

## 金正大(002470.SZ)

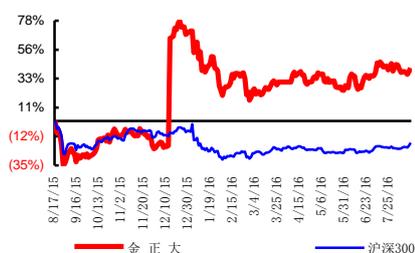
### 销量逆势增长，多品类布局推进

**评级： 买入**      **前次： 买入**  
**目标价(元)： 14.3**  
 分析师                      联系人  
 陈奇                          张斌梅  
 S0740514070005  
 021-20315189              021-2031518915  
 chenqi@r.qlzq.com.cn    zhangbm@r.qlzq.com.cn  
 2016年10月25日

#### 基本状况

总股本(百万股)	3,139
流通股本(百万股)	2,708
市价(元)	7.76
市值(百万元)	24,426
流通市值(百万元)	21,016

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	13,554.	17,748.	19,318.	21,056.	23,410.
营业收入增速	13.03%	30.94%	8.85%	9.00%	11.18%
净利润增长率	30.49%	28.35%	1.98%	17.84%	15.15%
摊薄每股收益(元)	1.11	0.71	0.36	0.43	0.49
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)	24.26	28.67	43.10	36.57	31.76
PEG	0.80	1.01	21.77	2.05	2.10
每股净产(元)	8.93	5.22	2.97	3.40	3.89
每股现金流量	0.23	1.44	0.18	0.60	0.64
净资产收益率	12.42%	13.58%	12.17%	12.54%	12.62%
市净率	3.01	3.89	5.24	4.59	4.01
总股本(百万股)	781.42	1,567.6	3,135.2	3,135.2	3,135.2

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 事件：**金正大发布 2016 年三季报，公司报告期内实现营业收入 174.17 亿元 (+7.28%)，归属母公司净利润 11.27 亿元 (+2.60%)，其中第三季度实现营业收入 68.52 亿元 (+4.79%)，归属母公司净利润 3.40 亿元 (-22.97%)。公司预计 2016 年实现归属母公司净利润 10.00~12.23 亿元 (-10.00%~+10.00%)。
- 公司销量逆势保持增长，单吨毛利收缩影响单季盈利。**公司前三季度总体销量保持增长，在普通复合肥、硝基复合肥领域保持增长，在水溶肥等新型肥料领域增长较快。公司第三季度净利润同比下降主要有两个原因，一方面是由于复合肥毛利收缩带来利润下滑，另一方面是由于去年增值税影响销售节奏、三季度利润基数较大。
- 增值税影响显现，财务费用、投资收益与政府补助增长。**前三季度公司营业税金及附加为 2999 万元，同比上升 13568.29%，主要是由于公司缴纳的增值税增加所致；公司财务费用总计-3205 万元，同比降低 247.31%，主要原因是公司本报告期利息支出减少所致；公司投资收益为 1146.65 万元，同比增加 950.34%，主要由于金正大农业投资有限公司投资收益所致；公司营业外收入为 3996.10 万元，同比增加 317.75%，主要系公司收到的政府补助增加所致。
- 复合肥行业加速进入底部区域，公司销量依旧保持增长体现出竞争力突出的渠道优势和及时调整的营销策略。**我们当前对种植链依旧维持加速进入底部区域的趋势判断，在此阶段，终端农户的利润收缩、农资投入品受到量与价的挤压，优质企业也可能出现利润增速下滑甚至收缩，但总体而言应表现出市场份额提升、产业链延伸布局等特征。对股票而言，能否在排除去年增值税带来的季节销售波动之外，实现全年的量增是市场预期修复的起点。

- 金正大普通复合肥、控释肥复合肥、水溶性肥料销量稳定增长，多品类布局持续推进、在行业承压下优势凸显，农资电商平台推进顺利，但由于德国金正大公司收购公司的园艺业务下半年为经营淡季，并且在交割过程中出现的非经常性费用，可能会对公司的全年盈利产生一定的影响，我们下调公司 2016 年实现归属母公司净利润预测为 11.34 亿元（前值为 14.0 亿元），我们预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.36、0.43 元，维持“买入”评级。
- **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)	净利润			PE		
					2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
复合肥	002470.sz	金正大	7.8	243.6	11.1	11.3	13.4	21.9	21.6	18.2
复合肥	002588.sz	史丹利	11.8	137.7	6.2	6.3	7.5	22.2	21.9	18.4
复合肥	000902.sz	新洋丰	11.6	152.8	7.5	9.0	10.8	20.4	17.0	14.1
复合肥	002539.sz	云图控股	13.1	131.9	2.0	3.2	5.5	65.8	40.8	24.2
复合肥	002538.sz	司尔特	11.6	83.2	2.5	2.9	3.5	33.7	28.3	23.5
复合肥	002170.sz	芭田股份	10.4	90.8	1.6	1.8	2.1	57.2	50.5	43.3
平均 PE								36.9	30.0	23.6

来源：中泰证券研究所

**图表 2：金正大三张报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
营业总收入	11,992	13,554	17,748	19,318	21,056	23,410
增长率	16.95%	13.0%	30.9%	8.8%	9.0%	11.2%
营业成本	-10,222	-11,165	-14,896	-16,023	-17,319	-19,241
% 销售收入	85.2%	82.4%	83.9%	82.9%	82.3%	82.2%
毛利	1,770	2,390	2,852	3,295	3,737	4,169
% 销售收入	14.8%	17.6%	16.1%	17.1%	17.7%	17.8%
营业税金及附加	-2	0	-6	-8	-15	-16
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
营业费用	-484	-757	-833	-1,070	-1,158	-1,288
% 销售收入	4.0%	5.6%	4.7%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-436	-567	-725	-850	-926	-1,030
% 销售收入	3.6%	4.2%	4.1%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	848	1,065	1,288	1,368	1,638	1,835
% 销售收入	7.1%	7.9%	7.3%	7.1%	7.8%	7.8%
财务费用	-48	-33	17	-6	-4	48
% 销售收入	0.4%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-3	-4	-20	-9	1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	1	-1	30	2	2
% 税前利润	0.9%	0.1%	—	2.2%	0.1%	0.1%
营业利润	805	1,030	1,284	1,383	1,636	1,884
营业利润率	6.7%	7.6%	7.2%	7.2%	7.8%	8.0%
营业外收支	10	20	25	0	0	0
税前利润	815	1,050	1,309	1,383	1,636	1,884
利润率	6.8%	7.7%	7.4%	7.2%	7.8%	8.0%
所得税	-147	-170	-198	-231	-278	-320
所得税率	18.0%	16.2%	15.1%	16.7%	17.0%	17.0%
净利润	668	880	1,112	1,152	1,358	1,563
少数股东损益	4	14	0	18	21	24
归属于母公司的净利润	664	866	1,112	1,134	1,336	1,539
净利率	5.5%	6.4%	6.3%	5.9%	6.3%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
净利润	668	880	1,112	1,152	1,358	1,563
少数股东损益	0	0	0	18	21	24
非现金支出	155	196	337	445	532	593
非经营收益	53	68	32	44	104	62
营运资金变动	276	-961	774	-1,068	-127	-212
经营活动现金净流	1,152	183	2,255	591	1,887	2,030
资本开支	1,231	970	605	335	750	110
投资	-24	0	-473	0	0	0
其他	14	26	80	30	2	2
投资活动现金净流	-1,241	-944	-998	-305	-749	-109
股权募资	0	2,031	20	0	0	0
债权募资	736	-246	-898	2,667	-578	-1,246
其他	-182	-144	-217	-74	-105	-63
筹资活动现金净流	555	1,640	-1,095	2,593	-683	-1,309
现金净流量	466	878	161	2,878	456	613

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
货币资金	815	1,645	1,969	4,830	5,264	5,853
应收款项	93	98	681	177	193	215
存货	2,243	1,751	1,515	3,588	3,879	4,309
其他流动资产	1,294	2,495	1,630	2,248	2,412	2,656
流动资产	4,445	5,990	5,795	10,843	11,748	13,032
% 总资产	51.1%	54.4%	49.3%	65.0%	65.9%	70.0%
长期投资	105	93	557	557	557	557
固定资产	3,366	4,263	4,625	4,498	4,675	4,193
% 总资产	38.7%	38.7%	39.4%	26.9%	26.2%	22.5%
无形资产	388	376	405	432	472	472
非流动资产	4,255	5,021	5,951	5,850	6,067	5,585
% 总资产	48.9%	45.6%	50.7%	35.0%	34.1%	30.0%
资产总计	8,700	11,011	11,746	16,692	17,815	18,617
短期借款	498	759	298	3,364	3,284	2,039
应付款项	2,698	2,326	2,704	3,892	4,226	4,697
其他流动负债	38	115	169	108	117	130
流动负债	3,235	3,200	3,170	7,365	7,628	6,866
长期贷款	736	731	295	-105	-105	-105
其他长期负债	502	3	3	3	-494	-494
负债	4,472	3,934	3,468	7,263	7,028	6,266
普通股股东权益	4,162	6,975	8,188	9,322	10,658	12,197
少数股东权益	66	102	90	108	129	153
负债股东权益合计	8,700	11,011	11,746	16,692	17,815	18,617

比率分析						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.948	1.109	0.709	0.362	0.426	0.491
每股净资产(元)	5.945	8.927	5.223	2.973	3.400	3.890
每股经营现金流(元)	1.646	0.235	1.438	0.183	0.595	0.640
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.95%	12.42%	13.58%	12.17%	12.54%	12.62%
总资产收益率	7.63%	7.87%	9.47%	6.79%	7.50%	8.27%
投入资本收益率	13.78%	13.07%	17.23%	15.59%	17.77%	20.64%
增长率						
营业总收入增长率	16.95%	13.03%	30.94%	8.85%	9.00%	11.18%
EBIT增长率	30.81%	25.61%	20.89%	6.18%	19.75%	12.05%
净利润增长率	21.39%	30.49%	28.35%	1.98%	17.84%	15.15%
总资产增长率	27.82%	26.57%	6.68%	42.11%	6.73%	4.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.3	3.7	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	81.7	65.3	40.0	81.7	81.7	81.7
应付账款周转天数	16.8	20.9	14.0	16.8	16.8	16.8
固定资产周转天数	39.9	53.0	60.3	76.7	78.6	71.5
偿债能力						
净负债/股东权益	21.69%	-2.19%	-16.63%	-16.65%	-23.94%	-35.76%
EBIT利息保障倍数	17.8	32.4	-74.4	231.4	381.5	-38.4
资产负债率	51.41%	35.73%	29.53%	43.51%	39.45%	33.66%

来源：中泰证券研究所

**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：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。