安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 02 月 05 日

公司快报

证券研究报告

复合肥

金正大（002470.SZ）

收购欧洲最大包膜缓控释肥企业核心资产，加速开启国际化新征程

■**事件：**公司公告全资子公司金正大（香港）投资有限公司通过在荷兰设立的 EKOMPANY INTERNATIONAL B.V.与荷兰 EKOMPANY AGRO B.V.的管理人签署了《资产购买协议》，出资 610 万欧元收购 EKOMPANY 的资产。

■**购买欧洲包膜缓控释肥最大产能企业核心资产，进军欧洲市场：**根据公司公告，EKOMPANY13 年建成投产 4 万吨/年包膜缓控释肥及 6 万吨/年掺混肥料，产能占欧洲包膜缓控释肥产能的 45%，是欧洲产能最大的包膜缓控释肥企业。EKOMPANY 研发的包膜技术具有清洁、安全、可持续、节能等特点，可广泛适用于农业和园艺领域，效果显著。此次公司以竞标方式收购 EKOMPANY 包括机器设备和其他生产设备、办公设备、专利、商标、网站、库存和原材料等核心资产。

缓控释肥具有省时、省工、高效、环保等突出优势，在全球范围内呈现高速增长态势，引领着世界化肥工业的发展方向。金正大于 06 年打破国外技术垄断投产了国内第一条缓控释肥生产线，根据公司披露目前已建和在建缓控释肥产能已达 180 万吨，公司通过清晰的品牌形象定位、强大的渠道整合能力与管理创新意识连续多年成为世界上最大的缓控释肥生产基地，2014 年缓控释肥为公司贡献了 34%的营业收入。公司 1 月通过 7000 万美元增资金正大（香港）积极贯彻实施国际化战略，未来将以香港子公司为境外平台，加速推进国际市场合作开发和海外并购，开启从中国领先向世界领先的新征程。此次收购是公司海外新建项目的第一步尝试，公司不仅能一举获得欧洲最大的缓控释肥产能，还能获取欧洲当地销售渠道和客户资源，将快速切入欧洲市场。未来公司通过将自身的技术、服务与 EKOPANY 的技术、装备进行有效嫁接，能够进一步提高公司的缓控释肥的研发能力和国际竞争力。

■**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，维持买入-A 评级：**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。收购欧洲缓控释肥企业核心资产是公司全球化布局的重要举措，将加速公司国际化建设。我们预测公司 15-17 年 EPS 分别为 0.73、0.97 和 1.21 元，维持买入-A 投资评级，目标价 23 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**

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	11,992.2	13,554.4	16,239.3	19,942.3	24,927.9
净利润	663.9	866.4	1,148.1	1,511.1	1,888.6
每股收益(元)	0.42	0.55	0.73	0.97	1.21
每股净资产(元)	2.61	4.41	5.52	6.34	7.37

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	36.6	28.0	21.1	16.1	12.9
市净率(倍)	5.9	3.5	2.8	2.4	2.1
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%	16.4%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.2%
ROIC	1.9	1.8	1.7	2.2	2.5

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

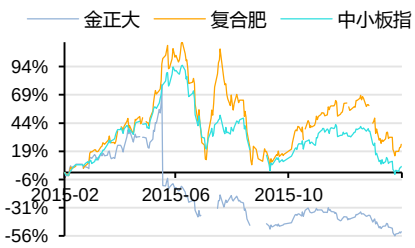
6 个月目标价： 23 元

股价（2016-02-04） 15.53 元

交易数据

总市值（百万元）	24,271.00
流通市值（百万元）	20,933.29
总股本（百万股）	1,562.85
流通股本（百万股）	1,347.93
12 个月价格区间	14.32/58.25 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.06	-11.15	-16.43
绝对收益	-17.87	-30.48	-4.69

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

肖晴 报告联系人
xiaoqing@essence.com.cn
021-68767803

罗雅婷 报告联系人
luoyt@essence.com.cn
021-68765295

相关报告

金正大：业绩超预期，稀缺的持续高成长标的	2015-10-20
金正大：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
金正大：积极探索互联网，坚定转型服务商	2015-04-17
金正大：业绩符合预期，继续看好公司在农资大变	2015-02-27

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**复合肥需求未来几年将保持稳定的增长：**根据农资网，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，迎来行业发展机遇。

■**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。与以中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迎来新的机遇。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。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	11,992.2	13,554.4	16,239.3	19,942.3	24,927.9
减:营业成本	10,222.4	11,164.8	13,606.2	16,621.2	20,774.9
营业税费	1.6	0.5	1.6	2.0	2.5
销售费用	484.3	756.5	656.1	805.7	1,007.1
管理费用	435.6	567.2	600.9	737.9	922.3
财务费用	47.6	32.9	-35.7	-92.4	-119.4
资产减值损失	2.7	4.0	3.1	3.2	3.2
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	7.4	1.4	3.9	2.7	2.7
营业利润	805.3	1,029.9	1,411.1	1,867.5	2,340.0
加:营业外净收支	9.9	20.3	13.9	15.2	15.2
利润总额	815.2	1,050.2	1,425.0	1,882.6	2,355.2
减:所得税	147.0	170.2	270.8	357.7	447.5
净利润	663.9	866.4	1,148.1	1,511.1	1,888.6

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	815.1	1,645.1	2,921.0	3,440.6	4,652.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	48.3	62.8	38.8	99.0	78.5
应收票据	44.3	35.6	53.3	66.5	77.8
预付帐款	1,294.3	2,382.0	1,258.9	3,285.3	2,741.3
存货	2,243.2	1,751.4	3,953.0	2,833.6	5,374.9
其他流动资产	-0.0	112.9	37.6	50.2	66.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	105.3	92.6	92.6	92.6	92.6
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,651.3	2,287.7	3,166.8	3,560.5	3,652.2
在建工程	1,608.2	1,937.5	1,118.8	709.4	454.7
无形资产	376.3	364.2	403.7	442.0	479.0
其他非流动资产	513.7	339.5	429.4	382.7	366.4
资产总额	8,700.0	11,011.3	13,473.9	14,962.6	18,036.4
短期债务	-	260.0	50.0	50.0	50.0
应付帐款	959.2	802.6	814.1	1,426.8	1,422.4
应付票据	455.9	396.2	1,217.3	631.4	1,488.7
其他流动负债	1,819.5	1,740.7	2,025.6	2,354.1	3,005.2
长期借款	736.2	730.8	50.0	50.0	50.0
其他非流动负债	578.8	90.9	577.2	415.6	361.2
负债总额	4,549.6	4,021.2	4,734.2	4,927.9	6,377.5
少数股东权益	65.8	101.9	107.8	120.9	139.1
股本	700.0	781.4	1,562.8	1,562.8	1,562.8
留存收益	3,384.5	6,106.8	7,069.1	8,350.9	9,956.9
股东权益	4,150.3	6,990.1	8,739.7	10,034.6	11,658.8

财务指标

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	16.9%	13.0%	19.8%	22.8%	25.0%
营业利润增长率	30.6%	27.9%	37.0%	32.3%	25.3%
净利润增长率	21.4%	30.5%	32.5%	31.6%	25.0%
EBITDA 增长率	34.5%	24.8%	31.1%	28.4%	23.2%
EBIT 增长率	31.7%	24.6%	29.4%	29.1%	25.1%
NOPLAT 增长率	23.2%	27.4%	25.1%	29.1%	25.1%
投资资本增长率	33.3%	40.1%	-3.0%	11.9%	4.9%
净资产增长率	15.2%	68.4%	25.0%	14.8%	16.2%
利润率					
毛利率	14.8%	17.6%	16.2%	16.7%	16.7%
营业利润率	6.7%	7.6%	8.7%	9.4%	9.4%
净利润率	5.5%	6.4%	7.1%	7.6%	7.6%
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%
运营效率					
固定资产周转天数	39	52	60	61	52
流动营业资本周转天数	32	37	39	36	38
流动资产周转天数	126	139	158	163	164
应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货周转天数	69	53	63	61	59
总资产周转天数	233	262	271	257	238
投资资本周转天数	123	149	143	121	105
投资回报率					
ROE	16.3%	12.6%	13.3%	15.2%	16.4%
ROA	7.7%	8.0%	8.6%	10.2%	10.6%
ROIC	20.0%	19.1%	17.0%	22.6%	25.3%
费用率					
销售费用率	4.0%	5.6%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用率	3.6%	4.2%	3.7%	3.7%	3.7%
财务费用率	0.4%	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.5%
三费/营业收入	8.1%	10.0%	7.5%	7.3%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	36.5%	35.1%	32.9%	35.4%
负债权益比	109.6%	57.5%	54.2%	49.1%	54.7%
流动比率	1.37	1.87	2.01	2.19	2.18
速动比率	0.68	1.32	1.05	1.56	1.28
利息保障倍数	17.92	32.30	-38.48	-19.21	-18.60
分红指标					
DPS(元)	0.07	0.08	0.12	0.15	0.18
分红比率	15.8%	13.5%	16.2%	15.2%	15.0%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.2%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	668.2	880.1	1,148.1	1,511.1	1,888.6
加:折旧和摊销	152.7	191.9	269.0	336.9	380.8
资产减值准备	2.7	4.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	62.1	67.4	-35.7	-92.4	-119.4
投资损失	-7.4	-1.4	-3.9	-2.7	-2.7
少数股东损益	4.3	13.7	6.2	13.9	19.1
营运资金的变动	428.4	-889.6	168.0	-707.7	-469.8
经营活动产生现金流量	1,152.5	183.2	1,551.6	1,059.0	1,696.5
投资活动产生现金流量	-1,241.0	-944.5	-346.1	-347.3	-247.3
融资活动产生现金流量	554.7	1,639.7	70.4	-192.1	-237.8

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.42	0.55	0.73	0.97	1.21
BVPS(元)	2.61	4.41	5.52	6.34	7.37
PE(X)	36.6	28.0	21.1	16.1	12.9
PB(X)	5.9	3.5	2.8	2.4	2.1
P/FCF	103.2	-19.4	31.0	34.7	16.6
P/S	2.0	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	15.4	16.5	13.4	10.2	7.8
CAGR(%)	31.7%	29.4%	28.5%	31.7%	29.4%
PEG	1.2	1.0	0.7	0.5	0.4
ROIC/WACC	1.9	1.8	1.7	2.2	2.5
REP	1.7	1.7	2.1	1.4	1.1

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。