

证券研究报告

复合肥



金正大

603737

复合肥销售逆势增长，2018 年业绩有望大幅改善

2018 年 04 月 17 日

买入 (维持)

市场数据

市场数据日期	2018-04-16
收盘价(元)	9.29
总股本(百万股)	3157.84
流通股本(百万股)	2585.78
总市值(百万元)	29336.32
流通市值(百万元)	24027.86
净资产(百万元)	9412.29
总资产(百万元)	19671.04
每股净资产	2.98

相关报告

《金正大(002470):布局农业服务、优化产品结构,18年业绩大幅改善可期》2018-03-01

《金正大(002470):发股收购康朴园艺等少数股权,有望更好地布局本土市场、推进国际化战略》2018-02-12

《金正大(002470)2017年三季报点评:行业持续低迷,农业服务发展值得期待》2017-10-31

分析师:

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

研究助理:

黄彦东

huangyandong@xyzq.com.cn

邓先河

dengxianhe@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19834	23453	25839	29901
同比增长(%)	5.9%	18.3%	10.2%	15.7%
净利润(百万元)	783	1232	1456	1909
同比增长(%)	-29.6%	68.0%	18.2%	31.1%
毛利率(%)	16.1%	16.5%	16.9%	17.7%
净利润率(%)	3.6%	5.1%	5.5%	6.2%
净资产收益率(%)	7.6%	11.3%	11.8%	13.4%
每股收益(元)	0.23	0.38	0.45	0.59
每股经营现金流(元)	0.47	0.84	0.93	0.99

投资要点

- **事件:**金正大发布 2017 年年报,报告期内实现营业收入 198.33 亿元,同比增长 5.86%;实现归属上市公司股东的净利润 7.15 亿元,同比减少 29.64%;实现归属上市公司股东的扣非净利润 6.60 亿元,同比减少 32.09%。

公司 2017 年全年实现肥料生产量 692.92 万吨,同比增加 12.69%;实现肥料销售量 689.21 万吨,同比增加 11.57%。

公司业绩预告披露 2018 年一季度归属于上市公司股东的净利润范围为 5.19 亿~5.60 亿元,比上年同期增长 25%~35%。

- **维持“买入”的投资评级。**受农产品行情低迷、原材料价格上涨等多种因素影响,金正大 2017 年业绩同比下滑。

金正大是我国复合肥龙头企业之一,逐步形成以普通复合肥、缓控释肥、土壤调理剂等产品为主的产品格局。公司积极布局全球市场,收购德国康朴园艺、荷兰荷康公司等,不断提升自身竞争力和国际知名度。更重要的是,在化肥行业零增长的大背景下,公司与国际金融公司合作、重点布局农业服务,打造金丰公社模式,切入广袤农业服务市场,打开广阔发展空间。我们调整公司 2018-2019 年的 EPS 分别为 0.38、0.45 元,并引入 2020 年 EPS 的预期为 0.59 元,维持“买入”的投资评级。

风险提示:复合肥市场持续低迷的风险;原材料价格大幅波动的风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

金正大发布 2017 年年报, 报告期内实现营业收入 198.33 亿元, 同比增长 5.86%; 实现归属上市公司股东的净利润 7.15 亿元, 同比减少 29.64%; 实现归属上市公司股东的扣非净利润 6.60 亿元, 同比减少 32.09%; 实现基本每股收益 0.23 元, 同比减少 28.13%。其中第四季度实现营业收入 9.16 亿元, 同比下降 30.62%; 归属上市公司股东的净利润为-1.92 亿元, 亏幅同比扩大 0.82 亿。

公司 2017 年全年实现肥料生产量 692.92 万吨, 同比增加 12.69%; 实现肥料销售量 689.21 万吨, 同比增加 11.57%。

公司业绩预告披露 2018 年一季度归属于上市公司股东的净利润范围为 5.19 亿~5.60 亿元, 比上年同期增长 25%~35%。

点评

受农产品行情低迷、原材料价格上涨等多种因素影响, 金正大 2017 年业绩同比下滑。展望未来, 金正大不断推进公司产品结构优化, 深度布局农业服务市场, 未来成长空间广阔。

- **复合肥销量保持增加, 行业低迷拖累业绩。**2017 年我国复合肥行业仍处于底部: 一、目前行业年产能约 2 亿吨, 而实际产销量 6000-7000 万吨, 行业产能严重过剩; 二、农产品价格无起色, 一定程度上抑制了下游用肥的积极性; 三、第四季度以尿素为代表的单质肥大幅涨价, 导致复合肥与原材料的价差缩小, 压缩复合肥盈利空间。报告期内金正大积极应对负面市场行情, 积极拓展与优化产品销售渠道, 实现复合肥销量稳步增长。公司 2017 年全年实现复合肥销售量 689.21 万吨, 同比增加 11.57%。公司报告期内实现营业收入 198.33 亿元, 同比增长 5.86%。由于复合肥行业低迷拖累业绩, 公司 2017 年控释复合肥、硝基复合肥、水溶肥的销售额分别下降 13.27%、29.68%、33.17%。公司 2017 年实现归属上市公司股东的净利润 7.15 亿元, 同比减少 29.64%。

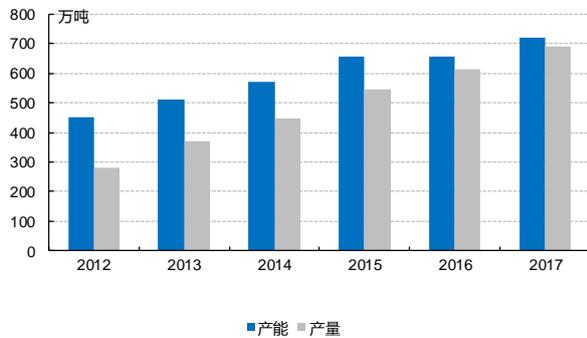
普通复合肥和控释复合肥分别贡献公司营收的 39.02%、21.74%, 是公司的主要产品, 其毛利率在 2017 年均出现下滑。普通复合肥毛利率下降 4.16 个百分点至 17.00%, 控释复合肥毛利率下降 4.80 个百分点至 12.49%。公司硝基复合肥、原料化肥贸易等业务毛利率同比提高。公司综合毛利率为 16.15%, 同比小幅提高 0.35 个百分点。

公司期间费用率为 11.42%, 同比上升 1.25 个百分点。其中管理费用率同比下降 0.83 个百分点; 销售费用率因合并控股子公司 COMPO GmbH 经营业务同比上升 1.91 个百分点; 财务费用率同比小幅上升 0.17 个百分点, 主要系子公司德国金正大汇兑收益减少造成。

值得注意的是, 公司于 2016 年第四季度正式并表德国康朴园艺。德国康朴园

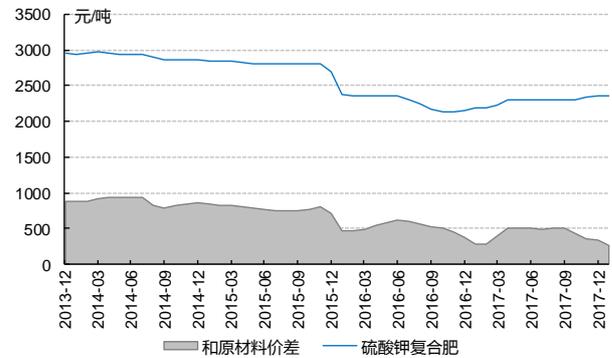
艺产品毛利率整体较高,为上市公司 2017 年报合并报表贡献业绩。报告期内公司的盆栽土、植保肥料、植保产品销售额分别为 8.76 亿、7.67 亿、4.40 亿,涨幅分别为 452.90%、406.81%、375.92%。

图 1、金正大复合肥产能、产量稳步增长



资料来源:百川资讯,兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2017 年复合肥行业持续低迷



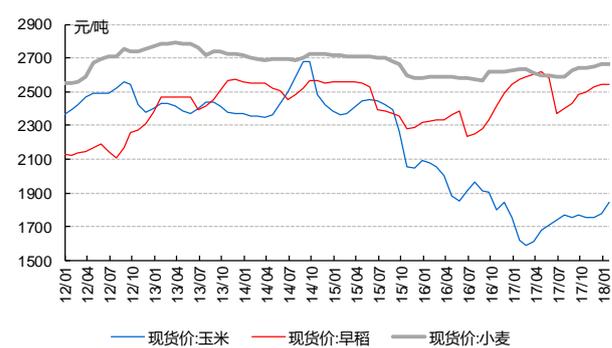
资料来源:百川资讯,兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、尿素于 17Q4 大幅提价



资料来源:百川资讯,兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2017 年粮食价格低迷



资料来源:百川资讯,兴业证券经济与金融研究院整理

- **营销转型叠加产品升级影响, 18Q1 业绩向好。**公司业绩预告披露 2018 年一季度归属于上市公司股东的净利润范围为 5.19 亿~5.60 亿元,比上年同期增长 25%~35%,主要系:一、公司营销转型实现突破,“金丰公社”模式带动客户业务较快增长,产品销量实现快速增长;二、公司强化好技术向好产品的转化,对传统复合肥进行升级,加上行业回暖的影响,产品价格有所提升。
- **重点布局农业服务, 金丰公社助公司从农资销售切入农业服务市场。**我国农业正向着规模化、专业化和机械化方向发展,合作社、农场主数量逐渐增多,市场对农业新产品、新技术的需求越来越多,复合肥行业正向着全产业链、农业综合服务方向发展。由公司发起并控股,世界银行集团国际金融公司(IFC)、华夏银行、亚洲开发银行共同参与的**金丰农业服务有限公司**于 2017 年 7 月正式创立。金丰农服是一家汇聚全球资源的农业服务平台和农民社员组织,为我国耕地提供土壤改良、全程作物营养解决方案、农作物品质提升、

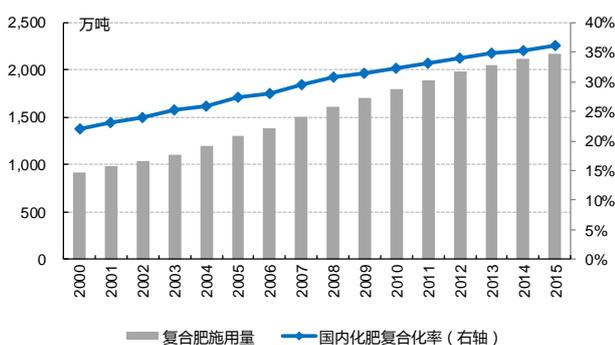
农技培训指导、土地托管等全方位的农业服务。

金丰农服的目标是在中国各主要的农业种植区域，建立金丰公社农业服务机构，公司通过服务中心直接服务经销商和用户。目前金丰农服已在中国重要的农业种植区，与当地重要的种植业合作伙伴一起建立了 70 余家县级金丰公社农业服务机构。金丰农服已与种子、农药、农机/无人机、农村金融建立深度合作，为种植农场、农民合作社、种植户等提供一揽子农业服务，提升农业效能和农产品质量，实现公司由制造型企业向“制造+服务”企业的转变。

金丰公社模式可以为公司提高销量、降低销售费用，并且作为长期股权投资项目提供部分投资收益。随着规模化种植的普及，公司针对种植大户提供农产品解决方案，将种子、化肥、农药、农机具打包出售。同时公司开展以技术输出为核心的联合协作（已与河南心连心、湖北宜化、华鲁恒升等多家企业达成协议）。公司实施套餐肥，水肥一体化推广等多种形式，推进服务升级，以服务升级带动销售的营销转型可望推动公司市场份额延续提升，持续巩固公司行业龙头地位。

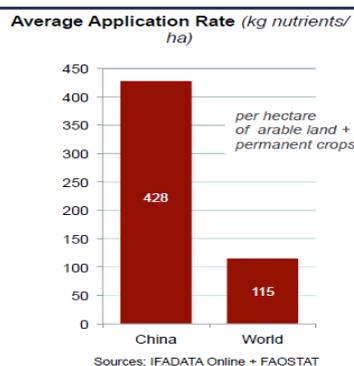
- **复合肥行业底部改善。**国内复合肥需求端边际向好：一、全球粮食价格正处于历史偏低位置，对农资产品的需求较为稳定；二、国内化肥复合化率提升空间巨大，“化肥零增长”政策加速国内化肥复合率提高；三、2018 年复合肥出口关税下调，刺激国内复合肥出口；四、化肥工业“十二五”规划确定调整优化品种结构，鼓励发展高效复合肥、缓控释肥。同时，环保标准提高出清排污不达标企业，优惠政策取消加速淘汰过剩产能，复合肥行业集中度提高，利好龙头企业。

图 5、我国化肥复合化率和使用量逐年提升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、我国化肥利用率较全球平均水平低



资料来源：Nutrien，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司不断优化产品结构。**公司作为复合肥行业龙头企业，目前拥有各类肥料年总产能 720 万吨，其中普通复合肥年产能 340 万吨，缓控释肥年产能 200 万吨，硝基复合肥年产能 150 万吨，水溶性肥料年产能 30 万吨，产品结构丰富。在提高缓释肥、水溶肥等高壁垒产品比重的同时，公司还以委托加工的方式生产部分同质化程度偏高的普通复合肥，有效降低经营风险。

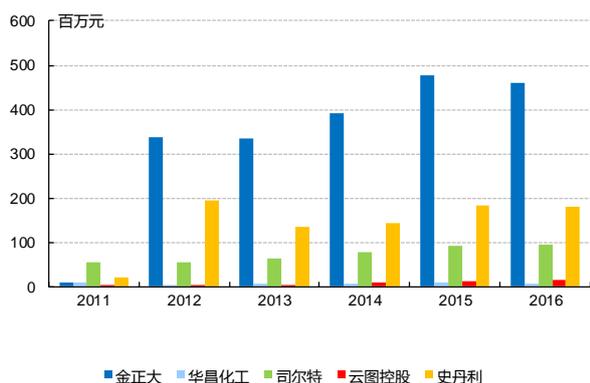
公司研发投入常年行业内领先。依靠成熟的研发体系和研发团队，金正大有能力不断开发壁垒相对较高、具有较强竞争力的新产品。2017 年，公司新获

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

得授权发明专利 18 项，新申请发明专利 31 项，公司拥有发明专利 216 项。报告期内，公司缓控释肥、叶面肥、液体肥、水溶肥、微生物菌肥、药肥一体化、增效剂与生物刺激素类产品等研发取得新进展，从围绕肥料产品全线升级，向土、水、药+肥领域拓展延伸产品线。

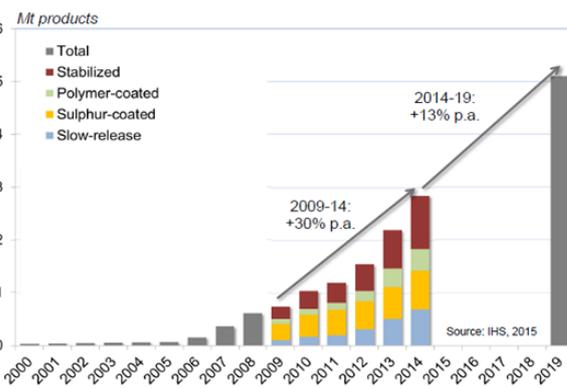
2016 年，公司完成了对欧洲最大园艺产品生产企业和服务商德国康朴园艺的收购，快速获得欧洲较大的家庭园艺产品、植保产品和欧洲特种肥料产品的产能及技术，进一步丰富了产品结构。

图 7、金正大科研投入高于同行



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、缓释肥等新型复合肥成长空间较大



资料来源: Nutrien, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”评级。**金正大是我国复合肥龙头企业之一，逐步形成以普通复合肥、缓控释肥、土壤调理剂等产品为主的产品格局。公司积极布局全球市场，收购德国康朴园艺、荷兰荷康公司等，不断提升自身竞争力和国际知名度。更重要的是，在化肥行业零增长的大背景下，公司与国际金融公司合作、重点布局农业服务，打造金丰公社模式，切入广袤农业服务市场，打开广阔发展空间。我们调整公司 2018-2019 年的 EPS 分别为 0.38、0.45 元，并引入 2020 年 EPS 的预期为 0.59 元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**复合肥市场持续低迷的风险；原材料价格大幅波动。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11640	12163	15226	16771
货币资金	4205	6518	9371	12506
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	263	361	363	483
其他应收款	196	63	70	81
存货	2771	2328	2231	1649
非流动资产	8031	7587	7607	7396
可供出售金融资产	250	240	240	240
长期股权投资	516	497	502	505
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4691	4612	4393	4099
在建工程	560	330	215	158
油气资产	0	0	0	0
无形资产	945	1116	1338	1489
资产总计	19671	19750	22833	24167
流动负债	6475	5551	6685	5888
短期借款	1135	772	931	946
应付票据	2635	2090	2846	1477
应付账款	871	979	1074	1231
其他	1835	1710	1835	2235
非流动负债	1448	1219	1711	1933
长期借款	1042	1146	1430	1688
其他	405	72	281	246
负债合计	7922	6770	8397	7822
股本	3158	3158	3158	3158
资本公积	1140	1140	1140	1140
未分配利润	4688	5822	7141	8865
少数股东权益	2336	2366	2401	2447
股东权益合计	11749	12980	14437	16345
负债及权益合计	19671	19750	22833	24167

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	783	1202	1421	1863
折旧和摊销	444	442	471	489
资产减值准备	-6	65	20	-14
无形资产摊销	37	23	27	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	56	40	21	9
投资损失	-28	-4	-6	-6
少数股东损益	68	30	35	46
营运资金的变动	257	1222	767	786
经营活动产生现金流量	1490	2648	2937	3136
投资活动产生现金流量	-1708	-34	-504	-265
融资活动产生现金流量	1468	-301	421	264
现金净变动	1268	2313	2853	3135
现金的期初余额	1550	4205	6518	9371
现金的期末余额	2818	6518	9371	12506

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19834	23453	25839	29901
营业成本	16631	19587	21471	24611
营业税金及附加	76	74	89	102
销售费用	1456	1407	1550	1794
管理费用	817	821	904	1047
财务费用	-8	40	21	9
资产减值损失	-6	80	80	80
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	9	4	6	6
营业利润	914	1448	1729	2265
营业外收入	26	41	44	37
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	932	1483	1767	2295
所得税	149	252	311	386
净利润	783	1232	1456	1909
少数股东损益	68	30	35	46
归属母公司净利润	715	1202	1421	1863
EPS(元)	0.23	0.38	0.45	0.59

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.9%	18.3%	10.2%	15.7%
营业利润增长率	-7.9%	58.5%	19.4%	31.0%
净利润增长率	-29.6%	68.0%	18.2%	31.1%
盈利能力(%)				
毛利率	16.1%	16.5%	16.9%	17.7%
净利率	3.6%	5.1%	5.5%	6.2%
ROE	7.6%	11.3%	11.8%	13.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.3%	34.3%	36.8%	32.4%
流动比率	1.80	2.19	2.28	2.85
速动比率	1.36	1.76	1.93	2.56
营运能力(次)				
资产周转率	114.5%	119.0%	121.4%	127.2%
应收帐款周转率	7309.0%	7088.1%	6781.6%	6717.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.23	0.38	0.45	0.59
每股经营现金	0.47	0.84	0.93	0.99
每股净资产	2.98	3.36	3.81	4.40
估值比率(倍)				
PE	41.0	24.4	20.6	15.7
PB	3.1	2.8	2.4	2.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场 第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn