

**金正大(002470.SZ)**
**冠军永不止步,**
**电商国家队领跑农资大变革**

**评级: 买入**      **前次: 买入**  
**目标价(元): 33.7**  
 分析师: 谢刚      分析师: 张俊宇  
 S0740510120005      S0740511120002  
 021-20315178      021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2015年7月20日

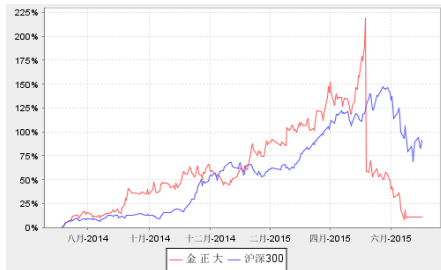
**基本状况**

总股本(百万股)	1562.85
流通股本(百万股)	1400.00
市价(元)	20.30
市值(百万元)	31725.77
流通市值(百万元)	28420.00

**业绩预测**

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	11,992.	13,554.	17,171.	21,406.	25,493.
营业收入增速	16.95%	13.03%	26.69%	24.66%	19.09%
净利润增长率	21.39%	30.49%	26.43%	29.49%	26.85%
摊薄每股收益(元)	0.95	1.11	0.70	0.91	1.15
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)	22.46	24.26	28.96	22.37	17.63
PEG	1.05	0.80	1.10	0.76	0.66
每股净资产(元)	5.84	8.81	4.96	5.87	7.02
每股现金流量	1.65	0.23	1.12	0.96	1.19
净资产收益率	16.25%	12.58%	14.14%	15.47%	16.41%
市净率	3.65	3.05	4.09	3.46	2.89
总股本(百万股)	700.00	781.42	1,562.8	1,562.8	1,562.8

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- **事件: 金正大7月16日金正大电商平台农商1号领航发布会在北京钓鱼台国宾馆召开,20日正式公告与各合作方(即农业产业基金、东富和通基金、现代种业基金、谷丰农业基金、京粮基金)签订《关于金正大农业投资有限公司之增资协议》,增资金正大农业投资有限公司至12亿元,本次增资款项主要用于投资新农道电子商务有限公司“农商1号”电子商务平台。**
- **雄厚资金护航中长期转型之路,“农商1号”试运行反响热烈。**与发展电商平台遇到前期需要大量自有资金投入而捉襟见肘的情况不同,农商1号由金正大集团、国家产业基金、战略合作伙伴共同发起,有财政部、农业部两大直属基金+五大央企鼎力支持,总投资20亿元,注册资本12亿元,强大的资金支持是第一重保障;60天试运行以来已经覆盖5个区域、建立500村站、发展10000会员,反响热烈,套餐肥、地推导流是第二重团队与信心保障;同时,农商1号已经有了清晰的未来五年目标:一百区域运营中心、一千县级服务中心、一万事业合伙人、十万村站合作伙伴、一千万优质会员。
- **解决农资消费四大痛点,再塑渠道王者新铠甲。**农商1号目标在于解决农资消费中存在的1)技术服务不足;2)高效配送困难;3)渠道冲突严重;4)消费意识缺乏的四大痛点,意欲成为“全”、“专”、“好”、“省”的农资购物平台,真正使现有渠道与线上渠道实现融合升级:
  - “全”——包括肥料、种子、农药、农机具等全品类农资全程解决方案,一站式购齐;
  - “专”——专家全程在线,学农技、问专家,种植难题好解决;
  - “好”——知名品牌联盟,实现放心购;

请务必阅读正文之后的重要声明部分

➤ “省”——种植套餐组合，省钱更高效。

- **产能扩张产品升级，高端肥料业务推广进行时。**今年以来，公司已经公告了 30 万吨/年水溶性复合肥、60 万吨/年硝基复合肥、15 万吨/年新型复合肥相继试车运行，产能支撑未来业绩增长。公司在水溶肥等高端肥料发面持续发力，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、对专注于高端肥料生产的诺贝丰进行增资、与以中农业合作交流中心共同建设中国-以色列现代农业示范园区等加快了公司在水溶肥等高端肥市场的研发与推广，通过与内蒙古沐禾等四家水肥一体化设备厂家的合作，实现肥料与配套灌溉设备有机融合和互利共赢。
- **公司 2015-2016 年 EPS 预计分别为 0.70、0.91 元，对应当前股价仅为 2016 年 22XPE。**目前复合肥行业 2015 年平均 PE 为 39 倍，2016 年平均 PE 为 27 倍，鉴于公司作为行业龙头渠道优势突出，拥有多样化的产品线，同时信息化、国际化稳步推进，是为优质的投资标的。作为复合肥行业冠军，公司致力于通过农业信息化进行服务手段创新、炼就最牛多维渠道，我们预计公司未来业绩稳增与渠道升级携手、平台转型与产品多元布局互促、信息化与国际化同步，实现向农资服务平台运营商的转型，**继续强烈建议买入“业绩增长确定+估值合理+经营模式创新”的农资龙头企业，给予 37X2016PE，目标价 33.7 元。**
- **我们认为未来金正大的主要看点：**1) 水溶肥、硝基肥等高利润新型复合肥的推广带来优质的盈利，在新涉足区域的拓展带来新的销售上升区间；2) 随着公司信息化战略的推进，农资电商平台落地与农化服务中心规模形成的双重加法带来渠道竞争的突破，龙头优势将进一步显现；3) 国际化战略与轻资产运营战略的需要带来公司未来的并购预期。
- **风险提示：**1) 信息化战略推行前期投入资金量大，短期收益可能不达预期；2) 新型复合肥价格偏高，获得种植户认可需要时间，推广进度低于预期的风险；3) 下游单质肥价格反弹过快，利润增速低于预期的风险。

图表 1: 金正大三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E		2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>10,254</b>	<b>11,992</b>	<b>13,554</b>	<b>17,172</b>	<b>21,406</b>	<b>25,493</b>	货币资金	581	815	1,645	2,576	3,211	4,607
增长率	34.45%	16.9%	13.0%	26.7%	24.7%	19.1%	应收账款	63	93	98	117	146	174
营业成本	-8,991	-10,222	-11,165	-13,893	-17,271	-20,556	存货	2,335	2,243	1,751	3,111	3,868	4,603
%销售收入	87.7%	85.2%	82.4%	80.9%	80.7%	80.6%	其他流动资产	989	1,294	2,495	1,872	2,300	2,716
毛利	1,263	1,770	2,390	3,279	4,135	4,938	流动资产	3,968	4,445	5,990	7,676	9,525	12,100
%销售收入	12.3%	14.8%	17.6%	19.1%	19.3%	19.4%	%总资产	58.3%	51.1%	54.4%	56.5%	65.4%	70.9%
营业税金及附加	-2	-2	0	-1	-1	-1	长期投资	0	105	93	93	93	93
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,123	3,366	4,263	5,112	4,221	4,130
营业费用	-418	-484	-757	-1,168	-1,434	-1,657	%总资产	31.2%	38.7%	38.7%	37.7%	29.0%	24.2%
%销售收入	4.1%	4.0%	5.6%	6.8%	6.7%	6.5%	无形资产	206	388	376	406	447	447
管理费用	-195	-436	-567	-773	-963	-1,147	非流动资产	2,839	4,255	5,021	5,900	5,050	4,960
%销售收入	1.9%	3.6%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	41.7%	48.9%	45.6%	43.5%	34.6%	29.1%
息税前利润 (EBIT)	648	848	1,065	1,338	1,737	2,132	<b>资产总计</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>11,011</b>	<b>13,577</b>	<b>14,575</b>	<b>17,060</b>
%销售收入	6.3%	7.1%	7.9%	7.8%	8.1%	8.4%	短期借款	0	498	759	1,215	659	499
财务费用	-31	-48	-33	-27	-1	69	应付账款	2,131	2,698	2,326	3,426	4,265	5,076
%销售收入	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	-0.3%	其他流动负债	12	38	115	275	47	53
资产减值损失	-1	-3	-4	-5	-1	-1	流动负债	2,143	3,235	3,200	4,917	4,971	5,629
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	736	731	701	701	701
投资收益	0	7	1	1	2	2	其他长期负债	1,062	579	91	91	-407	-407
%税前利润	0.0%	0.9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	<b>负债</b>	<b>3,204</b>	<b>4,550</b>	<b>4,021</b>	<b>5,708</b>	<b>5,265</b>	<b>5,923</b>
营业利润	616	805	1,030	1,307	1,736	2,202	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,528</b>	<b>4,085</b>	<b>6,888</b>	<b>7,749</b>	<b>9,168</b>	<b>10,967</b>
营业利润率	6.0%	6.7%	7.6%	7.6%	8.1%	8.6%	少数股东权益	74	66	102	119	142	170
营业外收支	4	10	20	20	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>11,011</b>	<b>13,577</b>	<b>14,575</b>	<b>17,060</b>
税前利润	620	815	1,050	1,327	1,736	2,202	<b>比率分析</b>						
利润率	6.0%	6.8%	7.7%	7.7%	8.1%	8.6%		2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E
所得税	-77	-147	-170	-215	-295	-374	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.3%	18.0%	16.2%	16.2%	17.0%	17.0%	每股收益 (元)	0.781	0.948	1.109	0.701	0.908	1.151
净利润	544	668	880	1,113	1,441	1,828	每股净资产 (元)	5.040	5.835	8.815	4.958	5.866	7.017
少数股东损益	-3	4	14	17	22	29	每股经营现金净流 (元)	0.655	1.646	0.235	1.124	0.964	1.189
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>547</b>	<b>664</b>	<b>866</b>	<b>1,095</b>	<b>1,418</b>	<b>1,799</b>	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
净利率	5.3%	5.5%	6.4%	6.4%	6.6%	7.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.50%	16.25%	12.58%	14.14%	15.47%	16.41%
净利润	544	668	880	1,113	1,441	1,828	总资产收益率	8.04%	7.63%	7.87%	8.07%	9.73%	10.55%
少数股东损益	0	0	0	17	22	29	投入资本收益率	14.15%	14.00%	13.23%	15.75%	20.98%	24.78%
非现金支出	101	155	196	312	351	351	<b>增长率</b>						
非经营收益	57	53	68	67	84	42	营业收入增长率	34.45%	16.95%	13.03%	26.69%	24.66%	19.09%
营运资金变动	-243	276	-961	266	-369	-363	EBIT增长率	22.15%	30.81%	25.61%	25.55%	29.85%	22.77%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>458</b>	<b>1,152</b>	<b>183</b>	<b>1,774</b>	<b>1,530</b>	<b>1,887</b>	净利润增长率	25.31%	21.39%	30.49%	26.43%	29.49%	26.85%
资本开支	1,250	1,231	970	1,165	-500	260	总资产增长率	23.90%	27.82%	26.57%	23.30%	7.35%	17.05%
投资	-93	-24	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	14	26	1	2	2	应收账款周转天数	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,342</b>	<b>-1,241</b>	<b>-944</b>	<b>-1,164</b>	<b>502</b>	<b>-259</b>	存货周转天数	82.5	81.7	65.3	81.7	81.7	81.7
股权募资	13	0	2,031	0	0	0	应付账款周转天数	8.5	16.8	20.9	16.8	16.8	16.8
债权募资	126	736	-246	426	-1,054	-160	固定资产周转天数	30.2	39.9	53.0	54.2	44.5	32.5
其他	-165	-182	-144	-88	-320	-44	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>555</b>	<b>1,640</b>	<b>338</b>	<b>-1,373</b>	<b>-204</b>	净负债/股东权益	11.42%	22.10%	-2.22%	-8.38%	-25.23%	-35.06%
<b>现金净流量</b>	<b>-911</b>	<b>466</b>	<b>878</b>	<b>948</b>	<b>658</b>	<b>1,425</b>	EBIT利息保障倍数	20.9	17.8	32.4	49.2	1,256.8	-30.7
							资产负债率	47.08%	52.29%	36.52%	42.05%	36.13%	34.72%

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。