



# 受益行业底部复苏，期待营销转型突破

2018年04月17日

强烈推荐/维持

金正大

财报点评

## ——金正大（002470）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; 衣服进展不及预期。

**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			
<b>流动资产合计</b>	7419	11640	11656	13491	15716	<b>营业收入</b>	18736	19834	24010	27052	30569			
货币资金	1779	4205	2374	2569	2903	<b>营业成本</b>	15776	16631	20185	22559	25438			
应收账款	240	263	318	358	405	<b>营业税金及附加</b>	66	76	84	95	107			
其他应收款	134	196	237	267	302	<b>营业费用</b>	1018	1456	1304	1470	1661			
预付款项	2203	2888	3720	4649	5697	<b>管理费用</b>	927	817	989	1114	1259			
存货	2746	2771	3364	3759	4239	<b>财务费用</b>	-40	-8	-13	-17	8			
其他流动资产	195	1300	1634	1878	2159	<b>资产减值损失</b>	2.57	-5.98	-2.99	-2.99	-2.99			
<b>非流动资产合计</b>	7560	8031	8088	8121	8122	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	491	516	516	516	516	<b>投资净收益</b>	4.06	9.15	9.15	9.15	9.15			
固定资产	4603	4691	4966	5058	5083	<b>营业利润</b>	992	914	1473	1844	2109			
无形资产	849	945	950	955	960	<b>营业外收入</b>	67.32	25.71	25.71	25.71	25.71			
其他非流动资产	258	264	261	262	261	<b>营业外支出</b>	5.46	7.46	7.46	7.46	7.46			
<b>资产总计</b>	14979	19671	19744	21612	23839	<b>利润总额</b>	1053	932	1491	1863	2127			
<b>流动负债合计</b>	4265	6475	5706	6529	7565	<b>所得税</b>	209	149	225	281	321			
短期借款	885	1135	0	443	1014	<b>净利润</b>	845	783	1266	1581	1806			
应付账款	896	871	938	1048	1182	<b>少数股东损益</b>	-172	68	68	68	68			
预收款项	819	1000	1219	1466	1745	<b>归属母公司净利润</b>	1017	715	1198	1514	1738			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	2189	2295	1986	2399	2711			
<b>非流动负债合计</b>	1040	1448	1448	1448	1448	<b>EPS (元)</b>	0.32	0.23	0.38	0.48	0.55			
长期借款	658	1042	1042	1042	1042	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
<b>负债合计</b>	5305	7922	7154	7977	9013	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	716	2336	2404	2472	2540	<b>营业收入增长</b>	5.57%	5.86%	21.06%	12.67%	13.00%			
实收资本(或股本)	3146	3158	3158	3158	3158	<b>营业利润增长</b>	-22.80	-7.84%	61.13%	25.25%	14.35%			
资本公积	1115	1140	1140	1140	1140	<b>归属于母公司净利润</b>	67.42%	26.35%	67.42%	26.35%	14.84%			
未分配利润	4353	4688	4914	5199	5527	<b>盈利能力</b>								
归属母公司股东权	8958	9412	10171	11148	12271	<b>毛利率(%)</b>	7.24%	5.27%	4.37%	15.93%	16.61%			
<b>负债和所有者权</b>	14979	19671	19744	21612	23839	<b>净利率(%)</b>	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					1.29%	6.79%	3.64%	6.07%	7.00%
<b>经营活动现金流</b>	9	1490	294	861	973	<b>偿债能力</b>				11.35%	7.60%	11.78%	13.58%	14.17%
净利润	845	783	1266	1581	1806	<b>资产负债率(%)</b>	35%	40%	36%	37%	38%			
折旧摊销	1237.7	1389.0	0.00	477.36	498.28	<b>流动比率</b>	1.74	1.80	2.04	2.07	2.08			
财务费用	-40	-8	-13	-17	8	<b>速动比率</b>	1.10	1.37	1.45	1.49	1.52			
应付帐款的变化	0	0	-55	-40	-47	<b>营运能力</b>								
预收帐款的变化	0	0	219	247	279	<b>总资产周转率</b>	1.40	1.14	1.22	1.31	1.35			
<b>投资活动现金流</b>	-1288	-1708	-577	-589	-587	<b>应收账款周转率</b>	64	79	83	80	80			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	25.22	22.46	26.55	27.24	27.41			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	4	9	9	9	9	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.32	0.23	0.38	0.48	0.55			
<b>筹资活动现金流</b>	1043	1468	-1549	-76	-52	<b>每股净现金流(最新)</b>	-0.08	0.40	-0.58	0.06	0.11			
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊</b>	2.85	2.98	3.22	3.53	3.89			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	1579	12	0	0	0	<b>P/E</b>	29.03	40.39	24.49	19.38	16.88			
资本公积增加	-1511	25	0	0	0	<b>P/B</b>	3.26	3.12	2.88	2.63	2.39			
<b>现金净增加额</b>	-236	1250	-1831	195	334	<b>EV/EBITDA</b>	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。