

2021年01月30日

浙农股份入主，打造农资、汽车、医药一体化综合服务平台

浙农股份(002758)

分析判断：

▶ 公司前身是区域性医药流通企业

公司前身是华通医药，主要从事药品批发、药品零售、药品生产销售等业务。此外，公司还从事医药物流、医药会展、医疗服务等业务。2016-2019年，公司营业收入从12.58亿元增长至16.79亿元，整体呈现出稳定上涨趋势；归母净利润从4016万元下滑至2505万元。2020年前三季度，公司实现营业收入11.07亿元，yoy-12.61%；实现归母净利润2333万元，yoy-13.52%。从收入构成上看，2017-2019年，公司药品批发业务收入占比维持在70%左右，是公司主要的收入来源，其次是药品零售和药品生产，收入占比分别在15%/10%左右。从毛利构成上看，2017-2019年，公司药品批发业务毛利占比维持在37%左右，是公司主要的毛利来源，其次是药品生产和药品零售。

▶ 浙农控股入主，打造农资、汽车、医药城乡一体化商贸流通与综合服务平台

截至2020年11月14日，标的资产浙农股份100%股权已过户至公司，并完成相关工商变更登记手续。自此，公司主营业务从医药拓展至农资、汽车等板块。农资业务方面，玉米播种面积 & 临储库存双双见底，而下游生猪产能正在快速恢复，玉米供需矛盾持续扩大将支撑玉米价格上行，进而带动水稻、小麦价格温和上涨，玉米、水稻、小麦等主要农产品价格上涨将带动种植产业链景气度回暖，进而带动农资需求趋旺。汽车流通业务方面，截至目前，公司旗下共有标准汽车4S店接近30家，随着汽车产业链景气度抬升，公司有望实现稳定的业绩增长。医药业务方面，公司深耕医药领域多年，医药板块主要业务包括药品批发、药品零售、药品生产销售等。截至2019年年底，公司共有门店数量94家，其中，农村门店66家、城市门店28家；随着我国新型农村合作医疗、农村医疗保险制度的推进，农村市场必将成为医药流通企业开拓的重点区域，公司有望充分受益。

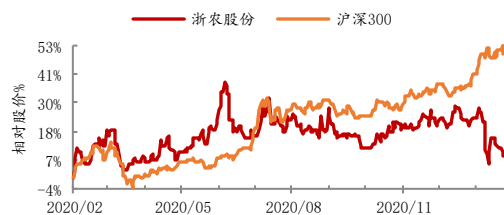
投资建议

我们预计，2020-2022年，公司营业收入分别为307.18/343.62/392.41亿元，归母净利润分别为3.53/3.98/4.59亿元，EPS分别为0.72/0.82/0.94元，当前股价对应PE分别为15/13/11X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	10.57
股票代码：	002758
52周最高价/最低价：	14.0/9.63
总市值(亿)	51.58
自由流通市值(亿)	20.61
自由流通股数(百万)	195.02



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519110005

联系电话：0755-23947349

分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519110002

联系电话：

研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

华西农业 & 医药联合覆盖

农资需求不及预期，生产安全风险，政策扰动。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,523	1,679	30,718	34,362	39,241
YoY (%)	11.2%	10.3%	1729.4%	11.9%	14.2%
归母净利润(百万元)	35	25	353	398	459
YoY (%)	-17.8%	-27.5%	1307.7%	12.8%	15.4%
毛利率 (%)	14.7%	15.1%	7.7%	7.6%	7.4%
每股收益 (元)	0.07	0.05	0.72	0.82	0.94
ROE	5.4%	3.8%	34.6%	28.1%	24.5%
市盈率	149.23	205.87	14.62	12.97	11.24

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司前身是区域性医药流通企业.....	4
2. 浙农控股入主，打造农资、汽车、医药城乡一体化商贸流通与综合服务平台.....	5
3. 盈利预测.....	9
4. 风险提示.....	10

图表目录

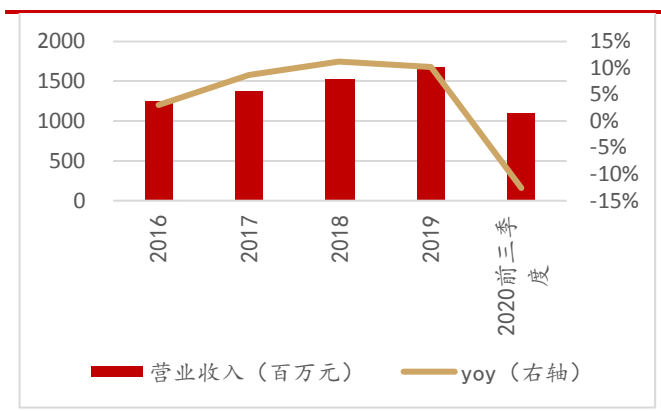
图 1 2015-2020 前三季度，公司收入变化情况.....	4
图 2 2015-2020 前三季度，公司归母净利润变化情况.....	4
图 3 2017-2019 年，公司收入构成情况.....	5
图 4 2017-2019 年，公司毛利构成情况.....	5
图 5 公司股权结构变更示意图.....	6
图 6 农资流通行业的上下游情况.....	6
图 7 2008-2018 年，我国玉米播种面积变化情况.....	7
图 8 2013-2019 年，我国临储玉米库存情况.....	7
图 9 2008-2018 年，我国玉米播种面积变化情况.....	8
图 10 2013-2019 年，我国临储玉米库存情况.....	8
图 11 2009-2018 年，全国 4S 网点数量.....	8
表 1 公司门店分布及收入情况.....	9
表 2 浙农股份主要业务经营预测（单位：百万元）.....	10

1. 公司前身是区域性医药流通企业

公司前身是华通医药，主要从事药品批发、药品零售、药品生产销售等业务。药品批发业务方面，主要模式是向本地及周边部分区域的医疗机构、药品批发经营企业、药品零售企业等客户批发配送药品。药品零售业务方面，主要由全资子公司华通连锁负责，通过连锁零售的方式将药品直接销售给消费者。药品生产销售业务方面，由全资子公司景岳堂药业负责，主要生产加工中药饮片（包括中药配方颗粒）及生产风油精等外用药制剂，销售给医疗机构、药品批发、零售企业等，其中中药配方颗粒直接销售给医疗机构。此外，公司还从事医药物流、医药会展、医疗服务等业务。

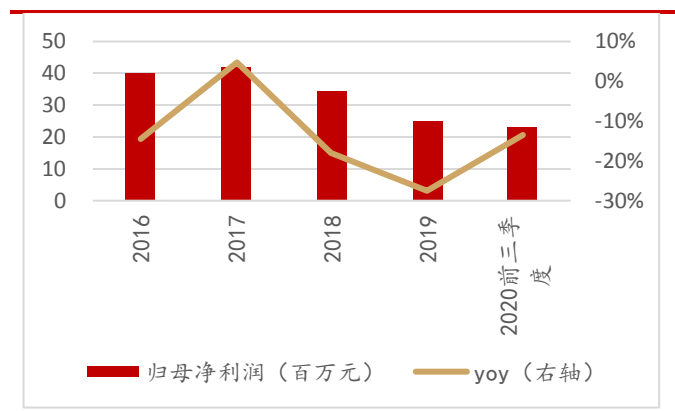
2016-2019 年，公司营业收入从 12.58 亿元增长至 16.79 亿元，整体呈现出稳定上涨趋势；归母净利润从 4016 万元下滑至 2505 万元。2020 年前三季度，公司实现营业收入 11.07 亿元，yoy-12.61%；实现归母净利润 2333 万元，yoy-13.52%。

图 1 2015-2020 前三季度，公司收入变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

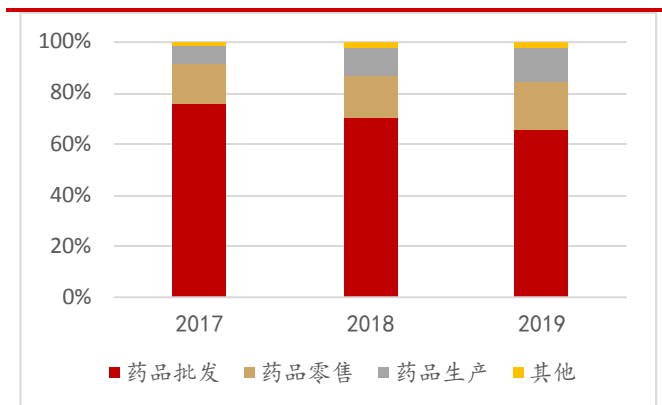
图 2 2015-2020 前三季度，公司归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

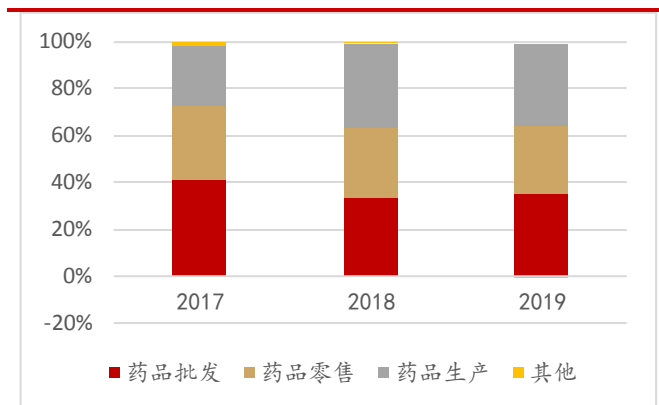
药品批发是公司主要的收入和利润来源。从收入构成上看，2017-2019 年，公司药品批发业务收入占比维持在 70%左右，是公司主要的收入来源，其次是药品零售和药品生产，收入占比分别在 15%/10%左右。从毛利构成上看，2017-2019 年，公司药品批发业务毛利占比维持在 37%左右，是公司主要的毛利来源，其次是药品生产和药品零售。

图3 2017-2019年，公司收入构成情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 2017-2019年，公司毛利构成情况

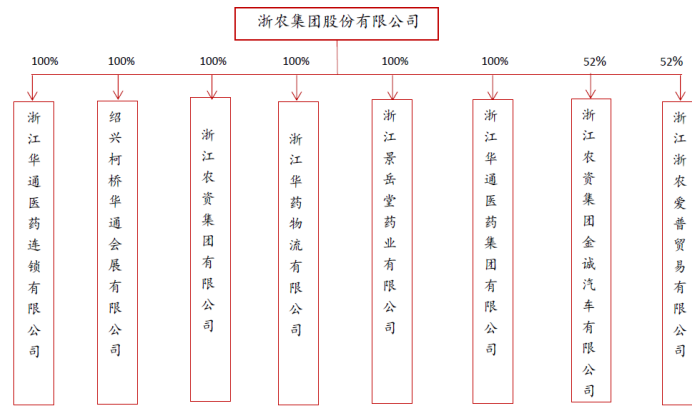


资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 浙农控股入主，打造农资、汽车、医药城乡一体化商贸流通与综合服务平台

2019年4月20日，公司发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》，拟发行股份购买浙农控股、泰安泰、兴合集团、兴合创投、汪路平等16名自然人合计持有的浙农股份100%股权。截至2020年11月14日，标的资产浙农股份100%股权已过户至公司，并完成相关工商变更登记手续。2021年1月8日，公司将中文名称由“浙江华通医药股份有限公司”变更为“浙农集团股份有限公司”，简称“浙农股份”。同时，2020年12月28日召开第四届董事会第十一次会议，审议通过了《关于向全资子公司划转资产的议案》，为进一步优化企业组织和业务架构，明晰公司各业务板块的目标和责任，促进各业务板块的发展，提高公司整体经营管理效率，公司将医药业务相关的资产及负债以2020年10月31日为基准日划转至全资子公司浙江华通医药集团有限公司。

图 5 公司股权结构变更示意图

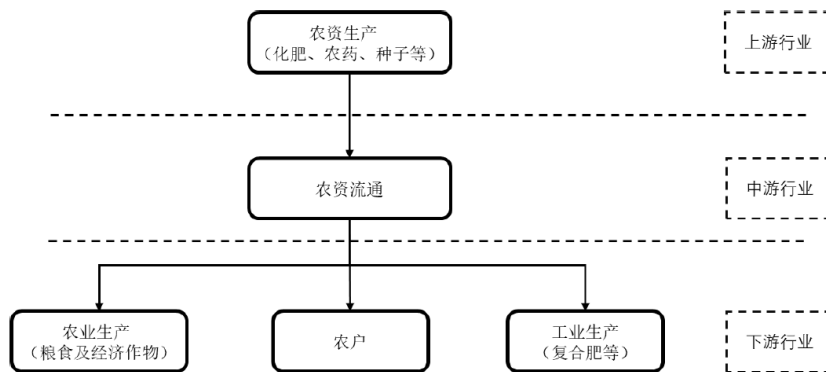


资料来源：公司公告，华西证券研究所

（一）农资

农资流通行业的上游行业是农资生产企业，下游行业主要是农业及工业客户，主要包括化肥、农药、种子等的生产。目前，浙农股份已构建面向全球的采购渠道，与国投罗钾、加拿大钾肥、以色列化工、德国钾盐、美盛、雅苒国际、欧洲化学、灵谷化工、中阿公司、云图控股等国内外最优秀的农资生产贸易企业建立了战略合作关系，尤其在进口钾肥、进口复合肥、缓释肥、水溶性肥料、生物肥料、高端农药经营方面有较强的资源优势和经营推广能力。同时，浙农股份组建了国内首家农药生产合资公司，还取得了拜耳、先正达、巴斯夫、世科姆等国际知名农药品牌全国联销业务，与上述国内外领先的农资生产企业建立稳定的合作关系，为优质产品的供应提供了稳定保障。

图 6 农资流通行业的上下游情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

种植产业链景气度回暖，带动农资需求趋旺。玉米方面，玉米播种面积 & 临储库存双双较低，而在养殖高盈利刺激下，下游生猪产能正在快速恢复，未来 2-3 年内，玉米供需缺口将呈现持续扩大趋势，支撑玉米价格上行。从供给端来看，播种面积方面，2016 年，我国玉米临储收购政策取消之后，农民种植积极性大幅受挫，玉米播种面积下滑至 4213 万公顷，2019 年，受大豆振兴计划影响，玉米播种面积再度下滑 1000 万亩左右；库存方面，我国玉米库存于 2016 年达到 2.37 亿吨的峰值，此后开

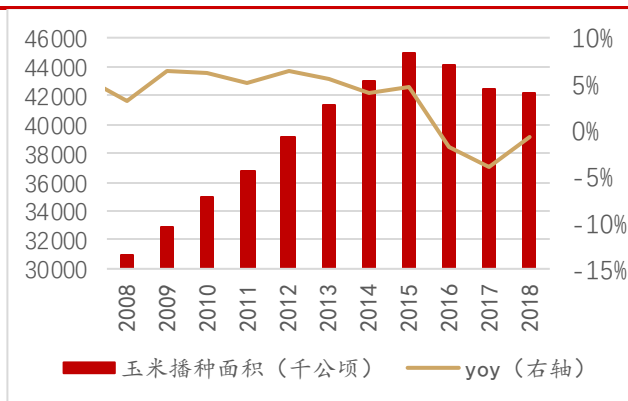
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

始快速去化，2020年，玉米临储拍卖市场火爆，目前，我国玉米临储库存已经见底；进口方面，我国玉米进口占消费量的比重不足2%，影响较小；病虫害方面，草地贪夜蛾于2019年侵入我国云南地区，此后快速扩散，按照草地贪夜蛾三年成灾的特性，2021年或将是草地贪夜蛾在我国全面爆发的一年，其对我国玉米减产的威胁依然存在。从需求端来看，自2018年8月3日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到40%以上。生猪供需缺口支撑猪价屡创历史新高，在养殖高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大增，带动行业生猪产能企稳回升，全国能繁母猪存栏已于2019年10月实现首次环比转正，2020年6月，全国能繁母猪存栏实现同比正增长，截至2020年11月，全国能繁母猪存栏 & 生猪产能已恢复至2017年年底的90%以上，产能恢复速度非常快。

水稻、小麦方面，水稻和小麦可以在一定程度上作为玉米的替代品，广泛用于饲料以及深加工领域，虽然我国稻谷、小麦库存充足，但值得注意的是，过去数年我国稻谷的产量和销量都稳定在2亿吨左右，小麦的产量和销量都稳定在1.2亿吨左右，国内的稻谷、小麦供需处于相对平衡的状态。一旦启动口粮拍卖，稻谷、小麦库存就会下滑，并带动其价格上涨，截至2020年12月31日，小麦、粳稻现货价较年初分别上涨3.15%/13.51%。

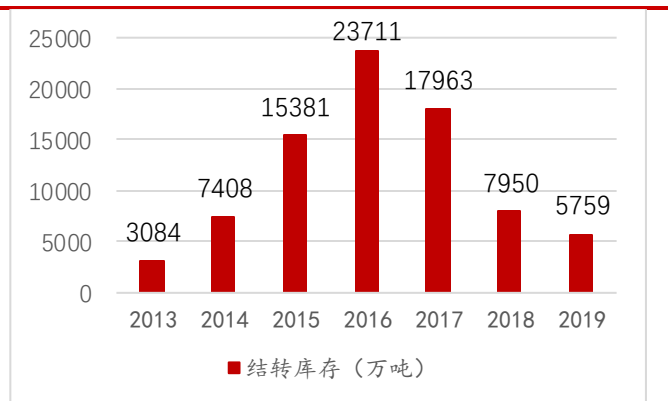
我们认为，受益于替代需求提升，水稻、小麦的供需格局也将维持在相对偏紧状态，如果后续开启库存拍卖，可能会引发我国的口粮安全问题。基于此，我们认为，种植业的大周期向上已经开始，将带动种业迎来周期向上的关键拐点，进而带动农资需求趋旺。

图7 2008-2018年，我国玉米播种面积变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图8 2013-2019年，我国临储玉米库存情况



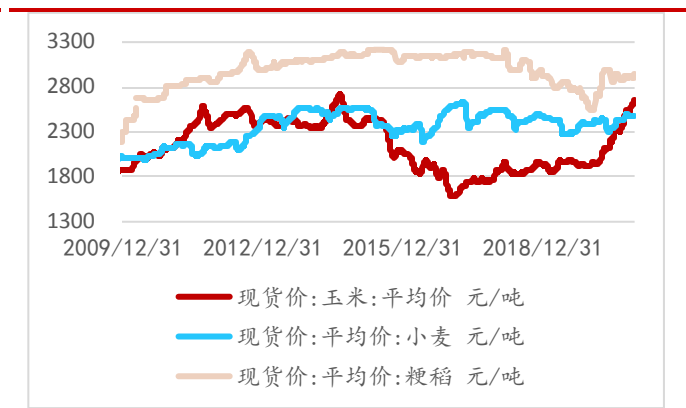
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 2008-2018 年，我国玉米播种面积变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 2013-2019 年，我国临储玉米库存情况

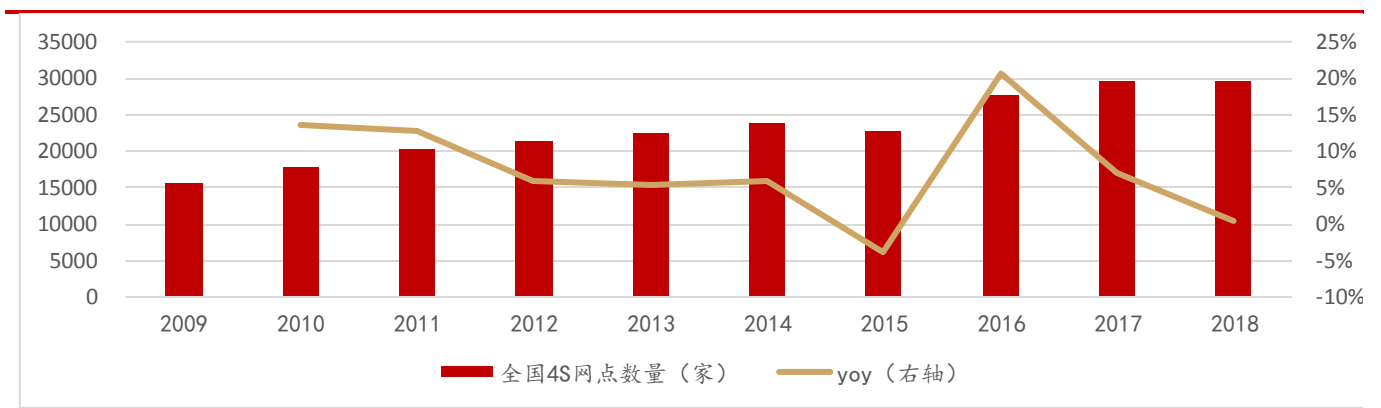


资料来源：Wind，华西证券研究所

(二) 汽车流通

4S 店作为经销商提供汽车后市场服务的平台，4S 店的数量是影响汽车后市场规模的重要因素之一。2009 年至 2018 年，我国 4S 店数量不断增加，由 15,728 家增加至 29,664 家，4S 店数量的增加为汽车后市场服务行业的稳定发展提供了保障。经过多年的发展，公司在汽车销售和服务行业已经建立了新车销售、汽车修理、汽车装潢、汽车保险、二手车交易和置换、会员增值服务的循环经营模式，各项业务相互促进、共同发展，极大地提升了企业的核心竞争力。截至目前，公司旗下共有标准汽车 4S 店接近 30 家，还有作为服务配套的汽车维修中心及二手车销售中心等。

图 11 2009-2018 年，全国 4S 网点数量



资料来源：中国汽车流通协会，华西证券研究所

(三) 医药

公司深耕医药领域多年，医药板块主要业务包括药品批发、药品零售、药品生产销售等。截至 2019 年年底，公司共有门店数量 94 家，其中，农村门店 66 家、城市门店 28 家；农村门店面积 6526.5 m²、城市门店面积 4972.94 m²。随着我国新型农村合作医疗、农村医疗保险制度的推进，农村市场必将成为医药流通企业开拓的重点区域，公司有望充分受益。

表 1 公司门店分布及收入情况

	门店数量 (家)	面积 (m ²)	营业收入 (万元)
城市	28	4972.94	20430.65
农村	66	6526.50	11286.92
合计	94	11499.44	31717.48

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 盈利预测

公司主要涉及医药、农资流通以及汽车流通板块，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

医药：随着我国新型农村合作医疗、农村医疗保险制度的推进，农村市场必将成为医药流通企业开拓的重点区域，公司医药板块利润有望逐步恢复。预计，2020-2022 年，公司医药业务收入增速分别为 -8%/5%/5%；毛利率分别为 20.8%/20.8%/20.8%。

农资流通：玉米供需缺口持续扩大将加速水稻、小麦库存去化，种植产业链迎来景气周期，带动农资需求趋旺。我们预计，2020-2022 年，公司农资流通板块收入增速分别为 10%/15%/20%；毛利率分别为 5%/5%/5%。

汽车流通：公司旗下共有标准汽车 4S 店接近 30 家，随着汽车产业链景气度抬升，公司有望实现稳定的业绩增长。预计，2020-2022 年，公司汽车流通板块收入增速分别为 10%/10%/10%；毛利率分别为 7%/7%/7%。

其他业务：预计，2020-2022 年，公司其他业务收入增速分别为 3%/3%/3%；毛利率分别为 90%/90%/90%。

表 2 浙农股份主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2019A	2020E	2021E	2022E
医药				
收入	1522.69	1679.07	1544.74	1621.98
成本	1299.31	1426.20	1223.44	1284.61
毛利	223.38	252.87	321.31	337.37
毛利率	14.67%	15.06%	20.80%	20.80%
农资流通				
收入	10096.55	12243.42	13467.76	15487.92
成本	9396.86	11639.81	12794.37	14713.52
毛利	699.69	603.60	673.39	774.40
毛利率	6.93%	4.93%	5.00%	5.00%
汽车流通				
收入	12298.14	13969.45	15366.39	16903.03
成本	11524.58	12903.58	14290.75	15719.82
毛利	773.55	1065.87	1075.65	1183.21
毛利率	6.29%	7.63%	7.00%	7.00%
其他				
收入	321.93	328.77	338.63	348.79
成本	32.36	20.89	33.86	34.88
毛利	289.57	307.88	304.77	313.91
毛利率	89.95%	93.65%	90%	90%
费用率				
销售费率	7.3%	3.8%	3.7%	3.5%
管理费率	3.3%	1.8%	1.8%	1.8%
财务费率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 307.18/343.62/392.41 亿元，归母净利润分别为 3.53/3.98/4.59 亿元，EPS 分别为 0.72/0.82/0.94 元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/11X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002556.SZ	辉隆股份	8.11	0.23	0.36	0.55	0.78	35.26	22.53	14.75	10.40
002125.SZ	湘潭电化	6.43	0.12	0.14	0.21	0.3	53.58	45.93	30.62	21.43
平均							44.42	34.23	22.68	15.92

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 1 月 29 日收盘价

4. 风险提示

农资需求不及预期，生产安全风险，政策扰动。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,679	30,718	34,362	39,241	净利润	20	298	331	380
YoY (%)	10.3%	1729.4%	11.9%	14.2%	折旧和摊销	40	44	38	39
营业成本	1,426	28,342	31,753	36,333	营运资金变动	-24	1,035	44	130
营业税金及附加	7	136	152	174	经营活动现金流	59	1,321	334	458
销售费用	122	1,167	1,271	1,373	资本开支	-24	5	24	17
管理费用	56	547	612	698	投资	21	0	0	0
财务费用	26	14	6	6	投资活动现金流	1	60	93	98
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	4	0	0	0
投资收益	5	55	69	81	债务募资	335	-315	0	0
营业利润	34	424	475	549	筹资活动现金流	-28	-329	-6	-6
营业外收支	-5	0	0	0	现金净流量	32	1,052	421	550
利润总额	30	424	475	549	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	10	126	144	169	成长能力				
净利润	20	298	331	380	营业收入增长率	10.3%	1729.4%	11.9%	14.2%
归属于母公司净利润	25	353	398	459	净利润增长率	-27.5%	1307.7%	12.8%	15.4%
YoY (%)	-27.5%	1307.7%	12.8%	15.4%	盈利能力				
每股收益	0.05	0.72	0.82	0.94	毛利率	15.1%	7.7%	7.6%	7.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
货币资金	252	1,304	1,724	2,274	总资产收益率 ROA	1.6%	4.0%	4.0%	4.0%
预付款项	21	414	456	525	净资产收益率 ROE	3.8%	34.6%	28.1%	24.5%
存货	238	5,037	5,607	6,372	偿债能力				
其他流动资产	570	1,650	1,818	2,053	流动比率	1.58	1.09	1.13	1.16
流动资产合计	1,081	8,405	9,605	11,224	速动比率	1.20	0.38	0.42	0.45
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.37	0.17	0.20	0.23
固定资产	314	276	242	207	资产负债率	57.2%	89.1%	87.0%	85.5%
无形资产	104	120	127	136	经营效率				
非流动资产合计	479	446	400	361	总资产周转率	1.08	3.47	3.43	3.39
资产合计	1,560	8,851	10,005	11,585	每股指标 (元)				
短期借款	315	0	0	0	每股收益	0.05	0.72	0.82	0.94
应付账款及票据	314	6,688	7,371	8,407	每股净资产	1.37	2.09	2.90	3.84
其他流动负债	55	988	1,128	1,292	每股经营现金流	0.12	2.71	0.68	0.94
流动负债合计	684	7,676	8,500	9,699	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	209	209	209	209	PE	205.87	14.62	12.97	11.24
非流动负债合计	209	209	209	209	PB	7.80	5.67	4.08	3.08
负债合计	893	7,885	8,709	9,908					
股本	210	210	210	210					
少数股东权益	1	-54	-120	-199					
股东权益合计	667	966	1,297	1,677					
负债和股东权益合计	1,560	8,851	10,005	11,585					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。