

受益行业底部复苏，期待营销转型突破

——金正大（002470）点评

2018年04月17日

强烈推荐/维持

金正大

财报点评

| | | |
|-----|------------------------------------|-----------------------|
| 廖鹏飞 | 分析师 | 执业证书编号：S1480517090001 |
| | liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121 | |
| 刘宇卓 | 分析师 | 执业证书编号：S1480516110002 |
| | liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030 | |
| 张明烨 | 分析师 | 执业证书编号：S1480517120002 |
| | zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017 | |
| 罗四维 | 研究助理 | |
| | luosw@dxzq.net.cn 010-66554047 | |

事件：

公司发布2017年年报，报告期内实现营收198.34亿，同比+5.86%，实现归母净利润7.15亿，同比-29.64%；其中扣非后归母净利润6.6亿，同比-32.09%。此前公司发布18Q1业绩预告修正公告，Q1预计实现归母净利润5.2~5.6亿，同比+25%~35%，主要由于三月份部分原材料价格回落，受此影响，三月份实际发货量低于预期，导致收入、利润低于预期。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 |
|------------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 5924.63 | 6851.73 | 1319.71 | 5713.25 | 6761.34 | 6443.27 | 915.67 |
| 增长率（%） | 7.37% | 4.79% | -12.76% | 23.12% | 14.12% | -5.96% | -30.62% |
| 毛利率（%） | 12.71% | 14.10% | 39.29% | 19.21% | 15.27% | 12.35% | 30.20% |
| 期间费用率（%） | 5.36% | 8.17% | 59.76% | 9.10% | 7.90% | 10.22% | 60.27% |
| 营业利润率（%） | 7.18% | 6.12% | -24.63% | 10.29% | 7.56% | 1.58% | -31.26% |
| 净利润（百万元） | 379.08 | 351.60 | -293.22 | 517.19 | 456.39 | 66.24 | -256.51 |
| 增长率（%） | 19.73% | -22.78% | -3073.96% | 26.97% | 20.39% | -81.16% | -12.52% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.12 | 0.11 | -0.04 | 0.13 | 0.12 | 0.04 | -0.06 |
| 资产负债率（%） | 37.31% | 35.08% | 35.42% | 41.26% | 43.77% | 41.66% | 40.27% |
| 净资产收益率（%） | 3.95% | 3.53% | -3.03% | 5.06% | 3.85% | 0.55% | -2.18% |
| 总资产收益率（%） | 2.48% | 2.29% | -1.96% | 2.97% | 2.16% | 0.32% | -1.30% |

观点：

- 公司产销逆势增长，盈利能力小幅提升。2017年受农产品价格低迷、原材料上涨、以及异常气候影响，复合肥整体收供应端和需求端挤压，行业景气跌至谷底，公司凭借营销转型突破，产品产销量实现逆势增长；其中报告期内公司产量693万吨，YOY+12.7%，销量689万吨，YOY+11.6%。公司金正大诺泰尔

60万吨硝基复合肥及40万吨水溶性肥料工程项目产能释放低于预期, 2018年公司将加大硝基复合肥及水溶的推广力度公司产品中, 除诺泰尔硝基肥16年Q4转固及产能释放问题导致硝基肥17年毛利率同比提升4.55 pct以外, 主营的普通肥及控释肥毛利率均同比下降4~5 pct, 原料化肥方面由于17年单质肥价格上涨毛利率同比提升1.49 pct, 公司较高端产品水溶肥、植保产品及盆栽土等毛利率均有不同程度上涨, 肥料板块总体毛利率小幅提升0.35 pct。费用方面, 公司17年三项费用合计同比增加3.6亿, 三费费率同比提升1.25 pct, 主要由于控股子公司COMPO GmbH并表后销售费用增加以及财务费用上子公司德国金正大汇兑收益减少导致。

- 一季度销量大增, 18年行业有望走出底部。公司近日发布一季度预告修正公告, 一季度业绩增速从35~45%调整为25~35%, 主要由于一、二月份同比大幅增长, 公司基于一、二月份产品销售情况以及预收款情况作出了前次业绩预告, 三月份实际发货量受原材料价格下跌影响低于预期, 导致收入、利润低于预期, 我们判断三月份全国气温普降、倒春寒多发也是发货量低于预期的主因之一。我们判断在农产品需求自然增长+耕地面积不足+化肥零增长方案叠加下, 复合化率提升的逻辑中长期依然有效, 而农产品价格回暖是本轮拐点的直接催化, 我们维持对行业景气反转的判断, 公司作为国内第一龙头最为受益。
- 通过金丰公社实现营销转型突破。放眼远期, 行业整体规模增长和复合化率提升速度恐难以长期复制2015年之前的年均10~20%的复合增速, 而此前农资公司在农业服务方面已经过长期摸索和多次模式迭代, 我们认为未来通过产业链上游聚资源、中游搭平台、下游做服务从而完成农业产业闭环的大方向毋庸置疑, 而农资主体通过渠道优化和农业服务提升自身品牌销量是一方面, 本身农业服务的千亿市场更具想象空间。在农业服务闭环进程化中何种模式、哪家主体、什么时间能够脱颖而出, 是未来需要持续关注和深入研究的问题, 我们认为在农资主体中化肥企业相比农药和种子公司由于自身更大的营收体量在资金方面无疑更具优势。金丰公社着力整合政府、渠道、上下游厂家等各方资源, 实现服务转型, 看好其探索出可持续发展的现代农业服务新模式, 目前金丰农服已在中国重要的农业种植区, 与当地重要的种植业合作伙伴一起建立了70余家县级金丰公社农业服务机构。
- 德国金正大带来业绩增量。公司拟以发行股份的方式收购金正大农业投资有限公司合计66.67%股权, 交易价格确定为9.68亿元, 增发价7.37元/股。农投公司间接持股88.89%的德国金正大以收益法评估结果作为定价依据, 上市公司控股股东金正大投资拟对德国金正大2018~2020年进行盈利不低于0.96、1.11、1.51亿欧元的承诺。

结论:

预计公司2017~2019年归母净利润分别为12.0、15.1和17.4亿, 当前股价对应PE分别为24.5、19.4和16.9倍, 给予公司2018年30倍PE, 维持“强烈推荐”评级。

风险:

农产品价格大幅波动; 单质肥价格大幅波动; 农服进展不及预期。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计 | 7419 | 11640 | 11656 | 13491 | 15716 | 营业收入 | 18736 | 19834 | 24010 | 27052 | 30569 |
| 货币资金 | 1779 | 4205 | 2374 | 2569 | 2903 | 营业成本 | 15776 | 16631 | 20185 | 22559 | 25438 |
| 应收账款 | 240 | 263 | 318 | 358 | 405 | 营业税金及附加 | 66 | 76 | 84 | 95 | 107 |
| 其他应收款 | 134 | 196 | 237 | 267 | 302 | 营业费用 | 1018 | 1456 | 1304 | 1470 | 1661 |
| 预付款项 | 2203 | 2888 | 3720 | 4649 | 5697 | 管理费用 | 927 | 817 | 989 | 1114 | 1259 |
| 存货 | 2746 | 2771 | 3364 | 3759 | 4239 | 财务费用 | -40 | -8 | -13 | -17 | 8 |
| 其他流动资产 | 195 | 1300 | 1634 | 1878 | 2159 | 资产减值损失 | 2.57 | -5.98 | -2.99 | -2.99 | -2.99 |
| 非流动资产合计 | 7560 | 8031 | 8088 | 8121 | 8122 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 491 | 516 | 516 | 516 | 516 | 投资净收益 | 4.06 | 9.15 | 9.15 | 9.15 | 9.15 |
| 固定资产 | 4603 | 4691 | 4966 | 5058 | 5083 | 营业利润 | 992 | 914 | 1473 | 1844 | 2109 |
| 无形资产 | 849 | 945 | 950 | 955 | 960 | 营业外收入 | 67.32 | 25.71 | 25.71 | 25.71 | 25.71 |
| 其他非流动资产 | 258 | 264 | 261 | 262 | 261 | 营业外支出 | 5.46 | 7.46 | 7.46 | 7.46 | 7.46 |
| 资产总计 | 14979 | 19671 | 19744 | 21612 | 23839 | 利润总额 | 1053 | 932 | 1491 | 1863 | 2127 |
| 流动负债合计 | 4265 | 6475 | 5706 | 6529 | 7565 | 所得税 | 209 | 149 | 225 | 281 | 321 |
| 短期借款 | 885 | 1135 | 0 | 443 | 1014 | 净利润 | 845 | 783 | 1266 | 1581 | 1806 |
| 应付账款 | 896 | 871 | 938 | 1048 | 1182 | 少数股东损益 | -172 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 预收款项 | 819 | 1000 | 1219 | 1466 | 1745 | 归属母公司净利润 | 1017 | 715 | 1198 | 1514 | 1738 |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 2189 | 2295 | 1986 | 2399 | 2711 |
| 非流动负债合计 | 1040 | 1448 | 1448 | 1448 | 1448 | EPS (元) | 0.32 | 0.23 | 0.38 | 0.48 | 0.55 |
| 长期借款 | 658 | 1042 | 1042 | 1042 | 1042 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债合计 | 5305 | 7922 | 7154 | 7977 | 9013 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 716 | 2336 | 2404 | 2472 | 2540 | 营业收入增长 | 5.57% | 5.86% | 21.06% | 12.67% | 13.00% |
| 实收资本(或股本) | 3146 | 3158 | 3158 | 3158 | 3158 | 营业利润增长 | -22.80 | -7.84% | 61.13% | 25.25% | 14.35% |
| 资本公积 | 1115 | 1140 | 1140 | 1140 | 1140 | 归属于母公司净利润 | 67.42% | 26.35% | 67.42% | 26.35% | 14.84% |
| 未分配利润 | 4353 | 4688 | 4914 | 5199 | 5527 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 8958 | 9412 | 10171 | 11148 | 12271 | 毛利率(%) | 7.24% | 5.27% | 4.37% | 15.93% | 16.61% |
| 负债和所有者权 | 14979 | 19671 | 19744 | 21612 | 23839 | 净利率(%) | 4.51% | 3.95% | 5.27% | 5.85% | 5.91% |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE(%) | | | | | |
| 经营活动现金流 | 9 | 1490 | 294 | 861 | 973 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 845 | 783 | 1266 | 1581 | 1806 | 资产负债率(%) | 35% | 40% | 36% | 37% | 38% |
| 折旧摊销 | 1237.7 | 1389.0 | 0.00 | 477.36 | 498.28 | 流动比率 | 1.74 | 1.80 | 2.04 | 2.07 | 2.08 |
| 财务费用 | -40 | -8 | -13 | -17 | 8 | 速动比率 | 1.10 | 1.37 | 1.45 | 1.49 | 1.52 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | -55 | -40 | -47 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 219 | 247 | 279 | 总资产周转率 | 1.40 | 1.14 | 1.22 | 1.31 | 1.35 |
| 投资活动现金流 | -1288 | -1708 | -577 | -589 | -587 | 应收账款周转率 | 64 | 79 | 83 | 80 | 80 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 25.22 | 22.46 | 26.55 | 27.24 | 27.41 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 4 | 9 | 9 | 9 | 9 | 每股收益(最新摊薄) | 0.32 | 0.23 | 0.38 | 0.48 | 0.55 |
| 筹资活动现金流 | 1043 | 1468 | -1549 | -76 | -52 | 每股净现金流(最新 | -0.08 | 0.40 | -0.58 | 0.06 | 0.11 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 2.85 | 2.98 | 3.22 | 3.53 | 3.89 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 1579 | 12 | 0 | 0 | 0 | P/E | 29.03 | 40.39 | 24.49 | 19.38 | 16.88 |
| 资本公积增加 | -1511 | 25 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.26 | 3.12 | 2.88 | 2.63 | 2.39 |
| 现金净增加额 | -236 | 1250 | -1831 | 195 | 334 | EV/EBITDA | 13.24 | 11.90 | 14.10 | 11.77 | 10.51 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

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。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 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法律责任。

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。