

金正大(002470.SZ)

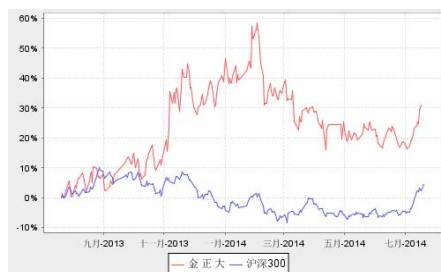
在农户规模化经营和集中度提升的浪潮中，持续扩大竞争优势

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 24.60-27.06
 分析师: 联系人
 燕云: 刘强
 S0740513110001
 021-20315127 021-20315934
 yanyun@r.qlzq.com.cn liuqiang@r.qlzq.com.cn
 2014年9月22日

基本状况

总股本(百万股)	700.00
流通股本(百万股)	700.00
市价(元)	20.55
市值(百万元)	14287.00
流通市值(百万元)	14287.00

股价与行业-市场走势对比



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

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 迈克尔波特曾阐述，真正的竞争优势归根到底体现在三方面：成本领先、差异化和专注。我们认为金正大公司正是不断致力于扩大竞争优势的忠实实践者。
- 第一点，产能扩张+高密度渠道覆盖+学习曲线复制，规模效应缔造成本领先优势。成本领先建立在规模效应的基础之上：
 - 1) 全国最大产能，增加对原材料采购的议价能力，金正大 2014 年年底将拥有 600 吨以上复合肥产能。
 - 2) 渠道的规模效应。公司通过多样化的品牌策略，覆盖多重渠道，二级经销商数量达 10 万个，大容量的渠道，配合农化服务，有效提升产品周转速度，数据显示公司的资产周转率是同类企业最高。
 - 3) 从缓控释肥到硝基肥、水溶肥，打造学习曲线的规模化效应。缓控释肥是公司成功经营的第一款新型复合肥产品，市场份额占 50% 以上。缓控释肥的成功至少有三方面原因：公司特色农化服务加速农户接受新产品、与政府合作共同推广扩大产品影响力、技术创新降低生产成本。后续硝基肥、水溶肥系列借鉴了缓控释肥积累的成功经验，缩短了产品被农户接受的时间，硝基肥推出当年即达满产。
- 第二点，搭载多样化产品，强调差异化竞争。
 - 1) 产品差异化，坚持在细分市场中寻找高利润区域。产能结构中，同质化程度较强的普通复合肥仅占不到 45%，缓控释肥、硝基肥和水溶肥等新型复合肥未来占据近 60% 产能。因此尽管普通复合肥

的利润率不是行业最高，但仍能凭借高新型复合肥占比提升综合利润水平。

➤ 2) **营销差异化，高资产周转缔造高 ROE。**营销的差异化须与产品差异化配套。不同于普通复合肥以促销为主要营销手段，农化服务在新型复合肥营销中所占权重更高。360 度“农化知识传播体系、测土配方施肥服务体系、现场服务指导体系”渗透了农户从选肥到用肥的全过程，培养了农户的粘性，当前服务体系趋近成熟，未来将持续拉动高端肥的销量。

- **第三点，专注：**始终在复合肥领域耕耘，在农化领域中耕耘。长远战略清晰，即成为世界级高端肥料供应商和受人尊重的农业服务商。
- **未来农业将发生两大明确的趋势：**1) 新型城镇化、土地流转，将加速推动农户规模化经营，2) 产业大部分仍属于‘春秋战国’式的竞争，将从分散走向集中度。我们清晰的看到，公司正在顺势而为，进行前瞻性的布局。
- **首先，农户规模化经营意味着农化服务提供商的下游需求变得愈加集中，对产品多样性需求增加的同时，对农化服务商的单个需求量上升，但农化经销的层级将扁平化、农化经销商的数量也将极具减少。**因此，结构分化将十分明显，强者恒强。这种趋势下，通过高附加值的农资经销渠道掌握尽可能重要的农户资源将是核心关键之一。因此，表象上我们看到公司通过增发在全国搭建 100 个农化服务平台、与诺普信合作搭建商业平台、药肥一体化、农资平台流通、先进农业服务推广等领域开展，其实质是公司继续在扩大其对优质渠道的掌控力、着力增强优质农户对公司农化服务的粘性、在加乘渠道的多产品容纳力、在丰富产品提供能力以满足未来客户多元化的需求、在继续扩大其规模优势。
- **其次，毫无疑问，农业当前的集中度依然很低，龙头金正大在复合肥领域的市占率不到 15%，未来集中度仍然会上升。我们认为公司会进入外延式增长的阶段，但作为竞争优势的最佳实践者，我们并不认为公司会进行简单的产品规模扩张，我们倾向于认为有益的扩张必将是能够帮助公司扩大其差异化优势的产品/项目，当然依然是专注在农化服务领域。**
- **我们在投资价值分析报告《复合肥冠军的乘数效应：差异化×规模》中曾判断，长期来看，公司将走向平台化发展。这种判断正在不断得到验证，例如与挪威微生物企业阿坤纳斯共建商业平台、例如与国内农药制剂龙头诺普信合作搭建商业平台。通过协同产品合作发展的商业模式既能迅速提升销量、有效增加渠道单位产出，又可提升自身技术，实现“win-win”，其较强复制性将推动规模优势倍数级放大。我们认为未来类似的合作仍将继续延续，天花板的上限将不断被突破。**
- **这，就是优秀企业的最佳践行，永远顺应时代潮流，不断拓宽护城河。**
- **投资建议：**维持盈利预测不变，不考虑增发摊薄，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。考虑增发摊薄后的股本，公司目前估值相当 14 年 21 倍 PE、15 年 16 倍 PE，低于行业平均，尚未体现龙头企业的估值溢价，继续建议“买入”。
- **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: 复合肥上市公司对比

		金正大	史丹利	芭田股份	新都化工	司尔特
盈利能力						
收入规模	亿	120	53	21	38	22
利润规模	亿	6.6	4.0	1.4	1.1	1.1
ROE (扣除/加权)		17.34	15.82	8.81	2.90	5.36
净利润率		5.6%	7.4%	6.4%	3.7%	5.0%
资产周转率		1.55	1.28	0.98	0.73	0.91
权益乘数		2.10	1.61	1.70	2.32	1.62
产品结构						
复合肥总产能	万吨	450	220	163	243	114
普通复合肥	万吨	250	220	163	113	112
缓控释肥	万吨	170	0	0	30	2
硝基肥	万吨	30	0	0	100	0
水溶肥	万吨	少量	0	20	0	0
销量	万吨	368.2	187	76	109	60
产能利用率		82%	85%	46%	45%	53%
品类		缓控释肥、硝基肥、水溶肥等差异化产品占比达40%以上,普通复合肥占比逐渐缩小	以普通复合肥为主,未来将涉及硝基肥	以普通复合肥为主,水溶肥、硝基肥也有涉及	普通复合肥和硝基肥是主打	普通复合肥为主(硫基、氯基)
品牌		4-5,金正大、金大地、沃夫特为主打	单一品牌:史丹利	单一品牌:芭田	10个品牌,以嘉施利、桂湖为主打	5-6个品牌,以司尔特为主打
利润率						
普通复合肥毛利率		15.5%	19.4%	16.8%	13.4%	15.6%
缓控释肥毛利率		20.5%				
硝基肥毛利率		18.8%				
技术						
研发投入金额	百万元	334	135	75	4	63
研发投入占收入比		3%	3%	4%	0.1%	3%
销售						
销售费用	销售费用投入金额 百万元	484	372	95	120	101
	销售费用占收入比	4.0%	7.0%	4.5%	3.1%	4.5%
销售人员	销售人员数量	1420	1108	400	665	261
	单品牌销售人员数量	355	1108	400	66.5	52.2
	销售人员人均产出 吨/人	6	8	12	7	20
渠道	渠道	传统+邮政渠道	传统渠道	传统渠道	传统渠道	传统渠道
	经销商数量	一级 3000 二级 100,000	1500 40,000	NA 30,000	NA NA	1000-2000 NA
	单经销商产出 一级,百万元	4.0	3.6			1.1-2.2

来源: Wind, 年报, 齐鲁证券研究所

图表 2: 上市公司估值对比

公司	代码	当前收盘价	EPS			PE		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
金正大	002470.SZ	21.98	0.95	1.06	1.38	23.17	20.74	15.93
史丹利	002588.SZ	26.66	1.39	1.71	2.08	19.17	15.60	12.81
司尔特	002538.SZ	11.91	0.38	0.50	0.62	31.59	24.04	19.18
新都化工	002539.SZ	15.18	0.32	0.49	0.72	47.10	30.83	21.18
芭田股份	002170.SZ	6.00	0.16	0.22	0.26	37.40	27.62	23.30
PE平均值						31.69	23.77	18.48

来源: Wind, 齐鲁证券研究所 (金正大的 2014&2015 的 EPS 为考虑增发摊薄后的盈利预测)

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

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。