

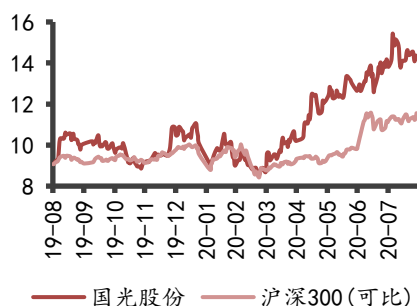
复工复产成效明显，盈利能力恢复

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-31

近 12 个月最高/最低 (元)	15.62/8.28
总股本 (百万股)	431.25
流通股本 (百万股)	276.30
流通股比例 (%)	64.1%
总市值 (亿元)	61.88
流通市值 (亿元)	39.67

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告：

《扬农化工：成本规模优势并存，“两化”协同赛道拓宽》2020.8.25

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.8.18

《利尔化学：疫情影响基本结束，农药板块再回正轨》2020.8.7

《龙蟠佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

事件描述：

8月31日，公司公告2020年半年报。据公告，2020H1公司实现营收6.04亿元，同比增加6.73%；归母净利润1.52亿元，同比增加7.92%；扣非后归母净利润1.51亿元；加权平均净资产收益率为12.95%，同比下降0.97个百分点；经营活动现金流净额为1.16亿元，同比增加46.84%。

➤ 复工复产成效明显，盈利能力恢复。

2020H1，公司实现毛利2.94亿元，毛利率为48.68%，毛利同比上升10.53%。公司经营活动现金流净额为1.16亿元，同比上升了47.31%，主要因为购买商品支付的现金支出同比减少；净现比为0.76，同比上升0.20，盈利质量提高；财务费用为-951.10万元，因为七天通知存款利息收入增加。2020H1，公司顶住了新冠疫情带来的种种挑战，生产方面坚持自身以调节剂、调控技术、调控套餐为主的“三调”定位，聚焦调节剂、水溶肥、园林养护品等优势品类，同时销售端坚持突出技术服务的核心作用，努力打造一体化解决方案，通过卓越的技术服务和快捷的物流配送满足农业生产、园艺种植、园林养护和林业植保等需求。公司不仅着眼于农作物生产等附加值较低的产业，同时可以服务园艺种植、园林养护等附加值较高的产业。

➤ 公司从疫情中恢复迅速，Q2盈利能力大幅提高。

2020Q2，公司实现营收4.18亿元，环比增加124.73%；归母净利润0.97亿元，环比增长76.36%；扣非后归母净利润0.96亿元，环比下降74.55%；整体销售净利率为23.30%，环比下降6.29个百分点。公司在2020Q2积极推动复工复产，加上季节性销售旺季带来的影响，实现了营收毛利等的强势反弹，整体经营状况大幅改善。

➤ 农药板块：坚持发挥技术服务优势，营收毛利显著增长。

2020H1农药业务实现营收4.69亿元，同比上升8.93%，营收占比77.65%；实现毛利2.23亿元，同比增长12.63%，毛利占比75.85%。与19H1和19H2相比，公司20H1的农药业务有所增长，主要是因为公司坚持发挥技术服务的优势，以技术服务推动产品销售，努力打造一体化解决方案，并大力推广“技术+物资+种植户”模式，努力做到精确服务、差异化服务。登记证数量方面，公司现拥有植物生长调节剂原药登记证17个、制剂登记证55个，较2019年增加1个制剂登记证，是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业。此外，公司还拥有杀菌剂原药登记证3个、制剂登记证39个；拥有除草剂原药登记证5个、制剂登记证29个；杀虫剂制剂（含卫生杀虫剂）登记证16个。

➤ 肥料板块：毛利有所提高，未来可期。

2020H1肥料业务实现营收1.34亿元，同比减少0.10%，营收占比22.19%；实现毛利0.71亿元，同比增长4.41%，毛利占比24.15%。与19H1和19H2相比，公司20H1的肥料业务略有下降。目前，公司，公司拥有肥料登记证61个，较上一年度增加5个。在国家倡导节水农业、配方施肥的大背景之下，水溶性肥料将快速发展，公司的高端水溶性肥料也将迎来重大发展机遇。

➤ 再融资启动新项目，带来新的业绩增长点。

公司公开发行可转换公司债券募集资金用于年产 22,000 吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目、年产 50,000 吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目、企业技术中心升级改造项目已于 2020 年 6 月 12 日审核通过。未来该项目的投产将提高公司生产自动化水平和生产效率，有效提升公司产品产能，有利于增强公司研发实力，进而提高公司综合竞争实力。同时，还可进一步优化公司资本结构，增强公司综合竞争力，增强持续盈利能力和抗风险能力，为公司长期可持续发展奠定基础。

➤ 重视研发投入，建立培训学校。

公司是高新技术企业，公司的研发部门是四川省省级企业技术中心。研发部自主研发和掌握了多项核心生产技术。在植物生长调节剂和水溶性肥料领域较深厚的技术积累，确立了公司在细分行业的优势。2020H1，公司研发费用达到了 2146.25 万元，同比增长 42.07%，研发费用率为 3.56%，同比增加 0.89 个百分点，主要因为研发试验费用的增加，体现公司对研发的重视。此外，公司还投资设立了成都市国光现代农业职业技能培训学校有限公司，有助于进一步整合自身优势，打造产学研一体化的发展模式。

➤ 渠道建设完整，打造植物生长调节剂品牌。

(1) 渠道方面，公司渠道建设完整，技术服务特色鲜明。公司具备以县乡级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络优势。目前公司有 3000 多个经销商，可以覆盖全国主要的县区。同时坚持差异化的技术服务，形成了系统的、制度化的对经销商、零售商、种植户及公司技术服务人员的特色培训模式。

(2) 品牌方面，公司在细分行业发展史较长，品牌优势明显。公司是国内较早进入调节剂行业的企业，先发优势明显。同时注重品牌建设，依托“新颖、特色、专业、精致”的产品优势以及独具特色的培训模式，在行业内树立起了良好的品牌形象，已经成为了企业发展壮大的核心优势。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.41、3.13、3.80 亿元，同比增速为 19.7%、30.0%、21.3%。对应 PE 分别为 25.7、19.8 和 16.3 倍。公司首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

农药、化肥价格波动的风险，下游需求不达预期的风险，环保及安全生产的风险，项目建设进度不及预期的风险，季节性需求变动影响。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1014	1211	1467	1747
(+/-) (%)	17.2%	19.4%	21.1%	19.1%
归母净利润	201	241	313	380
(+/-) (%)	-14.3%	19.7%	30.0%	21.3%
EPS(元)	0.47	0.56	0.73	0.88
P/E	26.46	25.70	19.76	16.29

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司分业务经营状况及重大事件	5
2. 风险提示	7

图表目录

图表 1 各系列产品经营数据	5
图表 2 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件	6

1. 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1 农药业务实现营收 4.69 亿元, 同比上升 8.93%, 营收占比 77.65%; 实现毛利 2.23 亿元, 同比增长 12.63%, 毛利占比 75.85%。与 19H1 和 19H2 相比, 公司 20H1 的农药业务有所增长, 在产能基本不变的情况下, 主要是因为 2020H1 公司坚持发挥技术服务的优势, 以技术服务推动产品销售, 努力打造一体化解决方案, 并大力推广“技术+物资+种植户”模式, 努力做到精确服务、差异化服务。登记证数量方面, 公司现拥有植物生长调节剂原药登记证 17 个、制剂登记证 55 个, 较 2019 年增加 1 个制剂登记证, 是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业。此外, 公司还拥有杀菌剂原药登记证 3 个、制剂登记证 39 个; 拥有除草剂原药登记证 5 个、制剂登记证 29 个; 杀虫剂制剂 (含卫生杀虫剂) 登记证 16 个。

2020H1 肥料业务实现营收 1.34 亿元, 同比减少 0.10%, 营收占比 22.19%; 实现毛利 0.71 亿元, 同比增长 4.41%, 毛利占比 24.15%。与 19H1 和 19H2 相比, 公司 20H1 的肥料业务略有下降。目前, 公司, 公司拥有肥料登记证 61 个, 较上一年度增加 5 个。在国家倡导节水农业、配方施肥的大背景之下, 水溶性肥料将快速发展, 公司的高端水溶性肥料也将迎来重大发展机遇。

图表 1 各系列产品经营数据

农药										
	营收	毛利	毛利率	营收	产量	销量	均价	毛利	毛利率	单吨毛利
	亿元	亿元	%	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	%	元
17H1	3.16	1.69	53.48%	5.53	0.84	0.86	64302	2.84	51.36%	33023
17H2	2.37	1.15	48.52%							
18H1	3.71	1.85	49.87%	6.57	0.94	0.93	70645	3.15	47.95%	33871
18H2	2.86	1.3	45.45%							
19H1	4.31	1.98	45.94%	7.56	1.06	1.17	64615	3.41	45.11%	29145
19H2	3.25	1.43	44.00%							
20H1	4.69	2.23	47.55%	4.69	—	—	—	2.23	47.55%	—
肥料										
	营收	毛利	毛利率	营收	产量	销量	均价	毛利	毛利率	单吨毛利
	亿元	亿元	%	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	%	元
17H1	1.04	0.58	55.77%	1.83	3.12	3.28	5579	1	54.64%	3049
17H2	0.79	0.42	53.16%							
18H1	1.13	0.63	55.75%	2.07	3.9	3.68	5625	1.07	51.69%	2908
18H2	0.94	0.44	46.81%							
19H1	1.34	0.68	50.75%	2.56	0.98	4.39	5831	1.23	48.05%	2802
19H2	1.22	0.55	45.08%							
20H1	1.34	0.71	52.99%	1.34	—	—	—	0.71	52.99%	—

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重点项目进展		
2020H1	搬迁技改项目	该项目期初金额917.53万元，本期增加46.90万元，期末余额964.44万元。
2020H1	其他	该项目期初金额0元，本期增加587.62万元，期末余额587.62万元。
2020H1	设立成都市国光现代农业职业技能培训学校有限公司	公司第四届董事会第十一次（临时）会议审议通过了《关于投资设立成都市国光现代农业职业技能培训学校有限公司的议案》，该公司于2020年5月26日取得了《民办学校办学许可证》，2020年6月6日完成了设立登记、备案，并取得了成都市龙泉驿区行政审批局颁发的《营业执照》。
重大事件		
2020/03/06	全资子公司变更经营范围并完成变更登记	公司全资子公司四川润尔科技有限公司因业务发展需要，经营范围进行了变更。经营范围中增加了消毒产品（不含危化品）。
2020/04/07	对全资子公司出资方式进行调整	根据《公司章程》的有关规定，此次将对全资子公司润尔科技的出资方式由“货币”变更为“货币+实物”经董事会审议通过后，无需提交公司股东大会审议批准。
2020/04/13	独立董事辞职	2020年4月13日，独立董事杨光亮先生因个人原因，申请辞去公司第四届董事会独立董事及董事会战略委员会委员、提名委员会委员等职务，辞职后，杨光亮先生不在公司担任任何职务。截至该公告日，杨光亮先生未持有公司股份。
2020/04/26	拟聘任会计师事务所	为保持公司审计工作的连续性，公司拟续聘四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2020年度审计机构，审计费用为40万元。
2020/05/21	2019年年度权益分派实施	本公司2019年年度权益分派方案为：以公司现有总股本3.72亿股为基数，向全体股东每10股派2.50元人民币现金，同时，以资本公积金向全体股东每10股转增1.58股。
2020/06/15	公开发行可转换公司债券核通过	据中国证监会《第十八届发审委2020年第90次会议审核结果公告》，公司本次公开发行可转换公司债券申请已获通过。
行业重大事件		
2020/03/04	农业农村部发出《2020年农业农村绿色发展工作要点》	文件提出，2020要加快推广有机肥，生物肥料以推荐农业绿色发展，努力实现耕地数量不减少、耕地质量不降低、地下室不超采，化肥、农药使用零增长。持续推进化肥减量增效。深入实施化肥减量增效行动，确保化肥利用率提高到40%以上，保持化肥使用量负增长。同时持续推进农药减量控害。深入开展农药减量增效行动，确保农药利用率提高到40%以上，保持农药使用量负增长。
2020/04	草地夜蛾肆虐	2019年草地夜蛾入侵我国26个省份，发生面积超过1500万亩，并在华南、西南等地定殖。据了解，2020年截止到目前发生面积超过1亿亩。虫源基数、发生面积将远超2019年，北迁时间也提前。2020年草地夜蛾可侵入包括东北在内的广大玉米产区，除对玉米造成危害外，还会对西南、长江中下游和黄淮地区小麦，西南、华南地区甘蔗、高粱等多种作物安全生产造成重大威胁。这势必会加大种植业对农药的需求。
2020/06	我国全面禁用百草枯	2020年全面禁用百草枯。截至目前，市场上仅有红太阳的20%百草枯可溶胶剂产品销售，该登记证有效期至2020年9月25日，到期后不再予以农药登记延续。2020年9月25日后，中国市场上不再有百草枯产品销售、使用。
2020/6/10	中华人民共和国农业农村部公告 第269号	为贯彻落实国务院“放管服”改革精神，促进农药出口贸易，优化营商环境，根据《农药管理条例》《农药登记管理办法》，就不在我国境内使用的出口农药（简称“仅限出口农药”）产品登记有关事项公告。

资料来源：wind，公司公告，政府网站，华安证券研究所

2. 风险提示

农药、化肥价格波动的风险，下游需求不达预期的风险，环保及安全生产的风险，项目建设进度不及预期的风险，季节性需求变动影响。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	797	944	1171	1451
现金	509	592	760	975
应收账款	22	28	31	39
其他应收款	4	5	6	7
预付账款	26	34	40	46
存货	191	222	261	312
其他流动资产	44	63	73	73
非流动资产	545	674	806	951
长期投资	25	25	25	25
固定资产	327	436	576	760
无形资产	51	69	81	97
其他非流动资产	141	144	125	67
资产总计	1342	1618	1977	2402
流动负债	182	217	263	308
短期借款	1	0	0	0
应付账款	12	17	19	22
其他流动负债	169	200	244	286
非流动负债	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	45	45	45	45
负债合计	227	262	308	353
少数股东权益	0	0	0	0
股本	372	372	372	372
资本公积	77	77	77	77
留存收益	666	907	1220	1600
归属母公司股东权益	1115	1356	1669	2049
负债和股东权益	1342	1618	1977	2402

现金流量表

	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	216	231	309	370
净利润	201	241	313	380
折旧摊销	9	19	10	13
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-1	-1	-1	-2
营运资金变动	14	-27	-13	-20
其他经营现金流	179	268	326	400
投资活动现金流	-144	-147	-142	-155
资本支出	-95	-148	-143	-157
长期投资	-71	0	0	0
其他投资现金流	21	1	1	2
筹资活动现金流	-53	-1	0	0
短期借款	1	-1	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	153	0	0	0
资本公积增加	-146	0	0	0
其他筹资现金流	-61	0	0	0
现金净增加额	18	83	167	215

利润表

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1014	1211	1467	1747
营业成本	549	655	770	913
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	146	181	217	257
管理费用	55	64	78	93
财务费用	-7	-16	-20	-26
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资净收益	1	1	1	2
营业利润	233	277	360	438
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	233	277	360	438
所得税	31	37	47	58
净利润	201	241	313	380
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	201	241	313	380
EBITDA	229	277	347	419
EPS (元)	0.47	0.56	0.73	0.88

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	17.2%	19.4%	21.1%	19.1%
营业利润	-13.3%	19.1%	29.9%	21.5%
归属于母公司净利润	-14.3%	19.7%	30.0%	21.3%
获利能力				
毛利率 (%)	45.9%	45.9%	47.5%	47.8%
净利率 (%)	19.8%	19.9%	21.3%	21.7%
ROE (%)	18.0%	17.8%	18.8%	18.5%
ROIC (%)	17.1%	16.5%	17.5%	17.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	16.9%	16.2%	15.6%	14.7%
净负债比率 (%)	20.4%	19.3%	18.5%	17.2%
流动比率	4.38	4.35	4.45	4.71
速动比率	3.19	3.17	3.31	3.55
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.75	0.74	0.73
应收账款周转率	45.80	43.05	47.38	45.34
应付账款周转率	45.61	38.68	40.06	41.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.56	0.73	0.88
每股经营现金流 (薄)	0.50	0.54	0.72	0.86
每股净资产	2.59	3.14	3.87	4.75
估值比率				
P/E	26.46	25.70	19.76	16.29
P/B	4.77	4.56	3.71	3.02
EV/EBITDA	17.84	17.18	13.23	10.42

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。