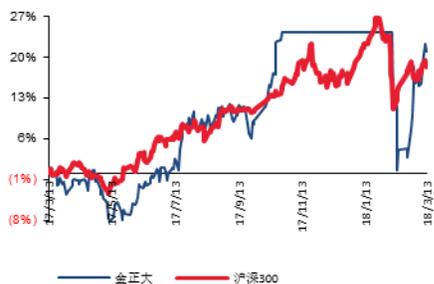


材料 材料 II

复合肥龙头引领农业服务创新，金丰公社坐拥天时地利人和

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,158/2,586
总市值/流通(百万元)	27,315/22,373
12 个月最高/最低(元)	9.15/6.85

相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

联系人: 柳强、张波

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120012

报告摘要

公司为我国复合肥行业龙头，是唯一入选“国家品牌计划”的农业企业。受益复合肥行业逐步复苏，公司市占率将由 10% 提升至 20% 以上。2017 年启动金丰公社，打造国内首家现代农业服务平台，契合乡村振兴国策，切入万亿农业服务蓝海市场。

1. 复合肥绝对龙头，加大国际化布局，定位种植业解决方案提供商

公司成立于 1998 年，研发实力、农化服务技术、品牌及渠道优势领先，拥有十三大生产基地，复合肥产能 340 万吨、控释肥 200 万吨、硝基肥 150 万吨、水溶肥 30 万吨，总计 720 万吨。公司 2016 年销量 618 万吨，市占率约 10%，自 2010 年以来蝉联国内第一。同时，公司收购德国 Compo、荷兰 Ekompny、西班牙 Navasa 公司，加快海外布局。通过金丰公社，引领农业服务创新，谋求跨越式发展。2018 年 Q1 预告归母净利润 5.6-6.0 亿元，同比增长 35%-45%，实现良好开局。

2. 供需格局好转，复合肥将景气回升，龙头受益最大

2015 年以来农产品价格下跌、优惠政策取消导致复合肥行业盈利持续低迷，2017 年开工率仅 24%，表观消费量 5086 万吨，同比下滑约 14%。随着玉米等农产品价格触底反弹，带动复合肥需求复苏，同时行业规模以上集中度 CR4 已从 2009 年 24% 提高至 2017 年的 32%，化肥“零增长”政策倒逼复合化率提高，理论测算复合肥需求 CAGR 为 7.73%，复合肥施用比例由目前的 40% 提升至 57%，龙头公司受益最大。新型肥料如缓控释肥、水溶肥、土壤调理剂等肥料利用率高，有效改善土壤质量，未来需求将保持 10% 以上的复合增长。预计公司未来复合肥销量复合增速 10-15%，新型肥料在利润中占比将持续提升。

3. 农业服务万亿蓝海空间，金丰公社天时地利人和

我国农业正面临向农业服务转型的关键阶段，金丰公社定位中国首家现代农业服务平台，当前发展正值天时地利人和。金丰公社成立半年多来已设立 75 家县级金丰公社，服务面积超过 100 万亩，未来五年目标为建立 1000 家县级金丰公社，服务 5000 万亩农户、3 亿亩土地。金丰公社打造“培养休闲地主，我做快乐长工”的创新模式，农民不需自己种地，每年还可增收 20% 以上，轻资产模式有利于快速复制推广。

预计公司 2018 年 150 家、2019 年 300 家的发展目标将可顺利实现。以五年成立 1000 家金丰公社测算，未来收入规模有望达 1000 亿元，成为国内农业服务行业的超级独角兽。

4. 盈利预测与评级

预计公司 2017-2019 年收入分别为 207.65 亿、240.32 亿、271.53 亿元，净利润分别为 7.33 亿、11.95 亿、15.99 亿元，EPS 分别为 0.23 元、0.38 元、0.51 元，目前股价对应 PE 分别为 37 倍、23 倍、17 倍。公司为国内唯一入选“国家品牌计划”的农业企业，2018 年开始受益复合肥行业景气复苏，金丰公社已进入快速增长期，给予公司 2018 年 30 倍 PE，结合未来金丰公社独立上市后的市值增厚贡献，公司短期目标市值 360 亿，中期目标市值 550 亿，分别对应目标价 11.4 元、17.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格风险、金丰公社开拓进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万□)	18,736.46	20,765.40	24,031.82	27,152.65
(+/-%)	5.57%	10.83%	15.73%	12.99%
净利润(百万元)	844.81	732.65	1,194.51	1,597.82
(+/-%)	-8.55%	-27.96%	63.04%	33.76%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.23	0.38	0.51
市盈率(PE)	27.03	37.28	22.87	17.10

资料来源：Wind、太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 国内复合肥绝对龙头，未来定位种植业解决方案提供商	6
(一) 国内复合肥行业领导者	6
(二) 公司重新进入快速增长轨道	10
二、 复合肥需求确定性回暖，龙头受益最大	12
(一) 化肥需求偏刚性，预计保持平稳	12
(二) 各项政策倒逼落后产能淘汰，复合率提高，龙头受益	14
(三) 农产品价格回暖，复合肥盈利改善	21
(四) 新型肥料迎来发展机遇，公司持续国际化布局	22
三、 农业服务万亿蓝海空间，金丰公社天时地利人和	26
(一) 我国加快发展农业服务势在必行	26
(二) 农业服务是国际化肥龙头转型大势所趋	27
(三) 金丰公社开启现代农业服务新模式，迈入爆发式成长期	29
1. 金丰公社为国内首家现代农业服务平台，让世界为中国农民种田	29
2. 金丰公社帮助农户显著降本增收，大幅提高种植效率	30
3. 金丰公社有望成为中国农业服务行业的超级独角兽	32
四、 盈利预测及估值	35
(一) 盈利预测	35
(二) 估值与评级	36
五、 风险提示	37

图表目录

图表 1: 公司发展历史	6
图表 2: 公司主营产品产能	6
图表 3: 公司产销量及增速	7
图表 4: 金正大复合肥业务在行业中营收规模最大 (亿元)	7
图表 5: 公司生产基地分布	8
图表 6: 公司参与的行业, 国家, 国际标准制定情况	8
图表 7: 金正大研究成果获奖情况 (省部级以上奖励)	9
图表 8: 金正大集团主要品牌	9
图表 9: 金正大股权结构及主要子公司	10
图表 10: 公司营业收入及增速	10
图表 11: 公司归母净利润及增速	10
图表 12: 公司毛利率、净利率及 ROE	11
图表 13: 公司分产品毛利率	11
图表 14: 公司研发费用及占比	11
图表 15: 2016 年主要复合肥企业研发支出 (亿元)	11
图表 16: 公司营收结构变化	12
图表 17: 公司毛利结构变化	12
图表 18: 复合肥产业发展背景	12
图表 19: 国内粮食生产消费情况 (亿吨)	13
图表 20: 粮食进出口情况 (万吨)	13
图表 21: 人均粮食消费与自给率及其相关预测	14
图表 22: 粮食产量及产出预测 (亿吨)	14
图表 23: 化肥施用量 (折纯, 万吨) 未来推测情况	14
图表 24: 国内复合肥产能下降	15
图表 25: 国内复合肥进出口情况	15
图表 26: 国内复合肥产能利用率偏低	15
图表 27: 国内复合肥行业集中度上升 (CR4)	15
图表 28: 我国 2016 年复合肥实物产量前十名企业	16
图表 29: 中央政策导向化肥供给侧改革, 推进农业现代化	16
图表 30: 涉及化肥供给的政策变动	17
图表 31: 全国各种化肥使用量 (万吨, 折纯)	18
图表 32: 复合肥施用比例继续增长	18
图表 33: 三大粮食作物每亩复合肥施用比例	18
图表 34: 稻谷每亩化肥和复合肥用量增长 (KG)	18
图表 35: 小麦每亩化肥和复合肥用量增长 (KG)	19
图表 36: 玉米每亩化肥和复合肥用量增长 (KG)	19
图表 37: 复合肥需求 (折纯) 与施用比例初步预测	20
图表 38: 复合肥需求 (折纯) 与施用比例进一步预测 (考虑零增长)	20
图表 39: 三元复合肥进出口情况 (万吨, 折纯)	20
图表 40: 农产品价格走势 (元/吨)	21
图表 41: 中国农作物播种面积情况	21
图表 42: 玉米价格走势 (元/吨)	22
图表 43: 玉米年末库存/消费量	22
图表 44: 复合肥毛利回升	22
图表 45: 公司主要新型复合肥类产品简介	23

图表 46: 2016 年中国缓控释肥消费结构	23
图表 47: 2016 年中国水溶肥消费结构	23
图表 48: 未来新型肥料需求保持较快增长 (万吨)	24
图表 49: 公司全球布局	24
图表 50: 公司重要海外并购	25
图表 51: 2016 及 2017H1 公司主要产品毛利率情况 (%)	25
图表 52: 我国农业目前面临的主要难题	26
图表 53: 工业反哺农业的指标分析	27
图表 54: 世界十大农资商业务构成变化	28
图表 55: 加阳 2017 年产品毛利结构	28
图表 56: 加阳农业服务体系规模情况	28
图表 57: 加阳精准农业服务平台运作模式	28
图表 58: 金丰公社股权结构	29
图表 59: 县级金丰公社未来设立规划	29
图表 60: 金丰公社经营模式与传统经销商模式对比	29
图表 61: 金丰公社聚资源、建网络、做服务的一体化模式	30
图表 62: 金丰公社订单农业已签约情况	31
图表 63: 农户小麦种植成本结构表	31
图表 64: 金丰公社显著降低种植成本 (小麦, 元/亩)	31
图表 65: 金丰公社在各地不同的服务模式	32
图表 66: 金丰公社与国内其它农业服务企业模式对比	32
图表 67: 金丰公社发展面临天时地利人和	34
图表 68: 金丰公社模式实现多方共赢	35
图表 69: 县级金丰公社收入保持不低于 50% 增长 (万元)	35
图表 70: 金正大分产品盈利预测表	36
图表 71: 复合肥行业龙头公司估值对比 (截至 2018 年 3 月 31 日)	37
图表 72: 金正大 PE-BANDS	37
图表 73: 金正大 PB-BANDS	37

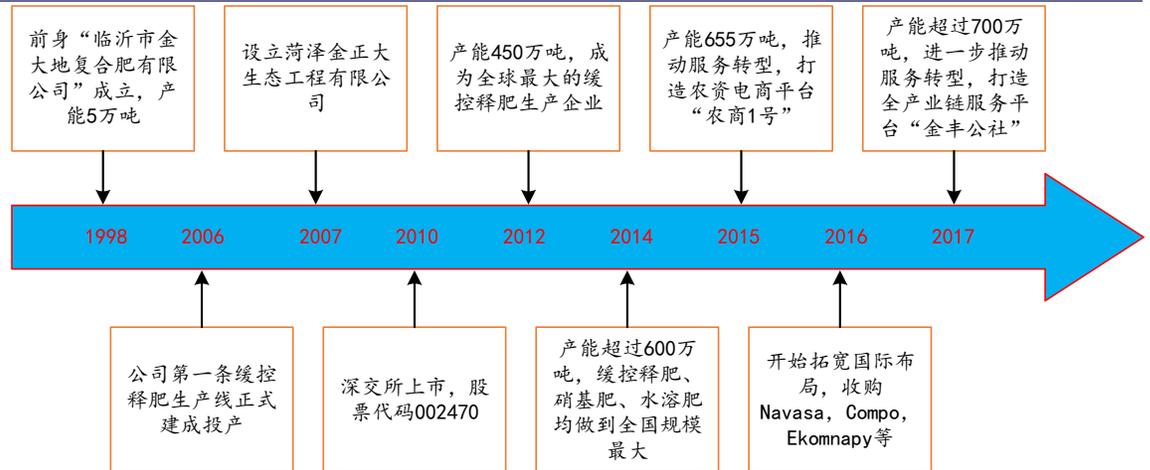
一、国内复合肥绝对龙头，未来定位种植业解决方案提供商

(一) 国内复合肥行业领导者

金正大生态工程集团股份有限公司（以下简称“金正大”或“公司”）成立于1998年，总部位于山东临沭，2010年9月8日于深交所上市。公司的主营业务为复合肥、缓控释肥、硝基肥、水溶肥及其它新型肥料的研究、生产和销售。公司从5万吨产能起步，不断发展壮大，丰富复合肥品类，目前拥有各类化肥产能720万吨，产能CAGR高达28.21%。其中普通复合肥产能340万吨、缓控释肥200万吨、硝基复合肥150万吨、水溶肥30万吨。

作为国内复合肥行业绝对龙头，公司复合肥产销量连续八年居国内第一位，并入选“国家品牌计划”，成为唯一入选的农业企业。公司2016年市占率约10%，拥有全球最大的缓控释生产基地，缓控释肥的产销量连续十年居行业第一位，市场份额超过50%。2016年复合肥产量614.87万吨，同比+13.05%；销量617.75万吨，同比+14.96%。

图表1：公司发展历史



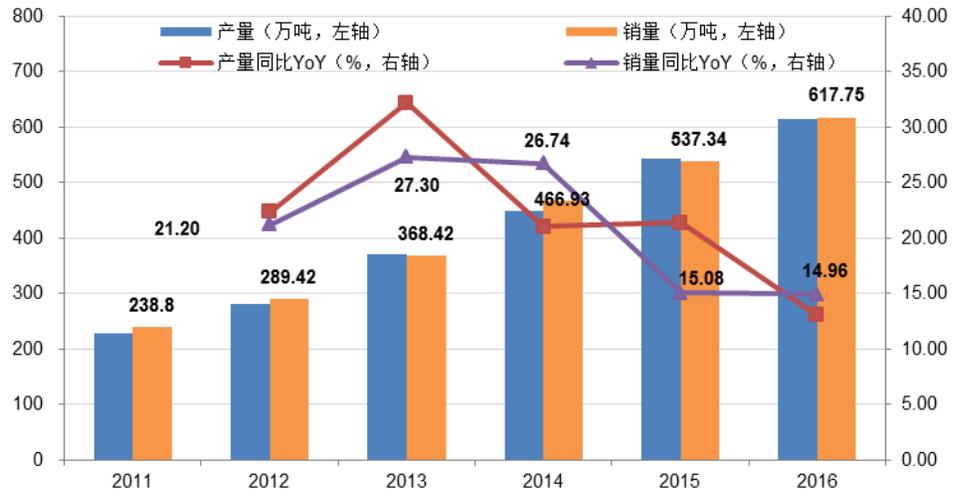
资料来源：公司网站，太平洋证券整理

图表2：公司主营产品产能

品种	产能(万吨)
普通复合肥	340
缓控释肥	200
硝基复合肥	150
水溶肥	30
合计	720

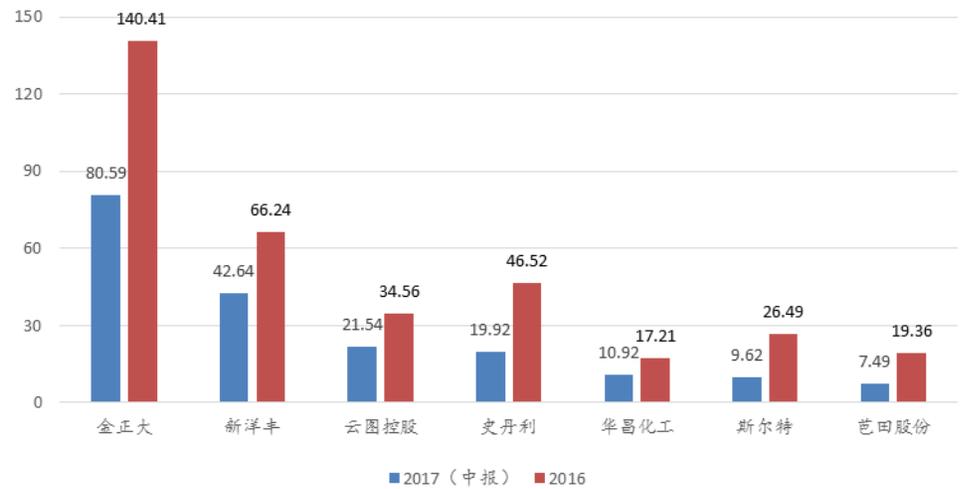
资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 3：公司产销量及增速



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 4：金正大复合肥业务在行业中营收规模最大 (亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司生产基地遍布全国，贴近下游市场和原料生产地，有效缩减运输成本。公司主要生产基地包括山东临沭、山东菏泽、安徽长丰、河南郸城、河南驻马店、辽宁铁岭、贵州瓮安、云南晋宁、山东德州、广东英德、新疆阿克苏、湖北潜江、新疆阜康等。

图表 5：公司生产基地分布



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

研发优势：公司先后承担了国家科技支撑计划、国家重点研发计划、国家星火计划、国家火炬计划、国家重点新产品计划等 40 余项国家级和省级重大科研项目。目前公司拥有发明专利 196 项，荣获诸多国家奖励，参与多项行业、国家、国际标准制定。

图表 6：公司参与的行业，国家，国际标准制定情况

序号	标准名称	实施时间	标准类型	标准号
1	缓控释肥	2007. 10. 01	行业标准	GH/T 3931-2007
2	缓释肥料	2009. 09. 01	国家标准	GB/T 23348-2009
3	高尔夫球场草坪专用肥和土壤调理剂	2011. 03. 01	行业标准	HG/T 4136-2010
4	控释肥料	2012. 07. 01	行业标准	HG/T 4125-2011
5	农用硝酸钙	2014. 03. 01	行业标准	HG/T 4580-2013
6	硝基复合肥	2016. 07. 01	行业标准	HG/T 4851-2016
7	肥料和土壤调理剂术语	(报批中)	国家标准	
8	肥料和土壤调理剂分类	(报批中)	国家标准	
9	控释肥料	(审核中)	国际标准	

资料来源：公司网站，太平洋证券整理

图表 7: 金正大研究成果获奖情况 (省部级以上奖励)

序号	研究成果	获奖项目	获奖年月
1	新型作物控释肥研制及产业化开发应用	国家科技进步奖 (二等奖)	2009. 12. 23
		山东省科技进步奖 (一等奖)	2009. 01. 07
2	缓控释肥技术创新平台建设	国家科技进步奖 (二等奖)	2012. 12. 19
		山东省科技进步奖 (一等奖)	2011. 01. 12
3	以回收热塑性树脂为可降解膜的包膜控释肥料的生产方法	中国专利奖 (优秀奖)	2009. 12
		山东省专利奖 (一等奖)	2009. 12
4	一种腐植酸包膜控释肥	中国专利奖 (优秀奖)	2013. 10
		山东省专利奖 (一等奖)	2013. 01
5	缓控释肥料高效施用技术研究与应用	河南省科技进步奖 (二等奖)	2013. 01. 28
6	新型水溶性醇酸树脂-硫复合包膜控释肥研制与应用	山东省科技进步奖 (二等奖)	2015. 01. 13
7	棉花专用控释肥研制与应用示范	山东省科技进步奖 (三等奖)	2014. 02. 02
8	脲醛缓控释肥料研究与开发	山东省科技进步奖 (三等奖)	2012. 11. 22
9	腐植酸包膜缓控释肥的研究与开发	山东省科技进步奖 (三等奖)	2011. 12. 07

资料来源: 公司网站, 太平洋证券整理

品牌优势: 公司坚持“品牌兴企”的产品战略, 高度重视产品质量和品牌培育。目前拥有“金大地”、“沃夫特”两大中国驰名商标。经过多年发展, “金大地”、“沃夫特”、“金正大”、“奥磷丹”、“嘉安磷”五大品牌已具有较高的品牌忠诚度和市场美誉度。

图表 8: 金正大集团主要品牌



资料来源: 公司资料, 太平洋证券整理

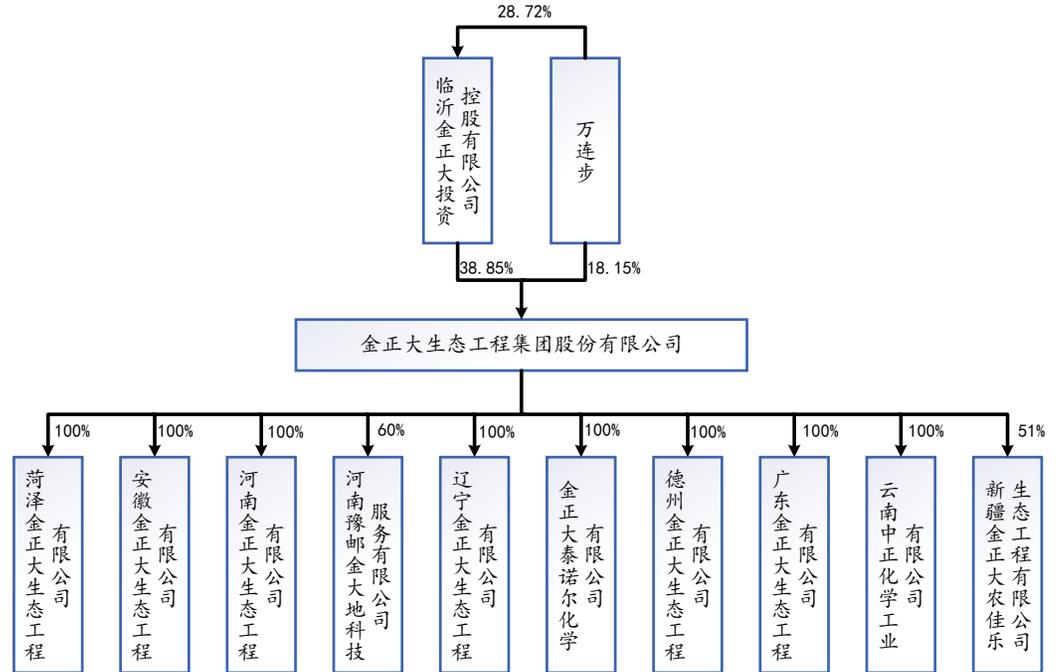
渠道优势: 公司坚持“营销突破、服务领先”的指导思想, 深耕渠道, 建立了业内领先营销网络体系。公司营销人员 1700 余人, 并具有 4000 余家一级经销商, 10 万余家二级经销商。

同时, 公司积极试水农业服务, 整合行业发展, 2015 年打造农资电商平台“农商 1 号”, 2017 年进一步推动服务转型, 打造全产业链服务平台“金丰公社”。此外, 公司积极进行海外并购, 陆续收购了 Navasa、Compo、Ekompany 等公司, 进军海外市场。

股权结构: 万连步先生为公司实际控制人, 直接持有公司 18.15% 的股份, 并通过控股公司临

沂金正大投资控股有限公司持有 38.85% 的股份。

图表 9：金正大股权结构及主要子公司



资料来源：Wind，太平洋证券整理

(二) 公司重新进入快速增长轨道

公司自上市以来营业收入持续增长，从 2010 年的 54.79 亿增长至 2016 年的 187.36 亿元，CAGR 达 22.74%；归母净利润从 2010 年的 3.14 亿增长至 2016 年的 10.17 亿元，CAGR 达 21.66%。2017 年前三季度，公司实现营业收入 189.18 亿元，同比增长 8.62%；归母净利润 9.08 亿元，同比下滑 19.48%，主要由于 2017 年化肥行业延续了 2015 年以来农产品价格下跌导致的行业需求下降，整体仍较为低迷，下游玉米种植面积有所减少，此外合并 COMPO 等公司带来销售费用大幅增加。

图表 10：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

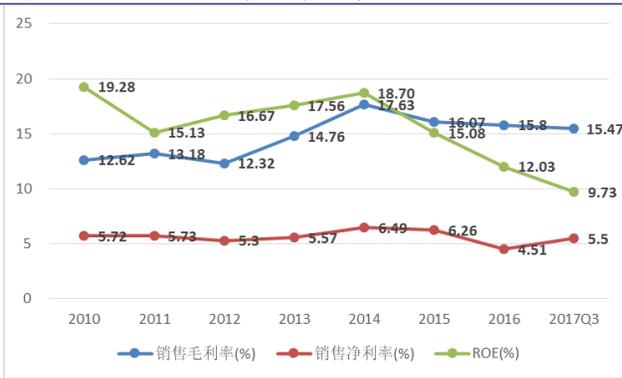
图表 11：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

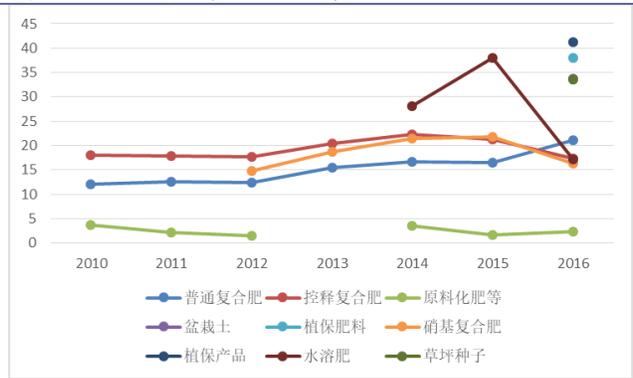
2010-2015 年，在国家大力推行化肥零增长的大背景下，复合肥市占率不断提升，公司产品销量持续快速增长，营收复合增速在 25% 以上。2015 年以来，原油暴跌，农产品价格和原料价格持续低迷，公司营业收入增速放缓，归母净利润出现了一定程度的下滑。2018 年，一方面下游农产品价格上行，需求回暖，另一方面原料单质肥价格持续走强，成本端推动复合肥价格上行，亦有利于复合化率继续提升。此外，公司打造的“金丰公社”有望对农业产业链进行整合，推动公司产品销量增长，公司产品有望迎来量价齐升。2018 年 Q1，公司公告预计归母净利润 5.6-6.0 亿元，同比增长 35%-45%，实现良好开局。

图表 12: 公司毛利率、净利率及 ROE



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 13: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

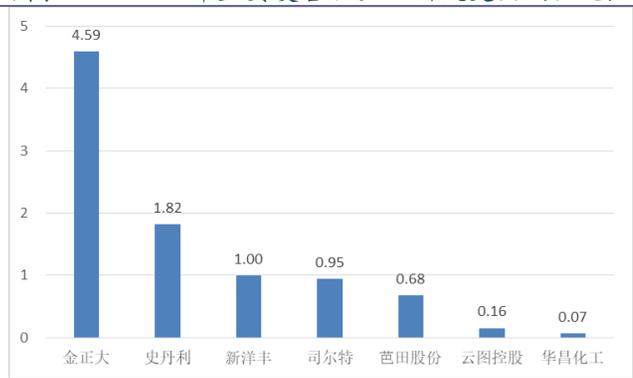
研发能力强: 公司注重研发，持续进行大规模的研发投入，研发支出远超其他企业，研发实力处于国内领先地位。截至 2016 年公司拥有发明专利 196 项，公司 2016 年研发投入约为 4.59 亿，占管理费用的 50% 左右。

图表 14: 公司研发费用及占比



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

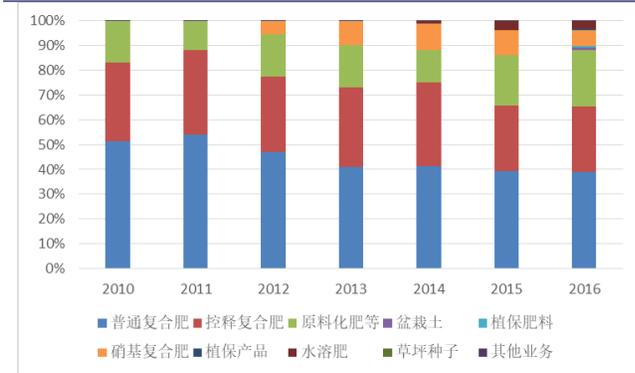
图表 15: 2016 年主要复合肥企业研发支出 (亿元)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

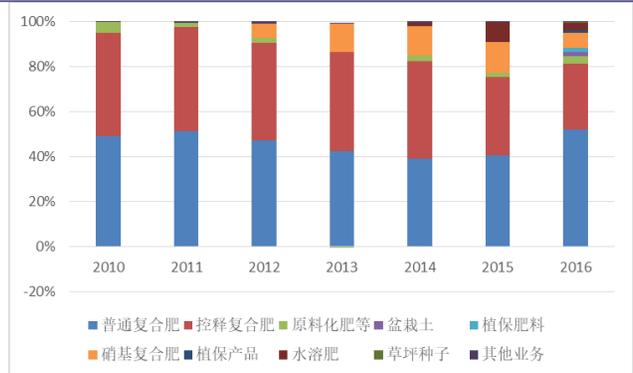
产品结构不断优化: 公司 2010 年上市之初主要产品为普通复合肥、控释复合肥和原料化肥，其中普通复合肥营收占比 50% 以上。近年来公司陆续推出硝基复合肥、水溶肥、盆栽土、植保肥料、植保产品、草坪种子等高毛利产品，丰富了公司的产品线，向农业服务公司全面发展。

图表 16: 公司营收结构变化



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 17: 公司毛利结构变化



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

二、复合肥需求确定性回暖，龙头受益最大

(一) 化肥需求偏刚性，预计保持平稳

化肥是国家重要的战略物资，是关乎粮食安全、生态安全与资源可持续利用等国计民生的产品。

图表 18: 复合肥产业发展背景

重要性	<ul style="list-style-type: none"> 化肥是粮食的“粮食”，化肥是粮食安全（数量安全和质量安全）的基本保障
贡献大	<ul style="list-style-type: none"> 统计数据表明，化肥对粮食的贡献率约为 40%-50% 化肥对粮食的增产效果：8-10 kg/kg N；5-6 kg/kg P₂O₅；3-5 kg/kg K₂O
刚性需求	<ul style="list-style-type: none"> 我国人多地少水缺，化肥需求刚性。13 亿人口，18 亿亩耕地。用占世界 9% 的耕地、6% 的水资源、30% 的化肥，生产占世界 26% 农产品，养活世界 19% 人口。化肥不可或缺
产业发展快	<ul style="list-style-type: none"> 目前中国是世界化肥第一生产大国和消费大国。我国化肥基本能够满足农业生产需要，同时还有能力出口国际市场

资料来源: CNCIC, 太平洋证券整理

从全球看，联合国预计世界人口在 2050 年将达 90 亿，对粮食生产的要求会增加约 50%。从国内看，近年来，国家全面放开二胎政策，人口增长趋势改变；同时，随着社会的繁荣与稳定，人们生活水平提升，间接粮食需求显著提升。化肥是重要的农业生产资料，是粮食的“粮食”。据联合国粮农组织 (FAO) 统计，化肥在对农作物增产的总份额中约占 40%~60%，因此推升的粮食需求也直接提升了对化肥的需求。

上世纪 80 年代我国实行计划生育，1987 年起政策执行效果显著，我国人口自然增长率开始

逐年下降。但 2011 年起国家逐步放开二胎政策，全面实行双独二孩政策，2013 年实行单独二孩，2015 年全面放开二胎，预计人口增长趋势将有所改变。

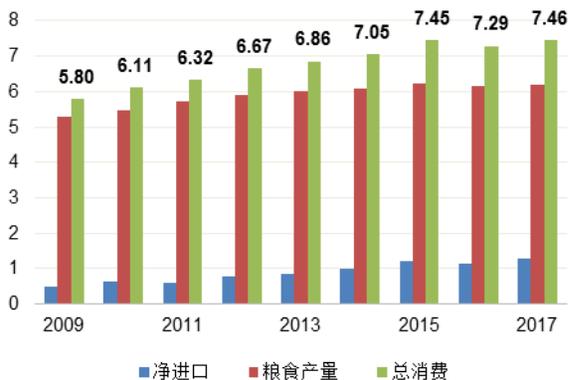
如果未来几年人口的对数自然增长率 $\ln(r)$ 沿着 2011 至 2017 的趋势（线性拟合方程为 $\ln(r) = -45.8694 + 0.02359 * T$ ， R^2 为 0.7443，T 为年份，线性关系比较显著）发展，从 2018 起，人口自然增长率的预测为 $r = \exp(-45.8694 + 0.02359 * T)$ ，到 2022 年我国人口增至 14.32 亿人。

根据国家统计局资料，全国居民人均食品消费量中粮食消费由 2014 年的 148.7 千克下降为 2016 年的 132.8 千克。尽管直接的人均口粮消费呈下降趋势，但粮食总体消费保持增长，与我国人民生活水平提高涉及的间接用粮提升密切相关。间接粮食消费包括（1）饲料用粮，（2）工业用粮，（3）种子用粮，（4）国家粮食储备。例如，现在人们有更多工业用粮需求，如酿酒，以及肉类食品摄入相对更多使得口粮需求下降，饲料用粮需求上升。粮食表观消费量总体保持增长态势。2017 年我国粮食表观消费量 7.46 亿吨，同比+2.29%；产量 6.18 亿吨，同比+0.27%；净进口量 1.29 亿吨，同比+13.34%；对外依存度由 2008 年的 6.63% 提高至 17.14%。

基于生活水平的不断提升，人均粮食消费将维持一个增长趋势，由 2008 至 2017 数据推算线性关系显著（线性拟合 $D = -26616 + 13.47 * T$ ，该线性回归的 R^2 为 0.9720，斜率 P 值为 $2.592 * 10^{-06}$ ），粮食自给率同样线性外推。

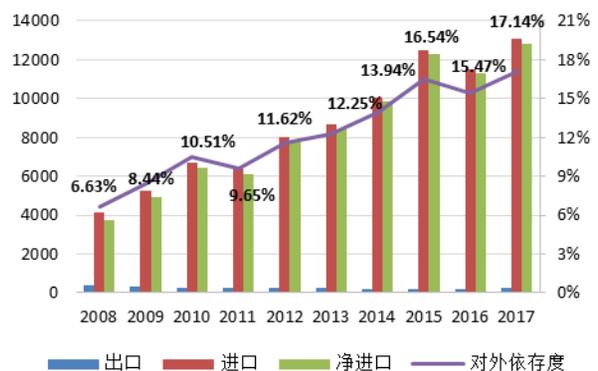
化肥需求增长稳定：粮食产量与化肥施用量线性关系明显，我们根据 2001-2016 年历史数据回归推算出化肥施用量（ $= 54.3037 + 0.09784 * \text{粮食产量}$ ；该线性回归 R^2 为 0.9827，斜率 p 值 $1.184 * 10^{-11}$ ）。理论上至 2022 年，我国化肥施用需求为 6722 万吨，即从 2017 起 CAGR 达 1.96%，考虑到农业部规划的化肥零增长目标已提前三年实现，预计未来化肥消费总量基本平稳，复合化率持续提高。

图表 19：国内粮食生产消费情况（亿吨）



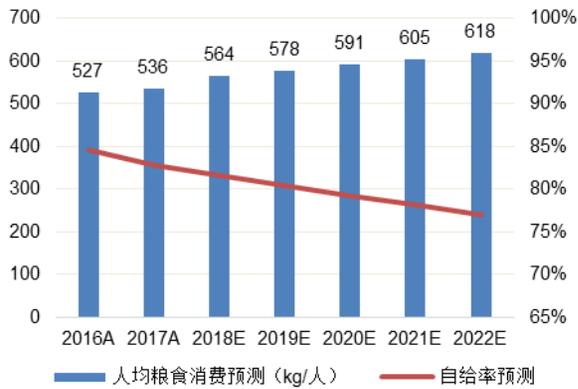
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 20：粮食进出口情况（万吨）



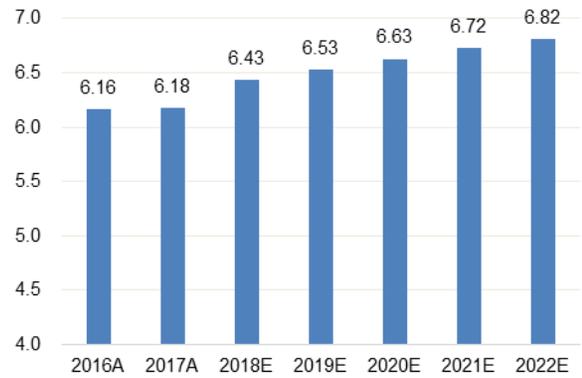
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 21：人均粮食消费与自给率及其相关预测



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 22：粮食产量及产出预测（亿吨）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 23：化肥施用量（折纯，万吨）未来推测情况

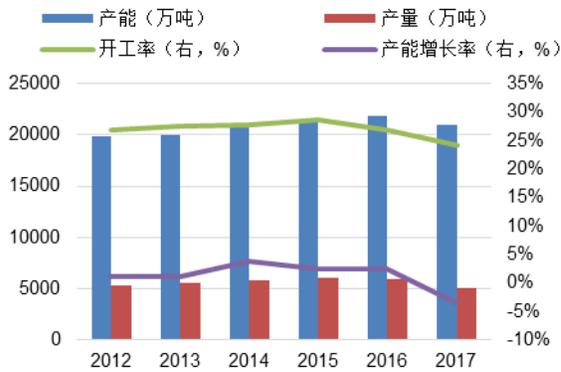


资料来源：Wind，太平洋证券

（二）各项政策倒逼落后产能淘汰，复合率提高，龙头受益

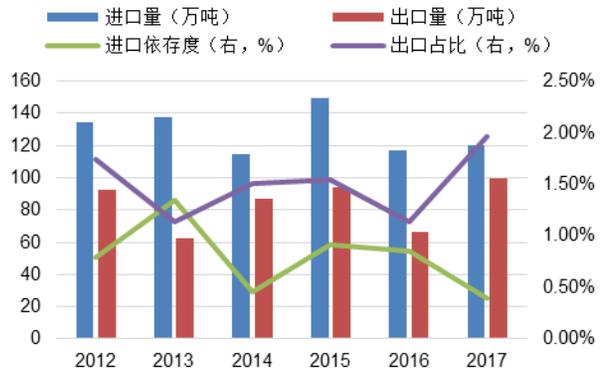
我国复合肥过剩严重，行业集中度提高：从 2012 年开始，我国复合肥产能一直处于增长阶段，2017 年，我国复合肥产能首次出现下降趋势，产能为 2.1 亿吨，同比减少 3.67%；产量为 5065 万吨，同比减少 13.53%；行业开工率由 2012 年的 26.77% 下降至当前的 24.12%；表观消费量 5086 万吨，同比下降 13.92%。总体而言，我国复合肥产能过剩严重。在优惠政策逐步减少，环保高压等多种因素下，复合肥行业成本增加，同时，下游农产品价格走低导致复合肥利润降低，行业中落后企业逐渐退出，集中度不断提高。我国复合肥行业规模企业 CR4 从 2009 年的 24.46% 升高到 2017 年的 32.38%。

图表24：国内复合肥产能下降



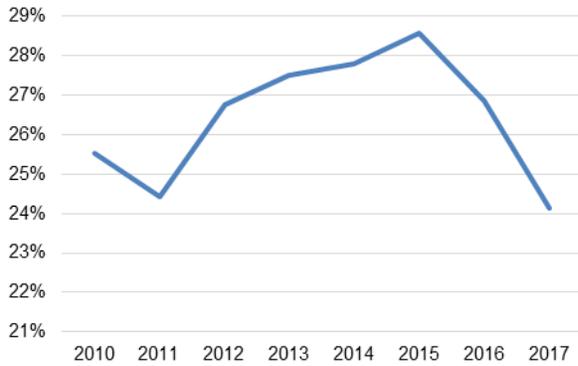
资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表25：国内复合肥进出口情况



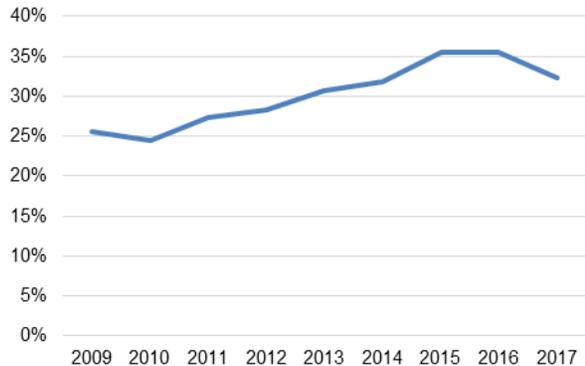
资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表26：国内复合肥产能利用率偏低



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表27：国内复合肥行业集中度上升 (CR4)



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

化肥使用零增长继续倒逼落后产能淘汰，复合率提高：目前施肥过程中存在过量施用、盲目施用等问题，带来了成本的增加和环境的污染；因此亟需改进施肥方式，提高肥料利用率，减少不合理投入，保障粮食等主要农产品有效供给，促进农业可持续发展。从2015年农业部下发《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，到近几年中央一号文件均指出要提升施肥水平，总体上限制化肥施用，实现“零增长”。考虑到复合肥中副成分少，利用率更高，例如，每贮运1吨磷酸铵，约等于贮运过磷酸钙及硫酸铵共4吨。因此，要实现化肥“零增长”，增加复合肥、高效肥施用量乃行业发展方向。

据统计，近年来复合肥对单质肥的替代不断加大，目前我国复合肥施用比率已接近40%，但与发达国家达80%的施用比率还有显著的差距，我国复合肥利用率还有30%-40%的提升空间。我国稻谷、小麦和玉米的每亩复合肥施用比例（折纯计）分别由2004年的19.26%、33.28%和29.90%提升到2016年的54.00%、65.63%和55.76%；每亩复合肥施用量增长大于总体每亩施肥量。

图表 28：我国 2016 年复合肥实物产量前十名企业

序号	企业名称	2016 年实物产量(万吨)
1	金正大	617.0
2	新洋丰	291.4
3	史丹利	269.7
4	施可丰	200.9
5	云图控股	191.8
6	铜化集团	168.5
7	中东集团	162.2
8	江西开门子	150.1
9	鲁西化工	140.5
10	湖北鄂中	121.7
	合计	2313.8

资料来源：行业资料、太平洋证券

图表 29：中央政策导向化肥供给侧改革，推进农业现代化

政策文件	主要内容
2015 中央一号文件	中国要强，农业必须强。 (1) 支持农机、化肥、农药企业技术创新。 (2) 加强农业面源污染治理，深入开展测土配方施肥，大力推广生物有机肥、低毒低残留农药。
2016 中央一号文件	大力推进农业现代化，让农业成为充满希望的朝阳产业。 (1) 实施化肥农药零增长行动。 (2) 培育农民增收新模式；创新发展订单农业；引导农户自愿以土地经营权等入股龙头企业和农民合作社。
2017 中央一号文件	我国农业农村发展不断迈上新台阶， 已进入新的历史阶段。 (1) 深入推进化肥农药零增长行动，开展有机肥替代化肥试点，促进农业节本增效。 (2) 建立健全化肥农药行业生产监管及产品追溯系统，严格行业准入管理。 (3) 加大水肥一体化等农艺节水推广力度。
2018 中央一号文件	实施乡村振兴战略 ，是党的十九大作出的重大决策部署。加快推进农业农村现代化，让农民成为有吸引力的职业。 (1) 推进有机肥替代化肥。 (2) 促进小农户和现代农业发展有机衔接。统筹兼顾培育新型农业经营主体和扶持小农户，把小农生产引入现代农业发展轨道。培育各类专业化市场化服务组织，推进农业生产全程社会化服务，帮助小农户节本增效。

资料来源：政府网站，太平洋证券整理

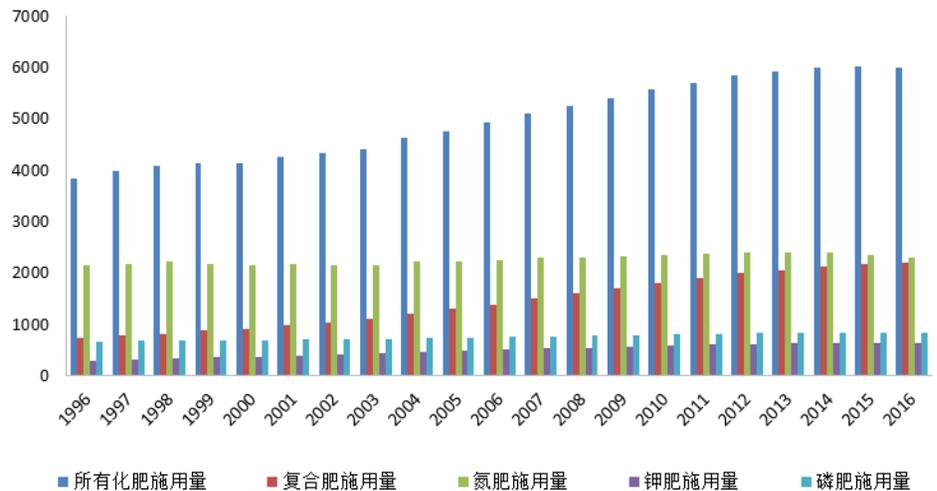
图表 30：涉及化肥供给的政策变动

政策类别	项目	政策简介	执行时间	对行业影响
费用调控	天然气费用	发改委发布《关于推进化肥用气价格市场化改革的通知》(发改价格【2016】2350)：决定全面放开化肥用气价格，政府不再干预定价	2016/11/10	取消天然气优惠，对东北华北西北等地区的气头氮肥企业有影响，但这些地区气头企业不多，对行业影响不大
	电价	发改委统一部署，2015/4/20起各地逐步取消优惠电价，2016/4/20全面取消	2016/4/20	取消优惠电价对以无烟煤为原料的氮肥企业和以天然气为原料的中小氮肥企业影响较大。大型企业因一直未受电价优惠，影响不大
	铁路运输费用	农用化肥铁路运输由原来的2号运价调整为4号运价，但免收每吨/公里0.033元的铁路建设基金。有机类肥料仍然执行2号价，不免收铁路建设基金	2015/2/1	铁路运价上调对化肥企业影响较大，运距远的区域企业及低价格化肥品种受到较大冲击
	淡储费用	化肥淡储始于2004年底，2005年初，淡储旺供，平抑价格作用，最高1600万吨。2016起，财政补贴数量逐年降低	2016/1/1	顺应市场变化形势，对行业基本无影响
税收调控	资源税	2016年7月起我国全面推进资源税改革，此次改革将对绝大部分矿产品实施从价计征，其中磷矿石按3%-8%计征	2016/7/1	促进行业合理开发利用资源
	环保税	《中华人民共和国环境保护税法》于2016年12月25日通过，自2018年1月1日起施行。对污染排放制定详细征税标准，如大气污染物每污染当量1.2至12元、水污染物每污染当量1.4至14元、危险固体废物每吨1000元等。	2018/1/1	化肥为高污染行业，该法案进一步淘汰污染、落后产能。促使化肥企业产品向高效、环保转型。
	增值税	财政部、国家税务总局《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》(财税【2015】90号)，2015年9月1日起(此前所有肥料免征)，除对符合标准的有机肥料保留免征增值税的优惠外，其他肥料的生产销售及进口环节均恢复征收增值税15%。2017年7月1日下调为11%，有机类肥料仍免征。	2015/9/1和 2017/7/1	恢复征收增值税对氮肥、磷肥、复合肥、企业影响较小，因为大多可抵扣。但对钾肥行业影响大，因为抵扣进项很少。但在国内化肥市场普遍供大于求的局面下，影像产品价格最终因素仍然会是供需情况
督察措施	环保督察	2016年1月4日中央环保督察组正式亮相，首站选择河北进行督察。中央环保督察组由环保部牵头成立，是代表党中央、国务院对各地党委和政府及其有关部门开展的环境保护督察。目前已经展开多轮调查	2016/1/4	促进各地政府对环保政策的执行，压缩设施环保要求不达标，环保政策执行不到位的化肥企业生存空间。
完善法规	制定《肥料分级及要求》	工业和信息化部制定，该标准规定了肥料的分级、要求、试验方法、检验规则、标识；适用于各种工艺生产的商品肥料。	完成公示，即将施行	规范肥料生产分级，进一步统一肥料标准
	修改《农业肥料登记管理办法》等	2017年12月1日，农业部令2017年第8号公布《农业部关于修改和废止部分规章、规范性文件的决定》，对《肥料登记管理办法》等18部规章和4部规范性文件的部分条款予以修改，对3部规章36部规范性文件予以废止。	2017/12/1	《决定》涉及到肥料、农药、种业等行业。这次修改旨在依法保障简政放权、放管结合、优化服务改革措施落实，有利于肥料行业发展

资料来源：CNCIC，太平洋证券整理

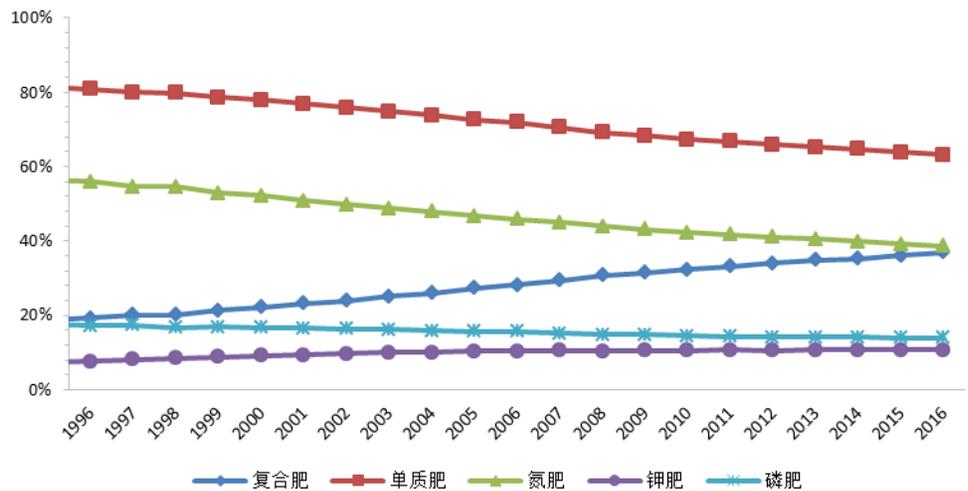
据统计，近年来复合肥对单质肥的替代不断加大，目前我国复合肥施用比率已接近 40%，但与发达国家达 80%的施用比率还有显著的差距，我国复合肥利用率还有 30%-40%的提升空间。我国稻谷、小麦和玉米的每亩复合肥施用比例（折纯计）分别由 2004 年的 19.26%、33.28%和 29.90%提升到 2016 年的 54.00%、65.63%和 55.76%；每亩复合肥施用量增长大于总体每亩施肥量。

图表 31：全国各种化肥使用量（万吨，折纯）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 32：复合肥施用比例继续增长



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 33：三大粮食作物每亩复合肥施用比例

图表 34：稻谷每亩化肥和复合肥用量增长 (kg)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理



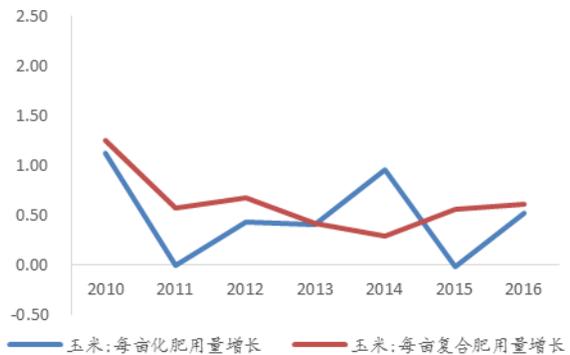
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 35: 小麦每亩化肥和复合肥用量增长 (kg)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 36: 玉米每亩化肥和复合肥用量增长 (kg)



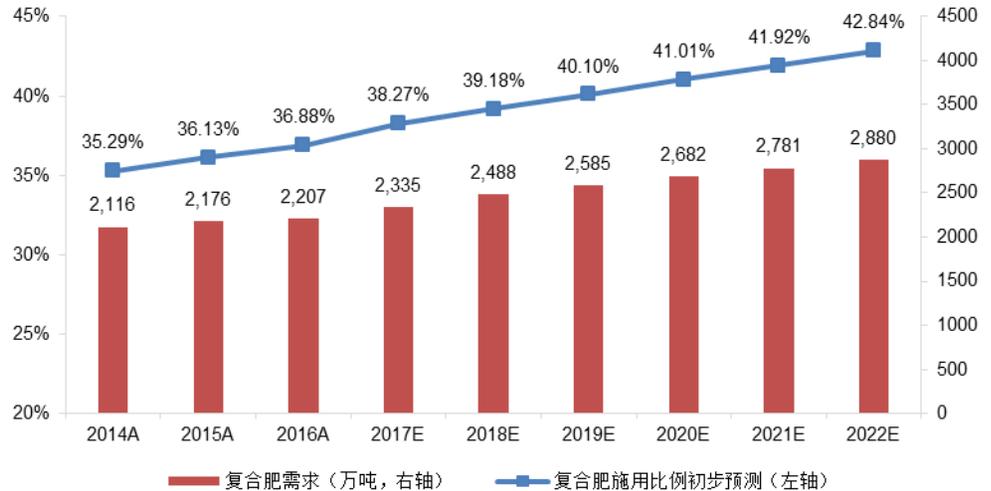
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

未来复合肥对单质肥替代趋势明显。暂时不考虑“零增长”政策，我们以 1990-2016 数据推算得出我国复合肥施用比例由 2017 年的 38.27% 增长到 2022 年度 42.84%，复合肥的生产需求由 2016 年的 2207 万吨增长到 2022 年的 2879.8 万吨，即全国复合肥市场在 2016-2022 年间 CAGR 为 4.53%。假设 2017-2022 的化肥施用总量增长将接近 0，而不是之前初步推算的 1.96%。则“零增长”条件下，若平均 1 吨（折纯记，下同）复合肥能替代 X（显然，X 大于 1，X 越大则最后预测的复合肥需求增长越小）吨单质肥，1 吨有机肥替代 Y 吨单质肥，且设进一步增加的复合肥施用占该年化肥施用初步预测总量的比例为 f，设进一步增加的有机肥施用占当年化肥施用初步预测总量的比例为 o，则每年满足总化肥施用平均增长为 0 的条件可表示为 $fX + oY = 1.96\% + f$ ，可推出 $f = (1.96\% - oY) / (X - 1)$ 。其中， $1.96\% + f$ 即为实际需被进一步替代的单质肥施用量占当年化肥施用初步预测总量的比例。考虑到一号文件对有机肥的重视，但复合肥任然为主要替代手段，这里假设：

(1) 有机肥能解决 1/4 的替代需求 ($oY = 0.49\%$)；考虑到目前化肥总体利用水平在 35% 左右，而欧美发达国家化肥利用率 50%-60%，(2) 假定被淘汰的都是效率较低下的化肥（利用率 25%-30%），而换上效率较高的复合肥（利用率 50%-60%），则平均 1 吨复合肥能替代 2 吨单质肥 ($X = 2$)。

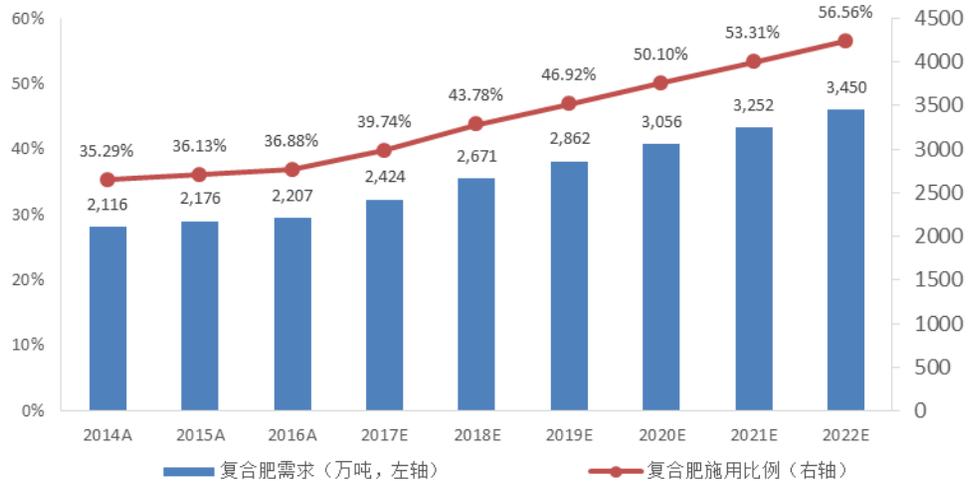
我们预测我国复合肥施用比例由 2017 年的 39.74% 增长到 2022 年度 56.56%，复合肥需求量由 2016 年的 2207 万吨增长到 2022 年的 3450.0 万吨，即全国复合肥市场在 2016-2022 年间 CAGR 为 7.73%。

图表 37：复合肥需求（折纯）与施用比例初步预测



资料来源：Wind，太平洋证券

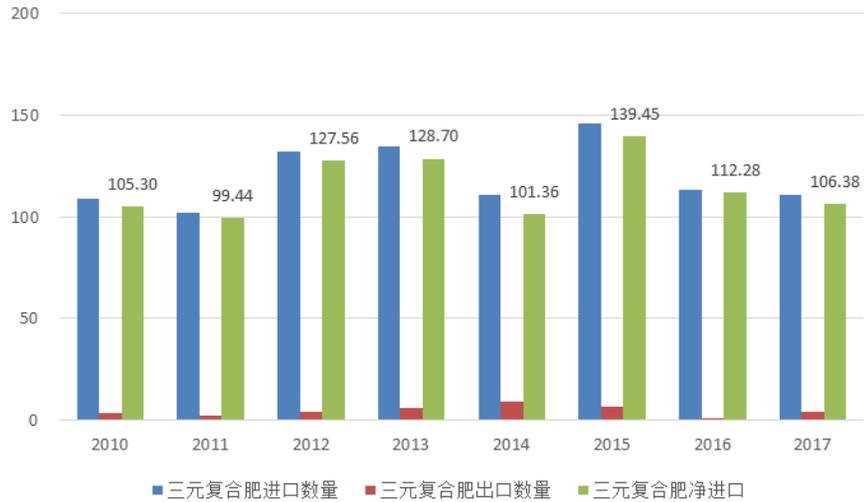
图表 38：复合肥需求（折纯）与施用比例进一步预测（考虑零增长）



资料来源：Wind，太平洋证券

复合肥存进口替代空间：据统计，2016 年三元复合肥净进口 112.28 万吨，占当年复合肥施用量 5.09%。可见，目前复合肥行业还存在 100 万吨左右的进口替代空间。

图表 39：三元复合肥进出口情况（万吨，折纯）



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

(三) 农产品价格回暖，复合肥盈利改善

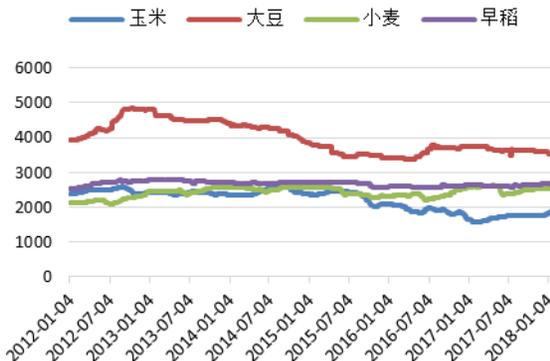
农产品价格反弹，复合肥价格具有上涨空间：2012年国内农产品价格随着全球粮价下跌而进入下滑周期，2017年玉米、大豆、小麦、早稻的年平均价格分别为1711.86元/吨、3653.76元/吨、2518.13元/吨、2622.40元/吨，分别较2012年下降31%、17%、14%、2%。未来随着供需改善，农业产品价格反弹，预计给复合肥价格带来一定的上涨空间。2017年末玉米价格为1818.12元/吨，比年初同比+9.90%；目前价格为1958.75元/吨，较2017年均价+14.42%。

农作物播种面积平稳：我国农作物播种面积逐年增加，2017年中国农作物播种面积为1.67亿公顷，同比增加0.17%。

复合肥毛利向好：复合肥目前毛利探底回升，由去年底不足17%目前升至超过20%。

未来，随着落后产能淘汰，行业集中度提高，叠加农产品价格反弹，预计2018年复合肥行业将景气回升。

图表40：农产品价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表41：中国农作物播种面积情况



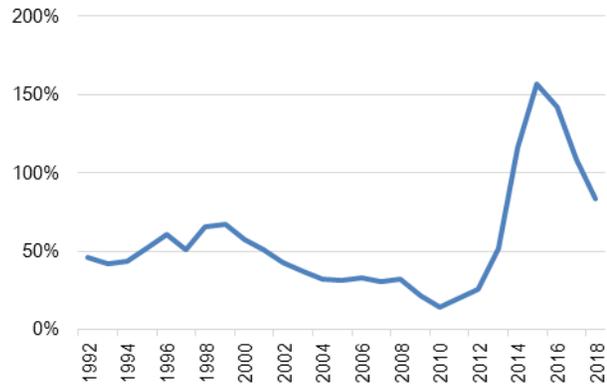
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表42：玉米价格走势（元/吨）



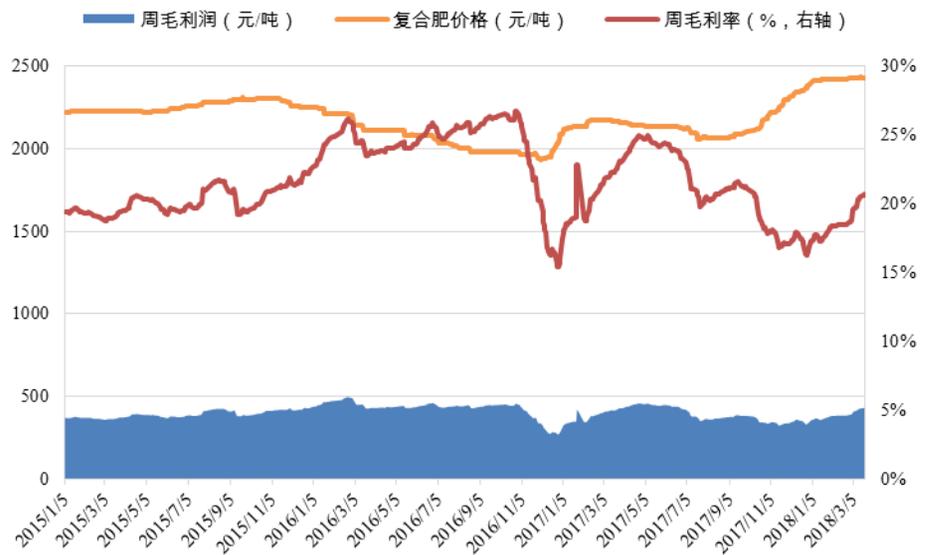
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表43：玉米年末库存/消费量



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表44：复合肥毛利回升



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

(四) 新型肥料迎来发展机遇，公司持续国际化布局

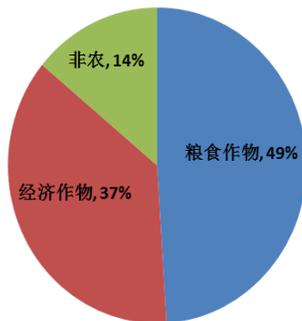
新型肥料成为公司发展重点。公司紧跟政策，引领产业发展方向，依托两大国家工程研究中心，以及美国、以色列两个国外研发机构的建设，打造了一支国际一流的研发队伍，巩固缓控释肥、硝基肥、水溶肥的行业龙头地位，并积极开发生物肥、液体肥、叶面肥三大新型肥料，以及增值尿素、增值磷铵等产品，使其技术水平达到世界领先水平，规模成为全国乃至全球最大。公司缓控释肥，硝基复合肥，水溶肥生产规模均为国内第一，且拥有全球最大的缓控释生产基地。缓控释肥与水溶肥消费量中分别有51%、90%用于非大田粮食作物，市场空间更大。

图表 45：公司主要新型复合肥类产品简介

类别	定义	主要优点	公司该类产品销售运营情况
缓控释肥	指肥料养分释放速率缓慢，释放期较长，在作物的整个生长期都可以满足作物生长需求的肥料。	在作物的整个生长期都可以满足作物生长需求，养分释放规律与作物养分吸收基本同步，因此肥效高，生态环保	拥有为三大粮食作物和经济作物设计的产品 12 种，增产效果 10%-40%。2017 年中报该类产品销售贡献 29.03% 的收入，22.25% 的毛利。
硝基复合肥	硝基复合肥是以硝酸铵为氮源，添加磷、钾等复肥原料，生产出的高浓度复合肥料。	既含有硝态氮又含有铵态氮，更适用于烟草、玉米、瓜果、蔬菜、果树等经济作物以及偏碱性土壤、喀斯特地貌地区。	产品见效迅速，能优化作物品质，增产效果 8%-25%。2017 年中报该类产品销售贡献 3.41% 的收入，4.20% 的毛利。
水溶肥	指能够完全溶解于水的含氮、磷、钾、钙、镁、微量元素、氨基酸、腐植酸、海藻酸等复合型肥料。	(1) 吸收率高：采用水肥同施，以水带肥，实现了水肥一体化，它的有效吸收率高出普通化肥一倍多，达到 80%-90%。 (2) 节水且省人力：配合滴灌系统需水量仅为普通化肥的 30%，施肥几乎可以不用人工，大大节约人力成本。	产品营养全面，合理加入硼、铁、锰、锌、铜等微量元素。2017 年中报该类产品销售贡献 2.08% 的收入，3.61% 的毛利。

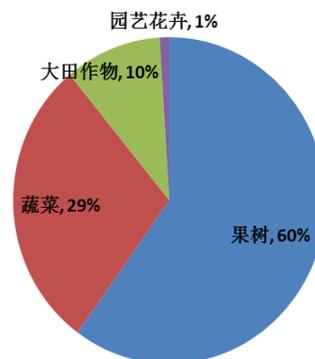
资料来源：公司网站，太平洋证券整理

图表 46：2016 年中国缓控释肥消费结构



资料来源：CNCIC，太平洋证券整理

图表 47：2016 年中国水溶肥消费结构



资料来源：CNCIC，太平洋证券整理

预计未来我国新型肥料需求增速将保持 10% 以上的复合增长，其中生物有机肥、水溶肥增速分别高达 22%、16%。我国水肥一体化面积将由 2015 年 8000 万亩增长至 2020 年的 1.5 亿亩，缓控释肥可解决国内劳动力短缺难题，符合高效环保生态农业发展趋势。生物有机肥市场空间极大，中央一号文件明确将提高土壤有机质，并对有机肥免增值税。土壤调理剂受益政策重视土壤问题带来的快速发展，可持续提升国内耕地质量，保障未来粮食安全。

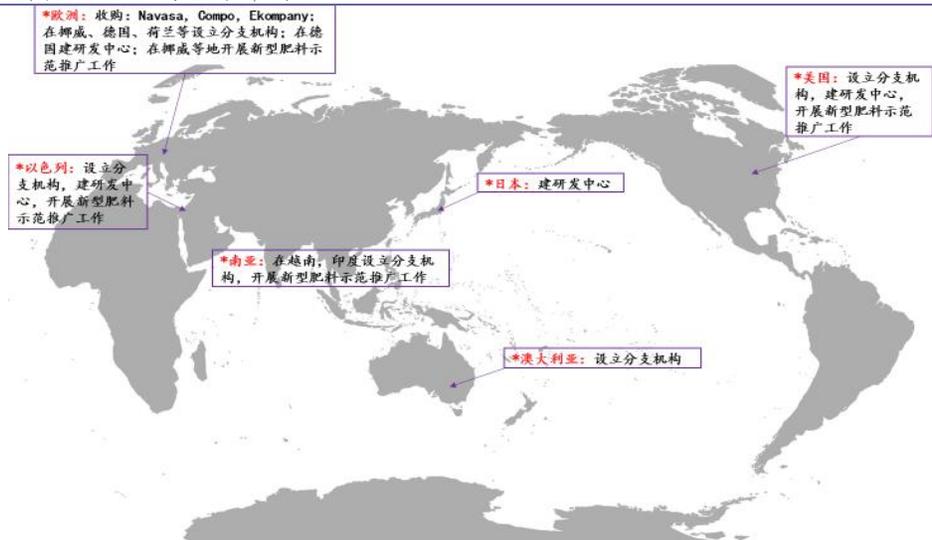
图表 48：未来新型肥料需求保持较快增长（万吨）

产品名称	2015 年	2020E	CAGR
土壤调理剂	300	480	10%
缓释肥	323	604	13%
水溶肥	330	693	16%
生物有机肥	200	541	22%
尿素硝酸铵溶液	40	419	60%

资料来源：CNCIC，太平洋证券整理

全球化布局：纵观国际一流化肥企业发展历史，均通过了一系列并购重组来扩大规模，实现全球化发展。如 Mosaic（美盛），Yara（雅苒），PotashCorp（今 Nutrien）等公司均有并购重组的扩张过程。金正大也正进行国际化布局，公司的业务正保持扩张，通过并购等整合方式拓展到世界各地。公司近两年逐步在美国、挪威、以色列、德国、荷兰、越南、印度、澳大利亚、香港等地设有分支机构，成功并购了康朴（Compo，卢森堡）、易康姆（Ekompany，荷兰）和纳瓦萨公司（Navasa，西班牙）。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，金正大的国际知名度和影响力得到提升。公司全面推进人才、资本、技术和产品的国际化，并努力向“世界领先的植物营养专家和种植业解决方案提供商”的愿景前进。

图表 49：公司全球布局



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

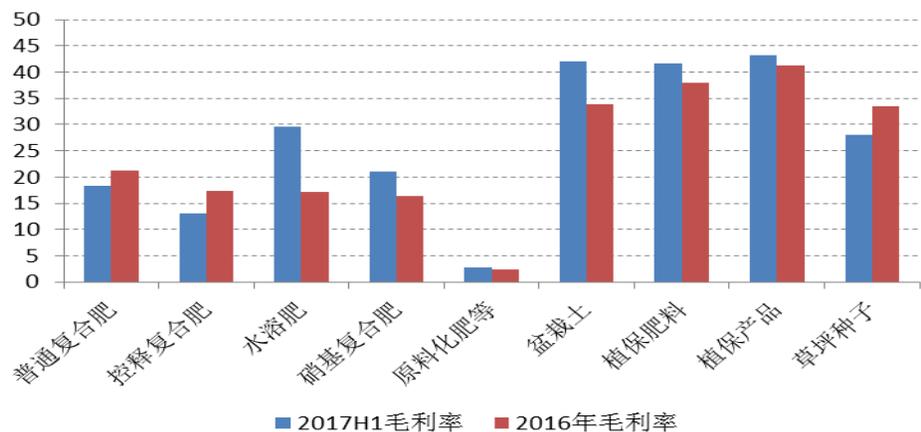
图表 50：公司重要海外并购

首次披露日期	标的卖方	收购内容	收购价格 (万欧元)	标的概况	收购意义
2016/2/5	Ekompamy	全部核心资产	610	欧洲产能最大的包膜缓控释肥企业：拥有 4 万吨/年包膜缓控释肥生产线，6 万吨/年掺混肥料生产线，产能占欧洲包膜缓控释肥产能的 45%	将金正大的技术、服务与 EKOMPANY 的技术、装备进行有效的嫁接，将大大提高缓控释肥产品在欧洲市场的推广前景。
2016/4/9	Compo AcquiCo S.à.r.l.	旗下园艺业务实体 (共 24 家公司)	11600	目标集团为欧洲最大的家庭园艺类肥料、植保产品供应商，研发水平位居行业前列，是世界一流、欧洲第一品牌，同时拥有成熟的全球营销网络。2015 年 EBITDA 为 1420 万欧元	可以将目标集团积累的家庭园艺和植保产品的技术、产品线、服务、营销经验引进中国，服务于中国巨大的家庭园艺市场。将 Compo 产品大规模的引入电商渠道，促进农资电商渠道的升级，促进公司在中国家庭园艺市场的开发，抢占新的市场制高点，进一步提升品牌的影响力。
2016/9/14	Navasa	70% 股权	556.5	Navasa 公司主要从事肥料、植保产品、杀虫剂等相关业务，物流服务等，在西班牙南部、地中海周边，具有非常广泛的销售渠道。2015 年营业收入 858.1 万欧元，EBITDA 为 1.58 万欧元	公司能进入西班牙这一欧洲最大的特种肥市场，快速获取了当地生产、销售渠道和客户资源并将自有研发技术与欧洲先进技术融合，提高公司在植物营养和植保产品领域的国际竞争力。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

在公司推进国际化的过程中，快速切入高毛利的园艺肥料市场。2016 年起，在收购了纳瓦萨和康普等公司后，公司利用收购成果开拓了盆栽土、植保肥料、植保产品、草坪种子等园艺业务。新业务在营业收入占比由 2016 年的 1.78% 提升至 2017 年中期的 9.83%；此外，新业务毛利率更高，草坪种子毛利 28.01%，另外三项业务均为 42% 左右，明显高出传统肥料业务，四项业务毛利的贡献也从 2016 年的 5.13% 大幅增长到 2017 中报的 33%。我们预计公司将进一步拓宽该类业务，利用海外优势产品开拓国内广阔市场，贡献利润快速增长。

图表 51：2016 及 2017H1 公司主要产品毛利率情况 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、 农业服务万亿蓝海空间，金丰公社天时地利人和

(一) 我国加快发展农业服务势在必行

我国农业与美国等发达国家相比仍存在很大差距，主要包括未来“谁来种地”与“如何种好地”两大难题，尤其在当前国家确保粮食安全的大背景下，未来我国农业的发展形势更为严峻。具体问题体现在：1，大量农村青壮年劳动力流向城镇，50-60岁以上的老年人成为种地的主力军，考虑到我国人口老龄化日益严重，2017年60岁及以上老年人口数量为2.41亿，占总人口17.3%，未来无人种地将成为我国农业的一大难题。2，人均耕地少，无法实施规模化与机械化生产，种植成本居高不下，2015年末我国耕地面积20.25亿亩，人均耕地面积不足全球平均水平的40%；3，过去几年对农药化肥的过度使用，导致土壤板结、酸化、污染现象严重，严重影响农产品产量与质量，无法满足市场需求。十九大后中央一号文件《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》明确将大力推行乡村振兴战略，提出“2020年乡村振兴取得重要进展，2035年取得决定性进展，2050年乡村全面振兴，农业强、农村美、农民富全面实现”的清晰路线图。在此大背景下，加快发展并推广现代农业服务势在必行。

图表 52：我国农业目前面临的主要难题



资料来源：公司资料、太平洋证券整理

从我国农业发展阶段来看，目前也已进入政策与资本助推转型的关键时期。我国农业已由传统农业与低资本技术农业进阶到高资本技术农业，但因流转率与机械化水平不高，叠加天气灾害等不可控因素，目前种植效率与发达国家相比尚有很大差距。以农作物综合机械化率为例，2016年已达到65.2%，国家规划到2020年综合机械化率达到70%，但仍受制于中高端产品缺乏、基础条件滞后等短板。由于农业自身实现进步低效而缓慢，因此需要政府积极制定扶持政策，工业发展将是农业进步的重要助推器。结合学术界对于衡量工业反哺农业的指标，我国2017年人均GDP、

农业占 GDP 比重、农业就业人员比重、城镇人口比重等数据均已达到国际参考值。因此从产业周期发展阶段来看，我国农业也已到了加速现代化的关键阶段，其体现形式主要为通过种植规模化与现代农业服务，大幅提升劳动效率与土地效率。

图表 53：工业反哺农业的指标分析

指标	1978	1997	2003	2010	2017	国际参照值
人均 GDP(美元)	221	1841.23	3197.35	4382	8836	3600-6900
农业占 GDP 比重 (%)	28.19%	18.29%	12.80%	10.10%	7.92%	<15%
工业 GDP/ 农业 GDP	1.56	2.28	3.16	3.97	4.28	3
农业就业人员比重 (%)	70.50%	49.90%	49.10%	36.70%	27.70%	<30%
城镇人口比重 (%)	17.92%	31.90%	40.53%	49.95%	58.52%	>50%

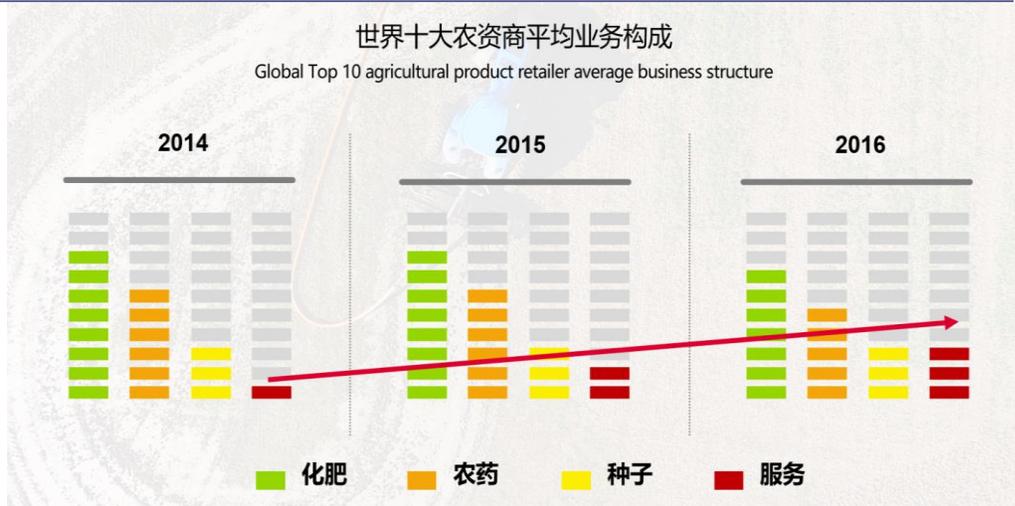
资料来源：Wind, 太平洋证券整理

(二) 农业服务是国际化肥龙头转型大势所趋

当化肥需求消费曲线出现拐点后，化肥企业向农业服务转型就将成为必然趋势，一是因化肥长期大量无序使用严重污染生态系统，影响农产品质量，无法满足社会需求，此外化肥过量施用后对粮食增产的边际效应减弱，增加农业成本，降低农户收益。我国每公顷土地化肥施用量约 400 千克，较美国高出三倍以上，超西欧与日本约一倍；农业部 2015 年出台《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，提出力争到 2020 年，主要农作物化肥施用量实现零增长。我国于 2007 年提前三年实现零增长目标，在此背景下，国内化肥企业必须由单纯销售肥料向提供产品、技术服务整体解决方案加速转型，方能打实现业绩持续增长。

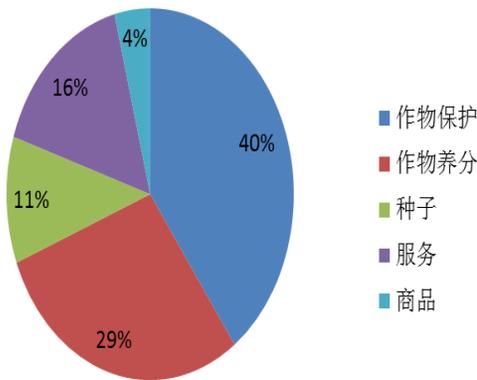
从国际前十大农资商发展历程来看，农药与化肥业务规模持续下滑，种子基本维持，农业服务则快速增长。以美国为例，一体化的农业服务体系帮助美国成为世界农业强国，化肥龙头加阳公司一方面为农民提供一系列产品包括：种子，肥料、农作物保护产品（包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂、专业营养产品和生物制品）以及一系列相关的服务和解决方案，另一方面通过专有的精确农业服务平台 Echelon 提供包括产品应用、土壤测试和作物调查等综合服务，拥有客户超过 70000 名，覆盖种植面积仅在美国就有 2.2 亿亩。

图表 54：世界十大农资商业业务构成变化



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 55：加阳 2017 年产品毛利结构



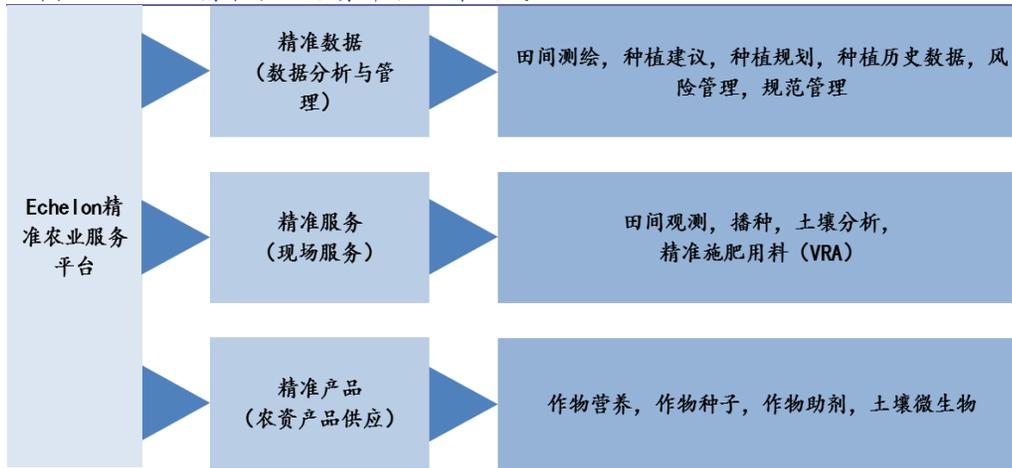
资料来源：加阳财报，太平洋证券整理

图表 56：加阳农业服务体系规模情况

地区	设施	数量	小计
美国	农场中心 (Farm Centers)	594	1000
	分支网点 (Satellites)	321	
	服务终端 (Terminals)	69	
	分销中心 (Distribution Centers)	12	
	工厂 (Plants)	4	
加拿大	农场中心 (Farm Centers)	206	277
	分支网店 (Satellites)	61	
	服务终端 (Terminals)	5	
	分销中心 (Distribution Centers)	5	
南美	农场中心 (Farm Centers)	55	69
	分支网店 (Satellites)	4	
	仓库 (Warehouses)	7	
	肥料混合设施 (Blending Facility)	1	
	工厂 (Plants)	2	
澳大利亚	自有网点 (Owned)	167	231
	经销网点 (Franchise)	64	
合计			1577

资料来源：加阳财报，太平洋证券整理

图表 57：加阳精准农业服务平台运作模式



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

(三) 金丰公社开启现代农业服务新模式，迈入爆发式成长期

1. 金丰公社为国内首家现代农业服务平台，让世界为中国农民种田

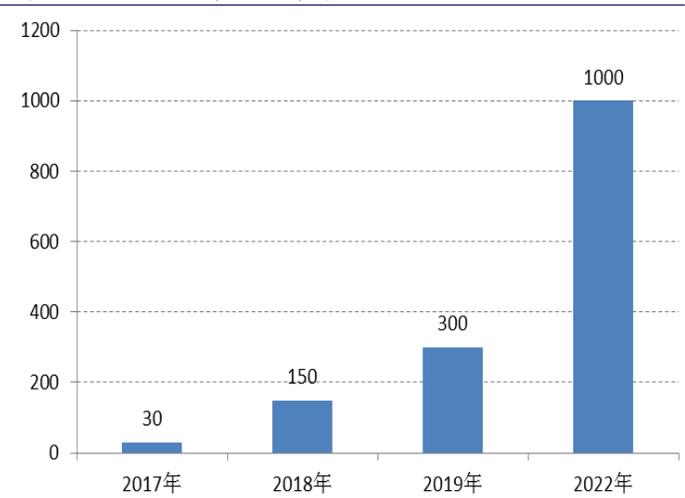
2017年7月18日，由金正大集团发起并控股，世界银行与华夏银行共同参与的金丰公社在北京正式创立，定位中国首家现代农业现代平台，致力于打造一个涵盖农业全产业链的闭环。金丰公社目前由金正大上市公司控股，世界银行国际金融公司与亚洲开发银行分别持股10%、6%，反映出平台发展模式与未来前景收到国际知名机构认可。金丰公社既不是一家农资制造商和经销商，也不是合作社，而是一家汇聚全球资源，让世界为中国农民种田的农民组织平台。具体来看，金丰公社将在产业链上游合作全球农业资源，在中游提供综合服务平台，在下游搭建产销对接的高效通道，来解决当前国内“谁来种地”和“如何种好地”的关键难题。金丰公社未来五年目标为建立1000家县级金丰公社，服务5000万亩农户、3亿亩土地。自成立以来，在建与已建的县级金丰公社数量目前已达75家，服务土地面积超过100万亩，成长速度迅猛，预计公司2018年150家、2019年300家的发展目标将可顺利实现。

图表58：金丰公社股权结构

股东	实缴资本(万美元)	股权比例
金正大生态工程集团股份有限公司	10279.0	20.56%
临沂金丰公社投资合伙企业(有限合伙)	440.5	0.88%
北京信托·锦程理财024号集合资金信托计划	31277.5	62.56%
国际金融公司	5000.0	10.00%
亚洲开发银行	3000.0	6.00%
合计	49997.0	100.00%

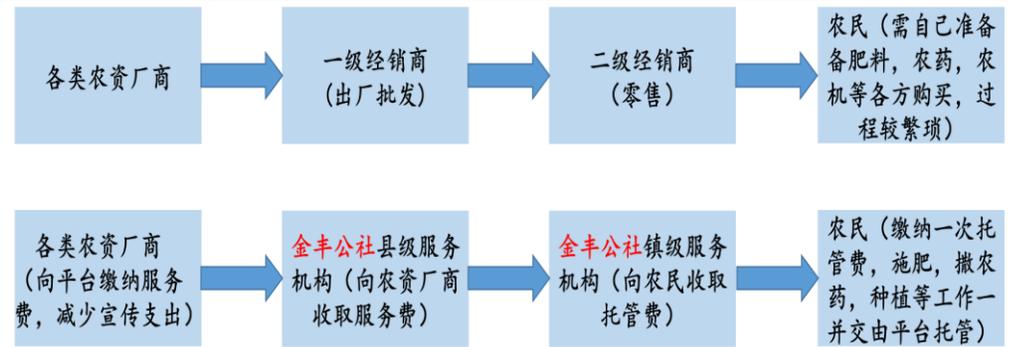
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表59：县级金丰公社未来设立规划



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表60：金丰公社经营模式与传统经销商模式对比



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

2. 金丰公社帮助农户显著降本增收，大幅提高种植效率

金丰公社平台运作模式有助于提升资源配置效率，降低农资农机厂商销售成本及农户种植成本，从而显著提高种植经济效益。相较于传统的经销商体系，平台将各类上下游农业服务聚集在一起，减少流程，建立大数据平台，发掘产品市场需求量、农业从业者的差异化需求，降低中间损耗，实现大规模种植面积统一管理，形成“制造+服务+互联网”的全新种植业模式，从而提升资源配置效率。具体来看，在体系建立后，对于各类农资厂商，与金丰公社合作可明显增加销量、降低销售费用；土地托管服务可免去多方筹备农资产品的繁琐环节，降低种植成本。对于金丰公社，服务面积扩大且土地连片后，通过规模化采购、经销环节的缩减、对接下游农产品加工企业能够显著降低种植成本、提高农户收入，种植托管和咨询类服务可带动农资的销售来获取服务费。以金丰公社小麦全程服务套餐为例，如农户自己种地需每亩投入435元/亩，且费时费力，对比公社提供的套餐价为389元/亩，不仅降低种植成本，而且通过专业的服务方案，可得到最佳的农业产出效率与农产品质量。以中原地区每年两季、每亩节省费用92元、售价增加0.02-0.05元/斤计算，金丰公社模式可帮助农户增收112-142元/亩，较自己种地增长20-30%。

图表 61：金丰公社聚资源、建网络、做服务的一体化模式

产业链	服务功能	具体服务内容	相关企业
上游	整合资源	乡村金融	世界银行集团国际金融公司、华夏银行、蚂蚁金服等
		农用设备	汉和等
		肥料和营养方案	金正大，巴斯夫等
		农药	拜尔
中游	搭建服务平台		金丰公社
下游	产销对接	渠道网点	阿里乡村大农业，京东农业等
		品牌化与销售渠道链接	百果园等
		农产品加工	正大集团等

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

对于下游农产品销售，金丰公社帮助农户进行产销对接，如正大集团、鲁花集团等农产品加工企业进行订单农业生产，订单农业的优势在于一方面实现了农产品高质量及标准化，另一方面也省掉中间销售环节，显著提高农户收入。对于地方政府而言，订单农业规模化将增加当地投资规模并解决农民增收难题，亦有动力在政策上支持金丰公社托管更多土地，二者相互促进。

图表 62：金丰公社订单农业已签约情况

公司	品种	规模
正大集团	玉米	40 万亩以上
鲁花集团	高油酸花生	1.5 万亩以上
蒙牛富源牧业	青贮	1 万亩以上

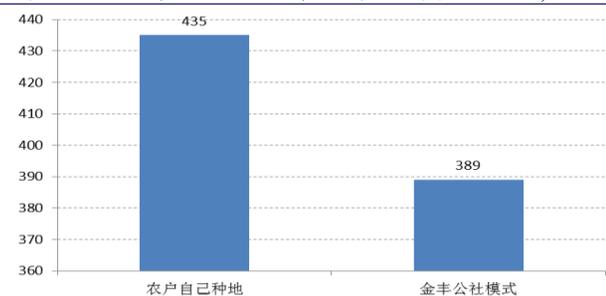
资料来源：公司资料、太平洋证券整理

图表 63：农户小麦种植成本结构表

产品与服务	元/亩
复合肥+中微量元素肥	170
种子	60
种衣剂	15
旋耕+施肥+播种	60
农药+服务	70
收割	60
合计	435

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 64：金丰公社显著降低种植成本（小麦，元/亩）



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

具体到各地方的运作模式，金丰公社发展出一批因地制宜、各具特色的服务模式，在落地过程中与各地农情相结合，其服务内容、合作对象也不尽相同。加盟的合伙人除传统农资经销商之外，也包括农机经销商及跨界创业者，服务内容也分为土地托管全程服务、种肥同播带动其它服务跟进等，公社先后探索了莱州模式、文登模式、滁州模式、萧县模式。从对公司化肥销量的拉动作用来看，如保守以农业部数据每亩化肥施用量 21.9 千克、未来服务 3 亿亩测算，金丰公社将增加公司复合肥销量 657 万吨，相当于再造一个金正大。

图表 65：金丰公社在各地不同的服务模式

示范地点	运作模式	克服的问题	具体解决方案
莱州	助推农机经销商转型	农机经销商缺乏农资、植保服务方面的经验和资源	平台以机播手的农机具服务作为载体，提供和带动农资供应、粮食烘干、代收代储、果蔬冷链等各方面的产品与服务。
文登	打造产销一体化闭环	农产品的销路	(1) 通过选用优质的品种、提供土壤改良技术、全程营养解决方案等服务等力求种好苹果；(2) 打造黄金富士高端苹果品牌，保证从产到销的对接。
滁州	种植大户全程管家	农户高种植成本，低种植收益	(1) 平台以低于市场的价格销售农资产品；(2) 利用金正大的技术优势开展农化服务 (3) 设立会员积分，并建立专项种植档案。
萧县	农资经销商转型农业服务商	农资经销商同质化竞争和赊销泥潭	(1) 农资经销商转型为农业服务商，整合了农机、植保、农资等一系列资源，为社员提供种植管理服务；(2) 种植走向规模化。

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

3. 金丰公社有望成为中国农业服务行业的超级独角兽

自国家鼓励土地流转以来，诸多农资企业或拥有土地资源的企业转型农业服务，较有代表性企业包括诺普信、史丹利、象屿股份、苏垦农发等，但过去五年的实践经验证明，国内企业已有的服务模式均未实现快速推广，我们总结原因一是此前土地确权未完成，不具备实施大规模农业服务的基础，其次企业农业服务模式主要存在重资产模式占用资金过大、无法真正为农户带来降本增收、农户未享有增收收益等难题，服务面积易受农产品价格波动的影响，且难以快速复制推广。金丰公社模式定位轻资产型现代农业服务平台，提供全产业链托管与增收方案，提出“培养休闲地主，我做快乐长工”的创新模式，农户不需要再自己种地，还可获得较自己种地更多的种粮收入，实现多方共赢，有利于快速复制推广。

图表 66：金丰公社与国内其它农业服务企业模式对比

公司	农业服务模式	特点	服务面积	地区	种植主体
史丹利	金融服务、农资与农机服务、粮食收储	重资产模式，影响快速推广	20 万亩	内蒙	农户
诺普信	农村金融、农资分销平台与农业服务区域性平台	未解决农业降本增收的根本性难题	400 多个县	山东、海南、河南、四川	农户
象屿股份	象屿农产：合作种植（为农户提供资金、农资、保险等全配套）、收粮、仓储及贸易，玉米深加工，	受农产品价格波动影响大	230 万亩	黑龙江	农户
苏垦农发	全产业链经营：农资物流、种植、种业、米业	资金需求大，难快速推广	120 万亩	江苏	公司
金正大	全产业链托管，提供金融服务、农资与种植服务、增产方案、农产品销售等服务	平台型全产业链托管模式，解决农户种地与增收难题，易复制	超 100 万亩	山东、安徽、湖北、内蒙等十余个省份	金丰公社

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

金正大自上市以来就不仅仅是一家化肥生产销售企业，公司一直重视农资服务，并以“营销突破、服务领先”的指导思想，把服务营销上升到战略高度。为此，公司建立了业内领先的的农化服务体系包括农化知识传播体系、测土配方施肥服务体系、现场服务指导体系。2008 年以来，公司全面开展测土配肥技术传播、培训、免费测验等活动，建立土地档案，及时更新配方，引导农民科学平衡施肥，并与与全国农业技术推广服务中心合作。2016 年，公司全年完成产品效果评价盆栽试验 1128 个，大田试验 1697 个，试验合计 2825 个，共完成会议培训、田间观摩、市场调研等市场服务 290 余次。2017 年，公司提出“全员聚力服务、推动营销转型”，围绕产品开发升级，通过开展“三人小组”试点、高标准试验示范田建设，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。2018 年，公司提出加快“创新型、服务型、平台型、国际化”建设，借助技术、资本、品牌、人才与机制优势，通过商业模式创新，着力推进“肥料制造、土壤改良、联合协作、海外市场、农业服务”五个业务板块，推动公司向“制造+服务”转变。

目前公司每年测土并指导施肥面积达 200 余万亩，培养农民技术员 5000 余人，带动示范农户 5 万余户，免费发放农业技术书籍 300 万册。公司已在 24 个省 76 个县建立试验示范体系，每年设置试验点近 200 个，试验示范面积约 2200 亩，每年并开展 1-2 次专题培训会 and 现场观摩会。

对于金丰公社的业务拓展，当前正是天时地利人和的最佳时机。政策上，习总书记重点强调

乡村振兴战略，国务院于2017年5月出台《关于加快构建政策体系培育新型农业经营主体的意见》，明确指出“鼓励通过流转土地经营权，提升土地适度规模经营水平。支持新型农业经营主体带动普通农户连片种植、规模饲养，并提供专业服务和生产托管等全程化服务，提升农业服务规模水平”，加上全国土地确权已基本完成，具备了土地大规模流转的基础。行业变化上，2015年以来化肥行业盈利持续低迷，转型农业服务已是大势所趋。公司层面上，成立金丰公社目标远大，进度迅猛，并得到全球机构与地方政府的大力支持。

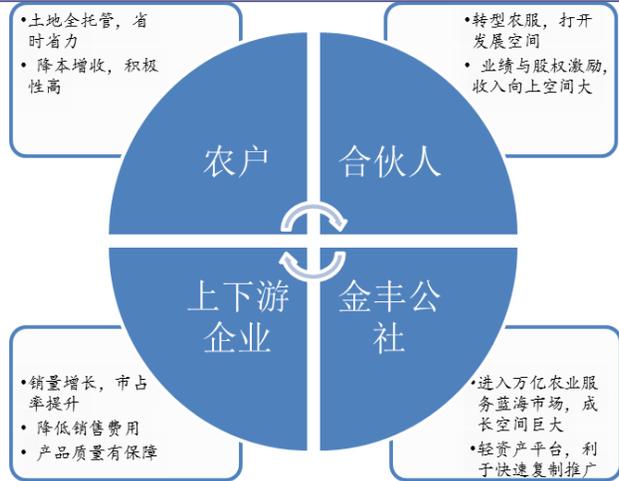
图表 67：金丰公社发展面临天时地利人和



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

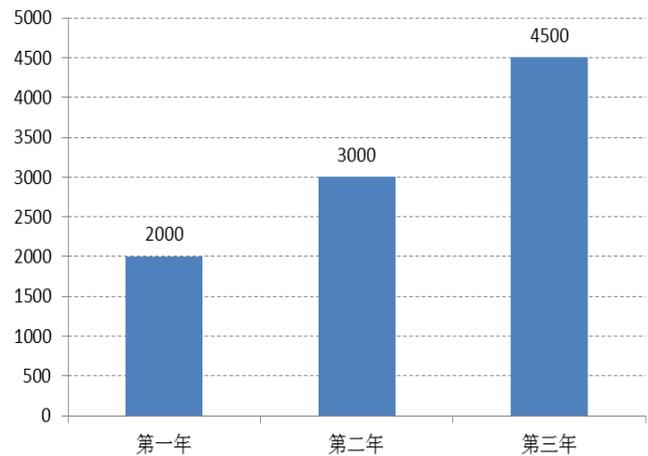
县级金丰公社成立前三年收入将分别不低于 2000 万元、3000 万元、4500 万元，基于金丰公社创新模式的核心是解决了帮助农民种地与增收的两大难题，辅以政府大力推广及农户口口相传，未来金丰公社在服务农户及种植面积数量、上下游资源对接整合、种植效率提升与农户增收、新合伙人加盟等方面将实现正向循环，加速发展。如以县级金丰公社收入保持 50% 增长、五年成立 1000 家计算，2022 年金丰公社收入规模将达 1000 亿元，考虑到未来服务土地面积快速增长后，除全程托管外，公社还可提供精准农业服务等高附加值产品，预计金丰公社将成为国内农业服务行业的超级独角兽。

图表68：金丰公社模式实现多方共赢



资料来源：太平洋证券整理

图表69：县级金丰公社收入保持不低于50%增长（万元）



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

关键假设：

- 1, 2018-2020 年普通复合肥每年销量增长 15%，缓释肥、硝基肥、水溶肥销量分别每年增长 10%、20%、30%；
- 2, 2018-2020 年亲土系列产品销量分别为 1 万吨、5 万吨、15 万吨，植保产品与盆栽产品合计收入每年增长 15%；
- 3, 2018-2020 年化肥产品单吨毛利基本维持 2017 年水平，销售费用率分别为 5.3%、4.9%、4.5%，管理费用率分别为 4.5%、4.2%、4.0%。

图表 70：金正大分产品盈利预测表

产品	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
普通复合肥	销售收入(百万元)	7285.00	7509.75	8974.89	10321.12
	yoy (%)		3.09%	19.51%	15.00%
	经营成本(百万元)	5743.49	6158.00	7449.16	8566.53
缓释肥	销售收入(百万元)	4940.00	5320.00	6061.00	6667.10
	yoy (%)		7.69%	13.93%	10.00%
	经营成本(百万元)	4085.87	4623.61	5151.85	5667.04
化肥贸易	销售收入(百万元)	4253.00	4465.65	4688.93	4923.38
	yoy (%)		5.00%	5.00%	5.00%
	经营成本(百万元)	4153.05	4354.01	4571.71	4800.29
硝基肥	销售收入(百万元)	1170.00	1080.00	1344.00	1612.80
	yoy (%)		-7.69%	24.44%	20.00%
	经营成本(百万元)	979.29	885.60	1102.08	1322.50
水溶肥	销售收入(百万元)	580.80	450.00	702.00	912.60
	yoy (%)		-22.52%	56.00%	30.00%
	经营成本(百万元)	480.67	316.49	491.40	638.82
植保+盆栽产品	销售收入(百万元)	442.42	1940.00	2231.00	2565.65
	yoy (%)		338.50%	15.00%	15.00%
	经营成本(百万元)	280.57	1144.60	1316.29	1513.73
土壤调理剂	销售收入(百万元)			30.00	150.00
	yoy (%)				400.00%
	经营成本(百万元)			22.50	112.50
合计	销售收入(百万元)	18671.22	20765.40	24031.82	27152.65
	yoy (%)		11.22%	15.73%	12.99%
	经营成本(百万元)	15722.95	17482.30	20104.99	22621.41

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 估值与评级

公司在国内复合肥行业竞争对手主要包括史丹利、新洋丰、司尔特，基于万得一致预期，三公司 2017 年与 2018 年平均 PE 分别为 25.61 倍、17.76 倍，公司最新股价 8.65 元对应 2018 年 PE 为 22.87 倍，高于行业均值，考虑到公司复合肥销量连续八年位居全国第一、产品结构最优，预计未来销量与业绩增速仍将继续领跑，应享有估值溢价。参考公司历史 PE/PB 走势，目前处于中等略偏高位置。我们认为 2015 年之前市场担心复合肥行业消费曲线见顶，影响行业整体估值，经过 2015-2017 年行业供给侧改革及下游种植结构调整之后，行业已进入良性复苏通道，龙头最为受益，我们判断公司目前市值主要反映复合肥业务稳定增长的预期，未来金丰公社模式快速复制对公司业绩的影响及上市后的市值增厚并未体现。

金丰公社的估值预测。以公司未来目标成立 1000 家金丰公社、服务 5000 万农户、3 亿亩耕地测算，目前规模下金丰公社模式可帮助农户增收 112-142 元/亩，未来土地大规模连片、每个公

社服务 10-30 万亩之后还可再降低成本 20% 以上，预计金丰公社未来每亩可至少获取 10-20 元的净利。从目前实际的业务开展情况来看，一般县级金丰公社第一年可实现盈亏平衡，第二年与第三年分别可实现利润 15 元、35 元/亩。如以 3 亿亩耕地、10 元/亩净利为前提，给予 20 倍 PE，预计金丰公社未来独立上市后，目标市值可达 600 亿，成为中国农业服务领域的超级独角兽。

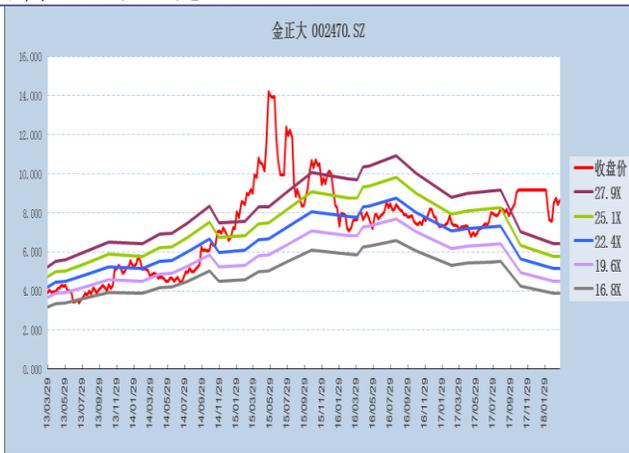
暂不考虑公司定增事宜，预计公司 2017-2019 年收入分别为 207.65 亿、240.32 亿、271.53 亿元，净利润分别为 7.33 亿、11.95 亿、15.99 亿元，EPS 分别为 0.23 元、0.38 元、0.51 元，目前股价对应 PE 分别为 37 倍、23 倍、17 倍。公司为国内唯一入选“国家品牌计划”的农业企业，2018 年开始受益复合肥行业景气复苏，金丰公社已进入快速增长期，给予公司 2018 年 30 倍 PE，结合未来金丰公社独立上市后的市值增厚贡献，公司短期目标市值 360 亿，中长期目标市值为 550 亿，分别对应目标价 11.4 元、17.4 元，维持“买入”评级。

图表 71：复合肥行业龙头公司估值对比（截至 2018 年 3 月 31 日）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002588	史丹利	80.41	6.95	0.24	0.4	0.46	28.96	17.38	15.11
000902	新洋丰	126.85	9.72	0.52	0.66	0.81	18.69	14.73	12.00
002538	司尔特	57.87	8.06	0.28	0.39	0.46	28.79	20.67	17.52
平均							25.48	17.59	14.88
002470	金正大	273.17	8.65	0.23	0.38	0.51	37.61	22.76	16.96

资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表 72：金正大 PE-Bands



资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表 73：金正大 PB-Bands



资料来源：Wind, 太平洋证券整理

五、风险提示

原材料与农产品价格大幅波动的风险；金丰公社进度不及预期的风险。

附录：公司财务预测表

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	8475	10279	12174	营业收入	17748	18736	20765	24032	27153	
货币资金	1969	1779	2077	2403	2715	营业成本	14896	15776	17482	20105	22621	
应收账款	345	240	341	395	446	营业税金及附加	6	66	73	84	95	
其他应收款	139	134	148	172	194	营业费用	833	1018	1246	1274	1330	
预付款项	1410	2203	3077	4082	5214	管理费用	725	927	1018	1081	1140	
存货	1515	2746	2395	2754	3099	财务费用	-17	-40	72	80	79	
其他流动资产	206	195	195	195	195	资产减值损失	19.56	2.57	2.00	2.00	2.00	
非流动资产合计	5951	7560	7669	7349	7019	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	484	491	491	491	491	投资净收益	-1.28	4.06	60.00	60.00	60.00	
固定资产	3575.78	4602.75	4721.06	4648.59	4483.93	营业利润	1284	992	933	1466	1945	
无形资产	391	849	764	679	594	营业外收入	29.57	67.32	36.00	40.00	45.00	
其他非流动资产	335	258	258	258	258	营业外支出	4.62	5.46	25.00	10.00	10.00	
资产总计	11746	14979	16144	17628	19193	利润总额	1309	1053	944	1496	1980	
流动负债合计	3170	4265	4709	5161	5363	所得税	198	209	142	224	297	
短期借款	298	885	1176	1330	1256	净利润	1112	845	803	1272	1683	
应付账款	590	896	958	1102	1240	少数股东损益	0	-172	70	77	85	
预收款项	1042	819	819	819	819	归属母公司净利润	1112	1017	733	1195	1598	
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	1585	1364	1496	2065	2554	
非流动负债合计	452	1040	729	729	729	EPS (元)	0.71	0.32	0.23	0.38	0.51	
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	5438	5890	6091	成长能力						
少数股东权益	90	716	786	863	948	营业收入增长	30.9%	5.6%	10.8%	15.7%	13.0%	
实收资本(或股本)	1568	3146	3158	3158	3158	营业利润增长	24.7%	-22.8%	-5.9%	57.1%	32.7%	
资本公积	2626	1115	1169	1169	1169	归属于母公司净利润增长	28.4%	-8.6%	-28.0%	63.0%	33.8%	
未分配利润	3540	4353	4741	5374	6221	获利能力						
归属母公司股东权益合计	8034	8958	9612	10567	11845	毛利率(%)	16%	16%	16%	16%	17%	
负债和所有者权益	11746	14979	15835	17320	18885	净利率(%)	6%	5%	4%	5%	6%	
现金流量表						主要财务比率						
单位:百万元						2015A 2016A 2017E 2018E 2019E						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力						
经营活动现金流	2255	9	711	633	926	资产负债率(%)	31%	35%	34%	34%	32%	
净利润	1112	845	803	1272	1683	流动比率	1.83	1.74	1.80	1.99	2.27	
折旧摊销	317.57	412.38	490.77	519.45	530.58	速动比率	1.35	1.10	1.29	1.46	1.69	
财务费用	-17	-40	72	80	79	营运能力						
应付账款的变化	0	0	62	144	138	总资产周转率	1.56	1.40	1.35	1.45	1.50	
预收账款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	98	64	71	65	65	
投资活动现金流	-998	-1288	-600	-142	-142	应付账款周转率	31.06	25.22	22.41	23.34	23.20	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
长期投资	484	491	491	491	491	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.32	0.23	0.38	0.51	
投资收益	-1	4	60	60	60	每股净现金流(最新摊薄)	0.10	-0.08	0.08	0.09	0.08	
筹资活动现金流	-1096	1043	137	-164	-472	每股净资产(最新摊薄)	5.12	2.85	3.04	3.35	3.75	
短期借款	298	885	1176	1330	1256	估值比率						
长期借款	295	658	658	658	658	P/E	12.18	27.03	37.28	22.87	17.10	
普通股增加	786	1579	12	0	0	P/B	1.69	3.04	2.84	2.58	2.31	
资本公积增加	-636	-1511	54	0	0	EV/EBITDA	7.69	19.78	18.10	13.03	10.38	
现金净增加额	160	-236	248	327	312							

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。