

# 净利润增长27.42%，新型肥料贡献利润超六成

2014年08月05日

强烈推荐/维持

金正大

财报点评

## ——金正大（002470）半年度财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

### 事件：

公司发布2014年半年报，营业收入与归属于上市公司股东的净利润分别为70.47、4.79亿元，分别同比增长6.9%、27.42%，基本每股收益0.68元。Q2营业收入与净利润分别同比增长8.06%、30.13%。

公司预计2014年1-9月归属于上市公司股东的净利润同比增幅为20%-30%。

投资亮点：1，公司是国内复合肥行业绝对龙头企业，上半年销量逆势增长，体现品牌、渠道及产品结构优势；2，控释肥、水溶肥等新型肥料在上半年营业利润中占比66%，重点推广新型肥料与快速占领新市场，引领业绩持续快速增长；3，如果公司股权激励业绩指标顺利实现，公司业绩将连续十年保持20%-30%以上的增速，目前股价对应14年PE16倍，有至少20%的估值修复空间。

### 公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	1990.32	2927.77	3664.27	3606.5	1793.62	3087.47	3959.46
增长率（%）	54.04%	32.21%	20.85%	19.52%	-9.88%	5.45%	8.06%
毛利率（%）	11.30%	14.65%	14.58%	14.36%	16.10%	17.31%	17.95%
期间费用率（%）	8.38%	6.61%	8.75%	5.90%	13.43%	7.55%	10.71%
营业利润率（%）	2.87%	8.12%	5.86%	8.52%	2.55%	9.69%	7.16%
净利润（百万元）	47.48	198.62	179.11	254.53	35.94	249.27	236.71
增长率（%）	21.16%	17.77%	33.36%	31.66%	-24.32%	25.50%	32.16%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.28	0.25	0.35	0.06	0.36	0.33
资产负债率（%）	47.08%	44.84%	40.54%	46.56%	52.29%	47.69%	45.92%
净资产收益率（%）	1.32%	5.23%	4.62%	6.16%	0.87%	5.67%	5.22%
总资产收益率（%）	0.70%	2.88%	2.75%	3.29%	0.41%	2.96%	2.82%

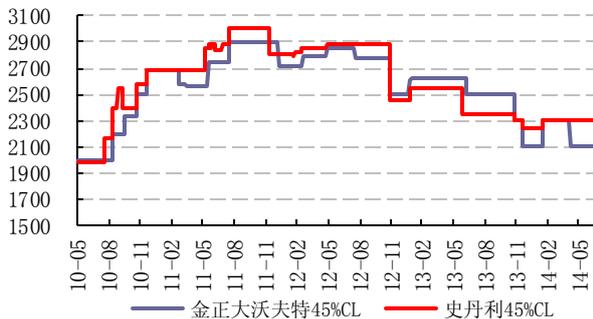
### 观点：

- **销量稳步增长，毛利率创新高。**上半年单质肥价格持续下跌，导致复合肥市场销售低迷，同时新增产能与新进入企业加剧市场竞争。公司销量逆势的原因：1，依托品牌优势，加强农化服务，同时快速投放产能；2，大力推广在质量与价格上显著非同质化的控释肥、水溶肥等产品，使其继续保持较快增长。单质肥价格持续下跌的背景下，由于公司控制存货得当、产品价格掌控力强，普通肥与新型肥料毛利率

均创公司历史新高, 整体毛利率达到 17.67%, 导致净利润同比增长 27.42%。与我们年初所预判的“国内复合肥行业将延续强者愈强、分化严重的走势, 龙头企业业绩持续 20%-30%的增长”一致。

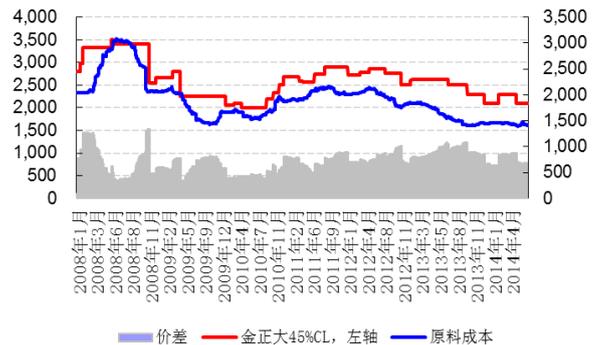
- **新型肥料上半年贡献利润超六成, 打造世界级高端肥料龙头。**公司自上市以来一直将打造世界级高端肥料企业作为发展战略, 目前新型肥料产能包括控释肥 180 万吨、硝基复合肥 90 万吨, 水溶肥 10 万吨, 总产能已超过普通复合肥。2012、2013 年新型肥料在营业利润中占比均超过 50%, 上半年占比则高达 66%。全资子公司金正大诺泰尔化学有限公司 60 万吨/年硝基复合肥项目已于 7 月投料试车运行, 公司转型升级步伐将进一步加快。新型肥料市场大、盈利高, 且受政策大力支持, 我们认为化肥行业的未来属于在产业链前端发展最快的企业。
- **国内外协作巩固市场优势。**公司于 2014 年 4 月与挪威阿坤纳斯公司签署合作协议, 于 6 月与亚伯拉罕·利夫纳特有限公司就建立全面战略合作伙伴关系及设立合资公司开展相关工作签署合作协议, 持续巩固技术优势, 并布局国内高端肥市场。于 2013 年底与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司签署合作协议, 加快占领西北地区等新市场。在中东部市场竞争已趋激烈的背景下, 公司快速开拓新市场使其市占率提升无忧。
- **下半年单质肥价格有望反弹, 提升公司复合肥销量。**即将临近的化肥旺季中, 氮肥价格走势将影响复合肥价格, 而煤炭是氮肥的主要原料, 在外围市场供需不会发生大变动的前提下, 近期煤炭价格开始恢复性上涨利好单质肥价格反弹, 进而改变经销商观望的局面, 提升公司复合肥销量。公司至 6 月底原材料与成品存货分别为 67 亿、31 亿, 是去年同期的 57%、39%, 分别对应约 45 万吨、14 万吨, 控制非常合理, 如果单质肥价格涨幅明显, 公司将获得可观收益。

图 1 龙头企业在旺季来临前下调复合肥价格 (元/吨)



资料来源: 东兴证券研究所

图 2 单质肥价格下跌导致复合肥盈利提升 (元/吨)



资料来源: 东兴证券研究所

## 结论:

公司是国内复合肥行业绝对龙头, 品牌与渠道优势明显, 近年来大力发展控释肥等新型肥料, 使公司受化肥市场景气低迷的影响程度较低。国内复合肥行业将延续分化行情, 强者愈强, 预计公司未来业绩将持续 20%-30%的增长。预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 1.26、1.63 元, 对应 PE 16、13 倍, 给予目标价 25.2 元, 对应 2014 年 20 倍 PE, 维持“强烈推荐”评级。

## 风险提示:

单质肥价格大幅波动的风险; 极端天气导致的复合肥需求风险

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	3968	4445	6239	7241	7539	<b>营业收入</b>	10254	11992	14120	17135	19551
货币资金	581	815	1412	1714	1955	<b>营业成本</b>	8991	10222	11938	14556	16631
应收账款	0	4	0	0	0	营业税金及附加	2	2	3	3	4
其他应收款	27	44	52	63	72	营业费用	418	484	565	634	665
预付款项	989	1294	1629	1629	1130	管理费用	195	436	466	428	411
存货	2335	2243	3107	3789	4329	财务费用	31	48	85	134	105
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.95	2.73	2.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	2839	4255	5152	5828	5958	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	105	105	105	105	投资净收益	0.00	7.43	7.00	7.00	7.00
固定资产	970.10	1651.2	2841.0	3734.6	4244.1	<b>营业利润</b>	616	805	1068	1384	1741
无形资产	194	376	339	301	263	营业外收入	5.04	12.83	12.00	12.00	10.00
其他非流动资产	509	391	280	280	280	营业外支出	1.27	2.89	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	6806	8700	11391	13068	13497	<b>利润总额</b>	620	815	1078	1394	1749
<b>流动负债合计</b>	2143	3235	5242	6031	5359	所得税	77	147	194	252	315
短期借款	0	0	1493	1766	626	<b>净利润</b>	544	668	884	1143	1433
应付账款	212	726	262	319	365	少数股东损益	-3	4	5	5	5
预收款项	820	1283	1424	1596	1791	归属母公司净利润	547	664	879	1138	1429
一年内到期的非流	0	498	498	498	498	EBITDA	748	1006	1465	1946	2316
<b>非流动负债合计</b>	1062	1315	1334	1364	1389	<b>BPS (元)</b>	0.78	0.95	1.26	1.63	2.04
长期借款	0	736	736	736	736	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	993	498	498	498	498		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	3204	4550	6576	7396	6748	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	74	66	70	75	80	营业收入增长	34.5%	16.9%	17.7%	21.4%	14.1%
实收资本(或股本)	700	700	700	700	700	营业利润增长	14.3%	30.6%	32.6%	29.6%	25.7%
资本公积	1311	1309	1309	1309	1309	归属于母公司净利润	25.3%	21.4%	32.4%	29.5%	25.5%
未分配利润	1373	1881	2312	2858	3544	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3528	4085	4744	5597	6669	毛利率(%)	12%	15%	15%	15%	15%
<b>负债和所有者权益</b>	6806	8700	11391	13068	13497	净利率(%)	5%	6%	6%	7%	7%
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润(%)	8%	8%	8%	9%	11%
<b>经营活动现金流</b>	458	1152	609	1514	2415	ROE(%)	16%	16%	19%	20%	21%
净利润	544	668	884	1143	1433	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	100.28	152.70	312.01	427.53	469.91	资产负债率(%)	47%	52%	58%	57%	50%
财务费用	31	48	85	134	105	流动比率	1.85	1.37	1.19	1.20	1.41
应付帐款的变化	0	0	-465	57	45	速动比率	0.76	0.68	0.60	0.57	0.60
预收帐款的变化	0	0	141	171	196	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-1342	-1241	-1320	-1098	-595	总资产周转率	1.67	1.55	1.41	1.40	1.47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	4324	5882	6926	#DIV/0!	#DIV/0!
长期投资	0	105	105	105	105	应付账款周转率	48.74	25.55	28.58	59.02	57.20
投资收益	0	7	7	7	7	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-27	555	1192	-114	-1578	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.95	1.26	1.63	2.04
短期借款	0	0	1493	1766	626	每股净现金流(最新)	-1.30	0.67	0.69	0.42	0.34
长期借款	0	736	736	736	736	每股净资产(最新摊)	5.04	5.84	6.78	8.00	9.53
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	0	-2	0	0	0	P/E	26.35	21.63	16.37	12.64	10.07
<b>现金净增加额</b>	-911	466	481	302	242	P/B	4.08	3.52	3.03	2.57	2.16
						EV/EBITDA	19.79	15.22	11.06	8.31	6.39

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等）研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。