

植保业务贡献增量，农化服务全面升级

——金正大（002470）财报点评

2017年08月21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

事件:

金正大发布 2017 年中报: 实现营业收入 124.75 亿元, YoY+18%, 归母净利润 7.94 亿元, YoY+2%, EPS 0.25 元, 经营活动现金流 21.65 亿元。其中, 第 2 季度单季实现营业收入 67.61 亿元, YoY+14%, QoQ+18%, 归母净利润 3.79 亿元, YoY+1%, QoQ-9%。

公司预计 2017 年前 3 季度净利润区间 9.02~12.40 亿元, YoY-20%~+10%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	1512.74	4640.39	5924.63	6851.73	1319.71	5713.25	6761.34
增长率(%)	-37.85%	11.04%	7.37%	4.79%	-12.76%	23.12%	14.12%
毛利率(%)	18.01%	15.57%	12.71%	14.10%	39.29%	19.21%	15.27%
期间费用率(%)	20.60%	5.14%	5.36%	8.17%	59.76%	9.10%	7.90%
营业利润率(%)	-1.28%	10.17%	7.18%	6.12%	-24.65%	10.29%	7.56%
净利润(百万元)	13.35	404.58	373.79	348.90	(110.33)	415.23	379.20
增长率(%)	-74.05%	22.21%	18.78%	-22.97%	-926.49%	2.63%	1.45%
每股盈利(季度, 元)	0.00	0.13	0.12	0.11	(0.04)	0.13	0.12
资产负债率(%)	30.84%	31.19%	37.31%	35.08%	35.42%	41.26%	43.77%
净资产收益率(%)	0.17%	4.78%	4.29%	3.85%	-1.23%	4.42%	4.00%
总资产收益率(%)	0.11%	3.25%	2.44%	2.27%	-0.74%	2.39%	1.80%

观点:

原有产品盈利下滑, 新增高附加值的园艺植保产品业务贡献业绩增量。原有产品中, (1) 普通复合肥实现收入 37.55 亿元, YoY+5.65%, 毛利率下滑 2.54ppt 至 18.38%; (2) 控释肥收入 36.22 亿元, YoY+8.41%, 毛利率下滑 1.30ppt 至 13.09%; (3) 硝基肥收入 4.25 亿元, YoY-41.89%, 毛利率提升 4.83ppt 至 21.06%; (4) 水溶肥收入 2.59 亿元, YoY-19.92%, 毛利率提升 5.52ppt 至 29.67%; (5) 原料化肥收入 26.72 亿元, YoY+2.61%, 毛利率微增 0.77ppt 至 2.82%。(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 17.11 亿元, 综合毛利率 41.10%。

农化服务全面升级, 融合共享强化协同效应。公司进一步加快由生产型企业向服务型企业转型发展。(1) 2017年上半年, 公司与世界银行国际金融公司(IFC)、华夏银行资管共同发起设立金丰农业服务有限公司, 该公司将汇聚种植业产业链全球资源, 通过平台打造和整合, 为中国农民提供诸如土壤修复、全程作物营养解决方案、农作物品质提升、农机具销售租赁、农技培训指导、机播手代种代收、农产品品牌打造、产销对接、农业金融等全方位的农业服务。(2) 上半年, 公司通过“增效技术+品牌管理+营销服务+定点生产”的模式, 推进与上游及同行企业的合作, 积极构建行业共创共享生态圈。(3) 公司参股了道依茨法尔机械有限公司 10%的股权, 有利于公司更好的向客户提供肥料+农用机械的服务。

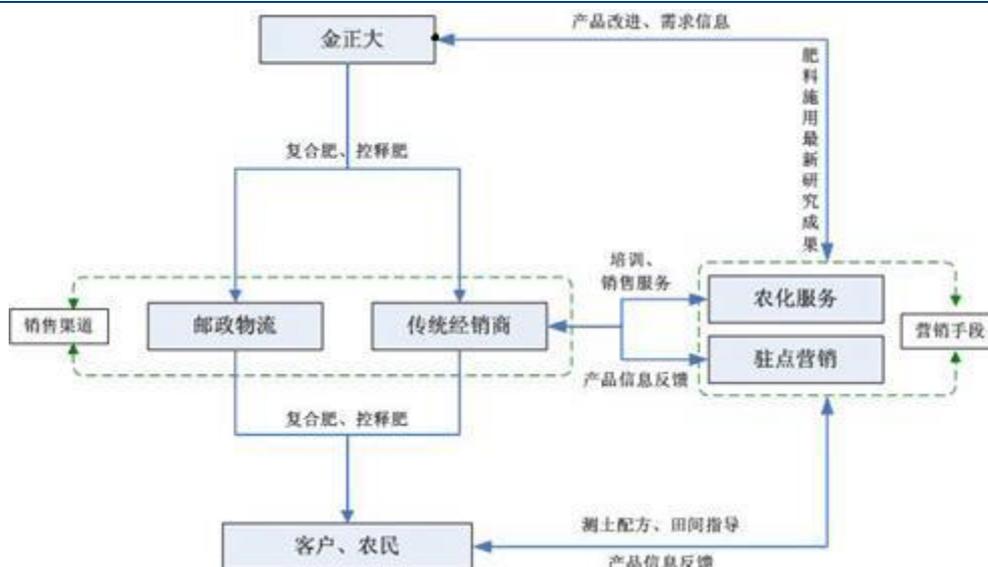
结论:

我们预计公司2017~2019年净利润分别为11.01亿元、12.87亿元、15.08亿元, EPS分别为0.35元、0.41元、0.48元, 目前股价对应P/E分别为23倍/20倍/17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: 公司营销模式



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 复合肥产品价格



图 3: 尿素产品价格



图 4: 磷酸一铵产品价格



图 5: 磷酸二铵产品价格

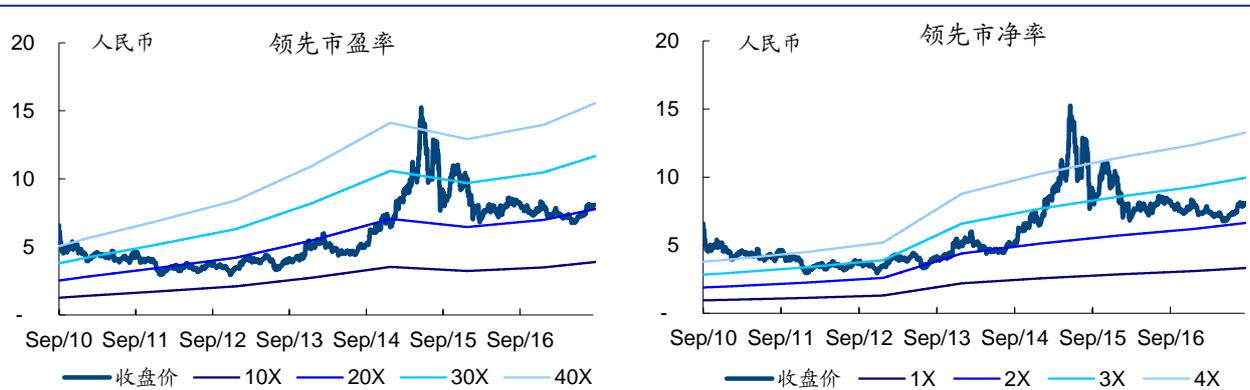


图 6: 氯化钾产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 7: 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
流动资产合计	5795	7419	8675	10343	12344	营业收入	17748	18736	21294	24010	27052
货币资金	1969	1779	2292	3180	4309	营业成本	14902	15842	18003	20269	22804
应收账款	345	240	273	308	347	营业税金及附加	6	66	75	84	95
其他应收款	147	140	2504	2819	3171	营业费用	833	1018	1065	1200	1353
预付款项	1410	2203	159	179	202	管理费用	725	927	958	1080	1217
存货	1515	2746	3121	3514	3953	财务费用	-17	-40	-5	-26	-57
其他流动资产	408	311	327	343	362	资产减值损失	20	3	0	0	0
非流动资产合计	5951	7560	7477	7333	7093	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	484	491	591	711	855	投资净收益	-1	4	100	120	144
固定资产	3576	4603	4677	4502	4210	营业利润	1284	992	1372	1605	1880
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
资产总计	11746	14979	16152	17676	19437	利润总额	1309	1053	1372	1605	1880
流动负债合计	3170	4265	4700	5157	5669	所得税	198	209	272	318	372
短期借款	298	885	885	885	885	净利润	1112	845	1101	1287	1508
应付账款	590	896	1018	1146	1289	少数股东损益	0	172	0	0	0
预收款项	1042	819	931	1050	1183	归属母公司净利润	1112	1017	1101	1287	1508
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1292	1186	1368	1580	1823
非流动负债合计	449	992	992	992	992	BPS (元)	0.35	0.32	0.35	0.41	0.48
长期借款	295	658	658	658	658	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	3622	5305	5692	6149	6660	成长能力					
少数股东权益	90	716	716	716	716	营业收入增长	30.94%	5.57%	13.65%	12.75%	12.67%
实收资本(或股本)	1568	3146	3150	3150	3150	营业利润增长	24.71%	-22.80	38.41%	16.95%	17.12%
资本公积	2626	1115	1115	1115	1115	归属于母公司净利润	28.35%	-8.55%	8.23%	16.95%	17.12%
未分配利润	3840	4697	5479	6546	7796	获利能力					
归属母公司股东权	8034	8958	9744	10811	12061	毛利率(%)	16.04%	15.45%	15.45%	15.58%	15.70%
负债和所有者权	11746	14979	16152	17676	19437	净利率(%)	6.26%	4.51%	5.17%	5.36%	5.57%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	9.47%	6.79%	6.81%	7.28%	7.76%
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	13.84%	9.43%	11.30%	11.91%	12.50%	
经营活动现金流	2255	9	1170	1333	1479	营运能力					
净利润	1112	1017	1101	1287	1508	总资产周转率	3.24	2.77	2.83	3.24	3.75
折旧摊销	318	412	483	514	534	应收账款周转率	97.87	63.98	82.96	82.65	82.62
财务费用	-17	-40	-5	-26	-57	应付账款周转率	23.89	19.59	19.68	19.72	19.76
应收账款减少	-622	1830	743	780	872	每股指标(元)					
预收帐款增加	432	508	435	457	512	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.32	0.35	0.41	0.48
投资活动现金流	-998	-1288	-348	-250	-150	每股净现金流(最新)	0.05	-0.07	0.16	0.28	0.36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.55	2.85	3.10	3.43	3.83
长期股权投资减少	-606	-676	-300	-250	-150	估值比率					
投资收益	-1	4	100	120	144	P/E	22.89	25.03	23.12	19.77	16.88
筹资活动现金流	-1096	1043	-310	-195	-200	P/B	3.16	2.84	2.61	2.35	2.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.01	15.76	13.35	11.38	9.63
长期借款增加	-897	950	0	0	0						
普通股增加	20	872	0	0	0						
资本公积增加	-636	-1511	0	0	0						
现金净增加额	161	-235	512	888	1129						

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, 从事基础化工行业研究, 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。