

金正大(002470.SZ)

年报业绩靓丽，投资价值凸显

 评级：**买入**

 前次：**买入**

 目标价(元)：**22.7**

分析师

联系人

陈奇

张斌梅

S0740514070005

021-20315189

021-20315115

chenqi@r.qlzq.com.cn

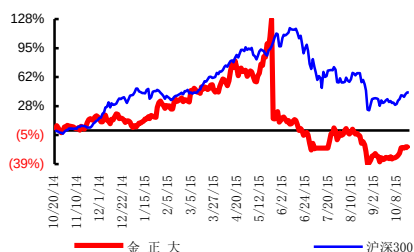
zhangbm@r.qlzq.com.cn

2016年03月29日

基本状况

总股本(百万股)	1,563
流通股本(百万股)	1,348
市价(元)	15.59
市值(百万元)	24,365
流通市值(百万元)	21,014

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	13,554.	17,748.	22,073.	25,544.	28,750.
营业收入增速	13.03%	30.94%	24.37%	15.72%	12.55%
净利润增长率	30.49%	28.35%	25.98%	28.28%	19.13%
摊薄每股收益(元)	1.11	0.71	0.45	0.57	0.68
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	24.26	28.67	34.89	27.20	22.83
PEG	0.80	1.01	1.34	0.96	1.19
每股净资产(元)	8.81	5.12	3.01	3.58	4.27
每股现金流量	0.23	1.44	0.20	0.71	0.82
净资产收益率	12.58%	13.84%	14.85%	16.00%	16.01%
市净率	3.05	3.97	5.18	4.35	3.66
总股本(百万股)	781.42	1,567.6	3,135.2	3,135.2	3,135.2

备注：EPS为全面摊薄每股收益

投资要点

- **事件：**金正大披露年报，公司 2015 年实现营业收入 177.48 亿元，同比增长 30.94%；实现归属于母公司净利润 11.12 亿元，同比增长 28.35%；每 10 股派现 1 元，转增 10 股。
- **主力产品稳定增长，高端肥料快速放量，全面的产品结构优势尽显，销售大幅增长 20.94%。**2015 年公司主力传统复合肥持续放量(+25%)和高端产品硝基肥(+19%)、水溶肥(+405%)快速增长，一贯优质、完善的产品组合，具备领先优势的渠道网络，以及“农商一号”电商平台如火如荼地推营销优势尽显，全年收入增长 30.94%，净利润增长 28.35%，超过股权激励的第二期解锁要求的 10.88 亿净利润。
- **主要产品毛利率保持稳定，高端肥料毛利略升，综合毛利率较去年同期小幅下滑 1.55 个百分点至 16.07%。**我们考虑下游原材料单质肥今年较往年有较大波动，如磷酸一铵、钾肥等价格走势前高后降，公司在成本端面临压力，但在第四季度随着磷肥价格回落均有所缓解；同时，传统复合肥以及缓释肥的毛利率略有下滑，同比分别减少 0.23、1.12 个百分点，而硝基肥、水溶肥等高端产品的毛利均有所增强，同比分别增加 0.47、1.94 个百分点，体现了高端产品较好的议价能力和放量带来的成本优化。
- **部分渠道先款后货，应收账款较年初的 172.46 万元大幅增加至 3.45 亿元，相应存货相比去年同期减少了 2.36 亿元。**受 2015 年增值税恢复增收的影响，复合肥经销商在第三季度积极提前备货以应对提价带来的成本上升风险，致使部分经销商赊销的需求上升，Q3 应收账款升至 6.11 亿元，要求于年底收回，全年应收账款较当时已有回落，但仍有邮政渠道及部分渠道销售先款后货，同比增幅较大，相应存货持续降低，相比期初减少了 2.36 亿元。
- **整体而言，公司全年业绩靓丽，作为行业龙头保持较高增速，普通复合肥、硝基复合肥销量稳步增长，**

水溶肥等新型肥料销量增长迅速，体现了产品结构持续优化的能力，同时以专业化农业服务，重点区域市场建设为主要手段，积极探索农资 O2O 模式，持续推进海外扩张。我们认为公司整体的产品、产能、渠道以及转型战略具备较强优势，均是公司作为复合肥冠军企业依旧有望延续领先的成长土壤。预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.91、1.14 元，转增摊薄后为 0.45、0.57 元，对应当前股价为 2016 年 17XPE。我们继续强烈建议买入“业绩增长确定+估值合理+迈步海外”的农资龙头企业，给予 25X2016PE，对应当前总股本目标价 22.7 元，仍有 50%以上空间。

- 我们认为未来金正大的主要看点有：1) 水溶肥、硝基肥等高利润新型复合肥的推广带来优质的盈利，在新涉足区域的拓展带来新的销售上升区间；2) 随着公司信息化战略的推进，农资电商平台落地与农化服务中心规模形成的双重加法带来渠道竞争的突破，龙头优势将进一步显现；3) 国际化战略与轻资产运营战略的需要带来公司未来的扩张预期。
- 风险提示：1) 信息化战略推行前期投入资金量大，短期收益可能不达预期；2) 新型复合肥价格偏高，获得种植户认可需要时间，推广进度低于预期的风险；3) 下游单质肥价格反弹过快，利润增速低于预期的风险。

图表 1：复合肥企业估值表

所属行业	代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
复合肥	002470.sz	金正大	15.59	244.70	0.55	0.71	0.91	28.24	21.96	17.13
复合肥	002588.sz	史丹利	26.55	154.94	0.85	1.08	1.41	31.29	24.58	18.83
复合肥	002538.sz	司尔特	9.18	65.92	0.20	0.37	0.57	45.76	24.81	16.11
复合肥	002539.sz	新都化工	14.01	141.52	0.11	0.20	0.32	124.67	70.05	43.78
复合肥	000902.sz	新洋丰	25.54	168.37	0.87	1.24	1.39	29.48	20.60	18.37
平均 PE								57.49	35.35	23.96

来源：中泰证券

图表 2：金正大三张报表

损益表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
营业总收入	11,992	13,554	17,748	22,073	25,544	28,750
增长率	16.95%	13.0%	30.9%	24.4%	15.7%	12.6%
营业成本	-10,222	-11,165	-14,896	-18,175	-20,796	-23,322
% 销售收入	85.2%	82.4%	83.9%	82.3%	81.4%	81.1%
毛利	1,770	2,390	2,852	3,898	4,748	5,428
% 销售收入	14.8%	17.6%	16.1%	17.7%	18.6%	18.9%
营业税金及附加	-2	0	-6	-9	-18	-20
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
营业费用	-484	-757	-833	-1,223	-1,405	-1,581
% 销售收入	4.0%	5.6%	4.7%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-436	-567	-725	-971	-1,124	-1,265
% 销售收入	3.6%	4.2%	4.1%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	848	1,065	1,288	1,695	2,201	2,562
% 销售收入	7.1%	7.9%	7.3%	7.7%	8.6%	8.9%
财务费用	-48	-33	17	-7	-3	58
% 销售收入	0.4%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-3	-4	-20	-10	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	1	-1	30	2	2
% 税前利润	0.9%	0.1%	—	1.8%	0.1%	0.1%
营业利润	805	1,030	1,284	1,708	2,200	2,621
营业利润率	6.7%	7.6%	7.2%	7.7%	8.6%	9.1%
营业外收支	10	20	25	0	0	0
税前利润	815	1,050	1,309	1,708	2,200	2,621
利润率	6.8%	7.7%	7.4%	7.7%	8.6%	9.1%
所得税	-147	-170	-198	-285	-374	-445
所得税率	18.0%	16.2%	15.1%	16.7%	17.0%	17.0%
净利润	668	880	1,112	1,423	1,826	2,175
少数股东损益	4	14	0	22	29	34
归属于母公司的净利润	664	866	1,112	1,401	1,797	2,141
净利率	5.5%	6.4%	6.3%	6.3%	7.0%	7.4%

现金流量表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
净利润	668	880	1,112	1,423	1,826	2,175
少数股东损益	0	0	0	22	29	34
非现金支出	155	196	337	446	532	594
非经营收益	53	68	32	52	121	76
营运资金变动	276	-961	774	-1,294	-262	-268
经营活动现金净流	1,152	183	2,255	649	2,245	2,611
资本开支	1,231	970	605	335	750	110
投资	-24	0	-473	0	0	0
其他	14	26	80	30	2	2
投资活动现金净流	-1,241	-944	-998	-305	-749	-109
股权募资	0	2,031	20	0	0	0
债权募资	736	-246	-898	3,309	-478	-1,589
其他	-182	-144	-217	-82	-123	-78
筹资活动现金净流	555	1,640	-1,095	3,227	-601	-1,667
现金净流量	466	878	161	3,571	896	835

资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
货币资金	815	1,645	1,969	5,518	6,386	7,188
应收账款	93	98	681	202	234	264
存货	2,243	1,751	1,515	4,070	4,657	5,223
其他流动资产	1,294	2,495	1,630	2,521	2,852	3,172
流动资产	4,445	5,990	5,795	12,311	14,130	15,846
% 总资产	51.1%	54.4%	49.3%	67.8%	70.0%	73.9%
长期投资	105	93	557	557	557	557
固定资产	3,366	4,263	4,625	4,498	4,675	4,193
% 总资产	38.7%	38.7%	39.4%	24.8%	23.1%	19.6%
无形资产	388	376	405	432	472	472
非流动资产	4,255	5,021	5,951	5,850	6,067	5,585
% 总资产	48.9%	45.6%	50.7%	32.2%	30.0%	26.1%
资产总计	8,700	11,011	11,746	18,161	20,197	21,431
短期借款	498	759	298	4,007	4,026	2,437
应付款项	2,698	2,326	2,704	4,432	5,103	5,734
其他流动负债	38	115	169	123	141	158
流动负债	3,235	3,200	3,170	8,562	9,270	8,329
长期贷款	736	731	295	-105	-105	-105
其他长期负债	502	3	3	3	-494	-494
负债	4,472	3,934	3,468	8,460	8,670	7,729
普通股股东权益	4,085	6,888	8,033	9,434	11,231	13,372
少数股东权益	66	102	90	112	140	174
负债股东权益合计	8,623	10,924	11,591	18,006	20,042	21,276

比率分析						
	2013	2014	2015	2014A	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.948	1.109	0.709	0.447	0.573	0.683
每股净资产(元)	5.835	8.815	5.124	3.009	3.582	4.265
每股经营现金净流(元)	1.646	0.235	1.438	0.200	0.707	0.822
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.25%	12.58%	13.84%	14.85%	16.00%	16.01%
总资产收益率	7.70%	7.93%	9.59%	7.78%	8.97%	10.06%
投入资本收益率	14.00%	13.23%	17.66%	19.15%	23.26%	27.84%
增长率						
营业总收入增长率	16.95%	13.03%	30.94%	24.37%	15.72%	12.55%
EBIT增长率	30.81%	25.61%	20.89%	31.63%	29.84%	16.39%
净利润增长率	21.39%	30.49%	28.35%	25.98%	28.28%	19.13%
总资产增长率	26.68%	26.69%	6.11%	54.61%	11.21%	6.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.3	3.7	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	81.7	65.3	40.0	81.7	81.7	81.7
应付账款周转天数	16.8	20.9	14.0	16.8	16.8	16.8
固定资产周转天数	39.9	53.0	60.3	67.2	64.8	58.2
偿债能力						
净负债/股东权益	22.10%	-2.22%	-16.95%	-16.94%	-26.05%	-39.52%
EBIT利息保障倍数	17.8	32.4	-74.4	240.4	630.1	-44.1
资产负债率	51.87%	36.01%	29.92%	46.99%	43.26%	36.33%

来源：中泰证券

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。