

## 金正大(002470.SZ)

与中国农业大学合作 加强水溶肥推广

进一步提升农化服务和技术优势

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23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.	17,408.	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

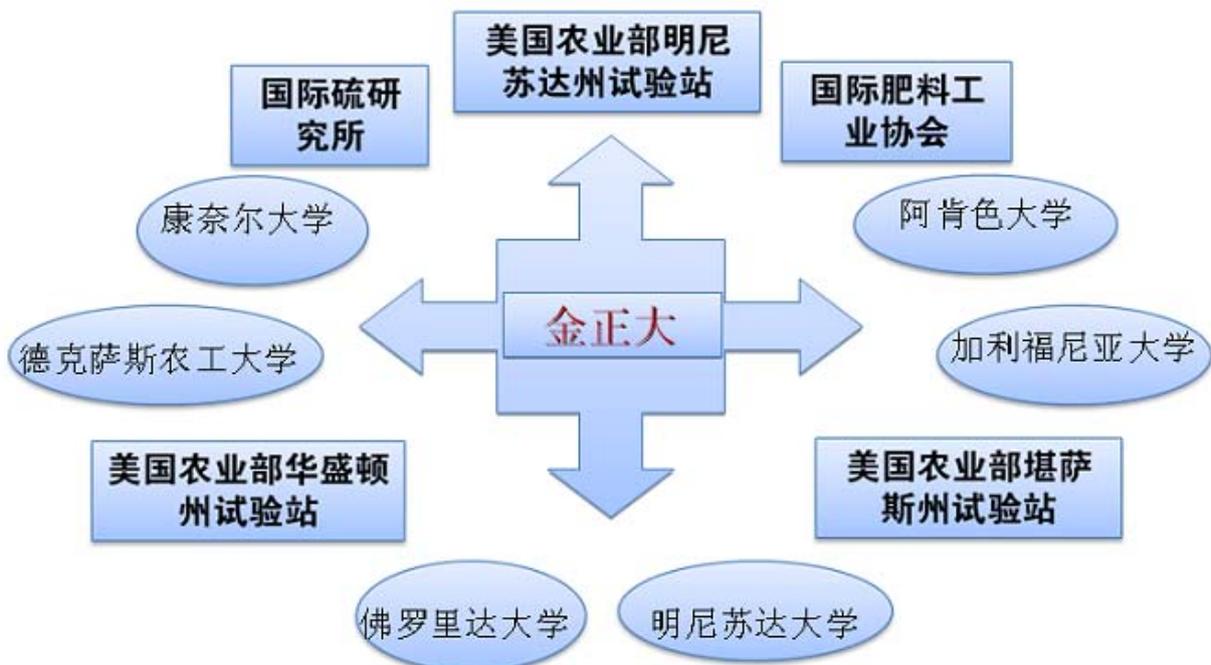
### 投资要点

- **事件:** 2014年9月23日晚公司公告,日前与中国农业大学为进一步加强双方合作,建立长期稳定、优势互补的产学研用合作关系,实现双方互利共赢,签署了《合作协议》。
- 我们此前一直强调,差异化是公司重要的核心竞争力,与中国农业大学进行新一轮的战略合作是公司提升核心竞争力、提升农化服务水准、扩大营销能力的又一例证。公司与中国农业大学自2006年起就开始合作,本次合作是过去合作的延续与进一步深化,范围更广、层次更高、力度更大。合作重点包括:新型肥料研发与推广、人才培养培训、学术交流与合作。我们认为对公司而言,主要在以下方面受益:
- **进一步加强推广公司今年主打新品,即水溶肥和水肥一体化技术。**双方将联合搭建全国水溶性肥料研发和技术推广平台,联手开展水溶肥关键技术公告,在水溶性肥料产品研发与优化、水溶肥生产工艺优化改进、水溶一体化施肥模式研发及实验推广方面进行深度合作,探讨区域作物灌溉施肥的最佳产品配方和施用技术规程;共同开发水溶肥、生物有机肥等新型肥料新产品及套餐产品,联合开展示范田及试验田,联合开展技术服务培训,组建专业农化服务队伍给予技术支持。
- **为经销商和客户提供更专业的农化服务水培培训,提升员工的农化服务水准。**中国农大开设学历教育及专题短期培训班,培训对象包括金正大员工、客户、种植大户等;培训内容包括现代农业、土壤肥料、农化服务、土地流转、作物栽培等。金正大在2015-2017年间,每年出资60万元,与中国农大共同启动国际型人才培养项目,双方共同选派优秀科研、管理人员参加。
- **事实上,与大学及科研机构合作一直是公司提升自身优势的优质路径。**除了中国农业大学,还与国家杂交水稻工程技术研究中心、中国科学院南京土壤研究所、山东农业大学、山东省农科院、上海化工研究

院等 40 余家国内研究机构，以及佛罗里达大学等 6 所美国大学、美国农业部 3 个实验站等单位建立战略合作或紧密的科研项目合作关系。

- **在新型城镇化、土地流转的浪潮下，高质量的渠道资源掌握核心客户、高附加值的农化服务牢牢抓住客户将是更重要的关键成功要素。**我们认为公司正在顺应这股浪潮不断的进行前瞻布局：手握近 10 万二级经销商渠道资源，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、与中国农业大学深入合作，这些都是公司在继续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。**我们看好公司在规模化养殖浪潮下成为农资龙头平台。**
- **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。平台化发展意味着更丰富的产品容纳力、更大的市场空间、更强大的规模优势、更高的议价能力。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。**
- **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。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：与国外专业机构的战略合作也很多**



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 2: 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
<b>盈利能力</b>						
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
<b>产品结构</b>						
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
<b>利润率</b>						
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%				
<b>技术</b>						
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%
<b>销售</b>						
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	1500	NA	NA	1000-2000
	二级	100,000	40,000	30,000	NA	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 3: 财务预测**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	7,627	10,254	11,992	14,130	17,408	20,661	货币资金	1,301	581	815	1,480	1,681	1,972
增长率	39.19%	34.5%	16.9%	17.8%	23.2%	18.7%	应收账款	21	63	93	96	119	141
营业成本	-6,622	-8,991	-10,222	-12,019	-14,742	-17,332	存货	1,729	2,335	2,243	2,692	3,301	3,881
%销售收入	86.8%	87.7%	85.2%	85.1%	84.7%	83.9%	其他流动资产	1,261	989	1,294	1,522	1,867	2,194
毛利	1,005	1,263	1,770	2,111	2,666	3,330	流动资产	4,312	3,968	4,445	5,790	6,967	8,188
%销售收入	13.2%	12.3%	14.8%	14.9%	15.3%	16.1%	%总资产	78.5%	58.3%	51.1%	53.7%	54.6%	55.9%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-2	-2	-3	长期投资	0	0	105	105	105	105
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,064	2,123	3,366	3,939	4,555	5,081
营业费用	-357	-418	-484	-573	-705	-837	%总资产	19.4%	31.2%	38.7%	36.5%	35.7%	34.7%
%销售收入	4.7%	4.1%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%	无形资产	117	206	388	559	726	890
管理费用	-117	-195	-436	-424	-522	-620	非流动资产	1,182	2,839	4,255	4,999	5,782	6,473
%销售收入	1.5%	1.9%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	21.5%	41.7%	48.9%	46.3%	45.4%	44.1%
息税前利润 (EBIT)	531	648	848	1,112	1,437	1,870	<b>资产总计</b>	<b>5,494</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>10,788</b>	<b>12,750</b>	<b>14,661</b>
%销售收入	7.0%	6.3%	7.1%	7.9%	8.3%	9.0%	短期借款	370	0	498	1,542	1,810	1,669
财务费用	6	-31	-48	-73	-73	-48	应付款项	1,387	2,131	2,698	2,872	3,531	4,172
%销售收入	-0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	其他流动负债	57	12	38	147	152	157
资产减值损失	3	-1	-3	0	0	0	流动负债	1,815	2,143	3,235	4,561	5,492	5,998
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	应付账款	0	0	736	736	736	736
投资收益	0	0	7	11	11	12	其他长期负债	529	1,062	579	579	579	579
%税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	0.8%	0.6%	<b>负债</b>	<b>2,343</b>	<b>3,204</b>	<b>4,550</b>	<b>5,876</b>	<b>6,807</b>	<b>7,313</b>
营业利润	539	616	805	1,048	1,374	1,833	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,086</b>	<b>3,528</b>	<b>4,085</b>	<b>4,842</b>	<b>5,864</b>	<b>7,261</b>
营业利润率	7.1%	6.0%	6.7%	7.4%	7.9%	8.9%	少数股东权益	65	74	66	71	78	87
营业外收支	7	4	10	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,494</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>10,788</b>	<b>12,750</b>	<b>14,661</b>
税前利润	547	620	815	1,058	1,384	1,843	<b>比率分析</b>						
利润率	7.2%	6.0%	6.8%	7.5%	8.0%	8.9%	每股指标						
所得税	-110	-77	-147	-191	-250	-332	每股收益 (元)	0.624	0.781	0.948	1.232	1.611	2.145
所得税率	20.1%	12.3%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	每股净资产 (元)	4.408	5.040	5.835	6.917	8.378	10.373
净利润	437	544	668	867	1,135	1,511	每股经营现金净流 (元)	-0.386	0.655	1.646	0.896	1.590	2.175
少数股东损益	0	-3	4	5	7	9	每股股利 (元)	0.000	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>436</b>	<b>547</b>	<b>664</b>	<b>862</b>	<b>1,128</b>	<b>1,501</b>	<b>回报率</b>						
净利率	5.7%	5.3%	5.5%	6.1%	6.5%	7.3%	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%
							<b>增长率</b>						
							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%
							<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							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

**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。