

立足优质赛道，内生外延皆可期



——国光股份（002749）

核心观点

❖ 深耕植物生长调节剂领域，登记证数量行业领跑

公司是专业从事植物生长调节剂和高效水溶性肥料的研究、生产和销售的企业。公司深耕植物生长调节剂市场，经过多年发展，已成为国内植物生长调节剂原药及制剂登记最多的企业，截至目前，公司共拥有农药登记证 106 个（其中植物生长调节剂原药/制剂登记证 13 个/36 个），肥料登记证 39 个。

❖ 坐拥独特销售模式，“作物套餐”铸就“国光”品牌

公司围绕植调剂主打“作物套餐”，提供独家解决方案，帮助农业的投入和产出达到预期最佳效果，与其他企业形成差异化竞争，铸就“国光”品牌。公司的营销网络覆盖全国，与 3000 多名经销商合作，以客户为导向，及时将产品送到用户手中，确保用户及时使用，有效提高了客户粘性。

❖ 收购依尔双丰，外延并购协同性佳

公司拟以自有资金不超过 7,800 万元全资收购重庆依尔双丰科技有限公司。依尔双丰拥有农药登记证共 53 个，与公司业务高度协同。收购事项完成后，将扩大上市公司的产能、丰富公司产品线、提升市场份额，有助于公司向终端用户提供更加丰富、完善的产品组合，提升公司的核心竞争力和行业影响力。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 10.26、12.34、14.99 亿元，归属母公司净利润分别为 2.53、3.13、3.88 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.84、1.04 元/股，PE 分别为 16、13、10 倍。考虑到公司是植物生长调节剂这条优质赛道上的领跑者，“登记证+作物套餐”的壁垒有望长期存在，若募投项目可如期达产、收购事项顺利进行，公司收入规模有望保持稳定增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ 风险提示：募投项目投产进度不及预期；可转债发行进度不及预期

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	865	1026	1234	1499
+/-%	17%	19%	20%	22%
归属母公司净利润(百万元)	235	253	313	388
+/-%	27%	8%	24%	24%
EPS(元)	0.63	0.68	0.84	1.04
PE	16.99	15.74	12.71	10.28
PB	4.20	3.38	3.04	2.70

资料来源：川财证券研究所，截至 2019 年 11 月 22 日

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	非金属材料/基础化工
报告时间	2019/11/22
前收盘价	10.69
公司评级	增持评级

👤 分析师

白竣天
证书编号：S1100518070003
010-66495962
baijuntian@cczq.com

👤 联系人

张天楠
证书编号：S1100118060014
021-68595116
zhangtiannan@cczq.com

📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、国光股份：植物生长调节剂的先行者，治理结构完善	4
二、立足植调剂优质赛道，受益行业良性发展	5
2.1 小而美的细分赛道，应用领域广泛	5
2.2 低基数、高增长，植调剂市场空间广阔	6
三、财务稳健，“登记证+销售模式”铸就护城河	7
3.1 收入规模稳定增长，盈利能力优于同业	7
3.2 手握登记证优势，牢牢保持行业领跑者地位	9
3.3 坐拥独特销售模式，“作物套餐”铸就“国光”品牌	11
四、募投项目落地打破产能瓶颈，外延并购协同性佳	13
4.1 内生：新增产能落地在即，可转债助力新旧动能转换	13
4.2 外延：落子依尔双丰，协同发展可期	15
五、估值与投资建议	15
风险提示	17
盈利预测	18

图表目录

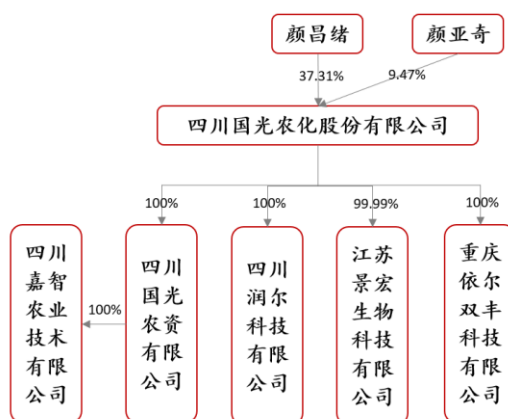
图 1:	国光股份股权结构图.....	4
图 2:	植物生长调节剂的主要作用.....	5
图 3:	植物生长调节剂的主要作用.....	6
图 4:	植物生长调节剂的主要应用领域.....	6
图 5:	国内农药原药产量增速趋零.....	7
图 6:	营收规模保持稳定增长.....	7
图 7:	归母净利润保持正增长.....	7
图 8:	公司农药业务收入占比提升.....	8
图 9:	毛利率高于行业平均水平.....	8
图 10:	净利率处于行业领先地位.....	8
图 11:	应收账款周转天数远低于同业.....	9
图 12:	资产负债率处于行业较低水平.....	9
图 13:	公司产品登记证数量与日俱增.....	9
图 14:	公司农药原药登记证.....	10
图 15:	公司植物生长调节剂制剂产品及用途.....	10
图 16:	国内植物生长调节剂登记品种.....	11
图 17:	植物生长调节剂登记数量地区占比.....	11
图 18:	公司部分作物套餐情况.....	12
图 19:	公司全国物流仓库一览.....	13
图 20:	公司在建工程及拟建项目一览.....	14
图 21:	公司生产基地情况.....	14
图 22:	公司主要产品产能及规划.....	14
图 23:	农药行业公司可比估值.....	16

一、国光股份：植物生长调节剂的先行者，治理结构完善

四川国光农化股份有限公司成立于 1984 年，前身系国光保鲜剂厂，于 1990 年进入植物生长调节剂领域，通过持续的产品创新和市场开发，现已形成兼备原药与制剂的植物生长调节剂一体化产业链，业内地位突出。2000 年，公司致力于高效水溶性肥料的研发工作，丰富农资产品种类。目前，公司产品广泛应用于农业种植、园艺生产、园林养护、林业植保等领域。公司坚持“做质量、做诚信、做品牌、做特色、做服务、做百年”的经营理念，以“助种植者和员工实现愿望”为企业使命，经过三十余年的发展，于 2015 年 3 月 20 日在深圳证券交易所中小板挂牌上市。

公司股权集中，股权激励提升公司凝聚力。公司创始人兼实控人颜昌绪先生直接持有上市公司股份 37.31%，其子颜亚奇（总经理）持股 9.47%，其余颜氏家族成员合计持股 22.41%。颜氏家族成员合计持有上市公司股权比例高达 69.19%，公司的股权较为集中。此外，公司通过股权激励，深度绑定核心高管。2018 年，公司对 96 名激励对象授予限制性股票 151.09 万股，业绩考核指标为“以 2017 年营业收入为基数，2018 年、2019 年和 2020 年营业收入分别增长不低于 20%、45%和 75%”。股权激励的顺利实施，将公司利益与员工利益进一步绑定，为公司的稳定发展提供坚实保障。

图 1： 国光股份股权结构图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、立足植调剂优质赛道，受益行业良性发展

2.1 小而美的细分赛道，应用领域广泛

植调剂作用关键，应用研究持续突破。植物的种子萌发、生根、生长、开花、结实、衰老、脱落、休眠等一切生理活动，都离不开植物生长物质的调控，该物质在植物体内含量较少、却起着重要的生理作用，植物的一切生命活动皆离不开它们的参与。植物生长调节剂是农药的一个品种，具有与植物内源激素相同或相似功能的一类物质，对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导作用，可通过人工合成或从微生物中提取，目前主要有生长素类、赤霉素类、细胞分裂素类、乙烯、脱落酸等。植物生长调节剂的研究及其在生产上的应用，是近代植物生理学及农业科学的重大进展之一。世界各国的农业科学家都高度重视该领域，植物生长调节剂的应用已成为农业科技发展水平的重要标志。截至目前，植物生长调节剂已在粮食作物、油料作物、经济作物、蔬菜、果树、花卉园林、食用菌、中药材等领域得到广泛应用。公司官网显示，植物生长调节剂具有使用投资小，见效快用量微(达百万、千万分之一)，效果显著投入产出比极高(一般投入产出比都在 1.100 以上)的特性，是生产优质农产品、无公害有机绿色食品必不可少的生产资料。随着农业科学技术的不断发展与普及植物生长调节剂的应用将越来越受到重视其发展潜力和需求量具有美好的前景。

图 2：植物生长调节剂的主要作用



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 3：植物生长调节剂的主要作用

分类	主要功能
生长素类	促进插枝生根、延缓或促进细胞脱落、控制雌雄性别、诱导单性结实。
赤霉素类	促进发芽、促进茎叶生长、茎秆伸长、细胞伸长或分裂加速、诱导花芽形成、促进单性结实和坐果。
细胞分裂素类	促进细胞分裂和增大，可实现细胞质分裂，也可实现细胞核分裂；诱导花芽老化；延缓叶片衰老。
乙烯	破解休眠芽，促进发芽与生根；抑制植株生长及矮化；引起叶片的偏上生长；促进果实成熟；促进器官脱落。
脱落酸	促进植物休眠，促进器官脱落，促进气孔关闭与提高抗逆性，可抑制植物胚芽鞘、嫩枝、根、胚轴的生长。

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 4：植物生长调节剂的主要应用领域

应用领域	作用	主要应用作物及举例
粮食作物	促进种子发芽、培育壮苗，防止徒长、提高结实率、增加千粒重、防止倒伏、提高杂交稻制种产量等	小麦、水稻用三十烷醇、细胞分裂素等浸种，均能提高种子发芽率，促进生根，有利于培育壮秧；多效唑在水稻一叶一心时使用，可增加分蘖，控制秧苗高度，防止徒长；小麦在一叶一心时使用多效唑也能增加分蘖，防止徒长。
油料作物	在油菜、花生、大豆、芝麻等油料作物上的应用主要在培育壮苗，控制徒长防止倒伏，增加产量，提高抗逆性几个方面	在油菜培育上，多效唑，烯效唑，矮壮素，甲哌鎓等使用能使幼苗矮壮，茎根粗壮，移栽成活率高，还能提高冬油菜抗寒能力。三十烷醇，芸苔素内酯，增产灵，细胞分裂素等应用在大豆花生上可增强光合作用，防止后期早衰，提高结实率，增加产量。
经济作物	在棉花、烟草、茶叶等经济作物上主要应用于培育壮苗、控旺防倒，防止蕾铃脱落，提高产量品质，促进萌芽，催熟脱叶，提高抗逆性	在棉花生产中，甲哌鎓与三十烷醇、复硝酚钠、茶乙酸等配合使用在控制徒长，防止蕾铃脱落，增加铃重、衣分及纤维长度方面起到重要作用。利用乙烯利与噻苯隆混配进行催熟脱叶也是棉花机器采收中一项必不可少的措施。
蔬菜	蔬菜生产中应用植物生长调节剂在培育壮苗、控制徒长，保花保果、提高坐果、坐瓜率、促进营养生长、贮藏保鲜等方面具有明显效果	在棉花生产中，甲哌鎓与三十烷醇、复硝酚钠、茶乙酸等配合使用在控制徒长，防止蕾铃脱落，增加铃重、衣分及纤维长度方面起到重要作用。利用乙烯利与噻苯隆混配进行催熟脱叶也是棉花机器采收中一项必不可少的措施。
果树	促进扦插生根、控制徒长、保花保果、促进幼果膨大、促进花芽分化、改善品质	三十烷醇、芸苔素内酯、复硝酚钠、赤霉素等促进叶类菜营养生长，提高产量具有明显效果，而细胞分裂素在叶菜的贮藏保鲜中具有明显的保绿，延长贮藏期作用。
花卉园林	促进生根，促进营养生长，促进开花，控制株型	茶乙酸、吲哚丁酸及吲·茶合剂在促进果树扦插生根上有明显效果；矮壮素等在葡萄上控制新梢生长，减少营养消耗，提高坐果率；三十烷醇、芸苔素内酯、复硝酚钠、细胞分裂素、赤霉素等在果树保花保果，提高坐果率方面效果明显，在柑桔，枣、梨、桃、葡萄、苹果、芒果、荔枝、龙眼等果树生产中有广泛应用。
食用菌	促进菌丝生长和出菇，提高产量方面	三十烷醇、芸苔素内酯等在蘑菇、平菇、金针菇、木耳等生产中具有明显的促进菌丝生长，促进出菇，提高产量的作用。
中药材	促进块根茎类药材生长	主要是在块根茎类药材上应用，三十烷醇、细胞分裂素等具有明显促进块根茎生长的效果，而甲哌鎓，矮壮素等通过控制地上部分生长，促进地下根茎生长也有明显效果。

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

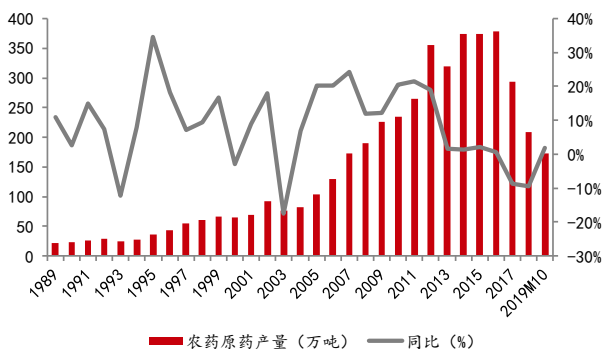
2.2 低基数、高增长，植调剂市场空间广阔

国内植调剂产业链搭建完全，期待销量再突破。植物生长调节剂被视为农药行业中最优质的细分赛道。《2017 植物生长调节剂行业白皮书》数据显示，截至 2017 年 10 月底，我国有植调剂生产企业 354 家，有效登记的植调剂产品 894 个，年生产销售约 1.8 万吨，销售制剂约 20 亿元，出口总额超过 1 亿美元；登记对象涉及 95 种作物、53 种用途，年生产应用面积约 20 亿亩次，已经形成了从原料供应、研究、生产、销售到推广应用的产业链。植调剂对作物的高

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产和提高品质可以起到至关重要作用，随着市场接受度的逐步提升，当前国内的低基数无碍植调剂中长期的高速增长，根据中国植保“双交会”指引，2018年国内植物生长调节剂需求量同比提升约18%，此后保持15%左右的年增速值得期待，增速远高于近年产销量增速趋零的农药行业。

图 5：国内农药原药产量增速趋零



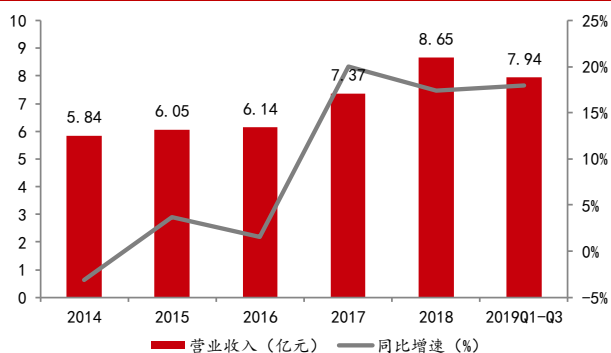
资料来源：wind，川财证券研究所

三、财务稳健，“登记证+销售模式”铸就护城河

3.1 收入规模稳定增长，盈利能力优于同业

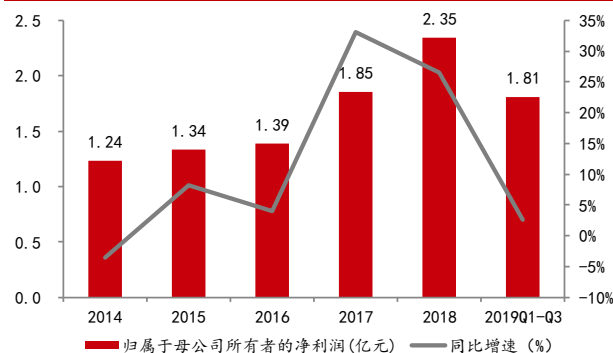
公司立足植物生长调节剂这一优质赛道，受益行业成长属性，公司营收规模、利润规模保持稳定增长。2019年前三季度，公司实现营业收入7.94亿元，同比增长17.92%；归属于上市公司股东的净利润1.81亿元，同比增长2.57%；基本每股收益0.49元。2014-2018年，公司营业收入CAGR达到10.36%，归母净利润增速达到17.38%，均录得连续5年的正增长。

图 6：营收规模保持稳定增长



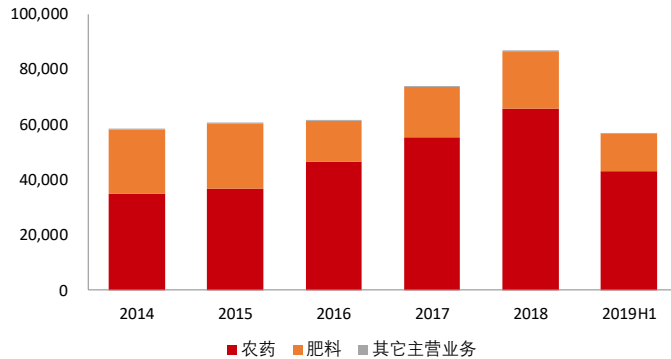
资料来源：wind，川财证券研究所

图 7：归母净利润保持正增长



资料来源：wind，川财证券研究所

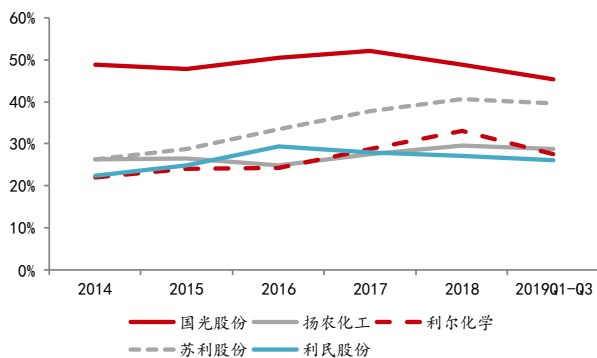
图 8： 公司农药业务收入占比提升



资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 万元

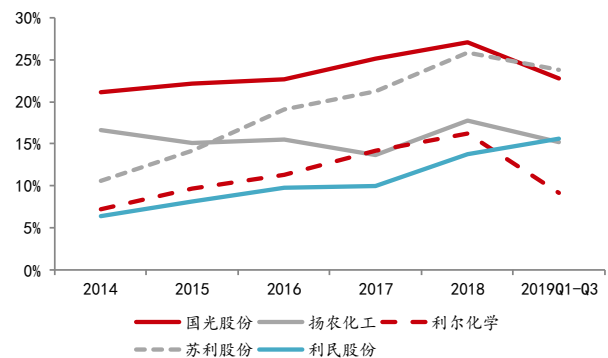
盈利能力突出，领跑农药行业。植物生长调节剂以及水溶性肥料行业的竞争格局较优，公司地位突出，坚持差异化发展的道路，行业内与公司的产品重叠的较少，形成竞争的产品不多。公司毛利率常年保持在 50%左右，近年受上游原材料涨价等因素影响，毛利率略有下滑，2019 年前三季度，公司毛利率降至 45.45%，较去年下降 4.52 个百分点，但仍远高于其他农药企业。公司净利率水平同样处于行业领先地位，常年保持在 20%以上。

图 9： 毛利率高于行业平均水平



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 10： 净利率处于行业领先地位

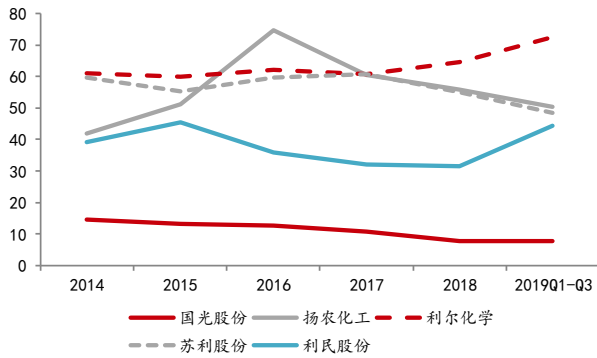


资料来源: wind, 川财证券研究所

现金流充沛，财务安全性高。公司财务健康，现金流充沛，应收账款周转天数远低于其他农药企业，并保持逐年下降，2019 年前三季度已降至 7.74 天。同时，公司的资产负债率仅为 11.48%，在农药企业中处于较低水平。充沛的现金流为公司的现金分红提供了保障，较低的资产负债率也为公司的下一步外延

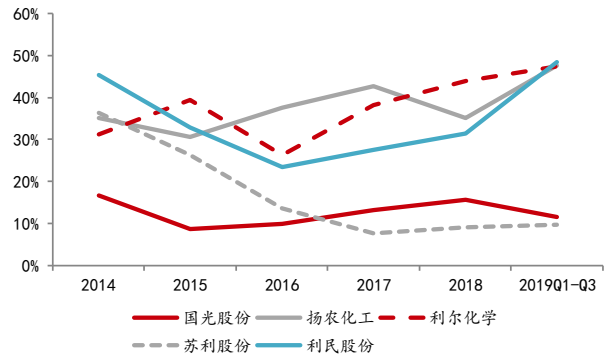
并购创造了条件。

图 11： 应收账款周转天数远低于同业



资料来源：wind，川财证券研究所

图 12： 资产负债率处于行业较低水平

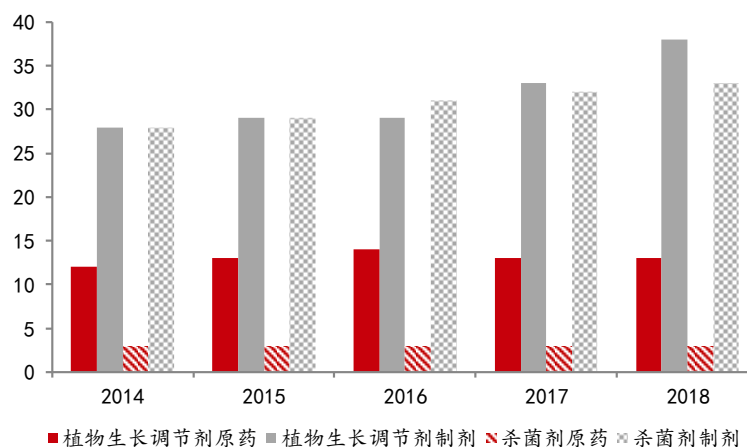


资料来源：wind，川财证券研究所

3.2 手握登记证优势，牢牢保持行业领跑者地位

公司深耕植物生长调节剂市场，经过多年发展，种类齐全、数目日益增长的登记证已成为公司的护城河。截至目前，公司共拥有植物生长调节剂原药登记证 13 种，制剂登记证 36 种，是国内植物生长调节剂原药及制剂登记最多的企业；拥有杀菌剂原药登记证 3 种，制剂登记证 33 种；拥有肥料登记证 39 个。

图 13： 公司产品登记证数量与日俱增



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 14： 公司农药原药登记证

序号	产品名称	剂型及含量	登记证号
1	2, 4-滴钠盐 (96%)	2, 4-滴81.3%	PD20101693
2	萘乙酸	80%原药	PD86124-3
3	代森锰锌	88%原药	PD20070243
4	S-诱抗素原药	90%原药	PD20110292
5	代森锌	90%原药	PD20060172
6	三十烷醇	90%原药	PD20070173
7	矮壮素	95%原药	PD20097072
8	吲哚丁酸	95%原药	PD20100321
9	氯吡脞	97%原药	PD20080993
10	胺鲜酯	98%原药	PD20101572
11	噻苯隆	98%原药	PD20101581
12	硫酸铜	98%原药	PD88105-21
13	甲哌鎓	98%原药	PD20082601
14	氯苯胺灵	99%原药	PD20110290
15	苄氨基嘌呤	99%原药	PD20081592
16	对氯苯氧乙酸钠	96%原药	PD20151572

资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 15： 公司植物生长调节剂制剂产品及用途

序号	农药名称	含量、剂型	登记证号	登记作物及防治对象
1	噻苯隆	0.1%可溶液剂	PD20140847	葡萄调节生长；甜瓜调节生长
2	氯吡脞	0.1%可溶液剂	PD20082370	黄瓜调节生长，葡萄果实增大、增产，脐橙调节生长，甜瓜调节生长，西瓜调节生长，猕猴桃调节生长、增产
3	S-诱抗素	0.1%水剂	PD20130807	烟草调节生长、增产
4	三十烷醇	0.1%微乳剂	PD20080872	花生调节生长，平菇调节生长，小麦调节生长
5	复硝酚钠	1.4%水剂	PD20101490	番茄调节生长
6	乙烯利	10%可溶粉剂	PD20083813	番茄催熟
7	多唑·甲哌鎓	10%可湿性粉剂	PD20091337	花生调节生长、增产，小麦调节生长、增产，大豆调节生长、增产
8	多效唑	15%可湿性粉剂	PD20081543	水稻秧田控制生长
9	苄氨基嘌呤	2%可溶液剂	PD20120527	柑橘树调节生长
10	2,4-滴钠盐	2%水剂	PD20131016	番茄调节生长
11	氯苯胺灵	2.5%粉剂	PD20111247	马铃薯抑制出芽
12	萘乙酸	20%粉剂	PD20081509	苹果树调节生长、增产，葡萄提高成活率
13	赤霉酸	20%可溶粉剂	PD20131395	葡萄调节生长，枣树调节生长
14	甲哌鎓	250g/L水剂	PD20093610	棉花调节生长、增产
15	赤霉酸	3%乳油	PD20097655	葡萄调节生长，柑橘树调节生长
16	苄氨基嘌呤	3.6%可溶液剂	PD20131024	苹果树调节生长
17	胺鲜·乙烯利	30%水剂	PD20131080	玉米调节生长、增产
18	乙烯利	40%水剂	PD84125-25	番茄催熟，棉花催熟、增产，柿子催熟，水稻催熟、增产，香蕉催熟，橡胶树增产，烟草催熟
19	吲丁·萘乙酸	5%可溶液剂	PD20110559	杨树促进生根
20	烯效唑	5%可湿性粉剂	PD20100986	花生调节生长、增产，水稻秧田调节生长，油菜调节生长、增产
21	萘乙酸	5%水剂	PD20140197	棉花调节生长，苹果调节生长
22	丁酰肼	50%可溶粉剂	PD20102040	观赏菊花调节生长
23	噻苯隆	50%可湿性粉剂	PD20097445	棉花脱叶
24	矮壮素	50%水剂	PD86123-7	棉花防止疯长、防止徒长、化学整枝、提高产量、植株紧凑，小麦防止倒伏、提高产量，玉米增产
25	胺鲜酯	8%可溶粉剂	PD20101571	大白菜调节生长
26	甲哌鎓	10%可溶粉剂	PD20085793	甘薯控制藤蔓、增产，马铃薯调节生长
27	2,4-滴钠盐	85%可溶粉剂	PD20102168	番茄调节生长
28	甲哌鎓	98%可溶粉剂	PD20131453	棉花田调节生长
29	对氯苯氧乙酸钠	8%可溶粉剂	PD20151570	番茄调节生长，荔枝树调节生长
30	赤霉·噻苯隆	1.5%可溶液剂	PD20170550	葡萄调节生长
31	噻苯·敌草隆	540克/升悬浮剂	PD20171110	棉花，脱叶
32	赤霉·氯吡脞	0.5%可溶液剂	PD20171226	黄瓜，调节生长
33	苄氨基嘌呤	1%可溶粉剂	PD20172600	枣树调节生长
34	多效唑	30%悬浮剂	PD20183926	芒果控梢
35	多唑·甲哌鎓	30%悬浮剂	PD20183927	花生调节生长
36	S-诱抗素	10%可溶液剂	PD20190067	葡萄促进着色

资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

登记证制度构成了植物生长调节剂行业重要的准入壁垒。植物生长调节剂属于农药类别，因此植调剂的生产上市需要农业部药检所颁布的农药登记证、省农业厅颁发的生产许可证、国家质监部门颁发的产品标准证。对于植调剂产品登记而言，登记周期长、费用高、要求严苛，客观条件限制了其他企业切入植调剂领域；从主观上看，植调剂产品种类繁多、迭代速度较快，单一植调剂产品市场空间有限，也一定程度上打消了潜在进入者的入局意愿。

图 16： 国内植物生长调节剂登记品种

有效成分	登记数量	占比	主要作用效果
乙烯利	112	12.91%	催熟、调节生长、防止倒伏、增产
赤霉酸	81	9.34%	调节生长、促进果实生长、调节果型、无核等
多效唑	79	9.11%	调节生长、控制生长、控制等
甲哌鎓	64	7.38%	调节生长
萘乙酸	42	4.84%	杀花穗、调节生长、促进生长、生根等
矮壮素	33	3.81%	调节生长、促进生长等
复硝酚钠	20	2.31%	调节生长、促进生长、保果等
S-诱抗素	18	2.08%	调节生长、促进生长等
合计	449	51.78%	

资料来源：《植物生长调节剂发展现状及前景》，川财证券研究所；数据截至 2017 年 8 月

图 17： 植物生长调节剂登记数量地区占比

地区	占比
华东地区	46.54%
西南地区	16.36%
华中地区	10.83%
华南地区	低于9%
华北地区	低于9%
西北地区	低于9%

资料来源：《植物生长调节剂发展现状及前景》，川财证券研究所；数据截至 2017 年 8 月

3.3 坐拥独特销售模式，“作物套餐”铸就“国光”品牌

围绕植调剂主打“作物套餐”，提供独家解决方案。植调剂在国内仍属于产品导入初期阶段，在植物生长调节剂与水、肥和药的协同使用上，市场上的研究

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

较为欠缺，应用不当的现象屡屡发生，这也是限制其他植调剂企业实现大规模销售、获取高额收益的重要原因。公司加强研究，通过水、肥、药及植物生长调节剂的科学运作，使农业的投入和产出达到预期最佳效果。近年，公司对产品结构进行了持续优化，重点以作物整体解决方案为依托，提高植物生长调节剂的收入占比，加大以植物生长调节剂为主、杀菌剂、水溶肥为辅的“作物套餐”和“作物整体解决方案”的宣传和推广力度，与其他同行企业形成差异化竞争。“作物套餐”将公司的杀菌剂和水溶肥与公司的核心产品植物生长调节剂配套销售，杀菌剂与水溶肥在保证销量的同时，也能获得比集中销售更高的回报（毛利率 50%左右）。

图 18： 公司部分作物套餐情况

套餐	适应作物或部位
控旺抗倒套餐	小麦、水稻、玉米、花生、棉花
保果增产套餐	荔枝、龙眼
控梢促花套餐	芒果、葡萄、苹果
抗逆套餐	果树等
促萌芽套餐	果树等
促根壮苗套餐	蔬菜、瓜、果、块根茎类、药材等
控旺增产套餐	块根茎类等

资料来源：公司公告，川财证券研究所

营销网络全国覆盖，及时响应客户需求、增加客户粘性。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。通过不断发展新的营销网点、细化营销网络等方式，大力扩展营销网络的覆盖面。目前公司有 3000 多名经销商（其中园林经销商约有 1000 名），每个农化经销商下游还有若干个零售商（乡、镇一级），销售网络基本覆盖了全国主要的县区。公司在全国设有 20 多个仓库，能第一时间响应客户需求，及时将产品送到用户手中，确保用户及时使用，有效提高了客户粘性。

图 19： 公司全国物流仓库一览



资料来源：公司官网，川财证券研究所

四、募投项目落地打破产能瓶颈，外延并购协同性佳

4.1 内生：新增产能落地在即，可转债助力新旧动能转换

IPO 项目方面，由于政府规划变更、配套不完善等原因，部分募投项目终止或变更，继续推进的年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线等 3 个项目经历了先后 2 次追加投资，其中“年产 6000 吨植物营养产品生产线项目”已于今年 9 月完工，“年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目”与“年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目”预计将于今年 12 月底完工。若募投项目在年底前全部顺利投产，将有助于公司提升植物生长调节剂和水溶肥的产能，打破当前的产能瓶颈，有效提升公司的行业地位和市场份额；此外，新工厂生产出的产品有望在明年二季度旺季实现销售，增厚公司利润。

今年 4 月，公司发布可转债预案修订稿，募集资金不超过 3.2 亿元，用于年产 2.2 万吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目、年产 5 万吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目、技术中心搬迁升级项目等三个项目。三大项目建设期均为 24 个月，截止目前，本项目的项目备案、环评批复手续正在办理中。此次募投项目系根据政府搬迁文件要求及企业自身发展战略需求而制定的，符合国家相关的产业政策、行业发展趋势以及未来公司整体战略发展方向，有利于公司生产基地升级和技术研发实力提升，实现新旧动能转换，夯实长远发展基础。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 20： 公司在建工程及拟建项目一览

	项目	预投资额/万元	预计投产时间	主体资金来源
在建工程	2100吨植物生长调节剂原药	11471	2019年12月31日	IPO募股
	1.9万吨环保型农药制剂	14896	2019年12月31日	IPO募股
	6000吨植物营养品	3800	2019年9月已完工	IPO募股
	抑芽丹原药	1043		自筹
	1万吨园林花卉养护品	2806		自筹
	合计	34017		
拟建工程	2.2万吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改	14500		可转债
	5万吨水溶肥生产线搬迁技改	9500		可转债
	技术中心搬迁升级改造	8000		可转债
	合计	32000		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21： 公司生产基地情况

地区	所在园区	占地面积	厂区状态	产品分布
四川简阳	非园区	约50亩	公司老厂区，拟搬迁	甲哌镏原药、制剂等
四川简阳	平泉精细化工产业园区	约160亩	IPO募投项目建设新厂区，预计2019年12月31日投运	2100吨植物生长调节剂原药，1.9万吨农药制剂、6000吨植物营养品
四川简阳	平泉精细化工产业园区	约130亩	可转债搬迁技改项目，预计2021年后逐步投运	2.2万吨制剂、5万吨水溶肥

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22： 公司主要产品产能及规划

业务	产品类别	产品	老厂产能(吨)	IPO募投产能(吨)	可转债搬迁改造产能(吨)
原药	植物生长调节剂	甲哌镏	210	1000	
		茶乙酸	27	100	
		抑芽丹		1000	
		小计		2100	
	杀菌剂	代森锌	200		
		代森锰锌	200		
		小计	400		
合计		637	2100		
制剂	可溶剂剂	100		4800	4000
	水剂	800			
	可溶粉剂	400		12200	2000
	可湿性粉剂	2500			8500
	悬粉/乳剂				1000
	水乳剂			2000	
	微乳剂	200			4000
	乳油	500			
	热雾剂				
合计		4500	19000	22000	
肥料	大量元素水溶肥	3000			
	含氨基酸水溶肥	2000		4000	
	含腐植酸水溶肥			2000	
	合计	5000		6000	50000

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

4.2 外延：落子依尔双丰，协同发展可期

今年9月，公司拟以自有资金不超过7,800万元全资收购重庆依尔双丰科技有限公司。公司此次收购的依尔双丰是重庆双丰化工有限公司的全资子公司。公告显示，重庆双丰化工有限公司成立于1999年，是一家集产品研发、生产、销售于一体，拥有完整产业链的高新技术企业，主营业务涵盖植物生长调节剂、除草剂、杀菌剂和杀虫剂以及肥料等，拥有成熟的管理团队以及稳定的客户资源，与上市公司现有业务有较高的协同性。2019年9月，重庆双丰将生产经营相关的全部资产作为股东出资投入依尔双丰，并由依尔双丰承继重庆双丰的客户资源、销售网络及采购体系等。重庆双丰转入依尔双丰的农药登记证共53个，包括18个植物生长调节剂登记证（其中原药登记证4个）、28个除草剂登记证（其中原药登记证5个）、6个杀菌剂登记证和1个杀虫剂登记证。转入的肥料登记证共23个（其中7个肥料登记证正在办理权属变更登记），包括含氨基酸水溶肥登记证4个、含腐殖酸水溶肥登记证3个、大量元素水溶肥登记证3个、中量元素水溶肥登记证6个、微量元素水溶肥登记证7个。此外，依尔双丰也将承继重庆双丰的全部客户资源、销售网络以及采购体系。收购事项完成后，将扩大上市公司的产能、丰富公司产品线、提升市场份额，有助于公司向终端用户提供更加丰富、完善的产品组合，提升公司的核心竞争力和行业影响力。

五、估值与投资建议

在预测利润过程中，我们将公司的业务分拆为：1) 农药、2) 肥料。

首次覆盖给予“增持”评级。我们预计2019-2021年公司营业收入分别为10.26、12.34、14.99亿元，归属母公司净利润分别为2.53、3.13、3.88亿元，对应EPS分别为0.68、0.84、1.04元/股，PE分别为16、13、10倍。考虑到公司是植物生长调节剂这条优质赛道上的领跑者，“登记证+作物套餐”的壁垒有望长期存在，若募投项目可如期达产、收购事项顺利进行，公司收入规模有望保持稳定增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

图 23： 农药行业公司可比估值

日期	2019/11/21	股价	总市值	EPS			PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002749.SZ	国光股份	10.69	39.8	0.68	0.84	1.04	15.7	12.7	10.3
002258.SZ	利尔化学	11.81	61.9	0.69	0.95	1.23	17.1	12.4	9.6
600486.SH	扬农化工	55.11	170.8	3.70	4.17	4.93	14.9	13.2	11.2
603585.SH	苏利股份	19.41	34.9	1.93	2.33	2.66	10.1	8.3	7.3
002734.SZ	利民股份	13.08	37.5	1.27	1.61	1.89	10.3	8.1	6.9
平均值							13.6	10.9	9.1

资料来源: wind, 川财证券研究所, 股价为 2019/11/21 收盘价, 国光股份数据来自川财预测, 其余可比公司数据来自 wind 一致预期

风险提示

募投项目投产进度不及预期

可转债发行进度不及预期

植物生长调节剂市场增速放缓

盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	821	799	1079	1258	1483	营业收入	737	865	1026	1234	1499
现金	589	487	723	847	1003	营业成本	352	443	524	626	755
应收账款	22	16	29	34	40	营业税金及附加	2	2	2	3	4
其他应收款	2	4	6	6	8	营业费用	114	129	163	194	234
预付账款	18	25	25	29	36	管理费用	35	46	65	76	90
存货	120	145	186	220	263	财务费用	-4	-9	-25	-32	-38
其他流动资产	70	122	109	122	132	资产减值损失	1	19	6	6	7
非流动资产	165	326	256	232	201	公允价值变动收益	0	73	0	0	0
长期投资	0	25	8	9	10	投资净收益	4	-0	0	0	0
固定资产	16	21	90	103	89	营业利润	217	269	291	361	448
无形资产	32	31	30	29	28	营业外收入	2	0	4	4	3
其他非流动资产	118	250	128	91	73	营业外支出	1	3	2	2	2
资产总计	986	1125	1334	1491	1684	利润总额	217	266	294	363	449
流动负债	117	160	144	166	193	所得税	32	32	41	50	61
短期借款	0	1	0	0	0	净利润	185	235	253	313	388
应付账款	10	12	15	18	22	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	107	147	129	148	171	归属母公司净利润	185	235	253	313	388
非流动负债	12	17	11	11	12	EBITDA	218	266	281	357	445
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	2.47	1.07	0.68	0.84	1.04
其他非流动负债	12	17	11	11	12						
负债合计	129	177	155	177	205	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	75	219	373	373	373	成长能力					
资本公积	331	223	69	69	69	营业收入	20.0%	17.4%	18.6%	20.2%	21.5%
留存收益	451	535	738	871	1037	营业利润	34.9%	23.6%	8.4%	24.0%	23.9%
归属母公司股东权益	856	948	1180	1313	1479	归属于母公司净利润	33.1%	26.6%	7.9%	23.8%	23.7%
负债和股东权益	986	1125	1334	1491	1684	获利能力					
						毛利率(%)	52.2%	48.8%	48.9%	49.3%	49.7%
						净利率(%)	25.1%	27.1%	24.7%	25.4%	25.9%
						ROE(%)	21.6%	24.7%	21.5%	23.9%	26.2%
						ROIC(%)	77.9%	77.3%	59.1%	72.8%	90.1%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	13.1%	15.7%	11.6%	11.9%	12.2%
						净负债比率(%)	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
						流动比率	7.02	5.00	7.49	7.58	7.68
						速动比率	5.97	4.07	6.18	6.23	6.29
						营运能力					
						总资产周转率	0.74	0.82	0.83	0.87	0.94
						应收账款周转率	29	38	38	33	34
						应付账款周转率	32.27	40.16	38.75	37.61	37.51
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.50	0.63	0.68	0.84	1.04
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.41	0.42	0.74	0.93
						每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.54	3.16	3.52	3.97
						估值比率					
						P/E	21.51	16.99	15.74	12.71	10.28
						P/B	4.66	4.20	3.38	3.04	2.70
						EV/EBITDA	15	12	12	9	7

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	192	154	157	278	346
净利润	185	235	253	313	388
折旧摊销	5	6	15	29	36
财务费用	-4	-9	-25	-32	-38
投资损失	-4	0	0	0	0
营运资金变动	0	-39	-110	-34	-42
其他经营现金流	9	-40	23	2	3
投资活动现金流	95	-136	77	-6	-5
资本支出	32	124	0	0	0
长期投资	30	45	-29	3	2
其他投资现金流	157	33	48	-3	-3
筹资活动现金流	-231	-116	3	-148	-184
短期借款	0	1	-0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	144	154	0	0
资本公积增加	0	-108	-154	0	0
其他筹资现金流	-231	-152	3	-148	-184
现金净增加额	56	-98	237	124	157

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004