国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

三重因素叠加，复合肥龙头延续高增长

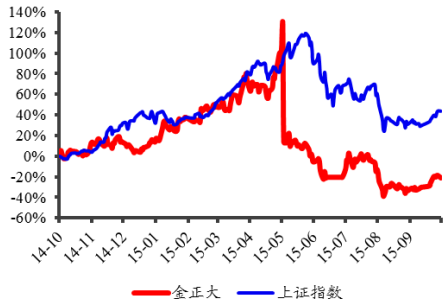
化工

2015 年 10 月 20 日

金正大（002470.SZ）三季报点评

评级：首次覆盖给予“推荐”评级

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

石亮

执业证书编号：S0590515090001

联系人：

石亮　马群星　夏文奇　陈猛

电　话：021-38991500-825

0510-82833337

Email：shil@glsc.com.cn

maqx@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。**国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。**

事件：2015 年 10 月 19 日公司发布 2015 年三季报，报告期内公司实现营业收入 162.35 亿元，同比增长 46%；实现归属于上市公司的净利润 10.99 亿元，同比增长 34.82%，实现归属于上市公司扣非后的净利润 10.94 亿元，同比增长 35.56%；实现每股 EPS 0.70 元；其中 2015Q3 实现营业收入 65.38 亿，同比增长 60.52%，环比增长 18.50%；实现归属于上市公司的净利润 4.53 亿，同比增长 34.94%，环比增长 43.94%，实现每股 EPS 0.29 元。同时预计 2015 年归属于上市公司的净利润区间为 10.83 亿~11.70 亿元，同比增长 25%~35%。

点评：

- **受化肥增值税复征影响，三季度业绩略超预期。**我国化肥增值税从 10 月 1 日开始复征，市场预期产品价格将上涨，在此影响下，下游提前订货，公司也采取先货后款的销售策略，再加上公司套餐肥、新型肥料的销量不断增长，贵州 60 万吨硝基复合肥和 20 万吨水溶性肥的投产，三因素叠加下，公司 2015Q3 销售额超预期增长，同比增长达到 60.52%，环比增长 18.50%。受上游原材料价格有所上涨的影响，公司 2015 1-9 月的毛利率 15.89%，同比下降了 1.33%；由于采用先货后款销售策略，公司营收账款达到 6.28 亿，同时计提了 3800 万左右的资产减值损失，4 季度随着应收账款的回收，此资产减值损失有望转回。
- **复合肥行业集中度依然偏低，龙头企业持续受益。**我国复合化率还只有 35%左右，低于全球平均水平 50%，更低于发达国家 70%左右的水平，未来还有很大的发展空间。2014 年我国复合肥行业 CR10 占比只有 42.1%，依然偏低，随着城镇化提升、土地流转加速，种植必然向集约化、科学化发展，品牌、技术、服务、渠道等优势会更加显现，龙头企业必然持续受益，行业集中度将逐步提升。

- **农资电商风起云涌，农商 1 号助力前行。**2015 年是我国农资电商发展的元年，在“互联网+”大潮的推动下，农资电商乘势而起，国务院及各部委也不断推出农资电商优惠政策。7 月 16 日，公司农商 1 号平台隆重上线，致力于打造我国农资行业的优质平台，依靠邮政和京东物流实现线下配送，通过不断引进优质农资供应商，提供线上货源，同时通过在全国各个县建设“农商 1 号”加盟店，实现线上线下互动，凭借公司的资本、渠道和营销实力，有理由相信“农商 1 号”将成为我国农资优质平台，助力公司未来发展。
- **首次覆盖给予“推荐”评级。**预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.74、0.97 和 1.28 元，对应当前的股价 20.14 元，PE 分别为 33.0X、25.3X、19.2X，考虑到公司未来三年 30%左右的复合增速，参考同行业上市公司的估值，我们认为给予公司 30 倍左右的估值较为合理，目标价格 29.1，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1）经济下行，农产品价格低迷影响化肥的需求；2）市场集中度提升后，竞争加剧，增速趋缓。

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	**11,992.16**	**13,554.44**	**18,215.24**	**23,257.62**	**29,717.32**
YOY(%)	*16.9%*	*13.0%*	*34.4%*	*27.7%*	*27.8%*
营业成本	10,222.39	11,164.79	15,367.74	19,540.22	24,848.49
营业税金及附加	1.59	0.47	0.64	0.81	106.98
销售费用	484.34	756.54	746.82	953.56	1,218.41
占营业收入比(%)	*4.0%*	*5.6%*	*4.1%*	*4.1%*	*4.1%*
管理费用	427.97	557.86	641.18	818.67	1,046.05
占营业收入比(%)	*3.6%*	*4.1%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*
EBIT	**848.19**	**1,065.41**	**1,444.30**	**1,929.78**	**2,482.82**
财务费用	47.60	32.90	90.84	93.69	70.43
占营业收入比(%)	*0.4%*	*0.2%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.2%*
资产减值损失	(2.73)	(3.95)	46.00	0.00	0.00
投资净收益	7.43	1.35	(1.40)	0.00	0.00
营业利润	**805.29**	**1,029.91**	**1,398.06**	**1,836.10**	**2,412.39**
营业外净收入	9.95	20.33	7.00	0.00	0.00
利润总额	**815.24**	**1,050.24**	**1,405.06**	**1,836.10**	**2,412.39**
所得税	147.05	170.15	224.81	293.78	385.98
所得税率(%)	*18.0%*	*16.2%*	*16.0%*	*16.0%*	*16.0%*
净利润	**668.19**	**880.09**	**1,180.25**	**1,542.32**	**2,026.41**
占营业收入比(%)	*5.6%*	*6.5%*	*6.5%*	*6.6%*	*6.8%*
少数股东损益	(4.26)	(13.70)	(18.32)	(23.95)	(31.46)
归属母公司净利润	**663.94**	**866.39**	**1,161.92**	**1,518.38**	**1,994.94**
YOY(%)	*21.4%*	*30.5%*	*34.1%*	*30.7%*	*31.4%*
EPS（元）	**-0.16**	**1.09**	**0.74**	**0.97**	**1.28**

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	16.9%	13.0%	34.4%	27.7%	27.8%
营业利润	30.6%	27.9%	35.7%	31.3%	31.4%
净利润	21.4%	30.5%	34.1%	30.7%	31.4%
获利能力					
毛利率(%)	14.8%	17.6%	15.6%	16.0%	16.4%
净利率(%)	5.6%	6.5%	6.5%	6.6%	6.8%
ROE(%)	16.3%	12.6%	15.1%	17.3%	19.6%
ROA(%)	7.6%	7.9%	8.7%	10.2%	11.7%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.87	1.60	1.78	1.93
速动比率	0.68	1.32	1.07	1.17	1.26
资产负债率%	52.3%	36.5%	41.2%	40.0%	39.6%
营运能力					
总资产周转率	137.8%	123.1%	137.0%	156.9%	174.0%
应收账款周转天数	2.82	2.65	2.65	2.65	2.65
存货周转天数	81.24	58.21	58.21	58.21	58.21
每股指标（元）					
每股收益	-0.16	1.09	0.74	0.97	1.28
每股净资产	5.84	8.81	4.93	5.61	6.50
估值比率					
P/E	**-153.4**	**22.5**	**33.0**	**25.3**	**19.2**
P/B	4.2	2.8	5.0	4.4	3.8

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	815.06	1,645.08	1,500.00	1,500.00	1,774.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	92.59	98.40	132.23	168.84	215.73
存货	2,243.23	1,751.43	2,425.76	3,089.55	3,949.92
其他流动资产	1,294.31	2,494.91	3,352.80	4,280.93	5,469.94
流动资产总额	**4,445.19**	**5,989.81**	**7,410.80**	**9,039.32**	**11,409.72**
固定资产净值	1,654.01	2,291.61	2,336.45	2,381.67	2,676.80
减:资产减值准备	(2.73)	(3.95)	(4.03)	(4.11)	(4.61)
固定资产净额	1,651.28	2,287.66	2,332.42	2,377.56	2,672.19
工程物资	106.02	37.83	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,608.21	1,937.55	2,819.43	2,706.87	2,325.11
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**3,365.50**	**4,263.04**	**5,151.86**	**5,084.44**	**4,997.30**
无形资产	376.30	364.22	349.65	335.09	320.52
长期股权投资	105.28	92.59	79.91	67.23	54.55
其他长期资产	407.68	301.62	301.62	301.62	301.62
资产总额	**8,699.95**	**11,011.29**	**13,293.85**	**14,827.70**	**17,083.71**
循环贷款	498.34	759.22	1,318.82	852.31	500.00
应付款项	1,182.24	948.66	1,313.92	1,673.46	2,139.48
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,554.00	1,491.67	2,013.53	2,565.05	3,279.20
流动负债	**3,234.58**	**3,199.55**	**4,646.26**	**5,090.82**	**5,918.68**
长期借款	736.22	730.76	730.76	730.76	730.76
应付债券	497.60	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	81.23	90.90	100.57	110.24	119.90
负债总额	**4,549.63**	**4,021.21**	**5,477.59**	**5,931.82**	**6,769.34**
少数股东权益	65.77	101.87	114.70	131.46	153.48
股东权益	4,084.55	6,888.21	7,701.56	8,764.42	10,160.88
负债和股东权益	**8,699.95**	**11,011.29**	**13,293.85**	**14,827.70**	**17,083.71**

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	663.94	866.39	1,161.92	1,518.38	1,994.94
加:少数股东损益	3.09	11.01	12.83	16.76	22.02
公允价值变动	2.73	3.95	-46.00	0.00	0.00
折旧和摊销	152.70	191.93	171.67	181.91	201.20
营运资金的变动	477.99	-893.57	-669.20	-707.72	-905.92
经营活动现金流	**1,300.45**	**179.70**	**631.22**	**1,009.33**	**1,312.24**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	-105.28	12.68	12.68	12.68	12.68
固定资产投资	0.00	-1,077.36	-1,000.00	-100.00	-100.00
投资活动现金流	**-105.28**	**-1,064.67**	**-987.32**	**-87.32**	**-87.32**
股权融资	0.00	2,030.53	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/	736.22	-5.46	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/（	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-181.53	-170.25	-348.58	-455.51	-598.48
计入循环贷款前融	554.69	1,854.82	-348.58	-455.51	-598.48
循环贷款的增加（	-2,070.88	35.88	559.59	-466.50	-352.31
融资活动现金流	**-961.51**	**1,714.99**	**211.02**	**-922.01**	**-950.80**
现金净变动额	**233.66**	**830.02**	**-145.08**	**0.00**	**274.12**

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。