

2015年10月20日

金正大 (002470.SZ)

业绩超预期，稀缺的持续高成长标的

■ **事件：**公司发布15年三季报：公司1-9月实现营业收入162.35亿元，同比增加46%，实现归属于上市公司股东的净利润10.99亿元，同比增长34.82%，EPS为0.7元。加权平均ROE为14.88%，较去年下降3.55个百分点。第三季度公司实现营业收入65.38亿元，归属于上市公司股东的净利润为4.53亿元，同比增长34.94%。公司业绩略超市场预期。公司预计2015年全年实现归母净利润10.83~11.67亿元，同比增长25~35%。

■ **公司收入和利润继续快速增长：**公司采取以套餐肥新产品为推广主线，以品牌建设、营销、重点县建设、渠道开发与优化和市场终端亮化等为手段的销售策略，15年普通复合肥、控释复合肥稳步增长，硝基复合肥、水溶复合肥等新型肥料销售增长迅速，公司收入及净利润进一步增长。同时，公司探索新服务模式、开展国际国内联合协作，对公司拓宽销售渠道、贴近服务客户、实现全国合理布局起到了积极作用，提高了公司的市场竞争力。费用方面，股权激励产生的期权成本导致公司管理费用同比大幅增加41.46%，财务费用因公司中期票据偿还减少利息支出及再融资募集资金存款利息增加利息收入导致同比大幅减少128.02%。三季度单季度应收账款增加主要由于9月1日开始征收增值税后，部分产品销售采用先货后款的方式结算，并不影响公司长期先款后货的结算方式，原有第三季度的赊销货款将于四季度回款。

■ **复合肥需求未来几年将保持稳定的增长：**具体分析见下页；

■ **农商1号正式上线，打造农资版“亚马逊”：**具体分析见下页；

■ **推动中以农业合作，做国际化的金正大：**具体分析见下页；

■ **未来全球领先的植物营养专家和种植业解决方案提供商：**公司已经形成以新型复合肥为主，普通复合肥为翼的国内领先的产品格局，产业结构的升级将增强公司竞争力，提高市占率。公司的电商平台“农商1号”如期上线，看好公司强大的资源整合能力和执行力。我们预测公司15-17年EPS分别为0.73、0.97和1.18元，维持买入-A投资评级，6个月目标价30元。

■ **风险提示：**单质肥价格持续下跌、复合肥销量低于预期的风险等

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	11,992.2	13,554.4	16,239.3	19,942.3	24,489.7
净利润	663.9	866.4	1,148.1	1,511.1	1,850.8
每股收益(元)	0.42	0.55	0.73	0.97	1.18
每股净资产(元)	2.61	4.41	5.52	6.34	7.35

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	47.4	36.3	27.4	20.8	17.0
市净率(倍)	7.7	4.6	3.6	3.2	2.7
净利润率	5.5%	6.4%	7.1%	7.6%	7.6%
净资产收益率	16.3%	12.6%	13.3%	15.2%	16.1%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%
ROIC	20.0%	19.1%	17.0%	22.6%	24.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

复合肥

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

30.00元

股价(2015-10-19)

20.14元

交易数据

总市值(百万元)	31,475.72
流通市值(百万元)	23,867.51
总股本(百万股)	1,562.85
流通股本(百万股)	1,185.08
12个月价格区间	15.63/58.25元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	9.35	14.08	-63.33
绝对收益	18.05	-0.79	-18.59

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaoqing@essence.com.cn

罗雅婷

021-68765295

luoyt@essence.com.cn

相关报告

半年度业绩超预期，继续坚定看好公司未来转型发展	2015-07-22
积极探索互联网，坚定转型服务商	2015-04-17
业绩符合预期，继续看好公司在农资大变革时代的发展	2015-02-27

■ **复合肥需求未来几年将保持稳定的增长**：目前国际上发达国家复合肥使用量占总化肥使用量的 80%，全球复合化率的平均水平也是 50%。国内的复合化率近年来正逐年提高，从 2004 年的 26% 提升到 2013 年的 34.8%，但与农业生产的发展需要相比仍存在很大的增长空间。由于我国土地流转的加速、劳动力成本的提高以及测土配方进程的加快等多种因素影响，加之农业部推行未来 5 年内化肥施用量零增长方案，农用肥的需求结构随着农业种植结构及农业机械化正发生着变化，未来复合肥需求量将稳步增长。

■ **农商 1 号正式上线，打造农资版“亚马逊”**：“农商 1 号”平台于 7 月 16 日正式上线。公司与中国农业产业发展基金有限公司、现代种业发展基金有限公司、东方资产管理有限公司下属基金、北京京粮鑫牛润瀛股权投资基金和江苏谷丰农业投资基金等五家机构共同投资 12 亿元，并与京东商城、中化化肥等企业以及美国硼砂集团、以色列瑞沃乐斯等知名农资企业签署战略合作协议，共同致力于中国现代农业的建设与发展。“农商 1 号”为种子、化肥、农药、农资设备等领域的国际、国内知名企业搭建一个产品合作平台。在销售农资的同时，还利用线上交互平台切入售后服务，构建会员互联生态圈，提高用户粘性。公司计划构建覆盖全国的渠道和客户体系，建立 1000 个县级运营服务中心，10 万个村级农户服务站，覆盖 5000 万户农村种植家庭。

■ **推动中以农业合作，做国际化的金正大**：15 年公司积极推动中国和世界农业文明的融汇和交流。与中以农业合作交流中心签署《深化合作协议》，决定未来五年在中国合作建设 10 个以色列现代农业示范园、100 个国际化的农化服务中心和培训 1 千名农艺师、建设 1 万块试验田以及 10 万个水肥一体化示范户，全面引进以色列水肥一体化技术和服务模式，打造以色列农业综合展示平台。同时，利用以色列的现代农业资源，开展交流培训活动，开扩公司的国际化视角，加速公司国际化建设进程。在发展现代化农业的趋势下，农业发展红利将在未来不断释放，农业科技革命时代来临，新型肥料普及应用将使肥料企业转型升级与创新发展的机遇。公司积极开拓国外业务，并向农业强国学习新技术，有助于公司向服务商转变和成为卓越的国际化大企业。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月19日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	11,992.2	13,554.4	16,239.3	19,942.3	24,489.7	成长性					
减:营业成本	10,222.4	11,164.8	13,606.2	16,621.2	20,418.7	营业收入增长率	16.9%	13.0%	19.8%	22.8%	22.8%
营业税费	1.6	0.5	1.6	2.0	2.4	营业利润增长率	30.6%	27.9%	37.0%	32.3%	22.8%
销售费用	484.3	756.5	656.1	805.7	989.4	净利润增长率	21.4%	30.5%	32.5%	31.6%	22.5%
管理费用	435.6	567.2	600.9	737.9	906.1	EBITDA 增长率	34.5%	24.8%	31.1%	28.4%	20.9%
财务费用	47.6	32.9	-35.7	-92.4	-120.3	EBIT 增长率	31.7%	24.6%	29.4%	29.1%	22.4%
资产减值损失	2.7	4.0	3.1	3.2	3.2	NOPLAT 增长率	23.2%	27.4%	25.1%	29.1%	22.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.3%	40.1%	-3.0%	11.9%	3.7%
投资和汇兑收益	7.4	1.4	3.9	2.7	2.7	净资产增长率	15.2%	68.4%	25.0%	14.8%	15.9%
营业利润	805.3	1,029.9	1,411.1	1,867.5	2,292.9	利润率					
加:营业外净收支	9.9	20.3	13.9	15.2	15.2	毛利率	14.8%	17.6%	16.2%	16.7%	16.6%
利润总额	815.2	1,050.2	1,425.0	1,882.6	2,308.1	营业利润率	6.7%	7.6%	8.7%	9.4%	9.4%
减:所得税	147.0	170.2	270.8	357.7	438.5	净利润率	5.5%	6.4%	7.1%	7.6%	7.6%
净利润	663.9	866.4	1,148.1	1,511.1	1,850.8	EBITDA/营业收入	8.4%	9.3%	10.1%	10.6%	10.4%
						EBIT/营业收入	7.1%	7.8%	8.5%	8.9%	8.9%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	39	52	60	61	53
货币资金	815.1	1,645.1	2,921.0	3,440.6	4,707.8	流动营业资本周转天数	32	37	39	36	38
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	126	139	158	163	166
应收帐款	48.3	62.8	38.8	99.0	75.4	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	44.3	35.6	53.3	66.5	75.3	存货周转天数	69	53	63	61	59
预付帐款	1,294.3	2,382.0	1,258.9	3,285.3	2,637.9	总资产周转天数	233	262	271	257	241
存货	2,243.2	1,751.4	3,953.0	2,833.6	5,234.2	投资资本周转天数	123	149	143	121	106
其他流动资产	-	112.9	37.6	50.2	66.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.3%	12.6%	13.3%	15.2%	16.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	8.0%	8.6%	10.2%	10.5%
长期股权投资	105.3	92.6	92.6	92.6	92.6	ROIC	20.0%	19.1%	17.0%	22.6%	24.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,651.3	2,287.7	3,166.8	3,560.5	3,652.2	销售费用率	4.0%	5.6%	4.0%	4.0%	4.0%
在建工程	1,608.2	1,937.5	1,118.8	709.4	454.7	管理费用率	3.6%	4.2%	3.7%	3.7%	3.7%
无形资产	376.3	364.2	403.7	442.0	479.0	财务费用率	0.4%	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	513.7	339.5	429.4	382.7	366.4	三费/营业收入	8.1%	10.0%	7.5%	7.3%	7.2%
资产总额	8,700.0	11,011.3	13,473.9	14,962.6	17,842.3	偿债能力					
短期债务	-	260.0	50.0	50.0	50.0	资产负债率	52.3%	36.5%	35.1%	32.9%	34.8%
应付帐款	959.2	802.6	814.1	1,426.8	1,373.6	负债权益比	109.6%	57.5%	54.2%	49.1%	53.5%
应付票据	455.9	396.2	1,217.3	631.4	1,452.3	流动比率	1.37	1.87	2.01	2.19	2.20
其他流动负债	1,819.5	1,740.7	2,025.6	2,354.1	2,928.9	速动比率	0.68	1.32	1.05	1.56	1.30
长期借款	736.2	730.8	50.0	50.0	50.0	利息保障倍数	17.92	32.30	-38.48	-19.21	-18.06
其他非流动负债	578.8	90.9	577.2	415.6	361.2	分红指标					
负债总额	4,549.6	4,021.2	4,734.2	4,927.9	6,216.0	DPS(元)	0.07	0.08	0.12	0.15	0.18
少数股东权益	65.8	101.9	107.8	120.9	138.7	分红比率	15.8%	13.5%	16.2%	15.2%	15.0%
股本	700.0	781.4	1,562.8	1,562.8	1,562.8	股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	3,384.5	6,106.8	7,069.1	8,350.9	9,924.8						
股东权益	4,150.3	6,990.1	8,739.7	10,034.6	11,626.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.42	0.55	0.73	0.97	1.18
净利润	668.2	880.1	1,148.1	1,511.1	1,850.8	BVPS(元)	2.61	4.41	5.52	6.34	7.35
加:折旧和摊销	152.7	191.9	269.0	336.9	380.8	PE(X)	47.4	36.3	27.4	20.8	17.0
资产减值准备	2.7	4.0	-	-	-	PB(X)	7.7	4.6	3.6	3.2	2.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	133.8	-25.2	40.2	45.1	20.8
财务费用	62.1	67.4	-35.7	-92.4	-120.3	P/S	2.6	2.3	1.9	1.6	1.3
投资损失	-7.4	-1.4	-3.9	-2.7	-2.7	EV/EBITDA	15.4	16.5	17.8	13.6	10.7
少数股东损益	4.3	13.7	6.2	13.9	18.7	CAGR(%)	31.7%	28.5%	28.5%	31.7%	28.5%
营运资金的变动	428.4	-889.6	168.0	-707.7	-381.6	PEG	1.5	1.3	1.0	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	1,152.5	183.2	1,551.6	1,059.0	1,745.7	ROIC/WACC	1.9	1.8	1.6	2.2	2.4
投资活动产生现金流量	-1,241.0	-944.5	-346.1	-347.3	-247.3	REP	1.7	1.7	2.8	1.8	1.6
融资活动产生现金流量	554.7	1,639.7	70.4	-192.1	-231.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

