

正式进军农业综合服务，继续看好公司转型发展

■ **事件：**公司公告称为顺应我国农业发展形势，结合土地流转现状和公司实际情况，拟出资5亿元设立农业服务子公司，通过对外投资、合资合作等方式为种植大户、农业合作社、家庭农场等提供综合性农业解决方案。

■ **土地流转率超四分之一，中央一号文鼓励现代农业：**截至2014年上半年，我国土地流转面积已达3.8亿亩，占全国耕地面积的28%，达到2008年土地流转面积的3.5倍，各类专业种植大户达到367万户，合作社达到98万个。中央发布的2015年一号文指出，要加快构建新型农业经营体系。要求引导土地经营权规范有序流转，创新土地流转和规模经营方式，积极发展多种形式适度规模经营，鼓励发展规模适度的农户家庭农场，完善对粮食生产规模经营主体的支持服务体系。要求推进农业产业化示范基地建设和龙头企业转型升级。鼓励工商资本发展适合企业化经营的现代种养业、农产品加工流通和农业社会化服务。因此**在市场形势和国家政策的双重东风之下，公司从原有简单的肥料供应商向农业服务商转型，延伸产业链和价值链，建立农业服务子公司提供综合性农业解决方案，我们认为这是转型正当时。**

■ **涉足农业服务是大势所趋，看好公司转型发展：**具体分析见下文。

■ **复合肥行业分化已经开始，强者将恒强，继续看好主营快速增长：**具体分析见下文。

■ **站在农资变革的起点未来公司发展空间巨大，继续维持买入-A评级：**农资信息化和土地流转加速的背景下，农资的大变革时代已经到来，公司适时推出股权激励将显著提升管理层积极性，未来我们认为公司在农业服务和农资渠道的转型发展正当时，我们看好其未来成为综合性农业服务商和农资电商的龙头之一。我们预计公司15-16年EPS分别为2.19和2.88元，维持公司“买入-A”的投资评级，目标价50元。

■ **风险提示：**单质肥产品价格下跌的风险、复合肥销量低于预期等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,056.7	5,345.5	5,653.9	6,547.8	7,661.0
净利润	291.7	397.2	492.1	626.1	821.9
每股收益(元)	1.02	1.39	1.72	2.19	2.88
每股净资产(元)	8.07	9.34	10.77	12.56	14.83
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	35.0	25.7	20.7	16.3	12.4
市净率(倍)	4.4	3.8	3.3	2.8	2.4
净利润率	5.8%	7.4%	8.7%	9.6%	10.7%
净资产收益率	12.7%	14.9%	16.0%	17.5%	19.4%
股息收益率	0.3%	1.1%	0.8%	1.1%	1.7%
ROIC	24.4%	46.8%	36.6%	32.3%	51.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

50.00元

股价(2015-02-02)

35.75元

交易数据

总市值(百万元)	10,210.56
流通市值(百万元)	5,885.26
总股本(百万股)	285.61
流通股本(百万股)	164.62
12个月价格区间	19.69/41.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.13	-21.29	-50.14
绝对收益	-8.22	12.42	2.14

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期，转型发展值得期待	2015-01-22
季报略超市场预期，期待后续转型发力，维持买入评级！	2014-10-28
股权激励提升管理层动力，转型启动下未来空间巨大	2014-10-20

■ **涉足农业服务是大势所趋，看好公司转型发展：**在目前农业种植大户和合作社兴起的背景下，原来的小农经济已经逐步被适度规模化的种植所取代，在此背景下终端需求将发生显著变化（从买产品到买服务），同时规模种植的经济性也明显体现出来。我们在去年9月1日的深度报告《土地流转风起，新农资模式起飞》的报告中就指出，未来农资企业转型之路将可能直接通过合资形式参与土地流转，同时依靠前端提供包括种子、农药、化肥等农资品，中端提供种植和农技服务，后端提供粮食收储和简单加工等，实现农业生产的闭环经营，在这种规模化的模式下农业种植的回报率将显著增强（有望提高到15-20%）。未来农业服务公司将是大势所趋，产业链各端优势企业均可能加快涉足（如象屿股份从粮食流通切入、辉隆股份从农资流通切入等等），我们看好公司作为农资供应龙头企业未来在农资供应的横向延伸以及产业链农业服务的纵向延伸发展。

■ **复合肥行业分化已经开始，强者将恒强，继续看好主营快速增长：**在土地流转加速及农耕效率提升的背景下，复合肥行业需求年均5-7%以上的增长将持续，而作为行业龙头企业的金正大和史丹利截止目前合计市占率不到10%，有很大的提升空间。我们判断未来行业龙头的市占率将得到显著攀升，最大的优势和壁垒是全国性的供应链、渠道和品牌，而未来的优势和壁垒将逐步延伸至整个农业服务，产品粘性和差异化程度将显著提高。近1-2年开始，复合肥企业的占有率已经开始分化，前十大企业市占率相比之前几年已经提升10%（从21%上升至31%），中小型企业份额明显下降，我们认为未来产品、渠道和服务无核心优势的复合肥企业也将逐步萎缩，而龙头企业将强者恒强。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年02月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,056.7	5,345.5	5,653.9	6,547.8	7,661.0	成长性					
减:营业成本	4,335.2	4,308.2	4,596.1	5,254.0	6,040.7	营业收入增长率	10.7%	5.7%	5.8%	15.8%	17.0%
营业税费	3.1	1.5	2.3	2.6	3.1	营业利润增长率	19.7%	40.7%	16.0%	28.8%	31.8%
销售费用	264.0	372.5	318.0	368.3	430.9	净利润增长率	18.8%	36.2%	23.9%	27.2%	31.3%
管理费用	141.9	231.0	174.6	202.3	236.6	EBITDA 增长率	11.9%	39.7%	23.6%	26.9%	29.9%
财务费用	-32.5	-40.2	-	-	-	EBIT 增长率	10.7%	42.4%	26.4%	28.8%	31.8%
资产减值损失	0.1	-0.9	-0.1	-0.3	-0.4	NOPLAT 增长率	9.9%	40.5%	33.2%	28.8%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.9%	70.2%	46.3%	-16.8%	34.2%
投资和汇兑收益	0.2	12.1	-	4.1	5.4	净资产增长率	13.1%	16.0%	15.4%	16.5%	18.1%
营业利润	345.1	485.5	563.0	725.1	955.5	利润率					
加:营业外净收支	11.7	6.9	16.0	11.5	11.5	毛利率	14.3%	19.4%	18.7%	19.8%	21.2%
利润总额	356.9	492.4	579.0	736.6	967.0	营业利润率	6.8%	9.1%	10.0%	11.1%	12.5%
减:所得税	65.2	95.2	86.9	110.5	145.1	净利润率	5.8%	7.4%	8.7%	9.6%	10.7%
净利润	291.7	397.2	492.1	626.1	821.9	EBITDA/营业收入	7.1%	9.4%	11.0%	12.0%	13.3%
						EBIT/营业收入	6.2%	8.3%	10.0%	11.1%	12.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	28	32	33	28	24
货币资金	1,494.2	1,536.7	1,213.6	2,061.1	2,201.0	流动营业资本周转天数	12	-8	6	3	1
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	211	194	190	189	196
应收帐款	18.4	11.7	30.3	16.8	35.0	应收帐款周转天数	2	1	1	1	1
应收票据	-	-	2.3	0.9	0.8	存货周转天数	77	57	66	65	61
预付帐款	501.4	518.9	564.0	622.3	783.6	总资产周转天数	270	281	294	288	288
存货	1,023.6	660.7	1,414.9	938.4	1,660.1	投资资本周转天数	65	70	102	96	87
其他流动资产	2.6	2.3	4.2	3.0	3.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.7%	14.9%	16.0%	17.5%	19.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	9.3%	9.9%	11.3%	12.2%
长期股权投资	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	ROIC	24.4%	46.8%	36.6%	32.3%	51.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	435.8	523.2	518.8	509.7	496.0	销售费用率	5.2%	7.0%	5.6%	5.6%	5.6%
在建工程	292.1	701.0	801.0	901.0	1,001.0	管理费用率	2.8%	4.3%	3.1%	3.1%	3.1%
无形资产	249.9	306.9	299.2	291.4	283.7	财务费用率	-0.6%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	41.0	28.4	104.5	189.6	265.5	三费/营业收入	7.4%	10.5%	8.7%	8.7%	8.7%
资产总额	4,062.8	4,293.4	4,956.3	5,538.0	6,733.6	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	43.3%	37.8%	37.8%	35.1%	37.0%
应付帐款	226.1	275.0	233.0	328.4	343.5	负债权益比	76.4%	60.7%	60.8%	54.2%	58.7%
应付票据	797.5	431.7	801.6	663.5	1,012.8	流动比率	1.79	2.11	1.88	2.07	2.06
其他流动负债	671.3	585.6	686.8	772.0	914.5	速动比率	1.19	1.60	1.05	1.53	1.33
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-9.63	-11.08			
其他非流动负债	64.5	329.0	152.4	181.9	221.1	分红指标					
负债总额	1,759.3	1,621.3	1,873.8	1,945.8	2,491.9	DPS(元)	0.12	0.38	0.29	0.41	0.60
少数股东权益	-	5.3	5.3	5.3	5.3	分红比率	11.6%	27.7%	16.6%	18.6%	21.0%
股本	169.0	219.7	285.6	285.6	285.6	股息收益率	0.3%	1.1%	0.8%	1.1%	1.7%
留存收益	2,134.5	2,447.2	2,791.7	3,301.2	3,950.9						
股东权益	2,303.5	2,672.2	3,082.5	3,592.1	4,241.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	291.5	397.2	492.1	626.1	821.9	EPS(元)	1.02	1.39	1.72	2.19	2.88
加:折旧和摊销	47.4	57.3	57.1	61.8	66.4	BVPS(元)	8.07	9.34	10.77	12.56	14.83
资产减值准备	0.1	-0.9	-	-	-	PE(X)	35.0	25.7	20.7	16.3	12.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.8	3.3	2.8	2.4
财务费用	4.4	10.7	-	-	-	P/FCF	43.6	177.6	-41.7	10.5	33.2
投资损失	-0.2	-12.1	-	-4.1	-5.4	P/S	2.0	1.9	1.8	1.6	1.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	10.4	13.4	14.6	10.4	7.9
营运资金的变动	595.1	97.5	-432.8	479.3	-380.7	CAGR(%)	29.0%	27.4%	26.1%	29.0%	27.4%
经营活动产生现金流量	930.3	424.0	116.5	1,163.0	502.2	PEG	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-437.0	-501.6	-225.3	-221.0	-219.4	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-367.0	232.4	-214.3	-94.5	-142.8	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

