

## 行业景气度提升,龙头内生外延稳步扩张

——金正大(002470)事件点评

2017年01月06日

强烈推荐/维持

金正大

事件点评

### 事件:

近期单质肥价格持续上涨。尿素价格因煤价上涨推动、西北地区运力紧张等因素,自2016年8月末至今累计上涨48%至1670元/吨;磷酸一铵主产区湖北省因环保核查停车检修导致供应短缺,价格自11月底至今累计上涨21%至2000元/吨;磷酸二铵因行业巨头集体限产保价,价格自11月中旬至今累计上涨11%至2550元/吨;氯化钾因青海地区外运限制导致市场供应偏紧,价格自12月上旬至今累计上涨6%至1920元/吨。

目前复合肥企业产品价格普遍有所上调,自10月底至今累计上调幅度平均在200元/吨左右。在涨价预期下,近期下游经销商付款积极性提高。

### 主要观点:

#### 1. 春耕供需缺口凸显+出口关税优惠提振,化肥行业景气度提升

春耕供需缺口凸显,单质肥价格有望持续上涨。春耕旺季(2月~5月)将近,春耕备肥期即将启动。随着经销商博弈态度下的推迟淡储,当前经销商尿素淡储进度仅30%左右,且行业内库存较低,平均开工率不足5%,短期内尿素供需矛盾有望集中爆发,尿毒价格上涨行情有望延续至2017年年中。磷肥、复合肥也将迎来需求旺季。

尿素、磷肥供需格局改善。考虑到国家政策调控、环保压力、高成本产能自发淘汰因素叠加,行业落后产能有望持续退出,国内供给过剩压力逐步缓解,我们预计未来几年国内尿素、磷肥产能大概率净减少。

出口关税优惠提振国内化肥出口竞争力,有望促进行业过剩产能消化。2017年,尿素、磷肥出口关税取消,三元复合肥税率由30%下调至20%。在当前我国氮肥、磷肥、复合肥产能整体过剩的背景下,本次彻底取消氮肥、磷肥的出口关税,下调复合肥出口关税,将有力促进国内过剩产能的消化。

### 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

### 梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512060006

### 杨行远

010-66554024

yangxy@dxzq.net.cn

联系人

### 廖鹏飞

010-66554121

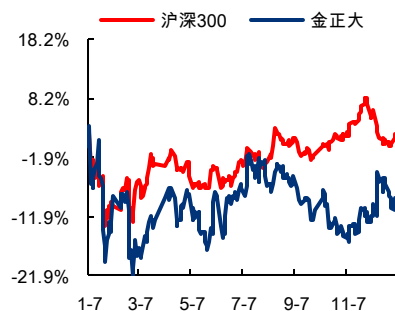
liaopf@dxzq.net.cn

联系人

### 交易数据

52周股价区间(元)	7.89-17.76
总市值(亿元)	247.73
流通市值(亿元)	213.74
总股本/流通A股(万股)	313979/270904
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.62

### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

## 2. 复合肥龙头产品结构不断升级, 农化服务提升综合竞争力

至 2017 年末公司复合肥总产能将超过 700 万吨。公司现有复合肥产能约 655 万吨, 其中普通复合肥 295 万吨、缓控释肥 180 万吨、硝基复合肥 150 万吨、水溶肥 30 万吨, 覆盖 12 大类 100 多种产品, 产销量连续 6 年居国内第一位, 市占率约 10%。公司尚有 75 万吨在建产能, 预计均在 2017 年内投产, 包括贵州基地 20 万吨水溶肥、广东基地 15 万吨控释肥、新疆普惠 40 万吨新型肥料 (20 万吨有机肥+10 万吨液体水溶肥+10 万吨固体水溶肥)。至 2017 年底, 公司复合肥总产能将达 730 万吨, 其中新型肥料占比近 60%。

公司将通过与上游单质肥企业合作实现产能的进一步扩张。2016 年初, 公司公告与湖北潜江金华润化肥有限公司共同以现金出资 1 亿元设立湖北沃夫特生态工程有限公司, 利用金华润现有的合成氨生产装置进行后续加工, 用于建设 80 万吨/年新型肥料。我们预期公司未来将进一步推广此类经营模式, 与尿素、磷肥企业合作, 向其进行技术和品牌的输出, 帮助其进行产业升级, 发展增效技术, 通过委托加工的方式生产增效尿素、增效磷肥等新型肥料产品, 在节省固定成本支出的同时, 进一步优化产品结构、拓宽销售渠道、贴近服务客户、实现全国合理布局。根据 2016 年半年报数据, 公司已与河南心连心、湖北宜化、华鲁恒升等公司达成协议, 形成了以技术、品牌输出为核心的联合协作。

农化服务提高用户品牌粘性, 实现营销突破。公司现有营销人员 1600 余名, 拥有 4000 余家一级经销商、10 万余家二级经销商。公司计划在全国经济作物种植密集区建立 300 个农化服务中心, 聚焦渠道和服务创新, 建立以农化服务中心为支撑的一体化服务体系。公司 2016 年建成约 100 家农化服务中心。

## 3. 国际化进程迈开坚实步伐, 全球化布局大幅提升影响力

国际化进程加速。公司 2016 年进行多起国际化收购, 标的包括德国 Compo、西班牙 Navasa、荷兰 Ekompany、以色列艾森贝克 (参股), 引进了先进的技术和管理经验、服务模式、优质产品, 加速全球化布局和营销渠道扩张。

收购德国 Compo 短期或将影响业绩。Compo 园艺业务 2015 年实现营收 20.66 亿元, 净利润-6603 万元; 2016 年上半年实现营收 15.97 亿元, 净利润-1257 万元。因园艺业务下半年为经营淡季, 且收购交割过程中产生非经常性费用, 若 2016 年并表, 预计将拖累金正大 2016 年经营业绩。

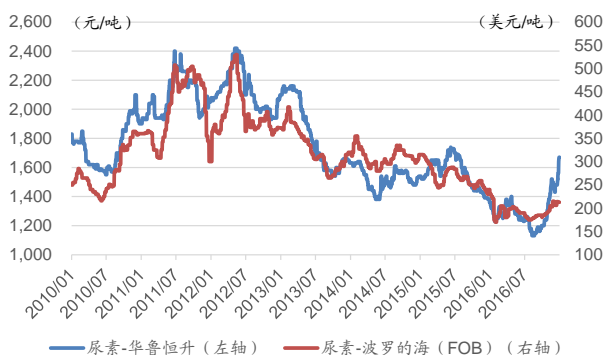
### 结论:

暂不考虑德国 Compo 并表, 我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.36 元、0.44 元、0.52 元, 目前股价对应 P/E 分别为 22 倍/18 倍/15 倍。维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示:

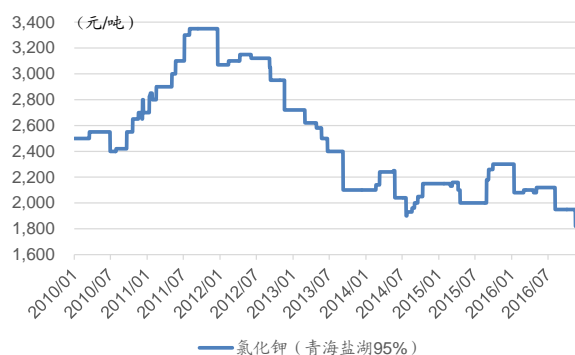
农产品价格下滑, 化肥价格下滑, 农化服务推广不及预期, 收购整合不及预期。

图 1: 尿素价格



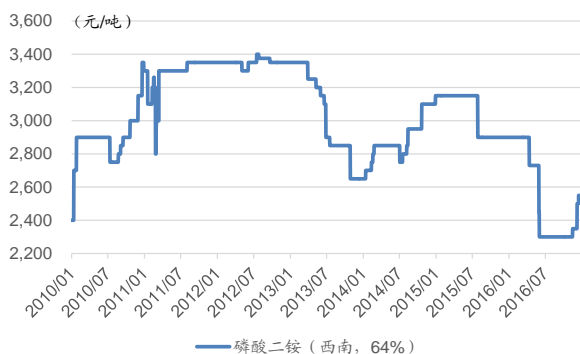
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 2: 钾肥价格



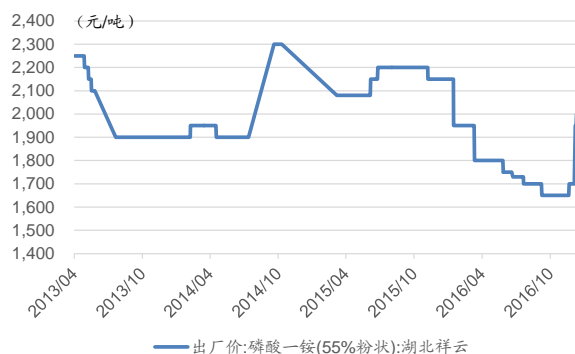
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 3: 磷酸二铵价格



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 4: 磷酸一铵价格



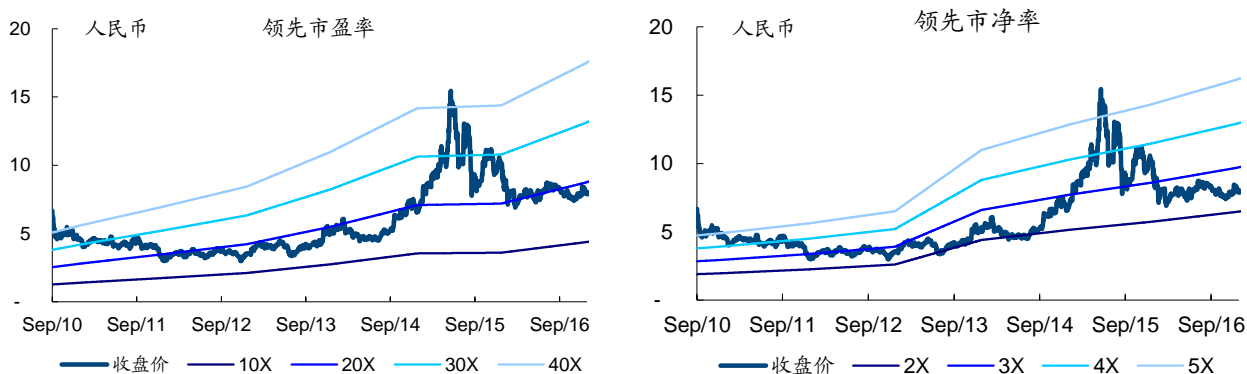
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 5: 自 2014 年开始中国化肥出口政策逐步放开, 2017 年起氮肥、磷肥关税取消

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>尿素</b>					
基准价 (元/吨)	2,260	无			
旺季及税率	1-6、11-12月, 75%	1-6、11-12月, 15%+40			
淡季	7-10月	7-10月			
淡季税率 (出口税前价格<基准价)	2%	Rmb 40	80元/吨	80元/吨	0
淡季税率 (出口税前价格>基准价)	$(1.02 \cdot \text{基准价格} / \text{出口税前价格}) \cdot 100\%$	15%+Rmb 40			
<b>DAP</b>					
基准价 (元/吨)	3,500	无			
旺季及税率	1月1日-5月15日, 10月16日-12月31日,	1月1日-5月15日, 10月16日-12月31日,			
淡季	出口税率 75% 5月16日-10月15日	出口税率 15%+Rmb 50 5月16日-10月15日			
淡季税率 (出口税前价格<基准价)	5%	Rmb 50	100元/吨	100元/吨	0
淡季税率 (出口税前价格>基准价)	$(1.05 \cdot \text{基准价格} / \text{出口税前价格}) \cdot 100\%$				
<b>MAP</b>					
基准价 (元/吨)	3,200	3,200			
旺季及税率	1月1日-5月15日, 10月16日-12月31日,	1月1日-5月15日, 10月16日-12月31日,			
淡季	出口税率 75% 5月16日-10月15日	出口税率 15%+Rmb 40 5月16日-10月15日			
淡季税率 (出口税前价格<基准价)	5%	Rmb 40	100元/吨	100元/吨	0
淡季税率 (出口税前价格>基准价)	$(1.05 \cdot \text{基准价格} / \text{出口税前价格}) \cdot 100\%$				

资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

图 6: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	5990	5795	7073	8864	11002	<b>营业收入</b>	13554	17748	19121	21981	25219
货币资金	1645	1969	2934	4124	5602	<b>营业成本</b>	11165	14902	16230	18717	21438
应收账款	17	345	372	428	491	营业税金及附加	0	6	7	8	9
其他应收款	51	147	1536	1772	2029	营业费用	757	833	765	879	1009
预付款项	2382	1410	159	183	209	管理费用	567	725	765	879	1009
存货	1751	1515	1650	1903	2179	财务费用	33	-17	-68	-111	-160
其他流动资产	143	408	423	455	491	资产减值损失	4	20	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	5021	5951	5884	5714	5459	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	93	484	484	484	484	投资净收益	1	-1	0	0	0
固定资产	2288	3576	4019	4055	3908	<b>营业利润</b>	1030	1284	1429	1616	1924
无形资产	364	391	381	371	361	营业外收入	23	30	0	0	0
其他非流动资产	2277	1500	1001	804	706	营业外支出	3	5	100	0	0
<b>资产总计</b>	11011	11746	12958	14578	16461	<b>利润总额</b>	1050	1309	1329	1616	1924
<b>流动负债合计</b>	3200	3170	3414	3887	4411	所得税	170	198	201	244	291
短期借款	260	298	298	298	298	<b>净利润</b>	880	1112	1128	1372	1634
应付账款	552	590	643	742	849	少数股东损益	-14	0	0	0	0
预收款项	1127	1042	1123	1291	1481	归属母公司净利润	866	1112	1129	1372	1634
一年内到期的非	499	0	0	0	0	EBITDA	1069	1292	1262	1506	1764
<b>非流动负债合计</b>	818	449	449	449	449	<b>BPS (元)</b>	0.28	0.35	0.36	0.44	0.52
长期借款	731	295	295	295	295	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	4021	3622	3863	4336	4860	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	102	90	89	89	89	营业收入增长	13.03%	30.94%	7.73%	14.96%	14.73%
实收资本 (或股	781	1568	3140	3140	3140	营业利润增长	27.89%	24.71%	11.25%	13.10%	19.06%
资本公积	3263	2626	2626	2626	2626	归属于母公司净利	30.49%	28.35%	1.49%	21.60%	19.06%
未分配利润	2844	3840	3239	4386	5746	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	6888	8034	9006	10152	11512	毛利率 (%)	17.63%	16.04%	15.12%	14.85%	14.99%
<b>负债和所有者权</b>	11011	11746	12958	14578	16461	净利率 (%)	6.49%	6.26%	5.90%	6.24%	6.48%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	7.87%	9.47%	8.71%	9.41%	9.93%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	12.78%	13.84%	12.53%	13.51%	14.19%	
<b>经营活动现金流</b>	183	2255	1407	1606	1842	<b>营运能力</b>					
净利润	866	1112	1129	1372	1634	总资产周转率	2.92	3.24	3.23	3.79	4.51
折旧摊销	192	318	416	471	505	应收账款周转率	1271.31	97.87	53.29	54.95	54.90
财务费用	33	-17	-68	-111	-160	应付账款周转率	23.72	28.78	27.62	27.63	27.90
应收账款减少	607	-622	314	599	660	<b>每股指标 (元)</b>					
预收帐款增加	-296	432	244	473	524	每股收益 (最新摊	0.28	0.35	0.36	0.44	0.52
<b>投资活动现金流</b>	-944	-998	-353	-300	-250	每股净现金流 (最新	0.28	0.05	0.31	0.38	0.47
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.19	2.56	2.87	3.23	3.67
长期股权投资减	-987	-606	-350	-300	-250	<b>估值比率</b>					
投资收益	1	-1	0	0	0	P/E	28.59	22.28	21.95	18.05	15.16
<b>筹资活动现金流</b>	1640	-1096	-89	-115	-114	P/B	3.60	3.08	2.75	2.44	2.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.12	8.51	8.27	7.86	6.37
长期借款增加	-242	-897	0	0	0						
普通股增加	2031	20	0	0	0						
资本公积增加	1954	-636	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	878	161	964	1191	1478						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有五年石油化工研究经验。

## 联系人简介

### 杨行远

化学博士, 2015 年加盟东兴证券研究所, 四年化工行业工作经验。

### 廖鹏飞

中国石油大学(北京)化学工艺硕士, 2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院, 2015 年就职于民生证券, 2016 年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。