

净利润增35%略超市场预期，未来 打造农商第一生态圈

——金正大（002470）半年度财报点评

2015年07月22日

强烈推荐/维持

金正大

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

公司发布 2015 年半年报，营业收入 96.97 亿元，同比增长 37.6%，归属于上市公司股东的净利润为 6.46 亿元，同比增长 34.74%，如剔除股权激励费用的影响，净利润同比增长 42.72%，基本每股收益 0.71 元。公司业绩略超市场预期。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	1793.62	3087.47	3959.46	4073.33	2434.18	4179.07	5517.73
增长率（%）	-9.88%	5.45%	8.06%	12.94%	35.71%	35.36%	39.36%
毛利率（%）	16.10%	17.31%	17.95%	16.46%	19.49%	17.59%	14.69%
期间费用率（%）	13.43%	7.55%	10.71%	6.59%	17.70%	8.09%	7.73%
营业利润率（%）	2.55%	9.69%	7.16%	9.88%	1.84%	9.43%	6.85%
净利润（百万元）	35.94	249.27	236.71	340.63	53.48	329.87	316.60
增长率（%）	-24.32%	25.50%	32.16%	33.82%	48.82%	32.33%	33.75%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.36	0.33	0.48	0.07	0.42	0.20
资产负债率（%）	52.29%	47.69%	45.92%	47.58%	36.52%	38.90%	35.05%
净资产收益率（%）	0.87%	5.67%	5.22%	7.00%	0.77%	4.47%	4.19%
总资产收益率（%）	0.41%	2.96%	2.82%	3.67%	0.49%	2.73%	2.72%

观点：

- 成功的营销服务模式是业绩逆势增长的关键。**上半年复合肥行业需求增速下滑，行业竞争加剧；公司业绩能够完成年初目标的主要原因在于，随着临沭基地 10 万吨/年水溶肥、菏泽 60 万吨/年硝基复合肥、广东一期 15 万吨/年新型肥料、诺泰尔 20 万吨/年水溶肥项目陆续投产，公司依托其品牌、渠道、服务等多方面优势，通过推行种肥同播、水肥一体化、农化服务中心建设、顾问式营销等营销服务模式，实现业绩持续快速增长。
- 新型肥料是增长主动力，下半年新增产能陆续释放。**新型肥料包括控释肥、硝基肥、水溶肥市场需求增速高达 20%-30%以上，上半年毛利率分别为 21.6%、23.57%、42.7%，对比普通复合肥仅有 12.97%。公司自上市以来一直将打造世界级高端肥料企业作为发展战略，2014 年新型肥料贡献利润占比超六成，2015 年上半年则超过 70%。下半年贵州与临沭等水溶肥项目将继续释放，使公司产能结构进一步优化，是未来业绩增长动力。

- **生产型向平台型企业转变, 打造农商第一生态圈。**至 2014 年中期我国土地流转面积 3.8 亿亩, 是 2008 年的 3.5 倍, 未来化肥行业优胜者属于农化服务提前布局的平台型企业。公司通过“五个一工程”与万人农化服务大队伍的建设, 逐步成为行业标杆; 随着 7 月 16 日农资服务国家队“农商一号”全面启动上线, 公司将由生产性快速向平台型企业转变, 站在农业互联网+的风口, 打造农商第一生态圈, 受益下游农业数千亿市场空间。

结论:

公司是国内复合肥行业绝对龙头, 产能结构优化与成功营销服务带动公司业绩逆势增长, “农商一号”全面启动上线将使公司成为服务型与平台型的国际化企业, 成长空间巨大。基于最新 15.63 亿股本, 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.75、0.99、1.29 元, 对应 PE 33、25、19 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

“农商一号”推广低于市场预期的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	4445	5990	7375	8504	10805	营业收入	11992	13554	16790	19131	21902
货币资金	815	1645	1679	1955	3283	营业成本	10222	11165	14017	15901	18064
应收账款	4	17	0	0	0	营业税金及附加	2	0	2	2	2
其他应收款	44	46	56	64	74	营业费用	484	757	672	708	745
预付款项	1294	2382	2803	3280	3821	管理费用	436	567	655	631	657
存货	2243	1751	2688	3049	3464	财务费用	48	33	42	34	18
其他流动资产	0	103	103	103	103	资产减值损失	2.73	3.95	4.00	4.00	4.00
非流动资产合计	4255	5021	5795	5973	5726	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	105	93	105	105	105	投资净收益	7.43	1.35	2.00	2.00	2.00
固定资产	1651.2	2287.6	3506.4	4181.0	4400.7	营业利润	805	1030	1401	1853	2414
无形资产	376	364	328	291	255	营业外收入	12.83	23.18	23.00	25.00	30.00
其他非流动资产	391	287	280	280	280	营业外支出	2.89	2.85	3.00	3.00	3.00
资产总计	8700	11011	13170	14476	16531	利润总额	815	1050	1421	1875	2441
流动负债合计	3235	3200	3596	3626	4023	所得税	147	170	237	312	406
短期借款	0	260	316	0	0	净利润	668	880	1185	1563	2035
应付账款	726	552	576	653	742	少数股东损益	4	14	10	12	13
预收款项	1283	1127	1295	1486	1705	归属母公司净利润	664	866	1174	1552	2022
一年内到期的非流	498	499	498	498	498	EBITDA	1006	1255	1781	2309	2879
非流动负债合计	1315	822	765	789	816	BPS (元)	0.95	1.23	0.75	0.99	1.29
长期借款	736	731	731	731	731	主要财务比率					
应付债券	498	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	4550	4021	4361	4415	4839	成长能力					
少数股东权益	66	102	112	124	136	营业收入增长	16.9%	13.0%	23.9%	13.9%	14.5%
实收资本(或股本)	700	781	1563	1563	1563	营业利润增长	30.6%	27.9%	36.1%	32.2%	30.3%
资本公积	1309	3263	3263	3263	3263	归属于母公司净利润	21.4%	30.5%	35.5%	32.1%	30.3%
未分配利润	1881	2598	3220	4043	5114	获利能力					
归属母公司股东权	4085	6888	8609	9850	11468	毛利率(%)	15%	18%	17%	17%	18%
负债和所有者权益	8700	11011	13083	14389	16444	净利率(%)	6%	6%	7%	8%	9%
现金流量表						单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	总资产净利润(%)	8%	8%	9%	11%	12%
						ROE(%)	16%	13%	14%	16%	18%
经营活动现金流	1152	183	558	1514	1924	偿债能力					
净利润	668	880	1185	1563	2035	资产负债率(%)	52%	37%	33%	31%	29%
折旧摊销	152.70	191.93	337.93	421.90	446.85	流动比率	1.37	1.87	2.05	2.34	2.69
财务费用	48	33	42	34	18	速动比率	0.68	1.32	1.30	1.50	1.82
应付帐款的变化	0	0	24	77	89	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	168	191	219	总资产周转率	1.55	1.38	1.39	1.39	1.42
投资活动现金流	-1241	-944	-1103	-602	-202	应收账款周转率	5882	1271	1947	#DIV/0!	#DIV/0!
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.55	21.20	29.76	31.12	31.38
长期投资	105	93	105	105	105	每股指标(元)					
投资收益	7	1	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.95	1.23	0.75	0.99	1.29
筹资活动现金流	555	1640	577	-636	-394	每股净现金流(最新)	0.67	1.12	0.02	0.18	0.85
短期借款	0	260	316	0	0	每股净资产(最新摊)	5.84	8.81	5.51	6.30	7.34
长期借款	736	731	731	731	731	估值比率					
普通股增加	0	81	781	0	0	P/E	25.84	19.96	32.67	24.73	18.97
资本公积增加	-2	1954	0	0	0	P/B	4.21	2.79	4.46	3.90	3.35
现金净增加额	466	878	32	276	1328	EV/EBITDA	18.00	15.17	21.47	16.30	12.61

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士, 2010 年加盟东兴证券研究所, 三年化工行业工作经验, 四年证券行业从业经验, 2014 年水晶球第三名。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。