

# 克服疫情不利影响，业绩稳健维持增长



## 核心观点

- **公司业绩保持增长：**公司发布 2020 三季报，前三季度实现收入 8.66 亿，同比增长 9.11%；实现归母净利润 1.97 亿，同比增长 9.07%。其中 Q3 单季度实现收入 2.62 亿，同比增长 15.00%；实现归母净利润 0.45 亿，同比增长 13.13%，公司持续保持增长态势符合预期。
- **克服疫情不利影响，Q3 单季度增速加快：**公司产品推广依赖一线人员在田间地头的技术服务，上半年疫情使得推广受到极大阻碍，公司积极通过线上推广，加大重点市场、重点客户的推广服务等方式保障了销售额持续增长。并且 Q3 单季度增速环比明显加快，我们认为这是由于公司近几年加大了冬季保护产品的推广力度，使得三、四季度也能够有丰富产品组合服务客户，充实公司盈利能力的同时也增强了客户黏性。今年拉尼娜造成的冷冬有望进一步推动冬季保护产品的需求。
- **毛利率处于改善区间，费用率有所提升：**随着农药原药价格下跌，公司产品毛利率持续处于同比改善区间，前三季度毛利率达到 47.73%，同比提升 2.28pct。但由于公司推广力度增大，同时募投项目转固后因在办理行政许可尚未投产导致折旧费用提升，公司前三季度期间费用率提升 2.13pct，综合导致公司净利率达到 22.79%，同比基本持平。
- **加大非农领域推广力度巩固优势：**近期公司公告以自有资金 6000 万元投资设立四川国光园林科技有限公司，加大非农业用药市场的业务开展。非农业用药（主要是园林）市场需求潜力广阔，且从用药习惯看是一个未分化待教育的市场，公司已有一定市场基础，此举将进一步巩固公司的先发优势。

## 财务预测与投资建议

- 由于疫情影响收入增速下滑，我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 2.37、3.01 和 3.69 亿元，（原 20-21 年预测分别为 2.87、3.67 亿元）。按照可比公司 20 年 26 倍市盈率，给予目标价为 14.30 元并维持买入评级。

## 风险提示

- 需求复苏不及预期；新产能市场不及预期；原材料价格波动风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	865	1,014	1,105	1,296	1,520
同比增长(%)	17.4%	17.2%	8.9%	17.3%	17.3%
营业利润(百万元)	269	233	275	346	426
同比增长(%)	23.6%	-13.3%	18.2%	25.8%	23.1%
归属母公司净利润(百万元)	235	201	237	301	369
同比增长(%)	26.6%	-14.3%	18.0%	26.7%	22.6%
每股收益(元)	0.54	0.47	0.55	0.70	0.86
毛利率(%)	48.8%	45.9%	48.4%	49.6%	49.9%
净利率(%)	27.1%	19.8%	21.5%	23.2%	24.3%
净资产收益率(%)	26.0%	19.5%	19.9%	21.9%	23.3%
市盈率	23.5	27.4	23.2	18.3	14.9
市净率	5.8	4.9	4.3	3.8	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	12.78元
目标价格	14.3元
52周最高价/最低价	15.4/10.08元
总股本/流通A股(万股)	43,088/27,630
A股市值(百万元)	5,507
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年11月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.03	2.73	-8.39	11.03
相对表现	-2.54	0.38	-9.23	-9.63
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬  
021-63325888\*2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

## 相关报告

业绩符合预期，向上拐点已现： 2019-11-05

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值（截至 2020/11/1）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
扬农化工	3.77	3.99	4.82	5.69	24.66	23.35	19.32	16.37
诺普信	0.26	0.27	0.33	0.36	22.73	21.74	17.79	16.31
安道麦 A	0.12	0.29	0.45	0.55	68.27	27.83	17.81	14.68
湖南海利	0.28	0.72	0.82	0.92	39.28	15.57	13.63	12.15
联化科技	0.16	0.47	0.76	0.97	151.98	50.49	31.34	24.52
雅本化学	0.08	0.22	0.29	0.36	84.08	32.51	24.21	19.59
调整后平均					54.08	26.36	19.78	16.74

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	487	509	743	884	1,048	营业收入	865	1,014	1,105	1,296	1,520
应收票据及应收账款	57	50	58	59	74	营业成本	443	549	570	653	761
预付账款	25	26	30	35	41	营业税金及附加	2	2	2	3	3
存货	145	191	193	224	259	营业费用	129	146	163	192	221
其他	85	21	17	20	20	管理费用及研发费用	87	97	104	115	124
<b>流动资产合计</b>	<b>799</b>	<b>797</b>	<b>1,041</b>	<b>1,221</b>	<b>1,442</b>	财务费用	(9)	(7)	(9)	(11)	(13)
长期股权投资	25	25	25	25	25	资产减值损失	19	0	0	0	0
固定资产	21	327	314	313	317	公允价值变动收益	73	3	0	0	0
在建工程	165	9	31	63	89	投资净收益	(0)	1	0	1	0
无形资产	31	51	50	48	46	其他	2	2	2	2	2
其他	85	132	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>269</b>	<b>233</b>	<b>275</b>	<b>346</b>	<b>426</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>326</b>	<b>545</b>	<b>419</b>	<b>449</b>	<b>477</b>	营业外收入	0	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1,125</b>	<b>1,342</b>	<b>1,460</b>	<b>1,670</b>	<b>1,919</b>	营业外支出	3	1	2	2	2
短期借款	1	1	1	1	1	<b>利润总额</b>	<b>266</b>	<b>233</b>	<b>274</b>	<b>345</b>	<b>425</b>
应付票据及应付账款	14	30	24	31	34	所得税	32	31	37	45	56
其他	146	151	160	171	186	<b>净利润</b>	<b>235</b>	<b>201</b>	<b>237</b>	<b>301</b>	<b>369</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>160</b>	<b>182</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	<b>222</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>235</b>	<b>201</b>	<b>237</b>	<b>301</b>	<b>369</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.54	0.47	0.55	0.70	0.86
其他	17	45	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>17</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>177</b>	<b>227</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	<b>222</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	219	372	431	431	431						
资本公积	194	58	16	16	16						
留存收益	535	684	828	1,020	1,251						
其他	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>948</b>	<b>1,115</b>	<b>1,275</b>	<b>1,467</b>	<b>1,698</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,125</b>	<b>1,342</b>	<b>1,460</b>	<b>1,670</b>	<b>1,919</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	235	201	237	301	369
折旧摊销	4	8	18	19	20
财务费用	(9)	(7)	(9)	(11)	(13)
投资损失	0	(1)	(0)	(1)	(0)
营运资金变动	35	(27)	(6)	(22)	(38)
其它	(112)	41	87	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>154</b>	<b>216</b>	<b>327</b>	<b>286</b>	<b>336</b>
资本支出	(101)	(177)	(26)	(48)	(48)
长期投资	(25)	33	1	0	0
其他	(10)	(0)	0	1	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(136)</b>	<b>(144)</b>	<b>(24)</b>	<b>(47)</b>	<b>(48)</b>
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	8	18	16	0	0
其他	(123)	(71)	(85)	(97)	(124)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(116)</b>	<b>(53)</b>	<b>(69)</b>	<b>(97)</b>	<b>(124)</b>
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(98)</b>	<b>18</b>	<b>233</b>	<b>141</b>	<b>164</b>

  

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.4%	17.2%	8.9%	17.3%	17.3%
营业利润	23.6%	-13.3%	18.2%	25.8%	23.1%
归属于母公司净利润	26.6%	-14.3%	18.0%	26.7%	22.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.8%	45.9%	48.4%	49.6%	49.9%
净利率	27.1%	19.8%	21.5%	23.2%	24.3%
ROE	26.0%	19.5%	19.9%	21.9%	23.3%
ROIC	25.4%	18.9%	19.3%	21.3%	22.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.7%	16.9%	12.7%	12.2%	11.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.00	4.38	5.62	6.02	6.50
速动比率	4.07	3.32	4.57	4.90	5.32
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	46.0	53.5	49.9	52.6	52.2
存货周转率	3.3	3.2	2.9	3.1	3.1
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.54	0.47	0.55	0.70	0.86
每股经营现金流	0.70	0.58	0.76	0.66	0.78
每股净资产	2.20	2.59	2.96	3.40	3.94
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.5	27.4	23.2	18.3	14.9
市净率	5.8	4.9	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	18.2	20.5	16.8	13.6	11.1
EV/EBIT	18.4	21.3	18.0	14.3	11.6

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

