

投资评级 中性 首次覆盖

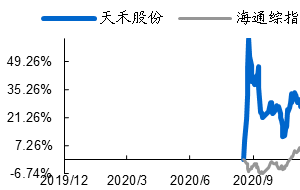
天禾股份：华南农资流通及农技服务龙头

股票数据

12月16日收盘价(元)	11.33
52周股价波动(元)	7.94-16.89
总股本/流通A股(百万股)	248/62
总市值/流通市值(百万元)	2813/703

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.7	-2.3	-13.6
相对涨幅(%)	-9.5	-5.4	-19.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

投资要点:

- 天禾股份：华南农资流通及农技服务龙头。**公司以现代农技服务为先导、直达终端的配送体系为支撑，主要从事化肥、农药等农资产品的销售并提供专业农技服务。公司以面向批发客户和工业客户主要销售氮肥和钾肥作为基础性业务。此外，基于华南地区果菜等经济作物繁多、市场需求多元化的特点，公司组合多种优质产品，结合现代农业技术，制定了多种作物的解决方案。2020年前三季度公司实现营业收入72.69亿元，同比增长5.07%；实现归母净利润0.70亿元，同比增长134.30%。
- 公司总经销复合肥产品有较高市场影响力。**根据有效营养成分构成的不同，公司的化肥产品分为氮肥、钾肥、复合肥、掺混肥及特种肥料（主要包括植物营养剂、水溶肥等）。相比单元肥料，复混肥料市场需求稳定。公司主要销售区域广东、广西、福建等华南地区的果菜作物经济价值较高，对高端复合肥如进口复合肥需求旺盛，公司总经销的雅苒、撒可富等品牌的高端复合肥在华南地区有较高的产品知名度和市场影响力。
- 产品销售、农技服务一体化。**公司突破农资流通行业“重产品、轻服务”的多级传统模式，构建售前、售中和售后的一体化农资流通及农技服务体系，为下游经销商及客户提供全方位的农技服务，主要包括：总部农业社会化服务中心推动示范园建设、中加化肥负责测土配方施肥、农化部负责统防统治、配送中心负责产品和技术推广，满足农户对优质产品和农技服务的双重需求。
- 募投项目扩大公司销售覆盖面及市场占有率。**公司募集资金4.11亿元，募集资金主要用于“配送网络建设”、“助农服务综合平台建设”，有利于扩大公司在主要市场区域的销售覆盖面和市场占有率，进而进一步增强公司的综合竞争力，符合公司长期发展目标。公司根据“深耕华南、走向全国”的发展战略，在未来3-5年，形成具备规模优势、布局更为合理的覆盖华南主要农业产区的配送网络体系。配送网络项目建成达产后将实现新增年销售收入18亿元。“助农服务综合平台建设”顺应行业发展趋势和服务“三农”的需要。项目建成后，公司农技服务能力将大大增强，有利于增强公司的整体竞争实力，以保持公司在农资流通行业中的领先地位。
- 盈利预测。**我们预计公司2020-22年EPS分别为0.36元、0.43元、0.50元。公司农资流通和农技服务处于行业领先地位，给予一定的估值溢价，我们给予公司2021年26-29倍PE，对应合理价值区间为11.18-12.47元，首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示。**产品价格波动风险、募投进度不及预期、宏观经济增长不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7191	9012	10106	11438	12945
(+/-)YoY(%)	22.3%	25.3%	12.1%	13.2%	13.2%
净利润(百万元)	91	77	90	107	125
(+/-)YoY(%)	44.4%	-15.4%	16.9%	18.0%	16.7%
全面摊薄EPS(元)	0.37	0.31	0.36	0.43	0.50
毛利率(%)	10.3%	8.0%	8.2%	8.2%	8.3%
净资产收益率(%)	14.4%	11.8%	7.8%	8.4%	9.0%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

1) 增长率假设: a. 我们预计公司 2020-22 年氮肥与复合肥营收增长率均为 13%、15%、15%; b. 农药板块营收有望稳步提升, 我们预计公司农药 2020-22 年营收增长率为 10%、10%、10%。

2) 毛利率假设: a. 我们预计公司 2020-22 年氮肥毛利率为 1.7%、1.9%、2.0%, 复合肥毛利率为 10.5%、10.5%、10.5%; b. 我们预计公司农药 2020-22 年毛利率为 15%、15%、15.5%。

表 1 天禾股份分产品盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 (百万元)	9012.34	10106.35	11437.70	12944.63
总成本 (百万元)	8287.68	9281.54	10500.98	11874.01
总毛利 (百万元)	724.66	824.81	936.72	1070.62
总毛利率	8.04%	8.16%	8.19%	8.27%
化肥-氮肥				
收入 (百万元)	2970.69	3356.88	3860.42	4439.48
成本 (百万元)	2921.21	3299.82	3787.07	4350.69
毛利 (百万元)	49.48	57.07	73.35	88.79
毛利率	1.67%	1.70%	1.90%	2.00%
化肥-复合肥				
收入 (百万元)	2228.83	2507.44	2883.55	3316.08
成本 (百万元)	1997.91	2244.15	2580.78	2967.89
毛利 (百万元)	230.92	263.28	302.77	348.19
毛利率	10.36%	10.50%	10.50%	10.50%
化肥-钾肥				
收入 (百万元)	1212.31	1394.16	1575.40	1764.45
成本 (百万元)	1140.95	1310.51	1480.88	1658.58
毛利 (百万元)	71.36	83.65	94.52	105.87
毛利率	5.89%	6.00%	6.00%	6.00%
化肥-掺混肥				
收入 (百万元)	74.36	81.80	89.98	98.98
成本 (百万元)	59.68	65.60	72.07	79.18
毛利 (百万元)	14.68	16.20	17.91	19.80
毛利率	19.74%	19.80%	19.90%	20.00%
化肥-其他肥料				
收入 (百万元)	31.80	36.57	42.06	48.37
成本 (百万元)	26.81	30.72	35.12	40.39
毛利 (百万元)	4.99	5.85	6.94	7.98
毛利率	15.70%	16.00%	16.50%	16.50%
农药				
收入 (百万元)	1906.01	2096.61	2306.28	2536.90
成本 (百万元)	1621.87	1782.12	1960.33	2143.68
毛利 (百万元)	284.15	314.49	345.94	393.22
毛利率	14.91%	15.00%	15.00%	15.50%
其他主营收入				
收入 (百万元)	561.06	594.73	630.41	680.84
成本 (百万元)	509.92	535.26	567.37	612.76
毛利 (百万元)	51.15	59.47	63.04	68.08

毛利率	9.12%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务				
收入 (百万元)	27.25	38.16	49.60	59.52
成本 (百万元)	9.34	13.35	17.36	20.83
毛利 (百万元)	17.92	24.80	32.24	38.69
毛利率	65.74%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600096.SH	云天化	5.71	0.11	0.15	0.31	49.81	38.48	18.34
603970.SH	中农立华	21.69	0.62	0.70	0.85	20.82	31.06	25.51
平均值						35.32	34.77	21.93

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 12 月 16 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	9012	10106	11438	12945
每股收益	0.31	0.36	0.43	0.50	营业成本	8288	9282	10501	11874
每股净资产	2.65	4.66	5.09	5.60	毛利率%	8.0%	8.2%	8.2%	8.3%
每股经营现金流	1.66	-0.88	0.40	1.00	营业税金及附加	9	10	11	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	393	450	506	576
P/E	36.35	31.10	26.35	22.58	营业费用率%	4.4%	4.5%	4.4%	4.5%
P/B	4.28	2.43	2.22	2.02	管理费用	115	162	183	207
P/S	0.23	0.28	0.25	0.22	管理费用率%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%
EV/EBITDA	2.90	14.45	12.74	11.03	EBIT	206	201	234	272
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	57	59	66	74
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
毛利率	8.0%	8.2%	8.2%	8.3%	资产减值损失	-26	0	0	0
净利润率	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	11.8%	7.8%	8.4%	9.0%	营业利润	131	154	183	214
资产回报率	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	8.3%	5.9%	6.1%	6.4%	利润总额	132	156	184	215
盈利增长 (%)					EBITDA	236	244	292	349
营业收入增长率	25.3%	12.1%	13.2%	13.2%	所得税	21	33	40	46
EBIT 增长率	-6.3%	-2.3%	16.5%	16.0%	有效所得税率%	16.0%	21.5%	21.5%	21.5%
净利润增长率	-15.4%	16.9%	18.0%	16.7%	少数股东损益	34	32	38	44
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	77	90	107	125
资产负债率	74.9%	67.4%	67.7%	67.6%					
流动比率	1.17	1.30	1.26	1.22	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.30	0.28	0.26	0.24	货币资金	559	576	591	604
现金比率	0.23	0.21	0.19	0.18	应收账款及应收票据	36	67	61	69
经营效率指标					存货	1545	2035	2314	2478
应收帐款周转天数	1.46	1.50	1.40	1.45	其它流动资产	668	883	910	1008
存货周转天数	68.05	80.03	80.43	76.17	流动资产合计	2808	3560	3876	4159
总资产周转率	2.72	2.41	2.45	2.50	长期股权投资	38	38	38	38
固定资产周转率	59.64	50.16	42.58	36.14	固定资产	151	201	269	358
					在建工程	20	27	29	39
					无形资产	212	283	377	503
					非流动资产合计	507	634	799	1023
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3315	4195	4675	5182
净利润	77	90	107	125	短期借款	1162	1216	1418	1558
少数股东损益	34	32	38	44	应付票据及应付账款	758	870	993	1107
非现金支出	59	43	58	77	预收账款	310	414	412	481
非经营收益	73	58	64	73	其它流动负债	164	241	253	270
营运资金变动	169	-442	-167	-71	流动负债合计	2394	2741	3077	3416
经营活动现金流	412	-219	99	247	长期借款	54	54	54	54
资产	-66	-169	-221	-300	其它长期负债	33	33	33	33
投资	-29	0	0	0	非流动负债合计	87	87	87	87
其他	-40	0	0	0	负债总计	2481	2828	3164	3503
投资活动现金流	-135	-169	-220	-300	实收资本	186	248	248	248
债权募资	3220	54	202	140	归属于母公司所有者权益	657	1158	1265	1390
股权募资	23	62	0	0	少数股东权益	177	209	246	290
其他	-3460	289	-66	-74	负债和所有者权益合计	3315	4195	4675	5182
融资活动现金流	-216	405	136	66					
现金净流量	60	17	15	13					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 16 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 诺普信,扬农化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,和远气体,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,利安隆,东来技术,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,三友化工,利民股份,光华科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。