

## 金正大(002470.SZ)

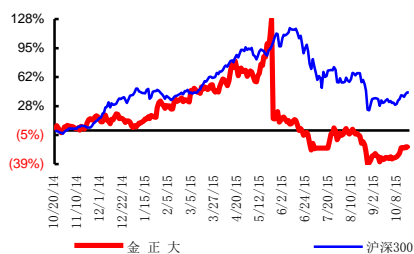
### 专注复合肥，品类与布局再迈步

评级: **买入** 前次: **买入**  
 目标价(元): **27.9**  
 分析师: 陈奇 021-20315191  
 chenqi@r.qlzq.com.cn  
 联系人: 张斌梅 021-20315115  
 zhangbm@r.qlzq.com.cn  
 分析师: 谢刚  
 S0740510120005  
 021-20315178  
 xiegang@r.qlzq.com.cn  
 2016年1月15日

#### 基本状况

总股本(百万股)	1,563
流通股本(百万股)	1,563
市价(元)	16.82
市值(百万元)	22,746
流通市值(百万元)	22,746

#### 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.	17,513.	22,244.	28,152.
营业收入增速	16.95%	13.03%	29.21%	27.01%	26.56%
净利润增长率	21.39%	30.49%	33.12%	26.45%	13.37%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.55	0.74	0.93	1.06
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	27.29	21.58	19.04
PEG	1.05	0.80	0.82	0.82	1.42
每股净资产(元)	5.84	8.81	5.00	5.93	6.99
每股现金流量	1.65	0.23	1.12	1.02	1.07
净资产收益率	16.25%	12.58%	14.77%	15.74%	15.14%
市净率	3.65	3.05	4.03	3.40	2.88
总股本(百万股)	700.00	781.42	1,562.8	1,562.8	1,562.8

备注: EPS 为全面摊薄每股收益

#### 投资要点

- **事件:** 金正大公告于1月12日与福建三炬生物科技签署股票认购协议, 公司将以6495.12万元认购三炬生物在全国股转系统定向发行人民币普通股5238万股的股份, 增资认购完成后, 公司取得三炬生物65%的股权; 此外控股股东万连步先生承诺自2016年1月14日起6个月内, 不以任何方式减持个人持有的公司股份。
- **三炬生物是快速成长的优质生物肥厂商, 此次股权收购有利于双方在福建及周边高端肥市场的开拓。** 福建三炬生物科技股份有限公司成立于2000年7月, 其微生物菌剂产品在土壤改善、作物抗病抗逆增产、生态养殖、环境治理等方面的使用效果显著, 并且有多项产品通过了欧盟BCS有机认证。三炬生物公司是福建省生物肥料企业工程技术研究中心, 拥有博士级研发团队, 掌握了多项国家发明专利、实用新型专利和多个菌株的菌种保藏专利。三炬生物2014年实现净利润163万元; 根据三炬生物半年报披露, 2015年上半年实现销售收入1553万元, 实现净利润609万元, 同比增长569%。三炬生物在生物肥领域是为快速成长的优质企业, 产品在高端肥料领域具备较强竞争力, 由于自身渠道积累有限, 未来有望通过金正大在全国强大的渠道优势实现长远发展。
- **专注复合肥领域, 精心打磨产品与布局。** 金正大通过此次对三炬生物的股权收购, 获得了竞争力很强的生物肥产品, 并在福建及周边的布局空白区域完成产能及渠道布局。福建省是重要的经济作物种植区, 未来公司销售增长空间较大, 也与重点发展的高端肥料销售群体契合。目前公司拥有550万吨复合肥和缓释肥的产能, 高端肥料水溶肥产能60万吨、硝基复合肥产能180万吨, 未来继续完善肥料产品线, 在经济作物领域有望持续发力。

- 我们认为公司整体的产品、产能、渠道以及转型农资平台的战略具备较强优势，均是公司作为复合肥冠军企业依旧有望延续领先的成长土壤。预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 0.74、0.93 元，对应当前股价为 2016 年 18XPE。目前复合肥行业 2016 年平均 PE 为 22 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，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 30X2016PE，目标价 27.9 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：复合肥企业估值表

所属行业	代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
复合肥	002470.sz	金正大	16.82	262.87	0.55	0.74	0.93	30.34	22.73	18.09
复合肥	002588.sz	史丹利	27.79	162.17	0.85	1.08	1.41	32.75	25.73	19.71
复合肥	002538.sz	司尔特	9.51	68.29	0.20	0.37	0.57	47.40	25.70	16.68
复合肥	002539.sz	新都化工	14.18	143.23	0.11	0.21	0.39	126.18	67.52	36.36
复合肥	000902.sz	新洋丰	27.33	180.17	0.87	1.24	1.60	31.55	22.04	17.08
平均 PE								59.17	35.42	22.71

来源：中泰证券

**图表 2：金正大三张报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>10,254</b>	<b>11,992</b>	<b>13,554</b>	<b>17,514</b>	<b>22,245</b>	<b>28,153</b>
增长率	34.45%	16.9%	13.0%	29.2%	27.0%	26.6%
营业成本	-8,991	-10,222	-11,165	-14,415	-18,232	-23,466
% 销售收入	87.7%	85.2%	82.4%	82.3%	82.0%	83.4%
毛利	1,263	1,770	2,390	3,098	4,012	4,687
% 销售收入	12.3%	14.8%	17.6%	17.7%	18.0%	16.6%
营业税金及附加	-2	-2	0	-5	-16	-20
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
营业费用	-418	-484	-757	-911	-1,223	-1,464
% 销售收入	4.1%	4.0%	5.6%	5.2%	5.5%	5.2%
管理费用	-195	-436	-567	-771	-979	-1,182
% 销售收入	1.9%	3.6%	4.2%	4.4%	4.4%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	648	848	1,065	1,412	1,795	2,021
% 销售收入	6.3%	7.1%	7.9%	8.1%	8.1%	7.2%
财务费用	-31	-48	-33	-8	-11	4
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1	-3	-4	-8	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	1	1	2	2
% 税前利润	0.0%	0.9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	616	805	1,030	1,397	1,785	2,024
营业利润率	6.0%	6.7%	7.6%	8.0%	8.0%	7.2%
营业外收支	4	10	20	0	0	0
税前利润	620	815	1,050	1,397	1,785	2,024
利润率	6.0%	6.8%	7.7%	8.0%	8.0%	7.2%
所得税	-77	-147	-170	-226	-303	-344
所得税率	12.3%	18.0%	16.2%	16.2%	17.0%	17.0%
净利润	544	668	880	1,171	1,481	1,680
少数股东损益	-3	4	14	18	23	26
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>547</b>	<b>664</b>	<b>866</b>	<b>1,153</b>	<b>1,458</b>	<b>1,653</b>
净利率	5.3%	5.5%	6.4%	6.6%	6.6%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E
净利润	544	668	880	1,171	1,481	1,680
少数股东损益	0	0	0	18	23	26
非现金支出	101	155	196	315	404	465
非经营收益	57	53	68	60	116	165
营运资金变动	-243	276	-961	196	-414	-632
<b>经营活动现金净流</b>	<b>458</b>	<b>1,152</b>	<b>183</b>	<b>1,761</b>	<b>1,610</b>	<b>1,704</b>
资本开支	1,250	1,231	970	338	750	110
投资	-93	-24	0	0	0	0
其他	0	14	26	1	2	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,342</b>	<b>-1,241</b>	<b>-944</b>	<b>-337</b>	<b>-749</b>	<b>-109</b>
股权募资	13	0	2,031	0	0	0
债权募资	126	736	-246	-660	2,744	74
其他	-165	-182	-144	-62	-352	-167
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>555</b>	<b>1,640</b>	<b>-722</b>	<b>2,393</b>	<b>-93</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-911</b>	<b>466</b>	<b>878</b>	<b>703</b>	<b>3,254</b>	<b>1,503</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E
货币资金	581	815	1,645	2,330	5,561	7,038
应收款项	63	93	98	161	204	258
存货	2,335	2,243	1,751	3,228	4,083	5,255
其他流动资产	989	1,294	2,495	1,938	2,421	3,084
流动资产	3,968	4,445	5,990	7,657	12,270	15,636
% 总资产	58.3%	51.1%	54.4%	60.2%	69.4%	75.6%
长期投资	0	105	93	93	93	93
固定资产	2,123	3,366	4,263	4,264	4,571	4,217
% 总资产	31.2%	38.7%	38.7%	33.6%	25.9%	20.4%
无形资产	206	388	376	406	447	447
非流动资产	2,839	4,255	5,021	5,052	5,399	5,046
% 总资产	41.7%	48.9%	45.6%	39.8%	30.6%	24.4%
<b>资产总计</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>11,011</b>	<b>12,709</b>	<b>17,669</b>	<b>20,682</b>
短期借款	0	498	759	499	3,741	3,815
应付款项	2,131	2,698	2,326	3,515	4,457	5,682
其他流动负债	12	38	115	346	138	172
流动负债	2,143	3,235	3,200	4,361	8,336	9,669
长期贷款	0	736	731	331	331	331
其他长期负债	1,062	579	3	3	-494	-494
<b>负债</b>	<b>3,204</b>	<b>4,550</b>	<b>3,934</b>	<b>4,695</b>	<b>8,173</b>	<b>9,506</b>
普通股股东权益	3,528	4,085	6,888	7,807	9,265	10,919
少数股东权益	74	66	102	120	143	169
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,806</b>	<b>8,700</b>	<b>10,924</b>	<b>12,622</b>	<b>17,581</b>	<b>20,594</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2014A	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.781	0.948	1.109	0.738	0.933	1.058
每股净资产(元)	5.040	5.835	8.815	4.995	5.929	6.986
每股经营现金净流(元)	0.655	1.646	0.235	1.115	1.015	1.074
每股股利(元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.50%	16.25%	12.58%	14.77%	15.74%	15.14%
总资产收益率	8.04%	7.63%	7.93%	9.14%	8.29%	8.03%
投入资本收益率	14.15%	14.00%	13.23%	18.67%	20.31%	22.04%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	34.45%	16.95%	13.03%	29.21%	27.01%	26.56%
EBIT增长率	22.15%	30.81%	25.61%	32.51%	27.12%	12.61%
净利润增长率	25.31%	21.39%	30.49%	33.12%	26.45%	13.37%
总资产增长率	23.90%	27.82%	25.56%	15.42%	39.02%	17.05%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	82.5	81.7	65.3	81.7	81.7	81.7
应付账款周转天数	8.5	16.8	20.9	16.8	16.8	16.8
固定资产周转天数	30.2	39.9	53.0	59.2	56.5	46.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	11.42%	22.10%	-2.22%	-18.92%	-21.12%	-30.57%
EBIT利息保障倍数	20.9	17.8	32.4	176.9	167.6	-574.6
资产负债率	47.08%	52.29%	36.01%	37.20%	46.49%	46.16%

来源：中泰证券

**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：**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。