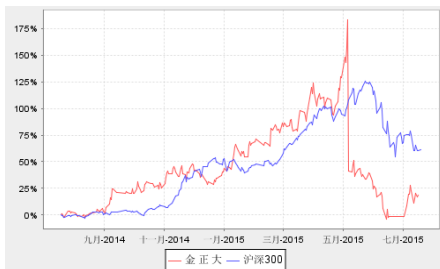


**金正大(002470.SZ)**
**政策助推产业升级，  
电商平台渐积跬步**

**评级： 买入**      **前次： 买入**  
**目标价(元)： 33.7**  
 分析师                      分析师  
 谢刚                          张俊宇 021-20315191  
 S0740510120005              zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 021-20315178                  联系人  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      张斌梅 021-20315125  
 2015年8月4日                  zhangbm@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1562.85
流通股本(百万股)	1400.00
市价(元)	25.58
市值(百万元)	39977.60
流通市值(百万元)	39977.60

**股价与行业-市场走势对比**

**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

**投资要点**

- 事件：**金正大今天下午在全景网互动平台举行投资者网上说明会，公司董事长兼总经理万连步透露了日前刚刚试运行“农商1号”日均流量约2000-3000人次，并表示接下来将按各地县级物流运营中心建设及备货进度来相继开通网站订购功能，上线产品正在快速铺货到全国各县物流中心，下半年更有更多市场开通线上订购、线下送货到户服务。金正大今日尾盘强力拉升至25.58，涨幅5.01%。
- 政策推动化肥产业升级与水肥一体化推广，龙头企业领衔再受益。**工信部日前发布《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》，提出通过总量控制、改善和优化原料结构、推动产品质量和质量升级、提高创新能力、提升节能环保水平等方式，推动化肥行业加速转型升级、由大变强。《意见》明确将以提高化肥利用率和产品质量为目标，大力发展新型肥料，力争到2020年，我国新型肥料的施用量占总体化肥使用量的比重从目前不到10%提升到30%。随着水肥一体化在各种植大省的逐步推广，环保这一变量对行业的影响日益深入；淘汰落后产能、兼并过剩产能的进程推进，复合肥行业优胜劣汰走向集中还将持续，已经占领渠道、产品、服务、品牌优势的龙头企业做强做大志在必得。
- 领先产业变革备好“粮草”，高端环保肥料推广带来优质业绩展望。**今年公司的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方面持续发力，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、增资专注于高端肥料生产的诺贝丰、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。领先于行业变革，公司在产品、产能、技术与服务上已经做好准备，有望在这场产业升级中领衔突破，优质的业绩展望将继续有力支持市场份额扩大。

- **农资平台渐积跬步，下半年成长之路值得关注。**7月正式上线的“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+五大央企总投资20亿元的资金保障；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；8月3日的投资者交流会上透露“农商1号”目前日均流量约2000-3000人次，接下来将按各地县级物流运营中心建设及备货进度来相继开通网站订购功能，上线产品正在快速铺货到全国各县物流中心，下半年更有更多市场开通线上订购、线下送货上门服务。作为公司渠道的升级，“农商1号”受到诸多关注，随着未来线下稳步推广，将有效支撑线上平台的人气及持续度，我们认为下半年将是其渠道铺开的重要时点，值得关注。
- **公司2015-2016年EPS预计分别为0.70、0.91元，对应当前股价为2016年28XPE。**目前复合肥行业2015年平均PE为34倍，2016年平均PE为23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。在市场持续大幅震荡的时点，用合适的价格买入优质标的将创造安全稳定的投资收益，因此我们**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有：**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扩张预期。
- **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
营业总收入	10,254	11,992	13,554	17,172	21,406	25,493	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%	应收款项	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	资产总计	6,806	8,700	11,011	13,577	14,575	17,060
%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	应付款项	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%	负债	3,204	4,550	4,021	5,708	5,265	5,923
营业利润	616	805	1,030	1,307	1,736	2,202	普通股股东权益	3,528	4,085	6,888	7,749	9,168	10,967
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	负债股东权益合计	6,806	8,700	11,011	13,577	14,575	17,060
税前利润	620	815	1,050	1,327	1,736	2,202	比率分析						
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	每股指标						
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	每股经营现金净额 (元)	0.655	1.646	0.235	1.124	0.964	1.189
归属于母公司的净利润	547	664	866	1,095	1,418	1,799	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%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.50%	16.25%	12.58%	14.14%	15.47%	16.41%
	2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E	总资产收益率	8.04%	7.63%	7.87%	8.07%	9.73%	10.55%
净利润	544	668	880	1,113	1,441	1,828	投入资本收益率	14.15%	14.00%	13.23%	15.75%	20.98%	24.78%
少数股东损益	0	0	0	17	22	29	增长率						
非现金支出	101	155	196	312	351	351	营业总收入增长率	34.45%	16.95%	13.03%	26.69%	24.66%	19.09%
非经营收益	57	53	68	67	84	42	EBIT增长率	22.15%	30.81%	25.61%	25.55%	29.85%	22.77%
营运资金变动	-243	276	-961	266	-369	-363	净利润增长率	25.31%	21.39%	30.49%	26.43%	29.49%	26.85%
经营活动现金净流	458	1,152	183	1,774	1,530	1,887	总资产增长率	23.90%	27.82%	26.57%	23.30%	7.35%	17.05%
资本开支	1,250	1,231	970	1,165	-500	260	资产管理能力						
投资	-93	-24	0	0	0	0	应收账款周转天数	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1
其他	0	14	26	1	2	2	存货周转天数	82.5	81.7	65.3	81.7	81.7	81.7
投资活动现金净流	-1,342	-1,241	-944	-1,164	502	-259	应付账款周转天数	8.5	16.8	20.9	16.8	16.8	16.8
股权募资	13	0	2,031	0	0	0	固定资产周转天数	30.2	39.9	53.0	54.2	44.5	32.5
债权募资	126	736	-246	426	-1,054	-160	偿债能力						
其他	-165	-182	-144	-88	-320	-44	净负债/股东权益	11.42%	22.10%	-2.22%	-8.38%	-25.23%	-35.06%
筹资活动现金净流	-27	555	1,640	338	-1,373	-204	EBIT利息保障倍数	20.9	17.8	32.4	49.2	1,256.8	-30.7
现金净流量	-911	466	878	948	658	1,425	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。