

# 复合肥优质龙头不惧短期下滑

——金正大（002470）财报点评

2017年04月24日

强烈推荐/维持

金正大

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

## 事件:

金正大发布 2016 年年报: 实现营业收入 187.36 亿元, YoY+5.57%, 归母净利润 10.17 亿元, YoY-8.55%, EPS 0.32 元, 扣非后归母净利润 9.71 亿元, YoY-11.21%, 主因德国 Compo 自 2016 年 6 月 30 日起并表, 至期末实现净利润为-1.37 亿元, 此外政府补助同比增加 3541 万元。其中, 第四季度单季实现营业收入 13.20 亿元, YoY-12.76%, 归母净利润-1.10 亿元, 扣非后归母净利润-1.31 亿元, 主因德国 Compo 并表亏损。公司拟每 10 股派息 1 元。

## 公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入(百万元)	5517.73	6538.48	1512.74	4640.39	5924.63	6851.73	1319.71
增长率(%)	39.36%	60.52%	-37.85%	11.04%	7.37%	4.79%	-12.76%
毛利率(%)	14.69%	15.81%	18.01%	15.57%	12.71%	14.10%	39.29%
期间费用率(%)	7.73%	7.10%	20.60%	5.14%	5.36%	8.17%	59.76%
营业利润率(%)	6.85%	8.13%	-1.28%	10.17%	7.18%	6.12%	-24.65%
净利润(百万元)	314.68	452.96	13.35	404.58	373.79	348.90	(110.33)
增长率(%)	36.59%	34.94%	-74.05%	22.21%	18.78%	-22.97%	-926.49%
每股盈利(季度, 元)	0.10	0.14	0.00	0.13	0.12	0.11	(0.04)
资产负债率(%)	35.05%	32.23%	30.84%	31.19%	37.31%	35.08%	35.42%
净资产收益率(%)	4.21%	5.70%	0.17%	4.78%	4.29%	3.85%	-1.23%
总资产收益率(%)	2.70%	3.82%	0.11%	3.25%	2.44%	2.27%	-0.74%

## 观点:

复合肥产销增长, 综合毛利率略有下滑。2016 年公司肥料产品销量 443.38 万吨, YoY+5.68%, 产量 450.84 万吨, YoY+3.64%。其中, (1) 普通复合肥实现收入 73.05 亿元, YoY+4.39%, 毛利率提升 4.62ppt 至 21.16%; (2) 控释肥收入 49.70 亿元, YoY+6.55%, 毛利率下滑 3.95ppt 至 17.29%; (3) 硝基肥收入 11.83 亿元, YoY-32.31%, 毛利率下滑 5.58ppt 至 16.30%; (4) 水溶肥收入 5.83 亿元, YoY-14.47%, 毛利率下滑 20.81ppt 至 17.24%; (5) 原料化肥收入 42.53 亿元, YoY+16.99%, 毛利率微增 0.73ppt 至 2.35%。(6) 此外, 因

收购德国 Compo、西班牙 Navasa, 公司新增园艺植保产品业务 (包括盆栽土、植保肥料、植保产品、草坪种子等), 实现收入 4.10 亿元, 综合毛利率 37.05%, 其中德国 Compo 自 2016 年 6 月 30 日起并表, 至 2016 年末实现收入 3.87 亿元, 净利润-1.37 亿元, 西班牙 Navasa 自 2016 年 7 月 29 日起并表, 至 2016 年末实现收入 2836 万元, 净利润-47 万元。受全球农化市场需求低迷影响, 原料单质肥价格下滑, 2016 年尿素、磷酸一铵、氯化钾的市场均价分别同比下滑 17%、16%、12%至 1336 元/吨、1798 元/吨、1917 元/吨。

**公司复合肥总产能超过 700 万吨, 产品结构不断升级。** (1) 截至 2016 年末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。(2) 近期, 共有 3 个基地 65 万吨复合肥产能投产, 分别为广东基地 25 万吨新型肥料、辽宁基地 20 万吨新型肥料、新疆基地一期 20 万吨肥料投产, 投产后公司复合肥产能增至 720 万吨。(3) 公司尚有 40 万吨复合肥产能在建, 分别为贵州基地 20 万吨水溶肥、新疆基地二期 20 万吨肥料, 全部建成后公司复合肥产能将增加至 760 万吨。

**农化服务全面升级, 营销转型取得突破。** (1) 与上游企业联合协作。公司通过与上游单质肥企业合作实现产能的进一步扩张, 全面推进联合协作, 公司先后与河南心连心、湖北宜化、双多化工、华鲁恒升等几家企业达成协议, 形成了以技术、品牌输出为核心的联合协作, 促进公司由传统制造商向“制造+服务”转型。(2) 加快百家农化服务中心的建设, 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, 将其打造成自主经营、自负盈亏的创新创业平台和实现公司服务领先的载体。(3) 构建农产品产销一体化体系, 实施跨界营销, 与各类涉农企业、农业合作社等结成联盟。(4) 建设专业农化服务队伍, 全面开展技术营销, 为种植业提供高附加值的营养解决方案, 以及种子、植保、作物管理、农业服务、品牌农产品等一体化的种植业解决方案。

**国际化架构初显雏形。**2016 年公司成功并购了德国康朴、以色列艾森贝克、荷兰易康姆和西班牙纳瓦萨公司 4 家企业, 新设了印度、越南、澳大利亚办事处等海外分支机构, 开始筹建美国、德国、日本、以色列 4 个国际研发中心, 并在美国、以色列、挪威、越南、印度等 12 个国家开展了新型肥料试验示范推广工作。

**推出核心员工持股计划, 绑定核心员工、管理层、股东利益。**公司对于 2017~2019 年净利润设立三档标准 (分别为当年较上一年度净利润同比增长 10~20%、20~30%、30%以上), 据此提取不同比例 (分别为 2%、3%、5%) 的激励基金为员工持股计划购买公司股票。

## 结论:

我们预测公司 2017~2019 年净利润分别 11.29 亿、13.13 亿元、15.30 亿元, EPS 分别为 0.36 元、0.42 元、0.49 元, 目前股价对应 P/E 分别为 21 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: 复合肥产品价格**



**图 2: 尿素产品价格**



**图 3: 磷酸一铵产品价格**



**图 4: 磷酸二铵产品价格**

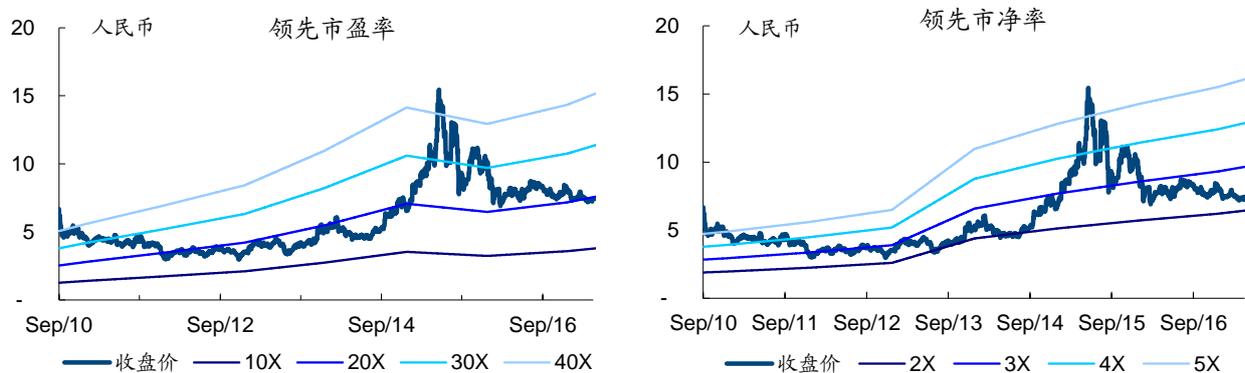


图 5: 钾肥产品价格



资料来源: 卓创资讯, 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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	5795	7419	8871	10686	12856	<b>营业收入</b>	17748	18736	21785	24550	27647
货币资金	1969	1779	2377	3402	4688	<b>营业成本</b>	14902	15842	18315	20612	23181
应收账款	345	240	279	315	355	营业税金及附加	6	66	76	86	97
其他应收款	147	140	2547	2866	3224	营业费用	833	1018	1089	1228	1382
预付款项	1410	2203	162	183	206	管理费用	725	927	980	1105	1244
存货	1515	2746	3175	3573	4018	财务费用	-17	-40	-6	-31	-68
其他流动资产	408	311	330	347	366	资产减值损失	20	3	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	5951	7560	7377	7113	6729	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	484	491	491	491	491	投资净收益	-1	4	0	0	0
固定资产	3576	4603	4677	4502	4210	<b>营业利润</b>	1284	992	1407	1637	1908
无形资产	391	849	825	802	779	营业外收入	30	67	0	0	0
其他非流动资产	1500	1617	1383	1318	1250	营业外支出	5	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	11746	14979	16247	17799	19585	<b>利润总额</b>	1309	1053	1407	1637	1908
<b>流动负债合计</b>	3170	4265	4768	5232	5751	所得税	198	209	279	324	378
短期借款	298	885	885	885	885	<b>净利润</b>	1112	845	1129	1313	1530
应付账款	590	896	1035	1165	1310	少数股东损益	0	172	0	0	0
预收款项	1042	819	953	1074	1209	归属母公司净利润	1112	1017	1129	1313	1530
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1292	1186	1401	1606	1840
<b>非流动负债合计</b>	449	992	992	992	992	<b>BPS (元)</b>	0.35	0.32	0.36	0.42	0.49
长期借款	295	658	658	658	658	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	3622	5305	5760	6223	6742	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	90	716	716	716	716	营业收入增长	30.94%	5.57%	16.27%	12.69%	12.61%
实收资本(或股本)	1568	3146	3146	3146	3146	营业利润增长	24.71%	-22.80	41.94%	16.34%	16.53%
资本公积	2626	1115	1115	1115	1115	归属于母公司净利润	28.35%	-8.55%	10.99%	16.34%	16.53%
未分配利润	3840	4697	5511	6598	7865	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	8034	8958	9772	10859	12127	毛利率(%)	16.04%	15.45%	15.93%	16.04%	16.16%
<b>负债和所有者权</b>	11746	14979	16247	17799	19585	净利率(%)	6.26%	4.51%	5.18%	5.35%	5.53%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>经营活动现金流</b>	2255	9	1255	1469	1630	<b>偿债能力</b>					
净利润	1112	1017	1129	1313	1530	资产负债率(%)	31%	35%	35%	35%	34%
折旧摊销	318	412	483	514	534	流动比率	1.83	1.74	1.86	2.04	2.24
财务费用	-17	-40	-6	-31	-68	速动比率	1.35	1.10	1.19	1.36	1.54
应收账款减少	-622	1830	853	791	885	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	432	508	502	464	519	总资产周转率	3.24	2.77	2.92	3.39	3.99
<b>投资活动现金流</b>	-998	-1288	-348	-250	-150	应收账款周转率	97.87	63.98	83.84	82.63	82.60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	23.89	19.41	19.80	19.84	19.87
长期股权投资减少	-606	-676	-300	-250	-150	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.32	0.36	0.42	0.49
<b>筹资活动现金流</b>	-1096	1043	-308	-195	-195	每股净现金流(最新)	0.05	-0.07	0.19	0.33	0.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.55	2.85	3.11	3.45	3.85
长期借款增加	-897	950	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	20	872	0	0	0	P/E	21.05	23.02	20.74	17.83	15.30
资本公积增加	-636	-1511	0	0	0	P/B	2.91	2.61	2.40	2.16	1.93
<b>现金净增加额</b>	161	-235	598	1025	1286	EV/EBITDA	6.39	14.50	11.98	10.16	8.54

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。

## 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。