

# 中农立华 (603970)

证券研究报告

2021年04月21日

## 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

**事件：**1) 公司发布 2020 年年报，2020 年实现总营收 66.41 亿元，同比增 52.93%，归母净利润 1.32 亿元，同比增 11.41%；2) 公司发布关于 2020 年度利润分配方案的公告，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元(含税)。

### 2020 年，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

细拆公司财报，主营业务农药流通实现营收 66.11 亿元，同比增 54.14%，贡献 99.55% 的总营收，其由两大业务组成：1) 农药原药实现 31.81 亿元，同比增 126.55%；2) 农药制剂实现 34.30 亿元，同比增 18.90%。分地区来看，公司于境内实现营收 53.31 亿元，同比增 28.29%；境外实现 13.10 亿元，同比增 599.98%。公司 2020 年于农药原药和境外业务业绩的大幅增长主要来自对南京红太阳的国际业务（目前已成为公司控股子公司中农红太阳，公司持有其 48% 的股份）的整合，中农红太阳 2020 年合计实现营收 19.34 亿元。

### 未来，灾害推动农药行业集中度提升+绿色农业政策=长期利好龙头发展

2020 年，农药行业面对新冠疫情蔓延、经济衰退、草地贪夜蛾入侵及洪灾等恶劣天气造成农业减产的不利形势，努力控制成本、稳定生产和销售，实现了行业收入和利润的双增长。**供应端，小企业不断退出，行业集中度明显提高。**行业步入高质量发展阶段，农药企业更注重环保安全投入、降低能耗和产品创新；**需求端，未来政策仍将加强农药使用量控制，安全绿色农药将迎来发展良机。**随着农药使用零增长政策的长期贯彻实施，我国农药利用率持续提高，高效、低毒农药占比超过 90%。

**公司是中国农药流通服务领域的国家队企业，是国内农资供应链“隐形冠军”。****渠道方面：**拥有覆盖全国主要农业县市，由 19 个仓储配送中心和近 3000 家主要渠道合作伙伴组成的服务网络，并建立了一支由数百名专业植保技术人员组成的农化服务队伍，构建了一体化的农药流通及植保技术服务网络；**客户方面：**与国内外知名农药厂商建立了长期稳定的合作关系，具备行业领先的产品资源优势，构建了品种齐全、结构合理的“一站式”农药供应平台，新整合的红太阳资源将进一步强化该优势；**品牌方面：**致力于打造“安全、高效、放心、专业”的品牌形象；**技术方面：**公司设有农药应用技术研发中心，紧紧围绕我国农业绿色发展的趋势。

**盈利预测&投资建议：**预计 2021-2023 年，公司实现营收 74.81/90.57/108.68 亿元，净利润 1.63/2.00/2.47 亿元，我们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，背后供销社和中农集团深厚资源持续挖掘，国内外农资渠道加速扩张，维持“买入”评级。**风险提示：**新冠疫情持续风险/自然灾害影响农业生产风险/上下游合作关系变化风险/市场竞争加剧风险/全球贸易摩擦及汇率变动风险/农药产品质量问题风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,342.47	6,640.99	7,481.45	9,056.87	10,868.25
增长率(%)	16.28	52.93	12.66	21.06	20.00
EBITDA(百万元)	246.34	360.46	299.64	363.63	443.70
净利润(百万元)	118.88	132.44	163.22	200.31	247.41
增长率(%)	2.96	11.41	23.24	22.72	23.51
EPS(元/股)	0.62	0.69	0.85	1.04	1.29
市盈率(P/E)	33.82	30.36	24.63	20.07	16.25
市净率(P/B)	4.21	3.92	3.53	3.12	2.72
市销率(P/S)	0.93	0.61	0.54	0.44	0.37
EV/EBITDA	11.43	10.43	14.08	12.26	9.49

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.94 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)	4,020.48
流通 A 股市值(百万元)	2,000.19
每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	71.58
一年内最高/最低(元)	23.89/14.21

### 作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
戴飞	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004	
daifei@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	475.28	1,004.67	611.13	724.55	1,160.42
应收票据及应收账款	219.03	562.07	358.92	808.01	657.62
预付账款	364.53	405.96	116.94	707.84	148.38
存货	1,239.02	1,236.36	1,508.96	1,779.00	1,995.60
其他	256.55	623.55	578.51	380.67	(130.30)
<b>流动资产合计</b>	<b>2,554.41</b>	<b>3,832.61</b>	<b>3,174.45</b>	<b>4,400.07</b>	<b>3,831.72</b>
长期股权投资	2.16	2.06	2.06	2.06	2.06
固定资产	31.23	37.96	37.96	37.25	36.12
在建工程	4.11	4.11	2.46	1.48	0.89
无形资产	123.44	119.38	113.72	108.06	102.40
其他	24.10	27.90	23.53	24.22	23.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>185.03</b>	<b>191.40</b>	<b>179.74</b>	<b>173.07</b>	<b>165.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,739.44</b>	<b>4,024.01</b>	<b>3,354.19</b>	<b>4,573.14</b>	<b>3,996.89</b>
短期借款	745.10	1,117.16	1,100.00	1,198.94	900.00
应付票据及应付账款	526.90	964.10	544.23	1,349.20	834.05
其他	403.65	778.81	425.42	571.45	595.55
<b>流动负债合计</b>	<b>1,675.65</b>	<b>2,860.07</b>	<b>2,069.65</b>	<b>3,119.60</b>	<b>2,329.60</b>
长期借款	7.50	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.82	20.50	15.76	16.03	17.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>19.32</b>	<b>20.50</b>	<b>15.76</b>	<b>16.03</b>	<b>17.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,694.98</b>	<b>2,880.57</b>	<b>2,085.41</b>	<b>3,135.63</b>	<b>2,347.03</b>
少数股东权益	88.37	118.17	129.09	147.59	174.38
股本	192.00	192.00	192.00	192.00	192.00
资本公积	313.27	298.02	298.02	298.02	298.02
留存收益	764.24	833.43	947.69	1,097.92	1,283.48
其他	(313.42)	(298.18)	(298.02)	(298.02)	(298.02)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,044.46</b>	<b>1,143.44</b>	<b>1,268.78</b>	<b>1,437.51</b>	<b>1,649.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,739.44</b>	<b>4,024.01</b>	<b>3,354.19</b>	<b>4,573.14</b>	<b>3,996.89</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	124.49	155.05	163.22	200.31	247.41
折旧摊销	14.18	10.43	7.30	7.35	7.38
财务费用	45.68	48.03	68.94	71.66	72.37
投资损失	(8.91)	(18.41)	(10.43)	(11.99)	(12.44)
营运资金变动	(7.18)	1,004.97	(610.18)	(397.49)	56.06
其它	50.65	(847.94)	(97.74)	(217.39)	(432.24)
<b>经营活动现金流</b>	<b>218.90</b>	<b>352.12</b>	<b>(478.89)</b>	<b>(347.54)</b>	<b>(61.45)</b>
资本支出	5.75	3.73	4.74	(0.27)	(1.40)
长期投资	0.13	(0.09)	0.00	0.00	0.00
其他	(19.23)	(291.09)	223.02	484.03	931.89
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13.35)</b>	<b>(287.45)</b>	<b>227.76</b>	<b>483.76</b>	<b>930.49</b>
债权融资	752.61	1,124.67	1,100.00	1,198.94	900.00
股权融资	(33.87)	(82.40)	(68.78)	(71.66)	(72.37)
其他	(798.46)	(761.09)	(1,173.63)	(1,150.08)	(1,260.80)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(79.72)</b>	<b>281.17</b>	<b>(142.41)</b>	<b>(22.79)</b>	<b>(433.17)</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>125.84</b>	<b>345.84</b>	<b>(393.54)</b>	<b>113.42</b>	<b>435.87</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4,342.47</b>	<b>6,640.99</b>	<b>7,481.45</b>	<b>9,056.87</b>	<b>10,868.25</b>
营业成本	3,896.77	6,107.24	6,769.28	8,109.67	9,569.40
营业税金及附加	3.03	3.45	3.26	3.77	4.42
营业费用	165.65	171.37	182.97	209.92	238.75
管理费用	57.25	62.51	80.20	92.46	105.66
研发费用	30.81	34.04	35.18	40.89	47.11
财务费用	45.82	67.14	68.94	71.66	72.37
资产减值损失	(4.36)	(18.23)	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	17.57	(108.66)	(235.89)	(459.03)
投资净收益	8.91	18.41	10.43	11.99	12.44
其他	(9.03)	(33.93)	196.45	447.79	893.18
<b>营业利润</b>	<b>147.61</b>	<b>211.42</b>	<b>223.39</b>	<b>284.61</b>	<b>363.95</b>
营业外收入	8.42	2.33	4.53	5.09	3.98
营业外支出	0.39	6.29	2.82	3.17	4.09
<b>利润总额</b>	<b>155.63</b>	<b>207.46</b>	<b>225.10</b>	<b>286.54</b>	<b>363.84</b>
所得税	31.15	52.41	50.96	67.73	89.64
<b>净利润</b>	<b>124.49</b>	<b>155.05</b>	<b>174.14</b>	<b>218.81</b>	<b>274.20</b>
少数股东损益	5.61	22.61	10.92	18.50	26.79
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>118.88</b>	<b>132.44</b>	<b>163.22</b>	<b>200.31</b>	<b>247.41</b>
每股收益(元)	0.62	0.69	0.85	1.04	1.29

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.28%	52.93%	12.66%	21.06%	20.00%
营业利润	-5.95%	43.23%	5.66%	27.40%	27.87%
归属于母公司净利润	2.96%	11.41%	23.24%	22.72%	23.51%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.26%	8.04%	9.52%	10.46%	11.95%
净利率	2.74%	1.99%	2.18%	2.21%	2.28%
ROE	12.43%	12.92%	14.32%	15.53%	16.77%
ROIC	11.42%	16.04%	30.90%	20.31%	19.02%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.87%	71.58%	62.17%	68.57%	58.72%
净负债率	26.55%	10.49%	38.53%	33.00%	-15.78%
流动比率	1.52	1.34	1.53	1.41	1.64
速动比率	0.79	0.91	0.80	0.84	0.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	17.80	17.00	16.25	15.52	14.83
存货周转率	3.65	5.37	5.45	5.51	5.76
总资产周转率	1.63	1.96	2.03	2.28	2.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.62	0.69	0.85	1.04	1.29
每股经营现金流	1.14	1.83	-2.49	-1.81	-0.32
每股净资产	4.98	5.34	5.94	6.72	7.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.82	30.36	24.63	20.07	16.25
市净率	4.21	3.92	3.53	3.12	2.72
EV/EBITDA	11.43	10.43	14.08	12.26	9.49
EV/EBIT	12.09	10.72	14.44	12.52	9.65

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com