

## 毛利率持续提升 积极向平台型公司转型

- **业绩总结:** 公司发布 2014 年年报, 2014 年公司实现营业收入 135.5 亿元, 同比增长 13.0%; 实现归属母公司净利润 8.7 亿元, 同比增长 30.5%。2014 年度利润分配拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。
- **产品价格下跌, 毛利率持续提升。** 2014 年我国化肥市场整体比较低迷, 原料单质肥和复合肥的价格均出现了不同程度的下跌, 但单质肥价格下跌程度大于复合肥, 如尿素和复合肥 2014 年均价同比分别下跌了 16% 和 6% 左右。另外公司控释肥、硝基肥等高端肥料保持较快增长, 产品结构不断优化, 因此公司毛利率同比上升了 2.9 个百分点达到 17.6%, 实现了净利润增速 30.5%, 远高于收入的增速 13.0%。
- **新型肥料产能扩张, 有利未来盈利增长。** 2014 年公司 60 万吨/年硝基复合肥项目顺利投产; 菏泽年产 60 万吨硝基复合肥项目、临沂年产 10 万吨水溶肥、广东年产 15 万吨新型肥料项目于 2015 年 3 月试车运行。投产后公司将拥有复合肥总产能 625 万吨/年, 规模优势凸显, 并且 60% 的产能为硝基肥、控释肥、水溶性肥等新型肥料, 毛利率水平高。2015 年, 农业部全面启动了化肥、农药使用零增长行动, 我们认为未来复合肥产业将由数量型增长模式向质量型增长模式转变, 新型肥料具备高效环保的特点, 顺应化肥结构调整升级的方向, 有利于公司盈利的增长。
- **公司正在从生产经营型企业向创新型、服务型、平台型企业集团转变。** 公司一向重视农化服务, 是我国农化服务龙头, 在农资平台的整合方面也动作频频, 与以色列耐特菲姆公司、挪威阿坤纳斯公司、以及农药上市公司诺普信建立了合作关系, 合作涉及到新型肥料的生产、农化服务模式、销售渠道等。在我国种植集中化和农业现代化发展的背景下, 公司与联想佳沃等专业化种植公司、种植农场、种植大户开展合作, 并启动了 100 个国际标准的农化服务中心建设, 利用线下农化服务中心和渠道网点, 探索农资电商新模式, 积极向农资平台型公司转型, 我们看好公司未来发展。
- **盈利预测及评级:** 预计 2015-2017 年公司 EPS 为 1.51 元、1.90 元、2.40 元, 对应动态 PE 分别为 31 倍、24 倍、19 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险; 项目进展不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	13554.44	16806.15	20481.66	24432.57
增长率	13.03%	23.99%	21.87%	19.29%
归属母公司净利润(百万元)	866.39	1177.12	1486.41	1877.47
增长率	30.49%	35.87%	26.27%	26.31%
每股收益 EPS(元)	1.11	1.51	1.90	2.40
净资产收益率 ROE	12.58%	14.85%	16.09%	17.23%
PE	41.49	30.54	24.18	19.15
PB	5.22	4.53	3.89	3.30

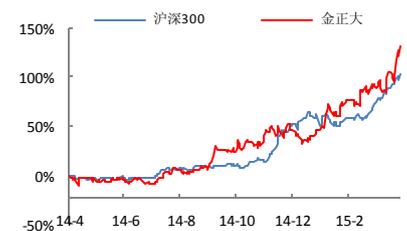
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
 执业证号: S1250513070003  
 电话: 021-50755259  
 邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪  
 执业证号: S1250514120001  
 电话: 010-57631196  
 邮箱: lxdi@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	7.81
流通 A 股(亿股)	5.93
52 周内股价区间(元)	17.77-46.36
总市值(亿元)	359.45
总资产(亿元)	120.65
每股净资产(元)	9.27

### 相关研究

1. 金正大(002470): 盈利逆势增长看好农化一体化发展 (2014-10-20)
2. 金正大(002470): 收入稳定增长毛利率不断提升 (2014-08-05)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	13554.44	16806.15	20481.66	24432.57	净利润	880.09	1183.48	1494.43	1887.60
营业成本	11164.79	13794.49	16788.82	19968.74	折旧与摊销	191.93	161.44	201.15	238.21
营业税金及附加	0.47	0.59	0.72	0.85	财务费用	32.90	17.30	0.16	-18.02
销售费用	756.54	924.34	1106.01	1294.93	资产减值损失	3.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	567.23	689.05	839.75	977.30	经营营运资本变动	-1092.18	44.74	-261.55	-99.83
财务费用	32.90	17.30	0.16	-18.02	其他	170.43	22.37	26.61	29.36
资产减值损失	3.95	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	187.13	1429.33	1460.80	2037.33
投资收益	1.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1064.72	-610.00	-640.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	120.23	10.15	10.15	10.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-944.48	-599.85	-629.85	-589.85
<b>营业利润</b>	1029.91	1380.38	1746.21	2208.77	短期借款	260.00	-260.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.33	11.94	11.94	11.94	长期借款	-5.46	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1050.24	1392.32	1758.15	2220.71	股权融资	0.00	0.00	6000.00	0.00
所得税	170.15	208.85	263.72	333.11	支付股利	0.00	-137.38	-173.48	-219.12
净利润	880.09	1183.48	1494.43	1887.60	其他	1385.19	-17.30	-6000.16	18.02
少数股东损益	13.70	6.35	8.02	10.13	<b>筹资活动现金流净额</b>	1639.73	-414.68	-173.64	-201.10
归属母公司股东净利润	866.39	1177.12	1486.41	1877.47	<b>现金流量净额</b>	882.38	414.80	657.31	1246.38
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1451.96	1866.76	2524.07	3770.45	<b>成长能力</b>	13.03%	23.99%	21.87%	19.29%
应收和预付款项	2480.41	2460.58	2629.02	2808.92	销售收入增长率	27.89%	34.03%	26.50%	26.49%
存货	1751.43	1831.56	1984.08	2009.66	营业利润增长率	31.71%	34.47%	26.27%	26.31%
其他流动资产	103.29	103.29	103.29	103.29	净利润增长率	25.28%	23.59%	24.72%	24.57%
长期股权投资	92.59	92.59	92.59	92.59	EBITDA 增长率				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>	17.63%	17.92%	18.03%	18.27%
固定资产和在建工程	4263.04	4702.08	5131.74	5484.53	毛利率	10.01%	9.70%	9.50%	9.23%
无形资产和开发支出	375.94	385.61	394.94	403.94	三费率	6.49%	7.04%	7.30%	7.73%
其他非流动资产	287.18	287.03	286.88	286.88	净利率	12.58%	14.85%	16.09%	17.23%
<b>资产总计</b>	10805.84	11729.49	13146.62	14960.27	ROE	9.99%	12.02%	13.37%	14.72%
短期借款	260.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.81%	17.83%	21.00%	23.97%
应付和预收款项	2325.78	2463.33	2559.51	2704.68	ROIC	9.38%	9.35%	9.57%	9.99%
长期借款	730.76	730.76	730.76	730.76	EBITDA/销售收入				
其他负债	499.22	499.22	499.22	499.22	<b>营运能力</b>	1.25	1.43	1.56	1.63
<b>负债合计</b>	3815.76	3693.32	3789.49	3934.66	总资产周转率	5.93	3.57	3.99	4.45
股本	781.42	781.42	781.42	781.42	固定资产周转率	256.63	242.13	248.85	242.61
资本公积	3262.82	3262.82	3262.82	3262.82	应收账款周转率	6.37	7.53	8.46	9.94
留存收益	2843.97	3883.71	5196.64	6855.00	存货周转率	0.99	—	—	—
归属母公司股东权益	6888.21	7927.95	9240.88	10899.24	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入				
少数股东权益	101.87	108.22	116.24	126.38	<b>资本结构</b>	35.31%	31.49%	28.82%	26.30%
<b>股东权益合计</b>	6990.08	8036.18	9357.13	11025.61	资产负债率	25.96%	19.79%	19.28%	18.57%
负债和股东权益合计	10805.84	11729.49	13146.62	14960.27	带息债务/总负债	1.88	2.11	2.37	2.71
					流动比率	1.27	1.46	1.68	2.05
					速动比率	0.00%	11.67%	11.67%	11.67%
					股利支付率				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>	1.11	1.51	1.90	2.40
EBITDA	1271.19	1571.07	1959.46	2440.90	每股收益	8.81	10.15	11.83	13.95
PE	41.49	30.54	24.18	19.15	每股净资产	0.24	1.83	1.87	2.61
PB	5.22	4.53	3.89	3.30	每股经营现金	0.00	0.18	0.22	0.28
PS	2.65	2.14	1.76	1.47	每股股利	13.03%	23.99%	21.87%	19.29%
EV/EBITDA	28.10	22.33	17.59	13.63					
股息率	0.00%	0.38%	0.48%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn