

# 中农立华 (603970)

证券研究报告

2022年08月21日

## 半年报业绩持续增长，“种子+农药”协同发展可期

事件：公司发布 2022 年半年度报告，公司实现营收 60.94 亿元，同比增长 24.94%；归母净利润 1.39 亿元，同比增长 24.28%。

### 农药流通服务巨头地位稳固，产品结构调整卓有成效

中农立华是我国农药流通服务巨头。截至 2022 年上半年，公司销售渠道已覆盖全国主要农业县市，建立由 31 个仓储配送中心和 3000 余家主要渠道合作伙伴组成的服务网络。农药流通行业是资金密集型行业，资金壁垒和销售网络壁垒坚固。

2022 年上半年，公司持续积极调整产品结构，继续强化大单品销售：一方面积极调整产品结构，降低除草剂原药销售占比，提升杀虫剂原药和杀菌剂原药销售占比，并积极开拓新产品；另一方面强化大单品销售策略，销售额达到千万级的产品数量比去年同期大幅增加。公司战略实施卓有成效，2022 年上半年公司营收实现近 25% 增长，归母净利润实现超 24% 增长，毛利率达 6.59%（较去年同期增加 0.23pct）。

### 收购种子股权，公司“种子+农药”协同发展加速

公司计划以 2700 万元收购中国农业生产资料集团公司（中农集团）持有的中农集团种业控股有限公司（中农种业）18% 股权。中农种业是中农集团的全资子公司，主营业务为水稻种、小麦种、玉米种、杂粮种、蔬菜种等。2021 年 1-10 月，中农种业收入达 6607 万元，净利润达 769 万元。中农集团为中农立华控股股东，持有中农立华 50.25% 股权，本次交易构成向关联方购买资产，投前估值定为 1.5 亿元。中农种业正在推进混合所有制改革，股权转让价格处于较低水平，是中农立华介入种业的较好时机。

此次集团将中农种业部分股权注入上市公司，有望推动公司实现“种子+农药”协同发展模式，为公司带来新的业绩增长点。纵观国际种子巨头孟山都、先正达等，多为种子农化协同发展业务模式，国内大多种子企业均希望模仿复制，实现农化种子协同发展。中农立华立足于全国农化销售网络优势，有望迅速打通种子销售渠道，推动种子业务发展，把握我国种业变革机会，在国内率先实现“种子+农药”协同发展。

### 盈利预测：

考虑公司国内业务拓展、海外布局加速，我们预计 2022-2024 年，公司实现营收 106.84/129.40/158.94 亿元，归母净利润 2.18/2.82/3.81 亿元，同比增长 28%/29%/35%。看好公司主营农资供应链和植保服务的创新经营模式未来发展潜力，国内外农资渠道加速扩张，种子业务有望加速发展贡献业绩，维持“买入”评级。

**风险提示：**新冠疫情全球持续风险、农药销售季节性和地域性引致的风险、市场竞争加剧风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,640.99	8,822.11	10,683.71	12,940.46	15,894.25
增长率(%)	52.93	32.84	21.10	21.12	22.83
EBITDA(百万元)	360.46	405.07	397.18	534.69	651.35
归属母公司净利润(百万元)	132.44	170.31	218.01	281.52	381.02
增长率(%)	11.41	28.59	28.01	29.13	35.35
EPS(元/股)	0.69	0.89	1.14	1.47	1.98
市盈率(P/E)	44.52	34.62	27.05	20.94	15.48
市净率(P/B)	5.75	5.03	4.65	4.10	3.55
市销率(P/S)	0.89	0.67	0.55	0.46	0.37
EV/EBITDA	10.43	11.02	15.40	8.63	9.12

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.6 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	192.00
流通 A 股股本(百万股)	95.52
A 股总市值(百万元)	5,875.20
流通 A 股市值(百万元)	2,922.91
每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	79.68
一年内最高/最低(元)	35.79/18.06

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**唐婕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**林逸丹** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中农立华-年报点评报告:国际业务实现跨越式发展，农药原药大幅增长提升整体业绩》 2021-04-21
- 《中农立华-首次覆盖报告:国内农业供应链隐形冠军，深耕植保服务，预计 2021 年收入业绩加速增长！》 2020-12-07

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,004.67	966.97	1,068.37	1,294.05	1,589.43	营业收入	6,640.99	8,822.11	10,683.71	12,940.46	15,894.25
应收票据及应收账款	562.07	154.39	953.88	351.23	1,162.98	营业成本	6,107.24	8,268.85	10,000.33	12,081.36	14,832.97
预付账款	405.96	524.18	958.19	599.82	1,326.88	营业税金及附加	3.45	4.53	5.48	6.66	8.16
存货	1,236.36	1,715.61	1,617.83	2,409.29	2,535.04	销售费用	171.37	181.31	245.73	284.69	346.49
其他	623.55	1,143.08	860.39	893.58	997.00	管理费用	62.51	67.56	85.47	100.94	122.39
<b>流动资产合计</b>	<b>3,832.61</b>	<b>4,504.24</b>	<b>5,458.66</b>	<b>5,547.97</b>	<b>7,611.32</b>	研发费用	34.04	37.53	45.94	55.35	68.16
长期股权投资	2.06	2.17	2.17	2.17	2.17	财务费用	67.14	17.94	10.73	40.30	22.51
固定资产	37.96	57.94	51.45	44.95	38.46	资产/信用减值损失	(23.88)	(56.78)	(36.40)	(46.62)	(42.97)
在建工程	4.11	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	17.57	(13.55)	(6.93)	2.00	3.00
无形资产	119.38	50.53	47.69	44.85	42.01	投资净收益	18.41	58.84	60.00	70.00	85.00
其他	27.90	126.82	58.95	69.93	84.19	其他	(28.28)	16.76	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>191.40</b>	<b>237.47</b>	<b>160.27</b>	<b>161.91</b>	<b>166.83</b>	<b>营业利润</b>	<b>211.42</b>	<b>239.13</b>	<b>306.72</b>	<b>396.54</b>	<b>538.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,024.01</b>	<b>4,741.70</b>	<b>5,618.93</b>	<b>5,709.88</b>	<b>7,778.15</b>	营业外收入	2.33	1.97	4.53	4.24	2.94
短期借款	1,117.16	942.00	1,690.07	439.28	1,989.42	营业外支出	6.29	0.85	2.82	2.51	2.51
应付票据及应付账款	964.10	1,297.75	1,319.57	1,819.16	2,111.88	<b>利润总额</b>	<b>207.46</b>	<b>240.24</b>	<b>308.42</b>	<b>398.26</b>	<b>539.03</b>
其他	235.28	296.12	1,165.74	1,854.04	1,761.67	所得税	52.41	54.60	70.94	91.60	123.98
<b>流动负债合计</b>	<b>2,316.54</b>	<b>2,535.87</b>	<b>4,175.39</b>	<b>4,112.47</b>	<b>5,862.96</b>	<b>净利润</b>	<b>155.05</b>	<b>185.64</b>	<b>237.49</b>	<b>306.66</b>	<b>415.05</b>
长期借款	0.00	0.00	31.86	0.00	71.45	少数股东损益	22.61	15.33	19.47	25.15	34.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>132.44</b>	<b>170.31</b>	<b>218.01</b>	<b>281.52</b>	<b>381.02</b>
其他	20.50	31.56	21.29	24.45	25.77	每股收益(元)	0.69	0.89	1.14	1.47	1.98
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.50</b>	<b>31.56</b>	<b>53.16</b>	<b>24.45</b>	<b>97.22</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,880.57</b>	<b>3,460.81</b>	<b>4,228.54</b>	<b>4,136.92</b>	<b>5,960.18</b>	主要财务比率					
少数股东权益	118.17	109.75	121.15	136.12	156.21		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	192.00	192.00	192.00	192.00	192.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	298.02	298.02	301.52	301.52	301.52	营业收入	52.93%	32.84%	21.10%	21.12%	22.83%
留存收益	535.41	648.12	775.72	943.31	1,168.23	营业利润	43.23%	13.10%	28.27%	29.28%	35.83%
其他	(0.16)	33.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	11.41%	28.59%	28.01%	29.13%	35.35%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,143.44</b>	<b>1,280.89</b>	<b>1,390.39</b>	<b>1,572.96</b>	<b>1,817.96</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,024.01</b>	<b>4,741.70</b>	<b>5,618.93</b>	<b>5,709.88</b>	<b>7,778.15</b>	毛利率	8.04%	6.27%	6.40%	6.64%	6.68%
						净利率	1.99%	1.93%	2.04%	2.18%	2.40%
						ROE	12.92%	14.54%	17.18%	19.59%	22.93%
						ROIC	16.04%	27.14%	38.68%	22.56%	280.72%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	71.58%	72.99%	75.26%	72.45%	76.63%
						净负债率	10.49%	-1.19%	47.42%	-53.86%	26.36%
						流动比率	1.34	1.31	1.31	1.35	1.30
						速动比率	0.91	0.81	0.92	0.76	0.87
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	17.00	24.63	19.28	19.83	20.99
						存货周转率	5.37	5.98	6.41	6.43	6.43
						总资产周转率	1.96	2.01	2.06	2.28	2.36
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.69	0.89	1.14	1.47	1.98
						每股经营现金流	1.83	1.69	-3.18	8.36	-6.32
						每股净资产	5.34	6.10	6.61	7.48	8.65
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	44.52	34.62	27.05	20.94	15.48
						市净率	5.75	5.03	4.65	4.10	3.55
						EV/EBITDA	10.43	11.02	15.40	8.63	9.12
						EV/EBIT	10.72	11.30	15.77	8.78	9.26

  

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	155.05	185.64	218.01	281.52	381.02
折旧摊销	10.43	10.92	9.34	9.34	9.34
财务费用	48.03	20.69	10.73	40.30	22.51
投资损失	(18.41)	(58.84)	(60.00)	(70.00)	(85.00)
营运资金变动	461.44	(570.70)	(800.32)	1,316.52	(1,577.61)
其它	(304.41)	737.71	12.55	27.15	37.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>352.12</b>	<b>325.42</b>	<b>(609.70)</b>	<b>1,604.82</b>	<b>(1,212.71)</b>
资本支出	3.73	(53.76)	10.26	(3.16)	(1.32)
长期投资	(0.09)	0.11	0.00	0.00	0.00
其他	(291.09)	131.67	63.59	69.16	80.32
<b>投资活动现金流</b>	<b>(287.45)</b>	<b>78.02</b>	<b>73.85</b>	<b>66.00</b>	<b>79.00</b>
债权融资	304.92	(190.89)	765.24	(1,321.05)	1,599.13
股权融资	(72.86)	(34.04)	(127.99)	(124.09)	(170.05)
其他	49.11	(88.27)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>281.17</b>	<b>(313.20)</b>	<b>637.24</b>	<b>(1,445.15)</b>	<b>1,429.09</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>345.84</b>	<b>90.23</b>	<b>101.40</b>	<b>225.68</b>	<b>295.38</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com

