

评级：强烈推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所
 巨国贤 S1080209110062
 联系人：张伟保
 电 话：0755-82485029
 邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

金正大（002470）

——新型环保肥料的领航者

交易数据

52 周内股价区间（元）	16.42-29.9
总市值（百万元）	13,139.00
流通股本（百万股）	99.99
流通股比率（%）	14.3%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	2,719.32
每股净资产	3.88
市净率	4.83
资产负债率	37.6%

相关报告

事件：近日国家发改委公布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》首次将缓控释肥纳入优先发展的产业；农业部首次将缓控释肥列为主推技术；科技部将缓控释肥列入“十二五”科技支撑计划。

点评

- **缓控释肥高效节能环保，市场空间巨大。**缓控释肥具有提高化肥利用率、减少使用量与施肥次数、降低生产成本、减少环境污染、提高农作物产量等优点，被誉为“21 世纪新型环保肥料”。目前国内氮肥利用率仅有 27.8%，不及发达国家的一半，其流失养分已成为水质污染的主要来源，而缓控释肥可以通过与作物生长规律有机结合，缓慢释放肥料成分，从而使肥料养分有效利用率提高 30%以上。2009 年我国农用氮肥消费量 2800 万吨（折纯），如果以缓控释肥代替传统氮肥，可减少氮肥用量约 700 万吨，相当于节约 1350 多万吨标准煤，28 亿立方米天然气。目前国内缓控释肥产能不足 200 万吨，不到国内化肥总产能的 1%，随着国内对环保要求的提高和相关支持政策的相继出台，缓控释肥的市场空间将不断放大。
- **国家政策将助推缓控释肥跨越式发展。**近日国家发改委公布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》首次将缓控释肥纳入优先发展的产业；农业部首次将缓控释肥列为主推技术；科技部将缓控释肥列入“十二五”科技支撑计划。全国农业技术推广服务中心计划 2011 年把金正大缓控释肥示范推广到 23 个省（区、市）的 25 种作物，这一切预示着我国缓控释肥产业将在“十二五”期间迎来跨越发展。而美国自 2009 年起，对使用缓控释肥的农户给予补贴，每公顷土地补贴标准为 30-55 美元，大力推广缓控释肥。目前国家把缓控释肥纳入优先发展产业，在政策上已开始倾斜，未来国家有望出台类似美国给予补贴政策来推广缓控释肥，未来在政策支持下缓控释肥将实现高速发展。
- **公司是国内最大的缓控释肥企业，市场占有率超过 50%，成为国内推广缓控释肥的最大受益者。**公司 10 年实现缓控释肥销售 67 万吨，国内市场占有率超过 50%。随着金正大菏泽公司 30 万吨/年缓控释肥项目今年一季度投产，公司缓控释肥产能增加到 90 万吨。同时，公司加快了募投项目 60 万吨/年新型



作物专用缓控释肥项目建设，年底有望建成投产，届时公司产能将达到 150 万吨，进一步巩固国内缓控释肥老大的地位。公司新增产能的释放正赶上“十二五”国家推广缓控释肥的好时候，缓控释肥作为低碳节能型化肥，未来几年年均市场增速有望超过 50%，公司将成为缓控释肥高速发展的最大受益者。

- **公司获得国家科技支撑计划课题主持单位突显公司在行业内核心技术优势。**我国缓控释肥技术被列入“十二五”国家科技支撑计划，山东金正大生态工程股份有限公司成为该课题的主持单位，并获科技部拨付的首笔 408 万元经费，专项用于《缓控释肥产业化技术集成与示范》课题研究开发。公司拥有缓控释肥膜材料配方技术和缓控释肥膜覆造粒技术等核心技术，并在缓控释肥方面获得发明专利 78 项，成为国内缓控释肥国家标准的主要起草单位，技术优势非常明显。
- **给予“强烈推荐”评级。**预计公司 11 年-13 年 EPS 分别为 0.69 元、1.05 元和 1.46 元，按照最新股价 18.77 元，对应 PE 分别为 27 倍、18 倍和 13 倍，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、募投项目进展低于预期； 2、公司主营产品缓控释肥推广风险； 3、公司主要原料价格波动风险。

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	415,920	547,932	782,211	1,101,301	1,541,822
同比 (%)	14.4%	31.7%	42.8%	40.8%	40.0%
营业毛利	45,574	69,174	98,261	143,772	197,387
同比 (%)	-9.5%	51.8%	42.1%	46.3%	37.3%
归属母公司净利润	21,294	31,367	48,310	73,724	102,166
同比 (%)	-9.7%	47.3%	54.0%	52.6%	38.6%
总股本 (万股)	70,000.0	70,000.0	70,000.0	70,000.0	70,000.0
每股收益 (元)	0.30	0.45	0.69	1.05	1.46
ROE	21.2%	11.5%	15.1%	18.7%	20.6%
P/E (倍)	61.7	41.9	27.2	17.8	12.9

数据来源：第一创业研究所



金正大盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,559.1	4,407.1	5,760.3	7,681.1	一、营业收入	5,479.3	7,822.1	11,013.0	15,418.2
货币资金	1,699.7	2,595.4	3,288.9	4,234.0	减: 营业成本	4,787.6	6,839.5	9,575.3	13,444.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.2	0.4	0.6	0.9
应收款项	0.5	12.3	19.2	27.1	销售费用	240.0	321.3	452.3	633.3
预付款项	691.5	751.5	992.5	1,377.9	管理费用	74.8	85.9	103.4	124.1
存货	1,161.2	1,029.4	1,441.2	2,023.5	财务费用	-7.0	10.7	20.0	19.0
其他流动资产	6.1	18.5	18.5	18.5	资产减值损失	0.3	-1.3	2.2	3.1
非流动资产	798.5	818.7	745.9	673.2	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	689.8	633.5	566.9	500.2	二、营业利润	383.5	565.7	859.2	1,193.5
在建工程	15.2	99.2	102.3	105.5	加: 营业外收入	7.3	7.9	8.2	8.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.6	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	93.1	85.6	76.3	67.1	三、利润总额	390.1	573.6	867.3	1,201.9
其它非流动资产	0.4	0.4	0.4	0.4	减: 所得税费用	76.5	90.5	130.1	180.3
资产总计	4,357.6	5,225.8	6,506.3	8,354.3	四、净利润	313.7	483.1	737.2	1,021.7
流动负债	1,628.2	1,998.3	2,541.6	3,367.9	归属母公司净利润	313.7	483.1	737.2	1,021.7
短期借款	5.0	420.0	420.0	420.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	849.0	792.3	1,086.2	1,525.2	五、总股本(百万股)	700.0	700.0	700.0	700.0
预收帐款	723.4	734.9	985.1	1,372.4	EPS (元)	0.45	0.69	1.05	1.46
其它流动负债	50.8	51.1	50.3	50.3	主要财务比率				
非流动负债	10.1	25.0	25.0	25.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	31.7%	42.8%	40.8%	40.0%
其它非流动负债	10.1	25.0	25.0	25.0	营业毛利	51.8%	42.1%	46.3%	37.3%
负债合计	1,638.3	2,023.4	2,566.6	3,393.0	主业盈利	51.4%	52.6%	53.3%	37.9%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	母公司净利	47.3%	54.0%	52.6%	38.6%
股本	700.0	700.0	700.0	700.0	获利能力				
资本公积与其它	1,395.3	1,395.3	1,395.3	1,395.3	毛利率	12.6%	12.6%	13.1%	12.8%
留存收益	624.1	1,107.2	1,844.4	2,866.1	主业盈利/收入	6.9%	7.4%	8.0%	7.9%
股东权益合计	2,719.3	3,202.4	3,939.7	4,961.3	ROS	5.7%	6.2%	6.7%	6.6%
负债和股东权益	4,357.6	5,225.8	6,506.3	8,354.3	ROE	11.5%	15.1%	18.7%	20.6%
现金流量表					ROIC	11.5%	13.3%	16.9%	19.0%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	37.6%	38.7%	39.4%	40.6%
经营活动现金流	-378.3	701.7	716.7	967.3	利息保障倍数	-45.0	45.3	36.9	53.7
净利润	313.7	483.1	737.2	1,021.7	速动比率	1.47	1.68	1.69	1.67
折旧摊销	66.9	72.3	78.1	79.0	经营现金净额/当期债务	-75.67	1.67	1.71	2.30
财务费用	6.7	10.7	20.0	19.0	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.26	1.50	1.69	1.85
营运资金变动	-768.5	9.3	-118.6	-152.4	应收款天数	0.03	0.57	0.63	0.63
其它变动	2.8	126.3	0.0	0.0	存货天数	87.32	54.18	54.18	54.18
投资活动现金流	-64.7	-94.8	-3.1	-3.1	每股指标 (元)				
资本支出	-64.7	-94.8	-3.1	-3.1	主业盈利/股本	0.54	0.82	1.26	1.74
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.54	1.00	1.02	1.38
其它变动	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.88	4.57	5.63	7.09
筹资活动现金流	1,208.7	394.7	-20.0	-19.0	估值比率				
债务融资	-185.0	415.0	0.0	0.0	P/E	41.89	27.20	17.82	12.86
权益融资	1,403.1	0.0	0.0	0.0	P/B	4.83	4.10	3.34	2.65
其它变动	-9.4	-20.3	-20.0	-19.0	P/S	2.40	1.68	1.19	0.85
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	26.03	17.15	10.89	7.40
现金净增加额	765.7	1,001.6	693.6	945.1					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120