区域	黑龙江、吉林、辽宁、广东、广西、湖北、新疆等省	在 2-4 个地市设立一个驻点, 重点地市单独设立驻点
3	辐射区域	其他省份	在部分省份内设立 1-3 个驻点

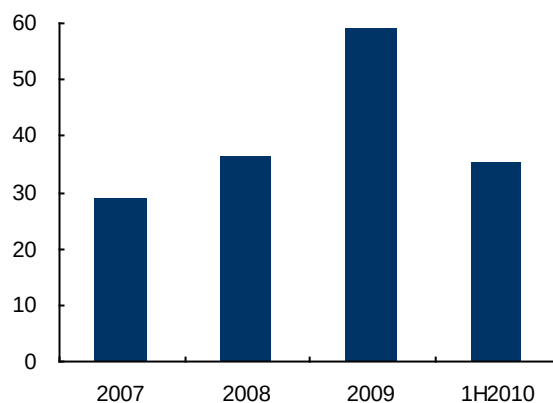
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 12: 07-09 年公司缓控释肥收入复合增长率 46% (亿元)



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 13: 07-09 年公司缓控释肥销量复合增长率 43% (万吨)



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

产学研相结合打造国际一流缓控释肥研发平台

公司坚持走“产学研”相结合的发展道路，先后与山东农业大学、中国农业大学、中国农业科学院、上海化工研究院、中国科学院南京土壤研究所和各省农科院、土肥站等 30 余家高校、科研院所以及美国佛罗里达大学等国外科研机构建立了长期稳定的合作关系，通过“合作-引进-消化吸收-提高”的模式，加快了公司技术创新的步伐。

这种紧密的产学研相结合的模式，最大程度发挥了从技术开发到产业化生产中产业化链条各环节的优势，使企业始终保持技术优势，并将技术进步迅速转化为经济效益。

公司是缓控释肥国家标准的制定者，受国家科技部支持组建国家缓控释肥工程技术研究中心，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）。

表 13: 公司正在研发的项目

序号	研发项目	所处阶段	拟达成目标
1	树脂包膜控释肥料关键技术集成及产业化（“十一五”国家科技支撑计划项目）	产业化生产	产业化规模生产
2	包膜控释肥系列产品开发与示范推广	已进入示范推广阶段	新产品定型开发与推广
3	新型专用缓控释肥研制与应用	产业化生产	产业化生产及产品示范
4	环境友好型包膜控释肥技术与应用	完成中试阶段	环境友好膜材料的研制及包膜技术
5	包膜控释肥水性聚合物膜材料配方及其养分控释肥效应研究	已达到预定指标	水性聚合物膜材料的研制及养分释放、质量测定技术指标
6	最佳肥料管理技术研究	已进入试验阶段	肥料施用技术及推广

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

募投项目：缓控释肥产能翻番

公司本次拟发行 1 亿股，占发行后股份 14.29%，用于年产 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。项目投产后，公司缓控释肥产能将由目前的 60 万吨/年增长至 120 万吨/年。

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)		项目建设期
			第一年	第二年	
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 年
2	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	

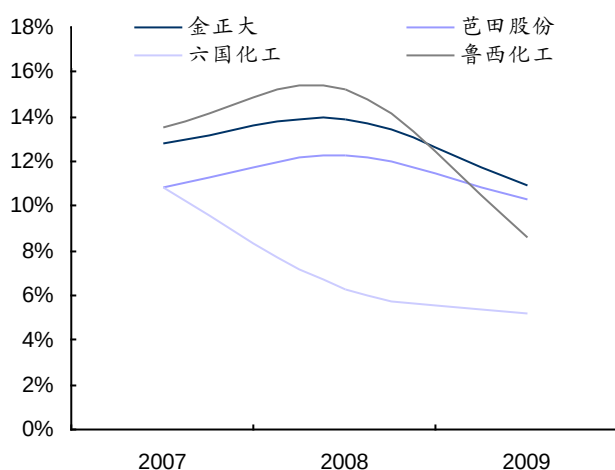
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

财务分析

盈利能力高于可比公司

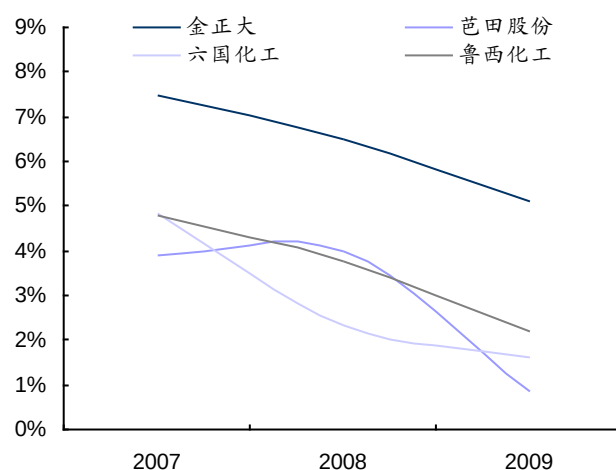
2007-2009 年公司毛利率、净利率和 ROE 保持较高水平，毛利率高于可比公司平均水平，净利率和 ROE 明显高于可比公司。2009 年公司毛利率、净利率和 ROE 分别为 10.96%、5.12%和 23.25%。

图 14: 公司毛利率高于可比公司平均水平



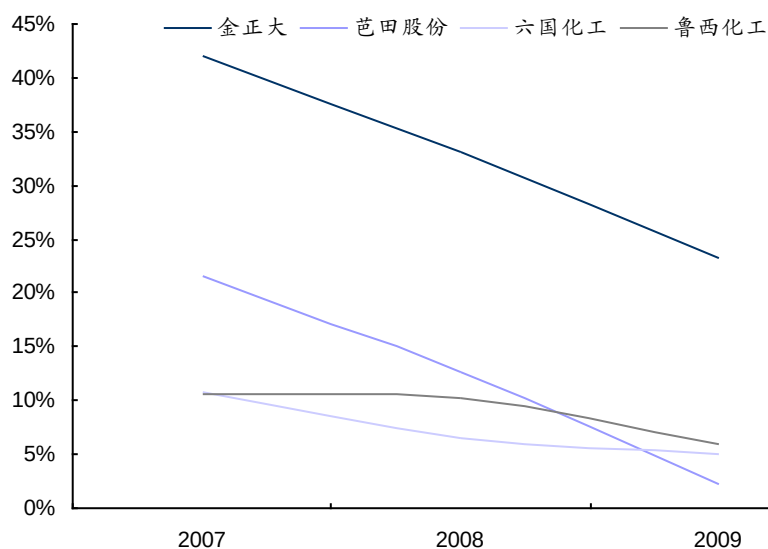
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 15: 公司净利率高于可比公司



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 16: 公司 ROE 水平高于可比公司

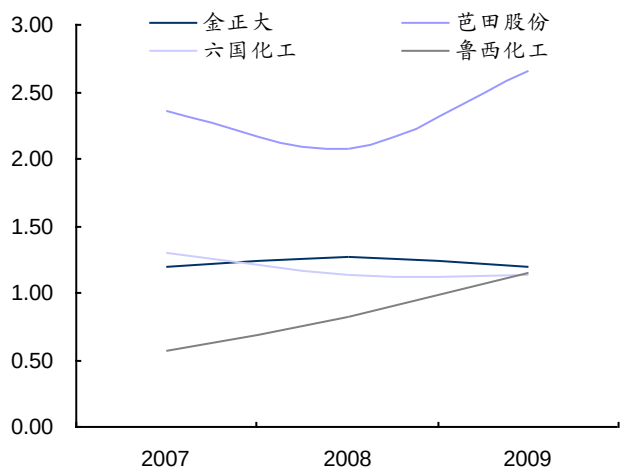


资料来源: wind, 国信证券经济研究所

稳健经营保持合理偿债能力

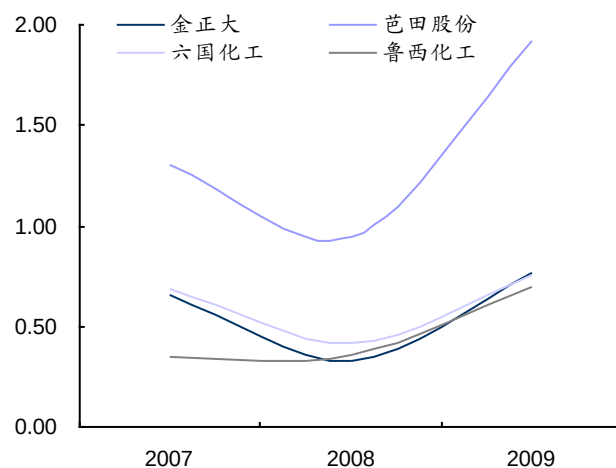
公司流动比率和速动比率低于可比公司平均水平，资产负债率高于可比公司平均水平。随着公司募投项目的完成，公司资产负债率将会明显下降，偿债能力将会增强。2009 年公司资产负债率、流动比率和速动比率分别为 67.03%、1.19 和 0.77。

图 17: 公司流动比率低于可比公司平均水平



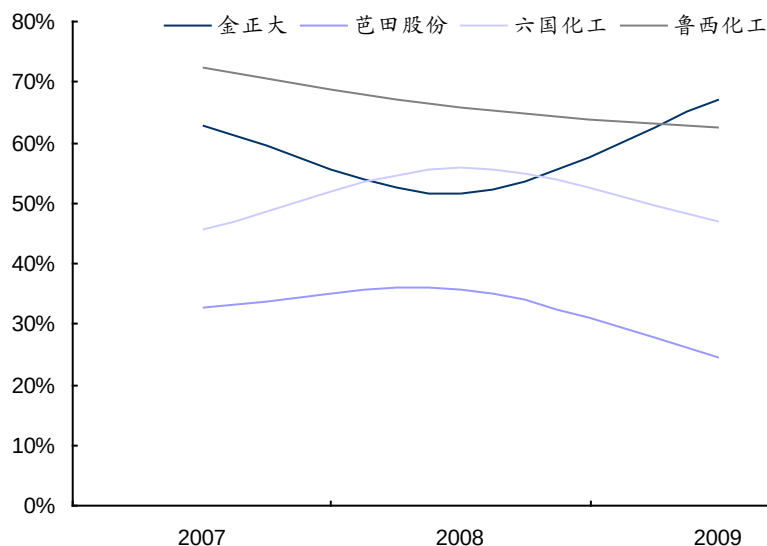
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 18: 公司速动比率低于可比公司平均水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 19: 公司资产负债率略高于可比公司平均水平

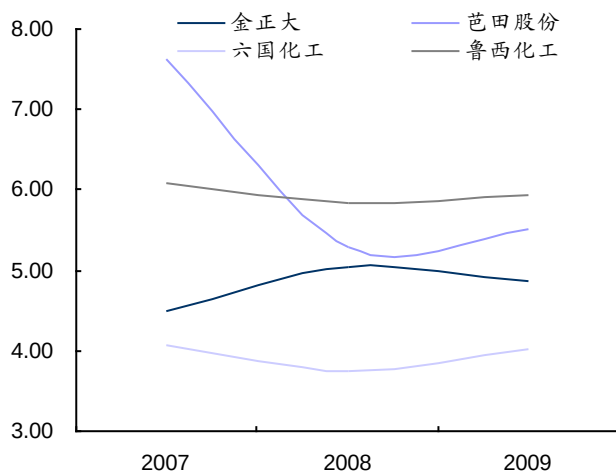


资料来源: wind, 国信证券经济研究所

经营效率稳步提高

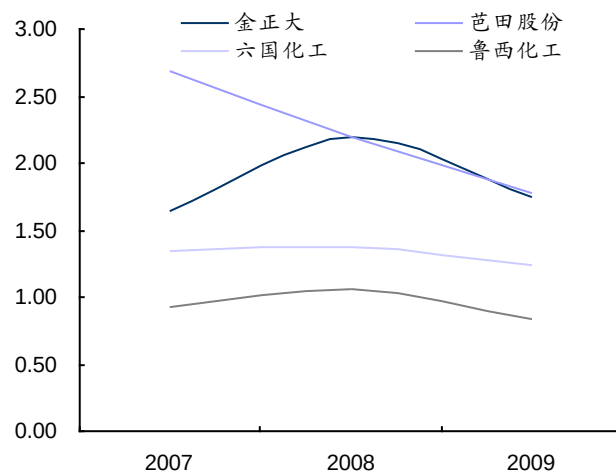
公司执行严格的“预定销售，先款后货”的销售政策，应收账款为零。公司存货周转率略低于可比公司平均水平，总资产周转率高于可比公司。2009 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 4.87 和 1.75。

图 20: 公司存货周转率略低于可比公司平均水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 21: 公司总资产周转率高于可比公司

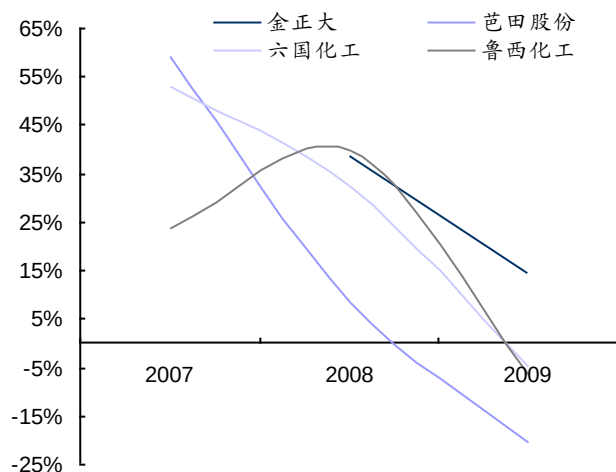


资料来源: wind, 国信证券经济研究所

成长速度高于行业水平

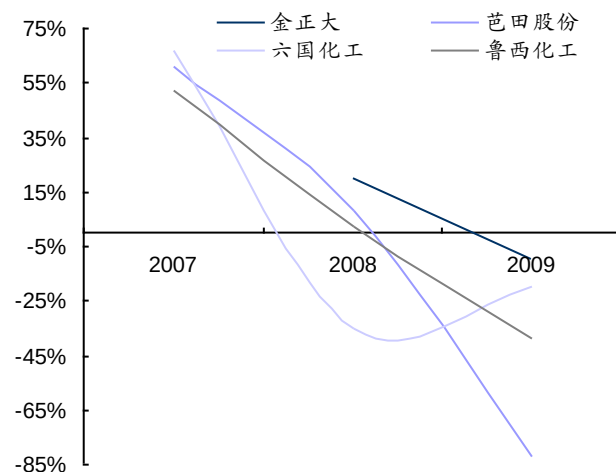
公司营业收入和净利润增速高于可比公司, 2009 年公司营业收入和净利润增速分别为 14.44%和-9.70%。

图 22: 公司收入增速高于可比公司



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 23: 公司净利润增速高于可比公司

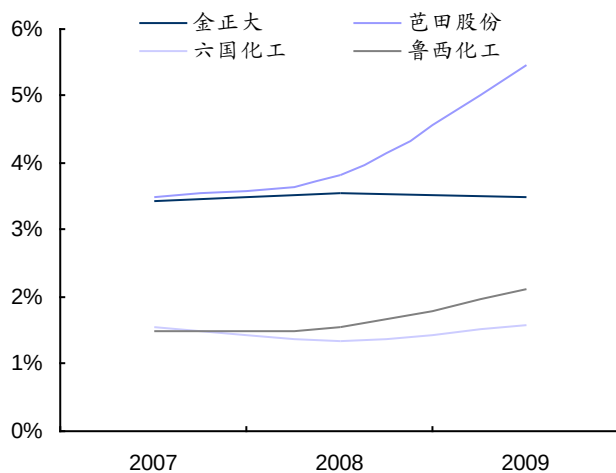


资料来源: wind, 国信证券经济研究所

规模增长拉低费用率水平

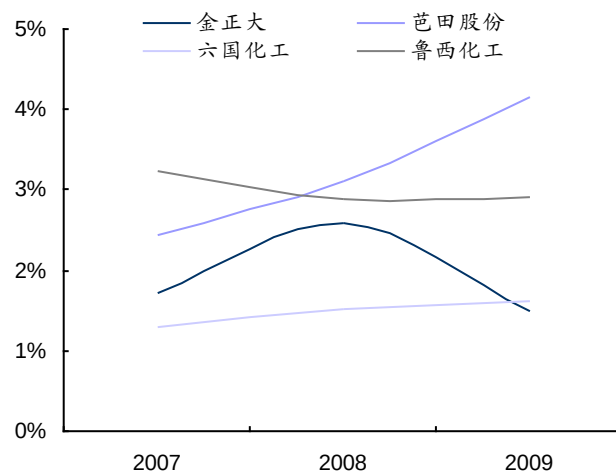
公司销售费用率保持稳定, 管理费用率和财务费用率低于可比公司平均水平。2009 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.48%、1.49%和 0.17%。

图 24: 公司销售费用率保持稳定



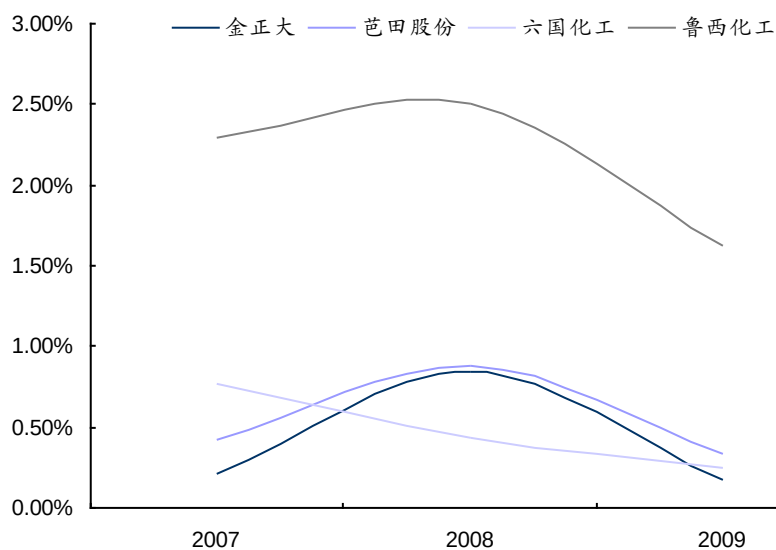
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 25: 公司管理费用率低于可比公司平均水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 26: 公司财务费用率低于可比公司



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

盈利预测：10-12 年 EPS0.43、0.57、0.71 元

基本假设

根据对公司基本面的分析，我们基于如下假设对公司 2010-2012 年经营情况进行预测：

假设一：公司 60 万吨/年新型作物专用缓控释肥项目 2011 年投产 30 万吨，达产 50%；2012 年剩下 30 万吨投产，达产 50%；

假设二：考虑到公司作为缓控释肥行业龙头，拥有行业领先的技术优势和渠道优势，公司对缓控释肥具有一定的议价能力，缓控释肥毛利率维持在 16%-17%；

假设三：根据《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》的规定，公司 2009-2011 年享受减半征收企业所得税政策。公司于 2009 年 3 月获得科技部火炬高技术产业开发中心重新认定的重点高新技术企业证书。我们认为，公司在外商投资企业所得税优惠政策到期后，申请享受高新技术企业所得税优惠政策的可能性较高。综合考虑，我们假设公司 2010-2012 年所得税税率为 17%、17%和 15%。

根据上述假设，我们预计公司 10-12 年营业收入增长率 26.9%、16.5%、11.1%，毛利率分别为 12.8%、13.1%、13.7%，归属于母公司所有者净利润增长率为 42.6%、32.4%、23.5%，预计 10-12 年每股收益分别为 0.43 元、0.57 元和 0.71 元。

表 15：金正大分业务收入、毛利预测

复合肥	2009	2010E	2011E	2012E
销售量（万吨）	94.33	132.36	153.60	133.20
销售价格（元/吨）	2120.96	2150.00	2200.00	2230.00
生产成本（元/吨）	1918.05	1878.60	1916.00	1932.00
营业收入（万元）	200,070.20	284,574.00	337,920.00	297,036.00
营业成本（万元）	180,929.96	248,651.50	294,297.60	257,342.40
毛利率（%）	9.57%	12.62%	12.91%	13.36%
缓控释肥	2009	2010E	2011E	2012E
销售量（万吨）	59.07	68.00	80.00	110.00
销售价格（元/吨）	2446.65	2500.00	2550.00	2590.00
生产成本（元/吨）	2048.04	2093.66	2134.05	2151.33
营业收入（万元）	144,523.56	170,000.00	204,000.00	284,900.00
营业成本（万元）	120,977.97	142,369.07	170,724.39	236,646.83
毛利率（%）	16.29%	16.25%	16.31%	16.94%
原料化肥	2009	2010E	2011E	2012E
收入（万元）	70,236.16	72,000.00	72,000.00	100,000.00
成本（万元）	67,374.24	68,400.00	68,400.00	95,000.00
毛利率（%）	4.07%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	2009	2010E	2011E	2012E
收入（万元）	1090.24	1380.43	1380.43	1380.43
成本（万元）	1063.95	1032.98	1032.98	1032.98
合计	2009	2010E	2011E	2012E
收入（万元）	415,920.16	527,954.43	615,300.43	683,316.43
收入增长率（%）	14.44%	26.94%	16.54%	11.05%
成本（万元）	370,346.12	460,453.55	534,454.97	590,022.22
综合毛利率（%）	10.96%	12.79%	13.14%	13.65%

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、公司新增产能投产进度存在低于预期的风险；
- 2、公司募投项目市场开拓存在低于预期的风险；
- 3、公司主要原材料尿素、磷酸一铵、氯化钾等价格如果大幅波动，将影响公司产品的盈利水平；
- 4、如果公司 2012 年后不能享受高新技术企业所得税优惠政策，将对公司业绩产生负面影响。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1137	2003	2161	2546	营业收入	4159	5280	6153	6833
应收款项	8	22	26	29	营业成本	3703	4605	5345	5900
存货净额	787	1027	1191	1313	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	307	436	508	564	销售费用	145	238	271	294
流动资产合计	2238	3488	3886	4453	管理费用	62	81	91	98
固定资产	706	718	931	975	财务费用	7	(7)	(36)	(40)
无形资产及其他	95	93	91	89	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(3)	(0)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3040	4299	4908	5518	营业利润	238	363	482	582
短期借款及交易性金融负债	40	40	40	40	营业外净收支	5	2	2	2
应付款项	1178	851	987	1088	利润总额	243	366	485	584
其他流动负债	669	595	689	759	所得税费用	30	62	82	88
流动负债合计	1886	1486	1716	1887	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	150	150	185	199	归属于母公司净利润	213	304	402	497
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	152	152	187	201	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2038	1637	1903	2088		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	213	304	402	497
股东权益	1003	2662	3006	3430	资产减值准备	(15)	(3)	0	0
负债和股东权益总计	3040	4299	4908	5518	折旧摊销	62	67	81	97
					公允价值变动损失	3	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	7	(7)	(36)	(40)
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	1115	(787)	(10)	(10)
每股收益	0.35	0.43	0.57	0.71	其它	15	3	0	(0)
每股红利	0.09	0.06	0.08	0.10	经营活动现金流	1393	(416)	473	583
每股净资产	1.67	3.80	4.29	4.90	资本开支	(111)	(73)	(292)	(139)
ROIC	18%	19%	19%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	21%	11%	13%	14%	投资活动现金流	(111)	(73)	(292)	(139)
毛利率	11%	13%	13%	14%	权益性融资	0	1400	0	0
EBIT Margin	6%	7%	7%	8%	负债净变化	53	0	35	14
EBITDA Margin	7%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(54)	(44)	(59)	(72)
收入增长	14%	27%	17%	11%	其它融资现金流	(248)	0	0	0
净利润增长率	-10%	43%	32%	23%	融资活动现金流	(251)	1356	(24)	(58)
资产负债率	67%	38%	39%	38%	现金净变动	1031	866	158	386
息率	0.6%	0.5%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	105	1137	2003	2161
P/E	42.3	34.6	26.1	21.1	货币资金的期末余额	1137	2003	2161	2546
P/B	9.0	3.9	3.5	3.1	企业自由现金流	1284	(498)	150	407
EV/EBITDA	35.5	28.7	23.5	19.7	权益自由现金流	1088	(491)	214	456

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	刘 洋		赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	