

投资评级 优于大市 维持

国内农资综合服务商，战略升级特色作物产业链 3.0

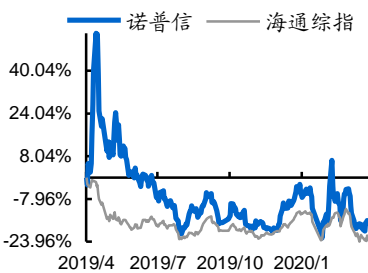
股票数据

04月08日收盘价(元)	6.08
52周股价波动(元)	5.21-11.20
总股本/流通A股(百万股)	914/728
总市值/流通市值(百万元)	5558/4427

相关研究

《收购金穗集团 55%股权，切入农业种植领域》2019.04.17

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-12.0	0.7	-10.5
相对涨幅 (%)	-3.4	3.7	-2.4

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:

- **股票回购完成，用于股权激励。**截至2020年2月14日，公司通过集中竞价方式累计回购股份1484万股，占公司总股本的1.62%，最高成交价为7.01元/股，最低成交价为6.58元/股，成交的总金额为1亿元（不含交易费用）。回购股份将用于公司后期实施的员工持股计划或股权激励。
- **诺普信：农资综合服务商。**公司构建“农资研产销、农业综合服务与特色作物产业链”三大模块发展新格局，企业战略正在稳健迭代升级发展，从农资分销供应1.0版（提供极致大品套餐和一流作物解决方案）、田田圈区域综合农业服务2.0版（覆盖近400个农业县参控股经销商连点成线、线动成面）、到单一特色作物产业链3.0版（围绕核心作物打造全程作物产业链经营）。根据公司业绩快报，2019年预计营业总收入为40.7亿元，同比增长1.70%，归属净利润为2.4亿元，同比下降26.71%，主要系投资收益同比减少、销售费用增加，以及原药价格上涨导致部分产品毛利率有所下降。
- **田田圈并表收入持续增长。**截至2019Q2，田田圈累计持股比例51%的经销商54家，纳入公司合并报表的控股经销商累计41家。持股比例45%参股经销商2家，持股比例35%参股经销商75家。2019年1-6月纳入合并报表控股经销商营业收入10.8亿元，其中农药制剂4.72亿、化肥4.49亿、农业服务1.55亿（主要种子农机、耕地播种打药、收割烘干仓储、农产品贸易等），同比增长率为17.92%。
- **聚焦核心作物，打造种植+农资的全产业链模式。**公司聚焦红心火龙果等核心作物，其他作物同步MVP打样板、再复制，探出一条切实可行的稳健道路。红心火龙果以自种+合作的方式布局7000余亩，联合百果园、天地人，拥有自主品种权，发挥海南独一无二反季节气候优势，打造最优品质的种植与生产；聚集和构建产业科研专家、种植达人为核心的人才体系，探索出一条由公司+农户+员工+场长合伙制的产业发展之路。
- **盈利预测。**公司是国内农药制剂的龙头企业，我们预计公司19-21年EPS为0.25/0.34/0.38元，给予2020年16-20倍PE，对应合理价值区间5.44-6.8元，维持优于大市评级。
- **风险提示。**原料价格波动；农资平台进展缓慢。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2822	4005	4073	4517	5006
(+/-)YoY(%)	43.7%	42.0%	1.7%	10.9%	10.8%
净利润(百万元)	309	329	231	306	347
(+/-)YoY(%)	211.7%	6.7%	-29.7%	32.4%	13.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.34	0.36	0.25	0.34	0.38
毛利率(%)	35.1%	29.2%	27.1%	27.1%	27.1%
净资产收益率(%)	15.9%	15.4%	9.8%	11.4%	11.5%

资料来源：公司年报（2017-2018），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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司主要产品盈利预测

项目	2018	2019E	2020E	2021E
农药制剂				
收入 (亿元)	26.56	26.11	28.72	31.59
成本 (亿元)	17.74	17.94	19.73	21.71
毛利率	33.23%	31.28%	31.28%	31.28%
植物营养				
收入 (亿元)	10.14	10.95	12.26	13.73
成本 (亿元)	0.97	0.87	0.79	0.71
毛利率	20.54%	18.00%	18.00%	18.00%
种子				
收入 (亿元)	0.72	0.50	0.53	0.55
成本 (亿元)	0.61	0.44	0.46	0.54
毛利率	15.04%	12.00%	12.00%	12.00%
粮食				
收入 (亿元)	0.57	0.68	0.68	0.68
成本 (亿元)	0.56	0.66	0.66	0.66
毛利率	2.07%	2.94%	2.94%	2.94%
其他主营业务				
收入 (亿元)	1.01	1.21	1.39	1.60
成本 (亿元)	0.82	1.03	1.18	1.36
毛利率	18.60%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务				
收入 (亿元)	1.05	1.28	1.59	1.90
成本 (亿元)	0.57	0.66	0.82	0.98
毛利率	46.12%	48.38%	48.56%	48.67%
总计				
收入 (亿元)	40.05	40.73	45.17	50.06
成本 (亿元)	28.35	29.71	32.92	36.51
毛利率	29.21%	27.06%	27.14%	27.07%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002749	国光股份	11.25	0.59	0.79	1.01	19.1	14.2	11.1
300575	中旗股份	27.95	1.13	2.10	2.75	24.7	13.3	10.2
均值						21.9	13.8	10.7

 注: 收盘价为 2020 年 4 月 8 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	4005	4073	4517	5006
每股收益	0.36	0.25	0.34	0.38	营业成本	2835	2971	3291	3651
每股净资产	2.33	2.59	2.93	3.31	毛利率%	29.2%	27.1%	27.1%	27.1%
每股经营现金流	0.09	0.11	0.82	0.31	营业税金及附加	13	10	12	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	475	428	474	526
P/E	18.77	26.31	19.87	17.55	营业费用率%	11.8%	10.5%	10.5%	10.5%
P/B	2.90	2.57	2.27	2.01	管理费用	238	236	253	275
P/S	1.39	1.36	1.23	1.11	管理费用率%	5.9%	5.8%	5.6%	5.5%
EV/EBITDA	14.31	19.35	14.76	12.57	EBIT	345	318	367	408
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	51	76	64	50
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	1.9%	1.4%	1.0%
毛利率	29.2%	27.1%	27.1%	27.1%	资产减值损失	30	30	-5	3
净利润率	8.2%	5.7%	6.8%	6.9%	投资收益	86	41	45	45
净资产收益率	15.4%	9.8%	11.4%	11.5%	营业利润	386	253	353	401
资产回报率	6.0%	3.8%	5.1%	5.4%	营业外收支	0	10	3	3
投资回报率	12.2%	10.7%	14.5%	15.6%	利润总额	386	263	356	404
盈利增长 (%)					EBITDA	441	318	367	408
营业收入增长率	42.0%	1.7%	10.9%	10.8%	所得税	43	25	36	40
EBIT 增长率	35.7%	-8.0%	15.6%	11.1%	有效所得税率%	11.2%	9.4%	10.0%	10.0%
净利润增长率	6.7%	-29.7%	32.4%	13.3%	少数股东损益	13	7	14	16
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	329	231	306	347
资产负债率	50.6%	51.0%	45.7%	43.5%					
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0	货币资金	810	1014	1245	1337
现金比率	0.3	0.3	0.5	0.5	应收账款及应收票据	870	1228	804	892
经营效率指标					存货	1212	1131	1250	1388
应收帐款周转天数	66.4	110.0	65.0	65.0	其它流动资产	1014	1039	1083	1157
存货周转天数	138.1	138.9	138.7	138.7	流动资产合计	3907	4412	4383	4773
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	长期股权投资	359	359	359	359
固定资产周转率	11.9	10.7	11.2	11.7	固定资产	365	395	415	438
					在建工程	22	32	37	32
					无形资产	335	335	335	335
					非流动资产合计	1616	1656	1681	1699
					资产总计	5523	6068	6064	6473
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	短期借款	941	1076	576	376
净利润	329	231	306	347	应付票据及应付账款	937	1037	1129	1259
少数股东损益	13	7	14	16	预收账款	563	587	646	718
非现金支出	126	30	-5	3	其它流动负债	288	330	355	398
非经营收益	-19	-3	-9	-25	流动负债合计	2730	3030	2706	2751
营运资金变动	-369	-166	441	-56	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	80	99	747	285	其它长期负债	65	65	65	65
资产	-92	-30	-22	-15	非流动负债合计	65	65	65	65
投资	-63	0	0	0	负债总计	2795	3095	2771	2816
其他	50	41	45	45	实收资本	914	914	914	914
投资活动现金流	-106	11	23	30	普通股股东权益	2132	2370	2676	3023
债权募资	319	135	-500	-200	少数股东权益	595	603	617	633
股权募资	120	0	0	0	负债和所有者权益合计	5523	6068	6064	6473
其他	-206	-41	-39	-23					
融资活动现金流	234	94	-539	-223					
现金净流量	208	204	231	92					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 08 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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： 皇马科技,梅花生物,诺普信,茶花股份,联瑞新材,双一科技,和远气体,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,鲁西化工,利民股份,光华科技,海利尔,黑猫股份,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,先达股份,万顺新材

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。