

**金正大 (002470.SZ)**

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **24.6-27.06**

分析师

联系人

燕云

刘强

S0740513110001

021-20315127

0531-68889344

yanyun@r.qlzq.com.cn

liuqiang@r.qlzq.com.cn

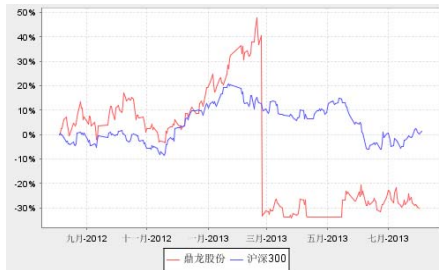
2014年6月20日

**在最好的时光, 投资水溶肥**
**基本状况**

总股本(百万股)	700.00
流通股本(百万股)	700.00
市价(元)	19.40
市值(百万元)	13600.00
流通市值(百万元)	11500.00

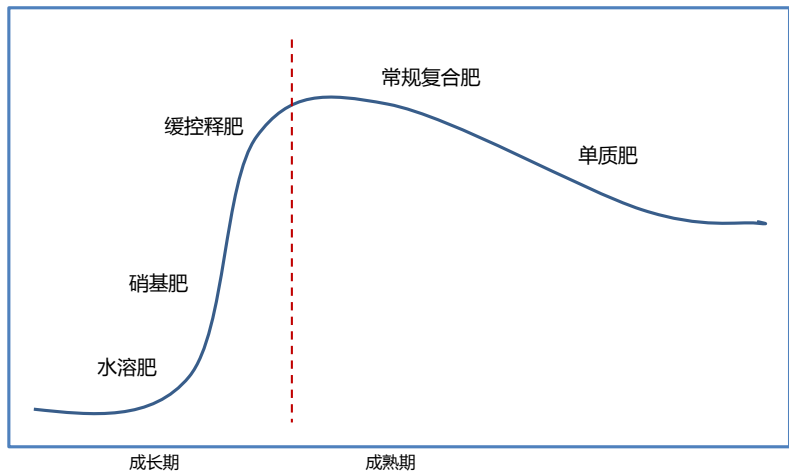
**业绩预测**

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	10,254.	11,992.	14,130.	17,407.	20,661.
营业收入增速	34.45%	16.95%	17.83%	23.20%	18.69%
净利润增长率	25.31%	21.39%	29.85%	30.81%	33.13%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.95	1.23	1.61	2.14
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市					
市盈率(倍)	18.52	22.46	16.32	12.48	9.37
PEG	0.73	1.05	0.55	0.40	0.28
每股净资产(元)	5.04	5.84	6.92	8.38	10.37
每股现金流量(元)	0.65	1.65	0.90	1.59	2.17
净资产收益率	15.50%	16.25%	17.81%	19.23%	20.68%
市净率	2.87	3.65	2.91	2.40	1.94
总股本(百万元)	700.00	700.00	700.00	700.00	700.00

**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- **事件:** 近日我们参加了第六届国际水溶肥会议, 并就水溶肥的行业趋势与行业专家、与金正大的有关高管进行了交流, 现将我们的认识和观点与投资者分享:
- **水溶肥仍处于市场培育期, 远期空间千万吨以上。**水溶肥通过水肥螯合和根区调控实现了高产高效, 代表了现代农业和新型复合肥的发展方向, 这个已经成为业内共识。根据中国农业大学资源与环境学院的专家测算, 我国水溶肥的市场空间应该在千万吨以上(折纯300万吨以上)。根据农业部办公厅印发《水肥一体化技术指导意见》, 到2015年, 水肥一体化技术推广总面积要达到8000万亩以上, 新增推广面积5000万亩以上, 按20kg/亩地的保守施肥量计算, 到2015年需要水溶肥160万吨。
- 作为复合肥中的“奢侈品”, 其目标客户群主要是优势作物产区的专业大户、家庭农场、农民合作社, 预计所经营的土地面积约占全国承包耕地面积在10%左右, 属于小众市场。
- **大而全或小而精的参与者都可以很美, 超额收益将随着规模化种植比例上升而逐渐下降, 但目前仍处于最好的时光。**水溶肥的实质是溶解了多种元素的液体肥, 需要根据土壤及作物特性进行养分合理配比, 考虑根区调控, 并水肥一体化施肥, 使用模式完全颠覆了传统颗粒肥(包括尿素、磷肥、钾肥等单质肥和传统复合肥)的模式, 增强客户黏性的有效营销来自于技术支持和农化服务, 而不再是传统的打折促销。在这种模式驱动下, 两类企业可以胜出: 1) 具备强大的技术和财力在服务上高投入的大型企业, 抑或是 2) 专注于某些细分品类的农作物施肥方案提供商, 两者强调的都是农化技术水平。长期来看, 在规模化种植趋势下, 客户的议价能力将随着规模的扩大逐步上升, 供应商的超额收益逐渐下降, 但技术服务全面的大规模企业受影响程度较低。现阶段, 经销商销售水溶肥仍能取得高收益, 吨利润可以达到3000-5000元, 远远高出经营普通复合肥的几百元。

- **始终在细分市场发力是金正大保持高 ROE 的秘诀，我们认为公司获得过去高于行业平均收益的趋势仍将维持，过去靠的是缓释肥，从 13 年起新增硝基肥，从今后更是水溶肥。**未来 1-2 年新型复合肥的产能占比将超 60%，贡献大部分利润。在 14 年上半年全行业复合肥出现滞涨的情况下，我们预计：公司高端复合肥品牌“金正大”依然保持 50% 以上增长，并带动普通复合肥实现正增长，硝基肥由于产能受限可能增长放缓，但随着未来 120 万吨/年的产能释放，加上水溶肥 10 万吨/年的产能投放，我们认为下半年新型复合肥的增长将加速。公司远期规划水溶肥产能 100 万吨/年，行业内规模最大。
- **投资建议：**我们看好公司将缓控释肥的成功经验在高速发展的硝基肥、水溶肥新领域的复制，长期来看其平台化商业模式将为公司带来持续成长，维持盈利预测不变，预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 141.3 亿元、174.1 亿元和 206.6 亿元，同比增长 18%、23% 和 19%；归属母公司净利润分别为 8.62 亿元、11.3 亿元和 15.0 亿元，同比增长 30%、31% 和 33%；对应 EPS 分别为 1.23 元、1.61 元和 2.14 元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料及产品价格波动的风险；新产品产能投放和推广不达预期的风险。

**图表 1：水溶肥、硝基肥、控释肥、复合肥的生命周期**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 2：水肥一体化的优势**

水肥一体化的优势	
每亩节水	150 立方米
水分利用率提供	20-50 %
节肥	20-30 %
粮食作物产量	20-50 %
劳动力节省	15-20 个

来源：齐鲁证券研究所

**图表 3: 滴灌图示**


来源：公开资料，齐鲁证券研究所

**图表 4: 喷灌图示**


来源：公开资料，齐鲁证券研究所

**图表 5: 水溶肥新增推广面积**

按作物分	新增推广面积 (万亩)	按地区分	新增推广面积 (万亩)
玉米	1500	西北地区 (棉花、玉米、果树)	1000
小麦	500	东北 (玉米、马铃薯、蔬菜)	1800
马铃薯	500	华北 (小麦、蔬菜、果树、花生)	1000
棉花	500	华东、华中、华南及西南 (果树、蔬菜、糖料作物)	1200
蔬菜	800		
果树	1000		
其他作物	200		
合计	5000		5000

来源：《水肥一体化技术指导意见》，齐鲁证券研究所

**图表 6: 水溶肥的市场需求估算 (2015)**

水溶肥市场估算	
原有使用面积 (万亩)	3000
新增推广面积 (万亩)	5000
2015总使用面积 (万亩)	8000
水溶肥施用量 (kg/亩)	20
<b>2015总需求 (万吨)</b>	<b>160</b>

来源：第六届国际水溶肥会议，齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

图表 7: 财务预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	7,627	10,254	11,992	14,130	17,408	20,661
增长率	39.19%	34.5%	16.9%	17.8%	23.2%	18.7%
营业成本	-6,622	-8,991	-10,222	-12,019	-14,742	-17,332
% 销售收入	86.8%	87.7%	85.2%	85.1%	84.7%	83.9%
毛利	1,005	1,263	1,770	2,111	2,666	3,330
% 销售收入	13.2%	12.3%	14.8%	14.9%	15.3%	16.1%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-2	-2	-3
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-357	-418	-484	-573	-705	-837
% 销售收入	4.7%	4.1%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
管理费用	-117	-195	-436	-424	-522	-620
% 销售收入	1.5%	1.9%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	531	648	848	1,112	1,437	1,870
% 销售收入	7.0%	6.3%	7.1%	7.9%	8.3%	9.0%
财务费用	6	-31	-48	-73	-73	-48
% 销售收入	-0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%
资产减值损失	3	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	7	11	11	12
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	0.8%	0.6%
营业利润	539	616	805	1,048	1,374	1,833
营业利润率	7.1%	6.0%	6.7%	7.4%	7.9%	8.9%
营业外收支	7	4	10	10	10	10
税前利润	547	620	815	1,058	1,384	1,843
利润率	7.2%	6.0%	6.8%	7.5%	8.0%	8.9%
所得税	-110	-77	-147	-191	-250	-332
所得税率	20.1%	12.3%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	437	544	668	867	1,135	1,511
少数股东损益	0	-3	4	5	7	9
归属于母公司的净利润	436	547	664	862	1,128	1,501
净利率	5.7%	5.3%	5.5%	6.1%	6.5%	7.3%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	437	544	668	867	1,135	1,511
少数股东损益	0	0	0	5	7	9
非现金支出	73	101	155	210	239	269
非经营收益	27	57	53	53	52	27
营运资金变动	-807	-243	276	-503	-313	-284
经营活动现金净流	-270	458	1,152	632	1,120	1,532
资本开支	718	1,250	1,231	943	1,012	950
投资	-5	-93	-24	0	0	0
其他	0	0	14	11	11	12
投资活动现金净流	-723	-1,342	-1,241	-933	-1,001	-938
股权募资	40	13	0	0	0	0
债权募资	861	126	736	1,044	268	-141
其他	-143	-165	-182	-73	-178	-153
筹资活动现金净流	758	-27	555	970	89	-294
现金净流量	-236	-911	466	670	208	300
资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,301	581	815	1,480	1,681	1,972
应收账款	21	63	93	96	119	141
存货	1,729	2,335	2,243	2,692	3,301	3,881
其他流动资产	1,261	989	1,294	1,522	1,867	2,194
流动资产	4,312	3,968	4,445	5,790	6,967	8,188
% 总资产	78.5%	58.3%	51.1%	53.7%	54.6%	55.9%
长期投资	0	0	105	105	105	105
固定资产	1,064	2,123	3,366	3,939	4,555	5,081
% 总资产	19.4%	31.2%	38.7%	36.5%	35.7%	34.7%
无形资产	117	206	388	559	726	890
非流动资产	1,182	2,839	4,255	4,999	5,782	6,473
% 总资产	21.5%	41.7%	48.9%	46.3%	45.4%	44.1%
资产总计	5,494	6,806	8,700	10,788	12,750	14,661
短期借款	370	0	498	1,542	1,810	1,669
应付款项	1,387	2,131	2,698	2,872	3,531	4,172
其他流动负债	57	12	38	147	152	157
长期负债	1,815	2,143	3,235	4,561	5,492	5,998
其他长期负债	0	0	736	736	736	736
负债	2,343	3,204	4,550	5,876	6,807	7,313
普通股股东权益	3,086	3,528	4,085	4,842	5,864	7,261
少数股东权益	65	74	66	71	78	87
负债股东权益合计	5,494	6,806	8,700	10,788	12,750	14,661
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.624	0.781	0.948	1.232	1.611	2.145
每股净资产 (元)	4.408	5.040	5.835	6.917	8.378	10.373
每股经营现金净流 (元)	-0.386	0.655	1.646	0.896	1.590	2.175
每股股利 (元)	0.000	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	14.14%	15.50%	16.25%	17.81%	19.23%	20.68%
总资产收益率	7.94%	8.04%	7.63%	7.99%	8.85%	10.24%
投入资本收益率	15.61%	14.15%	14.00%	14.92%	16.35%	18.74%
增长率						
营业总收入增长率	39.19%	34.45%	16.95%	17.83%	23.20%	18.69%
EBIT 增长率	40.89%	22.15%	30.81%	31.05%	29.27%	30.12%
净利润增长率	39.15%	25.31%	21.39%	29.85%	30.81%	33.13%
总资产增长率	26.07%	23.90%	27.82%	24.00%	18.18%	14.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	79.7	82.5	81.7	81.7	81.7	81.7
应付账款周转天数	7.8	8.5	16.8	16.8	16.8	16.8
固定资产周转天数	33.8	30.2	39.9	43.2	35.7	30.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.83%	11.42%	22.10%	26.39%	22.93%	12.68%
EBIT 利息保障倍数	-89.2	20.9	17.8	15.1	19.5	38.8
资产负债率	42.65%	47.08%	52.29%	54.46%	53.39%	49.88%

来源: 齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。