



东兴证券
DONGXING SECURITIES

短期业绩低于预期

——金正大（002470）三季度财报点评

2017年10月30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3季报：前3季度实现营业收入189.18亿元，YoY+9%，归母净利润9.08亿元，YoY-19%，EPS 0.29元，经营活动现金流12.68亿元。其中，第3季度单季实现营业收入64.43亿元，YoY-6%，QoQ-5%，归母净利润1.13亿元，YoY-68%，QoQ-70%，EPS 0.04元。业绩居于预告区间下限。

公司预计2017年全年净利润区间为7.12~11.19亿元，YoY-30%~+10%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	4640.39	5924.63	6851.73	1319.71	5713.25	6761.34	6443.27
增长率（%）	11.04%	7.37%	4.79%	-12.76%	23.12%	14.12%	-5.96%
毛利率（%）	15.57%	12.71%	14.10%	39.29%	19.21%	15.27%	12.35%
期间费用率（%）	5.14%	5.36%	8.17%	59.76%	9.10%	7.90%	10.22%
营业利润率（%）	10.17%	7.18%	6.12%	-24.65%	10.29%	7.56%	1.58%
净利润（百万元）	404.58	373.79	348.90	(110.33)	415.23	379.20	113.28
增长率（%）	22.21%	18.78%	-22.97%	-926.49%	2.63%	1.45%	-67.53%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.12	0.11	(0.03)	0.13	0.12	0.04
资产负债率（%）	31.19%	37.31%	35.08%	35.42%	41.26%	43.77%	41.66%
净资产收益率（%）	4.78%	4.29%	3.85%	-1.23%	4.42%	4.00%	1.18%
总资产收益率（%）	3.25%	2.44%	2.27%	-0.74%	2.39%	1.80%	0.55%

观点：

原材料上涨导致3季度毛利率环比下滑3ppt，康朴并表导致单季度销售费用同比增加31%。公司通过套餐肥新产品推广、并积极探索农资一站式服务模式，公司产品销量总体保持稳定。受农产品价格低迷影响，预计高端复合肥销量有所下滑，同时原料尿素、磷酸一铵等价格上涨，导致公司3季度综合毛利率同比下滑1.75ppt、环比下滑2.92ppt至12.35%。因康朴并表，公司销售费用大增，前3季度销售费用同比增加101%至10.97亿元，其中第3季度单季销售费用同比增加31%至3.69亿元。

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) 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。

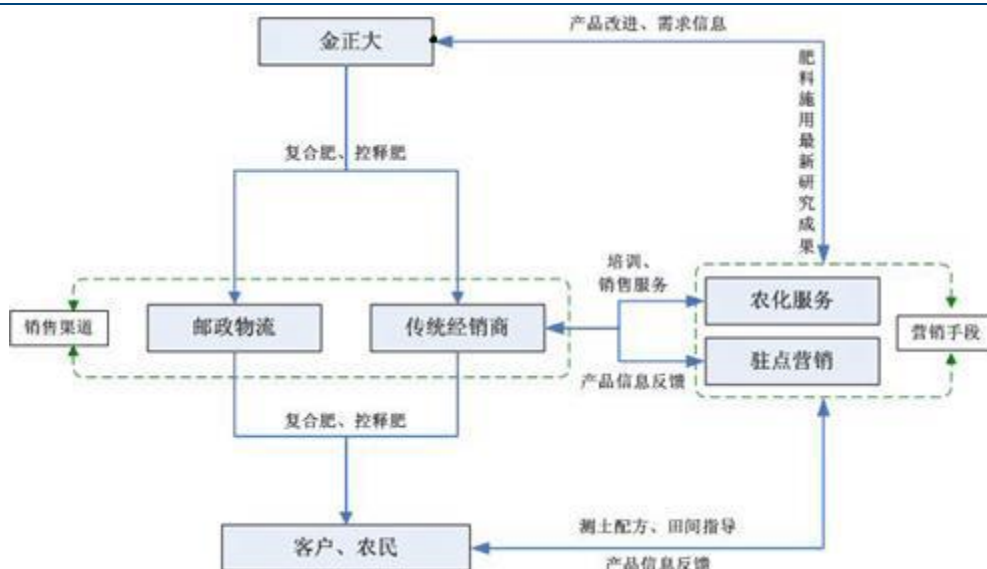
结论:

目前公司处于停牌阶段, 根据公告, 公司筹划收购农资消费及渠道相关行业公司股权, 可能涉及发行股份购买资产。我们暂维持前期盈利预测, 即公司2017~2019年净利润预测分别为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26倍、22倍、19倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

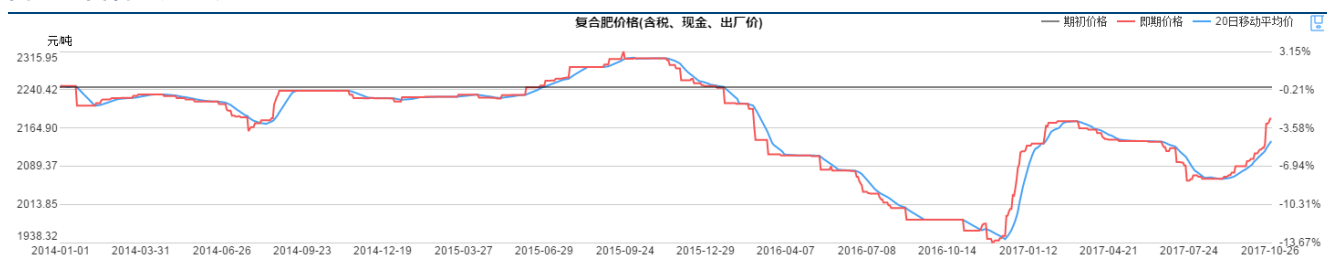
农产品价格下滑, 化肥价格下滑, 农化服务推广不及预期, 收购整合不及预期。

图 1: 公司营销模式



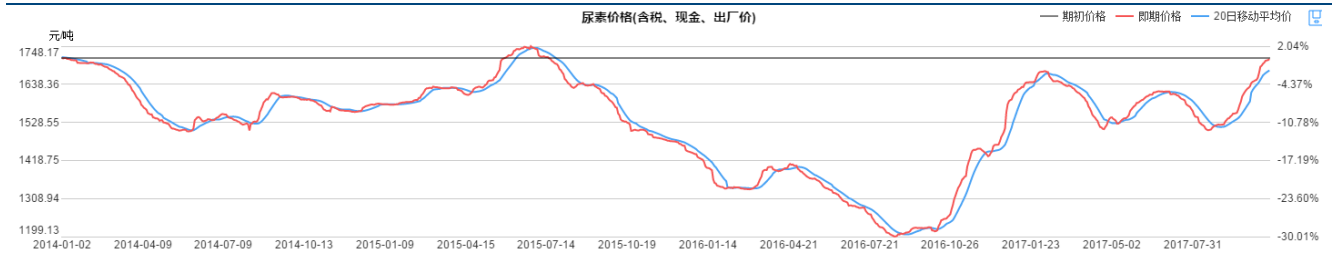
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 复合肥产品价格



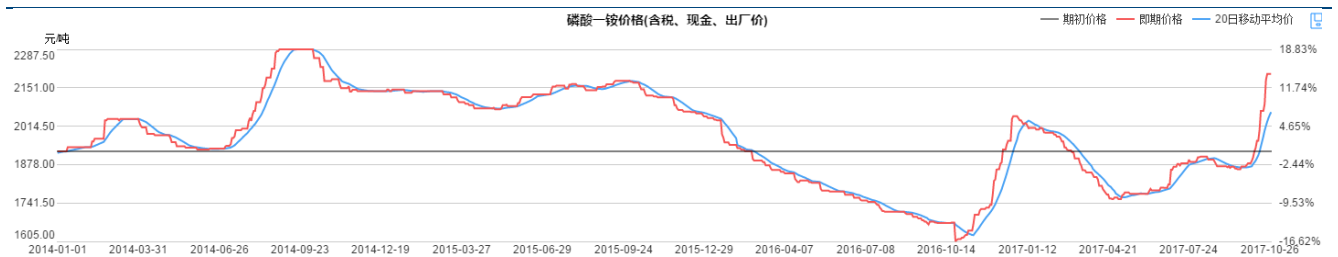
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 3: 尿素产品价格



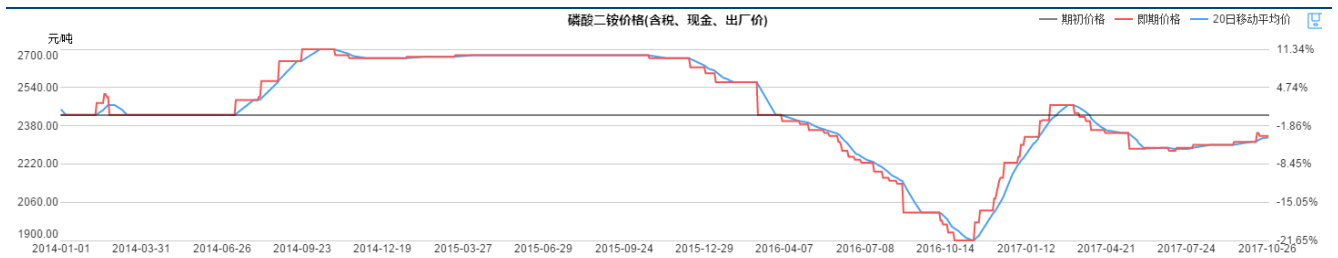
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 4: 磷酸一铵产品价格



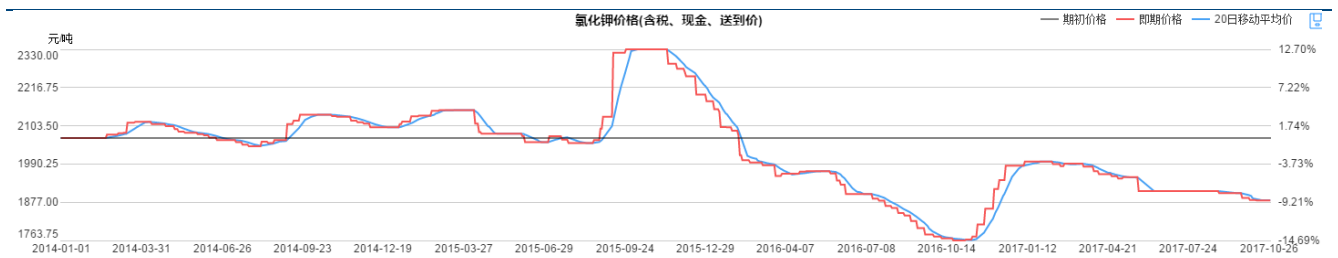
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 5: 磷酸二铵价格



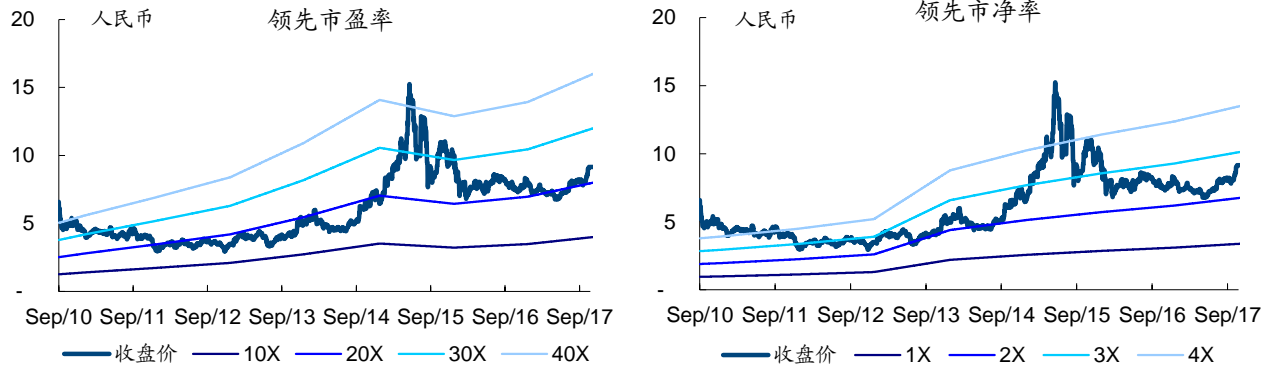
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 6: 氯化钾价格



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	3158	3158	3158	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	5471	6538	7788	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	3.42	3.82
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	25.98	28.41	26.25	22.45	19.17
筹资活动现金流	-1096	1043	-310	-195	-200	P/B	3.58	3.21	2.95	2.67	2.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.05	17.87	15.21	13.02	11.09
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、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。