金 正 大(002470.SZ)

农资平台战略愈加清晰，产能投放支撑盈利增长

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 49.4

分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

农业分析师 张俊宇 S0740511120002 021-20315191 zhangjy@r.qlzq.com.cn

2015 年 4 月 14 日

基本状况

总股本(百万股)	781.00
流通股本(百万股)	700.00
市价(元)	43.13
市值(百万元)	33700
流通市值(百万元)	25560

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）	10,254.2	11,992.1	13,542.0	16,679.3	19,609.7
营业收入增速	34.45%	16.95%	12.92%	23.17%	17.57%
净利润增长率	25.31%	21.39%	30.81%	36.27%	30.57%
摊薄每股收益（元）	0.78	0.95	1.11	1.52	1.98
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/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	18.52	22.46	30.92	22.79	17.46
PEG	0.73	1.05	1.00	0.63	0.57
每股净资产（元）	5.04	5.84	6.19	7.56	9.39
每股现金流量	0.65	1.65	0.91	1.54	2.05
净资产收益率	15.50%	16.25%	17.95%	20.04%	21.07%
市净率	2.87	3.65	5.58	4.57	3.68
总股本（百万股）	700.00	700.00	781.00	781.00	781.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **目前公司正在积极推进农资 O2O 的建设，线下布局进展顺利。**公司在全国范围内拥有 10 万个二级经销商，是非常重要的线下渠道资源，并于 2014 年 11 月募投农化服务中心项目建设，总投资 5.8 亿元，募资投入 4.3 亿元，其计划用 3 年时间建设农化服务中心总部和覆盖全国 14 个省份的 100 家农化服务中心；去年完成在云南、贵州、广东、广西四省区 30 家左右的农化中心建设，今年或将完成 50 家以上，进展较为顺利。

- **平台建设项目主体变更，组织形态逐步成型。**而随着公司目前电商平台项目的进行，公司逐步进行战略调整。公司于四月初将农化服务中心的投资主体变更为金正大农业科学研究院有限公司，并授权金正大农科院董事会审核批准每个农化服务中心的建设方案。金正大农科院具有专家资源及技术服务的优势，利于公司的战略发展及合理布局，满足不同区域农业种植结构与市场开发动态需求。自此，公司对于整个农资电商平台的线下建设方案有了更为具体、与服务专业性结合更强的组织形式和战略主体。

- **合作开展促进服务与技术升级，种植示范引领现代农业方向。**公司 3 月与新疆农资子公司农佳乐肥业增资合作，不仅取得生产、渠道和物流的三重扩展，而且此次合作还有望凭借新疆农资的销售及物流网络迅速推进在该区域的农资服务一体化战略；除了农资平台建设之外，公司还通过与以色列耐特菲姆公司和挪威阿坤纳斯等世界一流水溶性肥料生产企业签订战略合作协议,实现了先进技术的引进与合作开发,使公司在水肥一体化技术继续领跑全行业；此外还有与联想佳沃的现代种植项目进行农资供应合作等。公司对每一个合作的机会的把握都围绕农资平台建设这一核心目标，在逐步探索中有所突破和进展。

- **新项目持续投产，产能支撑未来业绩增长。**3 月公司公告 10 万吨/年水溶性肥料项目、全资子公司菏泽金正大新建 60 万吨/年硝基复合肥生产线、全资子公司广东金正大 15 万吨/年新型复合肥项目已于近期投料

- 试车进行试生产。三个项目的连续投产对于公司产品线多样化,区域布局合理化以及继续扩大高端肥料市场的优势地位是有力支撑。而且随着公司的主营业务朝向新型复合肥的结构优化，有效的产能基础是其业绩增长十分有力的保证，带来公司未来优质收入的展望。

- **随着公司未来农资平台建设的推进，产品销售、品牌优势、技术服务有望进一步得到提升；同时新产能投放将有力支撑业务扩展的需求。我们认为 2015 年和 2016 年公司业绩增长无忧，预计销量将继续维持 20%增速水平。**

- **我们预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 1.52 元和 1.98 元，同比增长 36.3%和 30.6%，按照 30X2016PE 计算，目标价 59.4 元，维持“买入”评级。**作为复合肥行业的第一大龙头企业，公司致力于通过农业信息化进行服务手段创新和渠道革新，我们预计公司未来在外延式扩张、农业信息化建设、供应链金融领域不断扩张，以此来实现公司向农资服务平台运营商的转型，**建议现价买入“业绩增长确定+估值合理+经营模式创新”的农资龙头企业。**

- **风险因素：复合肥销量不及预期，农资平台建设推进速度较慢。**

图表 1：金正大三张报表

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**	**13,542**	**16,679**	**19,610**
增长率	39.19%	34.5%	16.9%	12.9%	23.2%	17.6%
营业成本	-6,622	-8,991	-10,222	-11,463	-13,996	-16,301
% 销售收入	86.8%	87.7%	85.2%	84.6%	83.9%	83.1%
毛利	1,005	1,263	1,770	2,079	2,683	3,309
% 销售收入	13.2%	12.3%	14.8%	15.4%	16.1%	16.9%
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	-549	-675	-795
% 销售收入	4.7%	4.1%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
管理费用	-117	-195	-436	-406	-500	-588
% 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	1,122	1,505	1,923
% 销售收入	7.0%	6.3%	7.1%	8.3%	9.0%	9.8%
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	1,059	1,443	1,887
营业利润率	7.1%	6.0%	6.7%	7.8%	8.7%	9.6%
营业外收支	7	4	10	10	10	10
税前利润	**547**	**620**	**815**	**1,069**	**1,453**	**1,897**
利润率	7.2%	6.0%	6.8%	7.9%	8.7%	9.7%
所得税	-110	-77	-147	-193	-262	-342
所得税率	20.1%	12.3%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	437	544	668	876	1,191	1,555
少数股东损益	0	-3	4	3	7	9
归属于母公司的净利润	**436**	**547**	**664**	**872**	**1,183**	**1,545**
净利率	5.7%	5.3%	5.5%	6.4%	7.1%	7.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	437	544	668	876	1,191	1,555
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	-431	-282	-249
经营活动现金净流	**-270**	**458**	**1,152**	**713**	**1,207**	**1,611**
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	838	306	-205
其他	-143	-165	-182	-73	-191	-165
筹资活动现金净流	**758**	**-27**	**555**	**764**	**116**	**-370**
现金净流量	**-236**	**-911**	**466**	**544**	**321**	**303**

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	1,354	1,668	1,961
应收款项	21	63	93	92	114	134
存货	1,729	2,335	2,243	2,567	3,134	3,650
其他流动资产	1,261	989	1,294	1,451	1,772	2,064
流动资产	4,312	3,968	4,445	5,465	6,688	7,809
% 总资产	78.5%	58.3%	51.1%	52.2%	53.6%	54.7%
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%	37.6%	36.5%	35.6%
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%	47.8%	46.4%	45.3%
资产总计	**5,494**	**6,806**	**8,700**	**10,464**	**12,471**	**14,282**
短期借款	370	0	498	1,336	1,642	1,437
应付款项	1,387	2,131	2,698	2,746	3,369	3,943
其他流动负债	57	12	38	157	162	166
流动负债	1,815	2,143	3,235	4,240	5,173	5,547
长期贷款	0	0	736	736	736	736
其他长期负债	529	1,062	579	579	579	579
负债	**2,343**	**3,204**	**4,550**	**5,555**	**6,488**	**6,862**
普通股股东权益	3,086	3,528	4,085	4,838	5,904	7,332
少数股东权益	65	74	66	71	78	88
负债股东权益合计	**5,494**	**6,806**	**8,700**	**10,464**	**12,471**	**14,282**

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	1.112	1.515	1.979
每股净资产(元)	4.408	5.040	5.835	6.194	7.560	9.388
每股经营现金净流(元)	-0.386	0.655	1.646	0.906	1.536	2.050
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%	17.95%	20.04%	21.07%
总资产收益率	7.94%	8.04%	7.63%	8.30%	9.49%	10.82%
投入资本收益率	15.61%	14.15%	14.00%	15.26%	17.40%	19.64%
增长率						
营业总收入增长率	39.19%	34.45%	16.95%	12.92%	23.17%	17.57%
EBIT增长率	40.89%	22.15%	30.81%	32.25%	34.18%	27.79%
净利润增长率	39.15%	25.31%	21.39%	30.81%	36.27%	30.57%
总资产增长率	26.07%	23.90%	27.82%	20.27%	19.18%	14.52%
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	45.1	37.2	31.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.83%	11.42%	22.10%	24.77%	20.20%	9.57%
EBIT利息保障倍数	-89.2	20.9	17.8	15.3	20.5	39.9
资产负债率	42.65%	47.08%	52.29%	53.09%	52.03%	48.05%

来源：公司公告、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。