

植物生长调节剂龙头，看好未来成长性

投资要点

- 公司是国内植物生长调节剂行业龙头。公司主营植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研发、生产和销售，是我国植物生长调节剂细分行业内的龙头企业之一。
- 产品市场广阔，需求旺盛，公司持续扩张。根据 Transparency Market Research 研究，2012 年全球植物生长调节剂的需求价值为 33.6 亿美元，并有望在 2019 年达到 59.4 亿美元，年复合增长率达 8.5%。根据全国农业技术推广服务中心发布的预测，2020 年植物生长调节剂需求量较大。从植物生长调节剂 2013 年到 2018 年的登记数量比较分析来看，2013 年至 2016 年仅有原药登记，无制剂登记，且 2016 年原药登记数量明显下降；2017 年原药登记数量 22 个，较上年明显增多，且制剂登记数量仅当年就获登 100 个；2018 年原药登记较上年基本持平，制剂登记数量新增 159 个。2019 年，公司植物生长调节剂、除草剂产品品种增加明显。截至 2019 年底，公司植物生长调节剂原药登记证 17 个、制剂登记证 54 个，同比增加 4 个、18 个，除草剂原药登记证 5 个、制剂登记证 29 个，同比增加 5 个、23 个。杀菌剂、杀虫剂方面，公司 2019 年同比增加 6 个、1 个。因此，公司 2019 年的农药原药登记证同比增加 57 个。而另一方面，公司肥料登记证 2019 年增加 18 个，同比也大幅增长，达到了 56 个。公司 2019 年还拥有授权专利 112 项，同比增加 30 项，其中发明专利 53 项，同比增加 12 项。公司 2019 年新获得注册商标 258 件，目前拥有注册商标 1041 件。
- 未来受益于成本下降和产能扩张。一方面，公司上游主要产品是农药原药和中间体，仍然会受到原油价格的影响。另一方面，可转债项目有助于公司产能扩张，根据公司测算，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完全达产后，预计新增净利润 9663.4 万元/年。年产 5 万吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目完全达产后，预计增加净利润 5883.8 万元/年。
- 盈利预测与投资建议。根据公司最新总股本测算，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.57 元、0.67 元、0.79 元，选取 11 家农药上市公司作为可比公司，给予公司 2020 年 26 倍的估值水平，目标价 14.82 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：原材料价格或大幅波动，下游需求不达预期，商誉减值风险，募投项目达产时间低于预期风险，景宏生物未复产的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1014.28	1221.88	1465.85	1751.09
增长率	17.20%	20.47%	19.97%	19.46%
归属母公司净利润(百万元)	201.13	245.21	290.05	339.79
增长率	-14.26%	21.91%	18.29%	17.15%
每股收益 EPS(元)	0.47	0.57	0.67	0.79
净资产收益率 ROE	18.04%	18.58%	18.58%	18.44%
PE	26	21	18	15
PB	4.70	3.97	3.36	2.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.31
流通 A 股(亿股)	2.75
52 周内股价区间(元)	10.08-14.71
总市值(亿元)	52.44
总资产(亿元)	13.89
每股净资产(元)	3.14

相关研究

1. 国光股份(002749): 一季度业绩增长 15%，趋势向好 (2020-04-30)
2. 国光股份(002749): 产品线更加完善，增长趋势已现 (2020-04-27)

目 录

1 公司是国内植物生长调节剂行业龙头	1
2 产品市场广阔，需求旺盛	6
2.1 植物生长调节剂行业需求旺盛.....	6
2.2 水溶性肥料发展空间巨大.....	8
3 渠道持续扩张，未来还将受益于成本下降和产能增长	9
3.1 公司位于农药行业微笑曲线右端，营销与转化能力突出.....	9
3.2 油价下跌，成本端受益.....	12
3.3 募投项目投产，扩大公司产能规模.....	13
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测假设.....	14
4.2 可比公司的选择和比较分析.....	15
4.3 相对估值.....	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司的产业链.....	1
图 2: 公司的产控关系.....	1
图 3: 公司收入及增速.....	2
图 4: 公司归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司收入构成 (2019 年).....	2
图 6: 公司毛利构成 (2019 年).....	2
图 7: 公司毛利率和净利率.....	3
图 8: 公司 ROE 和 ROIC.....	3
图 9: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %).....	3
图 10: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %).....	3
图 11: 公司和同行的期间费用率对比 (单位: %).....	4
图 12: 公司 2018 年限制性股票激励计划逐年摊销费用.....	4
图 13: 公司销售人员数量逐年增加.....	4
图 14: 公司和同行的销售费用率对比 (单位: %).....	4
图 15: 公司研发支出情况.....	5
图 16: 植物生长调节剂主要作用.....	6
图 17: 微笑曲线.....	9
图 18: 公司的销售渠道.....	10
图 19: 公司的培训活动.....	11
图 20: 公司玉米高产栽培管理套餐.....	11
图 21: 公司技术人员到种植基地召开现场推广会议.....	12
图 22: 公司毛利率与油价呈现负相关.....	13

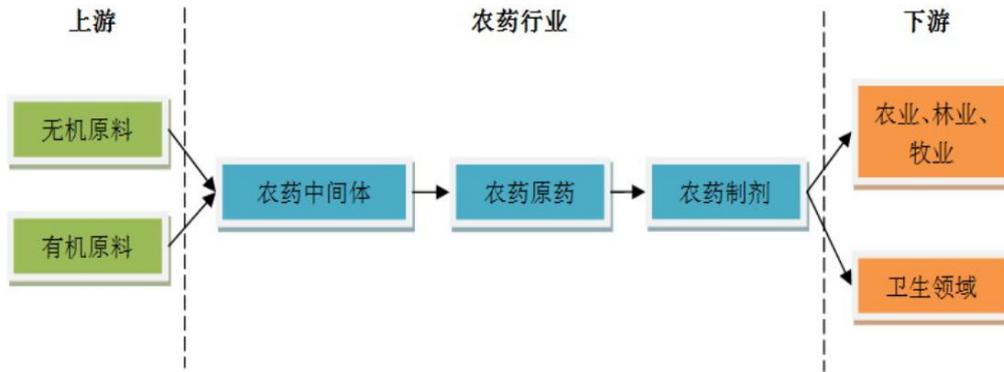
表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	2
表 2: 公司 2015 年上市募集资金投向.....	5
表 3: 公司 2019 年可转债拟募集资金投向.....	5
表 4: 植物生长调节剂应用现状.....	7
表 5: 植物生长调节剂 2013-2018 年登记情况.....	8
表 6: 植物生长调节剂有效成分登记情况.....	8
表 7: 水溶性肥料与普通复混肥相比, 所具有的优点.....	9
表 8: 2018 年公司原料采购金额.....	12
表 9: 募投项目对比.....	14
表 10: 公司项目达产后年折旧额.....	14
表 11: 分业务收入及毛利率.....	14
表 12: 可比公司的基本情况.....	15
表 13: 相对估值指标与特点.....	16
表 14: 可比公司市盈率 (选取 2020 年 5 月 28 日数据).....	16
表 15: 可比公司市净率 (选取 2020 年 5 月 28 日数据).....	17
表 16: 可比公司市销率 (选取 2020 年 5 月 28 日数据).....	17
表 17: 可比公司企业价值倍数 (选取 2020 年 5 月 28 日数据).....	18
表 18: 可比公司平均估值 (选取 2020 年 5 月 28 日数据).....	18
附表: 财务预测与估值.....	20

1 公司是国内植物生长调节剂行业龙头

公司主营植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研究、生产和销售，是我国植物生长调节剂细分行业内的龙头企业之一。

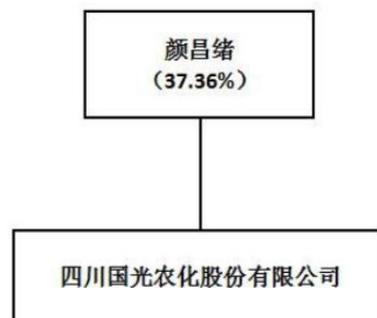
图 1：公司的产业链



数据来源：招股说明书，西南证券整理

根据公司披露的口径，公司控股股东和实际控制人为颜昌绪先生，持股比例为 37.4%。另外，颜昌绪先生及其亲属持有公司股份较多，持股比例较为集中，亲属关系为：颜昌绪是第二大股东颜亚奇的父亲，颜秋实、颜昌成、颜昌立是颜昌绪的兄弟，李汝和李培伟是颜昌绪妹妹的子女，颜铭是颜昌立的子女。颜亚其、颜秋实、颜昌立、颜昌成、李汝、李培伟、颜铭的持股比例分别为 9.5%、3.3%、3.3%、3.2%、1.8%、1.6%、1.6%。

图 2：公司的产控关系



数据来源：2019 年年报，西南证券整理

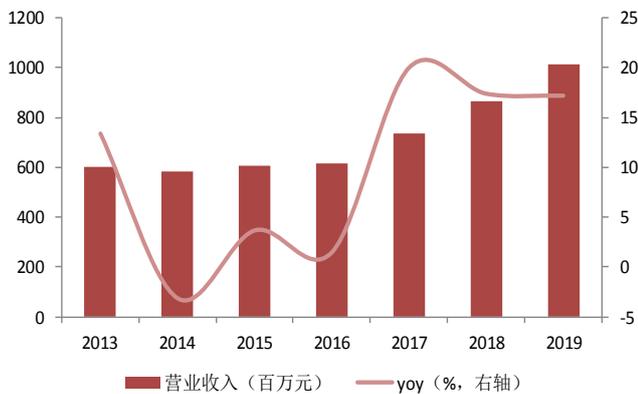
2019 年，公司植物生长调节剂、除草剂产品品种增加明显。截至 2019 年底，公司植物生长调节剂原药登记证 17 个、制剂登记证 54 个，同比增加 4 个、18 个，除草剂原药登记证 5 个、制剂登记证 29 个，同比增加 5 个、23 个。而杀菌剂、杀虫剂方面，公司 2019 年分别同比增加 6 个、1 个。因此，公司 2019 年的农药原药登记证同比增加 57 个。而另一方面，公司肥料登记证 2019 年增加 18 个，同比也大幅增长，达到了 56 个。公司 2019 年还拥有授权专利 112 项，同比增加 30 项，其中发明专利 53 项，同比增加 12 项。公司 2019 年新获得注册商标 258 件，目前拥有注册商标 1041 件。

表 1: 公司主要产品

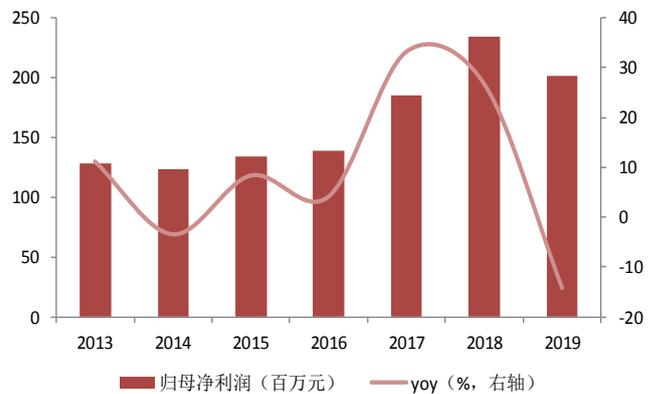
产品大类	产品细分类别	主要产品
农药	植物生长调节剂	多效唑、萘乙酸、甲哌唑、乙烯利、三十烷醇、胺鲜·乙烯利、多唑·甲哌唑、氯吡脞、2,4-滴钠盐、矮壮素、赤霉素、吲丁·萘乙酸
	杀菌剂	三唑酮、多菌灵、甲霜·锰锌、代森锰锌、代森锌、咪鲜胺、三环唑、锰锌·多菌灵、五氯硝基苯、甲基硫菌灵、噁霉灵、腐霉利
化肥	水溶性肥料	含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司收入及净利润增长较稳定, 波动幅度不大, 最主要还是受到产能限制, 随着公司产能的逐步释放, 公司收入从 2017 年开始出现较大幅度增长。2020 年第一季度, 公司虽然受到疫情影响, 1-2 的产品运输和销售有一定影响的, 但是通过 3 月的销售, 仍然取得了 2020 年第一季度营业收入同比增长 6.9%, 归母净利润同比增长 15.3% 的好成绩。

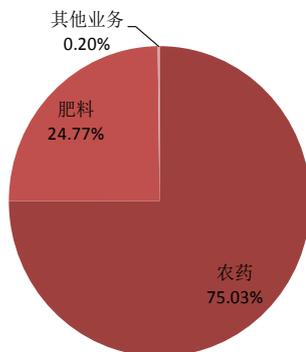
图 3: 公司收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

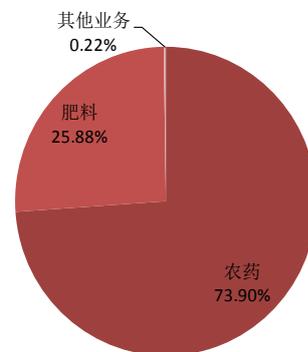
图 4: 公司归母净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

目前农药产品占公司收入和利润的比例相比 2014 年有提升, 目前为 75% 左右, 肥料占公司收入和利润的比例为 25% 左右。

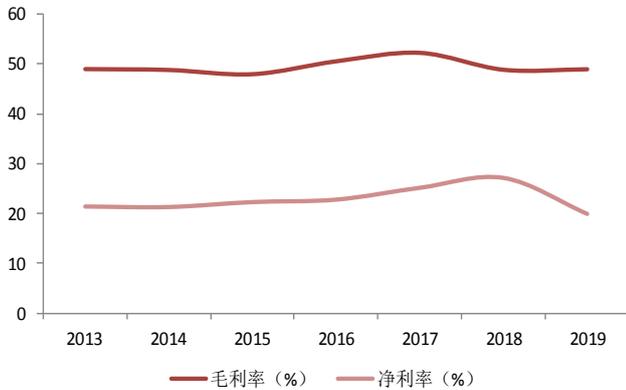
图 5: 公司收入构成 (2019 年)


数据来源: Wind, 西南证券整理

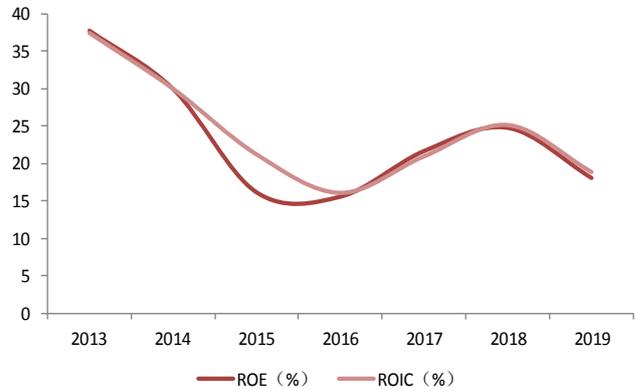
图 6: 公司毛利构成 (2019 年)


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司的毛利率和净利率总体稳定, 还略有提升, 近几年毛利率均保持在 48%-52% 之间, 净利率则在 20%-25% 之间小幅波动。ROE 和 ROIC 是随着公司上市和产能的建设而有一定波动。

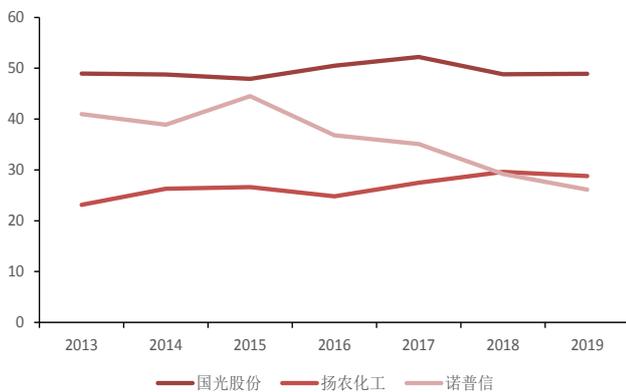
图 7: 公司毛利率和净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

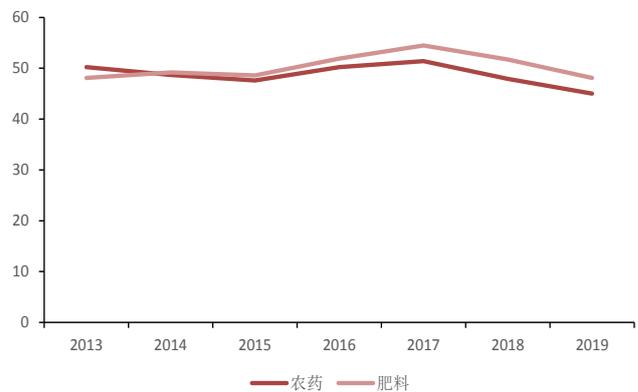
图 8: 公司 ROE 和 ROIC


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司的综合毛利率远高于同行, 且周期波动小。受到公司自身业务体量的影响, 公司农药业务的收入占比逐年提高, 其毛利率走势和公司综合毛利率走势基本相同。

图 9: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

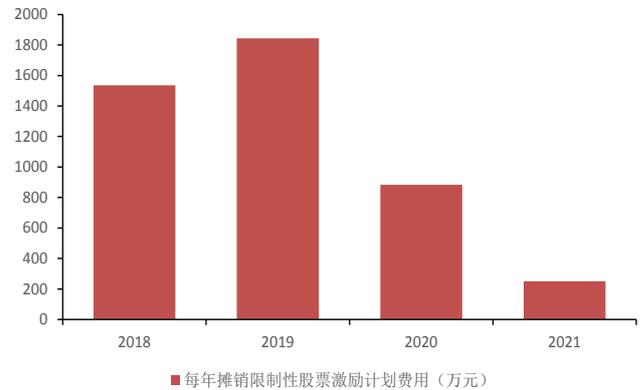
图 10: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从期间费用率来看, 公司费用率略高于可比的原药生产型公司扬农化工, 低于制剂公司诺普信, 且周期波动小。由于公司有股权激励的待摊销费用, 因此, 管理费用 2018 年开始增长较快, 后期待摊销股权激励费用将会降低。

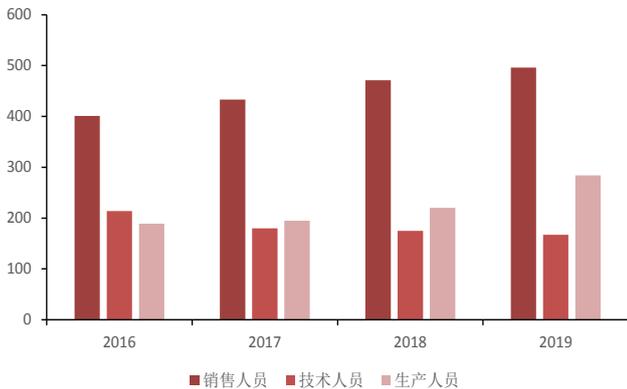
图 11: 公司和同行的期间费用率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

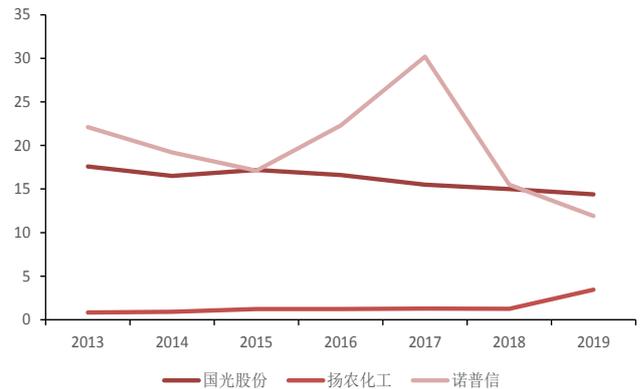
图 12: 公司 2018 年限制性股票激励计划逐年摊销费用


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

由于公司侧重的是销售, 我们侧重考察销售费用率。从长周期来看, 公司的销售费用率远高于原药生产型企业扬农化工, 主要原因是业务模式不一样。和业务模式相近的诺普信相比, 公司的销售费用率周期波动小, 费用率稳中有降。从人员构成来看, 公司近几年销售人员数目逐年稳定增长。

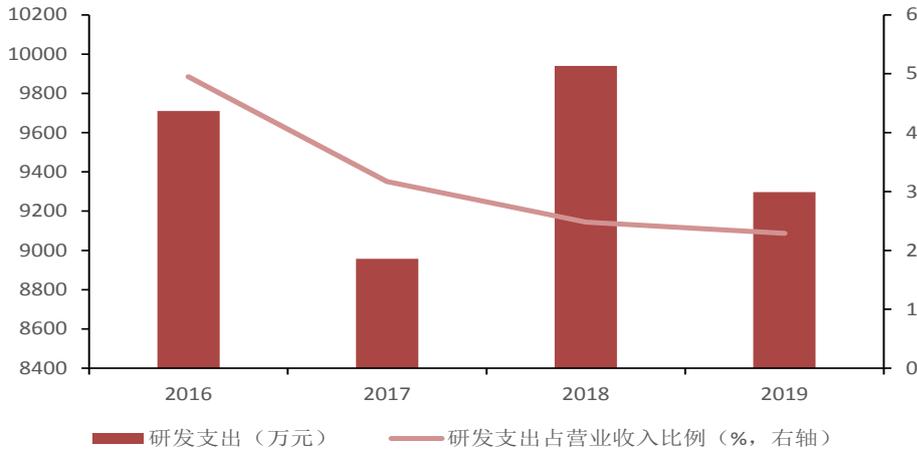
图 13: 公司销售人员数量逐年增加


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 公司和同行的销售费用率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司每年的研发投入维持在 9000 万元左右, 占收入比重约 2%-3%。公司自主研发和掌握了诸如一步法合成工艺、傅-克烷基化合成技术、副产盐酸技术与茶回收工艺、大量元素水溶肥料的配方及加工工艺技术、含氨基酸 (腐植酸) 水溶肥料的配方及整合生产工艺技术、环保型制剂的配方及加工工艺技术等多项核心生产技术, 大幅提高了产品的生产能力及效率, 确立了公司在细分行业的研发技术优势。

图 15: 公司研发支出情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司 2015 年上市, 募集资金 3.4 亿元。截止 2019 年 12 月 31 日, “年产 6000 吨植物营养产品生产线项目”、“年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目”已经按计划建设完成; “年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目”已经完成设备安装, 进行调试。由于园区双回路电源建设尚未开展, 公司环保 VOC 治理方案尚未实施, 该项目调试完成后, 仍然存在不能进行试生产的风险。公司对外投资暨参股江苏景宏生物科技有限公司项目 2019 年度实际实现的效益为 7.2 万元。景宏生物所在化工园区因安全、环保整改, 当地政府 2018 年 4 月 28 日下发停产通知, 截止 2019 年末, 仍没有复产。

表 2: 公司 2015 年上市募集资金投向

项目	募集资金调整后投资额 (万元)
年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	5325
年产 500 公斤 S-诱抗剂原药项目	377.7
年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	7489
年产 6000 吨植物营养品生产线项目	2737.5
营销服务体系建设项目	3203.5
补充营运资金	12000
对外投资暨参股江苏景宏生物科技有限公司	3359.3

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2019 年, 公司拟发行 3.2 亿元可转债, 用于生产线搬迁技改, 目前可转债尚处于待过会阶段。

表 3: 公司 2019 年可转债拟募集资金投向

项目	投资额 (万元)
年产 22000 吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	14500
年产 50000 吨水溶肥料 (专用肥) 生产线搬迁技改项目	9500
技术中心搬迁升级项目	8000
合计	32000

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 产品市场广阔，需求旺盛

2.1 植物生长调节剂行业需求旺盛

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，这类物质在植物体内含量很少，但却起着很重要的生理作用，植物的一切生命活动皆离不开它们的参与。

植物生长物质包含植物激素和植物生长调节剂两大类。植物激素是植物体内合成的、通常从合成部位运往作用部位、对植物的生长发育产生显著调节作用的微量生理活性物质。植物生长调节剂是人工合成或从微生物中提取的，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。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这一领域，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。

到目前为止，世界上已经人工合成了几百种植物生长调节剂，有近百余种在农业生产中得到了广泛的应用，比如多效唑、烯效唑、矮壮素、乙烯利、甲哌鎓、氯吡脞、苄氨基嘌呤、抑芽丹、胺鲜酯、芸苔素内酯、三十烷醇、赤霉素、丁酰肼、萘乙酸、吲哚乙酸、激动素、复硝酚钠、对氯苯氧乙酸钠等。实施化学调控是当前及今后农作物增产增收的一条重要途径。植物生长调节剂具有使用成本低、见效快、用量微、效果显著、投入产出比较高的特性，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。

图 16：植物生长调节剂主要作用



数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 4: 植物生长调节剂应用现状

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，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	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。
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	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。
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、吲·茶合剂等园林花卉中促进插条生根有广泛应用，还在大树移栽促进生根成活方面具有明显效果。丁酰肼、青鲜素、多效唑等在矮化花卉苗木，控制株型等方面效果明显；细胞分裂素、赤霉素等在促进开花，调节产期方面也有明显效果，已在多种花卉生产中应用。
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。

数据来源：世界农化网，西南证券整理

根据 Transparency Market Research 在 2013 年发布的报告《全球植物生长调节剂市场报告---2013-2019》显示，2012 年全球植物生长调节剂的需求价值为 33.6 亿美元，并有望在 2019 年达到 59.4 亿美元，年复合增长率达 8.5%。

根据《农药快讯》2019（23）中全国农业技术推广服务中心发布的预测，2020 年农药使用总量基本持平，但使用量负增长方向不变（政策、经济、技术、社会化服务等）。**植物生长调节剂、农药助剂、种衣剂均呈现一个上升的趋势，特别是植物生长调节剂需求量较大。**

从植物生长调节剂 2013 年到 2018 年的登记数量比较分析来看，2013 年至 2016 年仅有原药登记，无制剂登记，且 2016 年原药登记数量明显下降；2017 年原药登记数量 22 个，

较上年明显增多,且制剂登记数量仅当年就获登 100 个;2018 年原药登记较上年基本持平,制剂登记数量新增 159 个。就近两年植物生长调节剂制剂的登记情况来看,制剂的登记越来越受农药登记企业的青睐。

表 5: 植物生长调节剂 2013-2018 年登记情况

登记类型及数量	2013	2014	2015	2016	2017	2018
原药	10	13	14	4	22	21
制剂	0	0	0	0	100	159
总计	10	13	14	4	122	180

数据来源:世界农化网,西南证券整理

除乙烯利、赤霉酸、抗倒酯、多效唑、噻苯隆等常规产品登记外,近两年植调剂登记新品种包含用于黄瓜的 24-表芸苔素内酯、大豆的苯胺胺酸等。

表 6: 植物生长调节剂有效成分登记情况

登记名称及含量	登记剂型	登记作物	使用方法
25%多效唑	悬浮剂	水稻	喷雾
5%S-诱抗剂	可溶粒剂	葡萄	喷雾
0.4%24-表芸.赤霉酸	水剂	荔枝树	喷雾
0.1%氯吡脞	可溶液剂	葡萄	浸果穗
125 克/升氟节胺	乳油	烟草	杯淋法
5% 调环酸钙	泡腾粒剂	水稻	喷雾
0.01% 24-表芸苔素内酯	水分散粒剂	苹果树	喷雾
0.01% 14-羟基芸苔素甾醇	可溶液剂	葡萄	喷雾
1.8% 复硝酸钠	水剂	番茄	喷雾
3.6% 24-表芸苔素内酯	可溶液剂	黄瓜	喷雾
99% 氯苯胺灵	热雾剂	马铃薯	热雾机喷雾
10% 多唑·甲呱鎡	可湿性粉剂	小麦	茎叶喷雾
20% 苯胺胺酸	可溶液剂	大豆	喷雾

数据来源:世界农化网,西南证券整理

2.2 水溶性肥料发展空间巨大

水溶性肥料是指经水溶解或稀释,用于灌溉施肥、叶面施肥、无土栽培、浸种蘸根等用途的液体或固体多元复合肥。水溶性肥料是高效、节水、环保的肥料产品,在我国各地区均有广阔的市场空间,在国家倡导节水农业、配方施肥的大背景之下,水溶性肥料将得到快速发展。

根据其组成成分不同,水溶性肥料可以分为水溶性氮磷钾肥料(大量元素水溶肥料)、中量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料、含氨基酸水溶肥料、含腐植酸水溶肥料。

表 7: 水溶性肥料与普通复混肥相比, 所具有的优点

特点	具体内容
水溶性	原材料均是水溶性的, 储存、运输和施用需要专门的设备和装置, 成本较高, 但容易被吸收, 其吸收利用率相对较高
营养全	一般含有作物生长所需要的全部营养元素, 如 N、P、K、Ca、Mg、S 以及微量元素等
见效快	可采取叶面喷施, 不需要经过根系吸收、茎秆运输等漫长的运输过程, 快速吸收, 能较快看到肥料的效果和表现
节约资源	随着灌溉水包括喷灌、滴灌等方式进行灌溉时施肥, 既节约用水, 又节约肥料和劳动力
安全性高	因随水灌溉, 施肥较均匀, 且杂质较少, 电导率低, 使用浓度方便调节, 不用担心引起烧苗等不良后果

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

由于水溶性肥料所固有的特点和优点, 农业发达国家应用十分普遍。在设施灌溉农业, 发达国家完全应用了水溶性肥料。在以色列等比较缺水的国家更是将滴灌等节水施肥系统发挥到了极致, 设施灌溉高达 95%, 欧洲国家设施灌溉比率有 58%, 美国为 38%。

与发达国家相比, 我国水溶性肥料起步较晚, 近几年, 随着水肥一体化进程的加快, 我国水溶性肥料获得了快速的增长。2010 年-2013 年间, 我国水溶性肥料的产量从 60 万吨增加至 260 万吨, 年均复合增长率为 63.0%。从施用量看, 2010 年我国农作物复混肥的施用量为 5308 万吨, 其中水溶性肥料的施用量为 16 万吨, 占复混肥施用量的 0.30%, 2013 年我国水溶肥的施用量为 246 万吨, 约占复混肥施用量的 4.6%。在我国目前水资源短缺情况下, 水溶性肥料是保证农业持续、高效发展的有效途径之一。水溶性肥料成为我国肥料发展的趋势, 市场前景广阔。

3 渠道持续扩张, 未来还将受益于成本下降和产能增长

3.1 公司位于农药行业微笑曲线右端, 营销与转化能力突出

通过分析公司的盈利能力, 同时对比复合肥、农药行业企业, 可以看出, 公司位于农药行业微笑曲线的右端, 通过品牌和服务获利, 盈利能力显著高于一般的大宗原药制造环节。

图 17: 微笑曲线

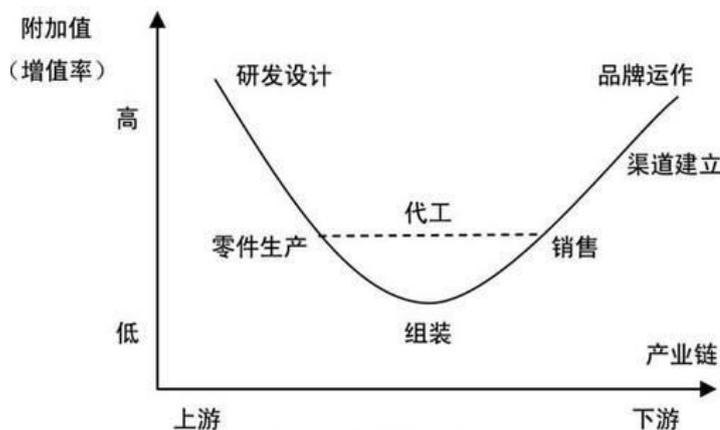


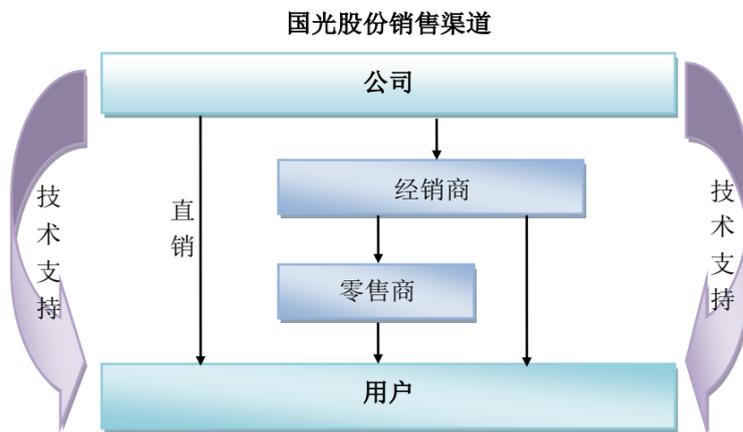
图 1: 微笑曲线的定义

数据来源: 西南证券整理

由于我国农资行业存在客户分散、单位用户需求量较小的特点，农资产品的市场竞争很大程度上取决于公司直接面向基层客户的营销能力。经过多年的不懈努力，公司业已形成以县级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络，营销工作更贴近目标用户。此外，公司还通过新设营销网点、营销网络细化等方式大力扩展营销网络的覆盖面，截至目前，公司的营销网络已覆盖了除香港、澳门和台湾外的全国所有省份。

公司主要客户包括农资经销商、园林绿化企业、政府农资采购部门、规模化种植业经营单位等，最终消费群体主要为种植户、园林绿化养护单位等。公司目前的销售渠道有两类：经销商销售和直销，其中主要以经销商销售，直销客户较少。经销商销售主要采用“公司—经销商—零售商—客户”四主体三环节的销售模式，公司对经销商的销售主要采取的是先款后货的结算方式；直销主要面向原药客户、政府采购和大型用户直接批量采购。

图 18：公司的销售渠道



数据来源：公司资料，西南证券整理

公司以经销商销售渠道为主，目前经销商网络已下沉到县乡一级，县级经销商占到公司经销商总数的 95% 以上。公司采取技术营销模式，通过提供技术服务重点打造经销商销售渠道，同时帮助农民提高种植水平，指导农民科学合理用药。

由于公司产品对应用技术要求较高，为及时让用户准确掌握使用时期、用法、用量等应用技术，提高公司产品的施用效果，减少应用风险，交流应用经验，收集产品使用和需求信息，公司从 2003 年起开始集中经销商、零售商、基地种植户等人员到公司培训。对经销商、零售商、种植户及公司技术服务人员系统化、制度化的专业培训，已成为公司特有的“国光培训模式”。公司培训一般安排在每年第四季度，每次培训日程一般为三至五天，主要内容包括农业及农药行业情况分析、营销理论及技巧培训、技术培训、经验交流、生产基地及种植示范基地参观等内容。此外，公司每年还会联合园林绿化行政管理部门举办市政绿化工程综合管理等方面的专题讲座或研讨会。

图 19: 公司的培训活动

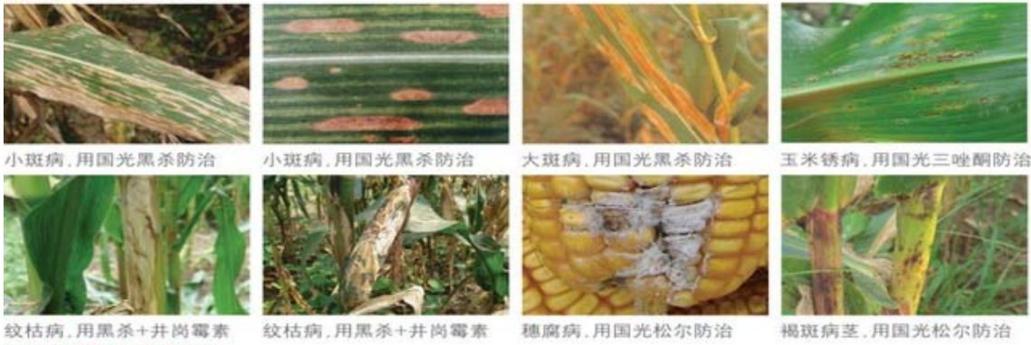


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

为了更好的服务用户, 公司还以主要产品为基础, 结合对多种作物的生长周期研究, 在产品销售中推出了一系列的“作物套餐”, 如小麦、水稻、玉米、荔枝、猕猴桃、苹果等套餐, 即针对特定的农作物、蔬菜、水果、园林植物开发出的农药、化肥组合产品。公司借助技术服务人员的本地化一线服务, 对作物种植每个环节的农药和化肥使用进行悉心指导, 在作物生长的每个环节, 有针对性的提供植物生长调节剂、水溶性肥料、杀菌剂、杀虫剂等产品, 在提高产品附加值的同时, 亦帮助用户实现增产增收。

图 20: 公司玉米高产栽培管理套餐

※玉米主要病害防治:



※玉米主要虫害防治:



※调控及肥水管理:



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

公司在不断研发新产品和新技术的同时，还重点加强对用户的技术应用指导，使用户通过合理使用公司产品实现增产增收。公司核心产品之一的植物生长调节剂，其应用技术要求比其他农药高，产品的适用对象、适用时期、使用剂量都需严格掌握，因此公司在产品销售过程中，大力开展技术服务工作。公司现拥有 400 多人的专家型技术服务团队，为种植者提供专业化的售前、售中、售后的技术服务。公司为提高技术服务人员的技术服务能力，每两个月对技术服务人员集中培训一次，重点培训当地主要作物植保技术、法律法规、营销技巧和公司产品知识，使用户在正确使用的前提下发挥出公司产品的最大效果。

图 21：公司技术人员到种植基地召开现场推广会议



数据来源：公司资料，西南证券整理

3.2 油价下跌，成本端受益

公司上游主要产品是农药原药和中间体等，仍然会受到原油价格的影响。从历史数据来看，公司在低油价后的几个季度，盈利能力均有所提升。从长期来看，原油过剩将会继续延续，预计公司成本端将会持续受益。

表 8：2018 年公司原料采购金额

采购原料	采购金额 (万元)
3%赤霉酸乳油	1668.6
多效唑原药	2393.6
多菌灵	981.8
磷酸二氢钾	1325.9
乙烯利	310.7
硫酸钾	299.5
吡啶	1040.1

采购原料	采购金额 (万元)
恶霸灵	1086.6
腐霉利	271.1
三唑酮	463.5
五氯硝基苯	155.4
PE	297.8
磷酸一铵	150.3
三环唑	103.6
烯效唑	523.8
丁酰肼	175.5
甲醇钠	301.6
吡虫啉	417.8
甲派鎓	809.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：公司毛利率与油价呈现负相关



数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 募投项目投产，扩大公司产能规模

公司可转债募集 3.2 亿元用于 2.2 万吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目。募投项目属于公司平泉老厂生产基地搬迁改造项目的主要实施内容，可转债募投项目规划产能主要系对公司老厂现有农药制剂、肥料产能的搬迁及升级改造。

表 9：募投项目对比

产品	老厂区	IPO 募投项目“年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目”规划产品与产能	可转债募投项目“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”规划产能与产品
农药制剂	1.6 万吨/年, 90 个农药制剂产品	1.9 万吨/年, 32 个农药制剂产品 (均为发行人现有 90 个农药制剂登记证中的产品)	2.2 万吨/年, 56 个农药制剂产品 (均为发行人现有 90 个农药制剂登记证中的产品)
肥料	1 万吨/年, 48 种肥料产品	0.6 万吨/年, 3 个产品	5 万吨/年, 45 个产品

数据来源：公司公告，西南证券整理

可转债募集资金项目涉及固定资产投资共计 2.6 亿元，项目建成后公司固定资产将有较大规模增长。按照公司现行的固定资产折旧政策，在本项目建成达产后，每年新增固定资产折旧 1561.3 万元。

表 10：公司项目达产后年折旧额

项目	年折旧额 (万元)
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	693.8
年产 5 万吨水溶肥料 (专用肥) 生产线搬迁技改项目	398.5
企业技术中心升级改造项目	468.9
合计	1561.3

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据公司测算，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完全达产后，预计新增净利润 9663.4 万元/年。年产 5 万吨水溶肥料 (专用肥) 生产线搬迁技改项目完全达产后，预计增加净利润 5883.8 万元/年。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设

关键假设：

假设 1: 2020-2022 年公司农药业务收入增速为 20%、20%、20%，毛利率为 45%、45%、45%；

假设 2: 2020-2022 年，公司肥料业务收入增速为 22%、20%、18%，毛利率为 47%、47%、47%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	1014.3	1221.9	1465.8	1751.1
	增速	17.2%	20.5%	20.0%	19.5%
	成本	549.0	665.4	798.3	953.9
	毛利率	45.9%	45.5%	45.5%	45.5%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
农药	收入	755.53	906.63	1087.96	1305.55
	增速	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	415.21	498.65	598.38	718.05
	毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
肥料	收入	256.19	312.56	375.07	442.58
	增速	23.8%	22.0%	20.0%	18.0%
	成本	132.96	165.66	198.79	234.57
	毛利率	48.1%	47.0%	47.0%	47.0%
其他	收入	2.56	2.69	2.82	2.96
	增速	72.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.86	1.13	1.18	1.24
	毛利率	66.2%	58.0%	58.0%	58.0%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 可比公司的选择和比较分析

选取有成交量和市场一致预期的 11 家农药上市公司作为可比公司。

表 12：可比公司的基本情况

公司	主营业务
安道麦	主要从事非专利作物保护产品的开发、生产及销售，是全球领先的作物保护公司之一。主营业务是开发、生产与营销非专利作物保护产品，通常分为除草剂、杀菌剂、杀虫剂以及其他可保护农作物和其他作物的产品。该公司 2019 年总营业收入达 275.63 亿元。
扬农化工	公司主营业务为农药产品的生产、销售，产品主要分为杀虫剂、除草剂和杀菌剂，是国内仿生农药行业规模最大的企业。该公司 2019 年总营业收入达 87.01 亿元。
江山股份	主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以特种化学品、化工中间体、氯碱、新材料为主的化工产品，以及热电联产蒸汽的研发、生产和销售。农药品种有草甘膦、敌敌畏、敌百虫、甲草胺、乙草胺、丁草胺、氯噻啉、烯啶虫胺等原药以及制剂产品。该公司 2019 年农药行业营业收入达 47.81 亿元。
长青股份	公司主营原药、制剂的研发、生产与销售业务，是国内较大的农药出口企业。该公司 2019 年农药行业营业收入达 33.77 亿元。
湖南海利	公司主营化学农药（以氨基甲酸酯类农药、有机磷类农药、杂环类农药的原药及其复配制剂为主；其中以杀虫剂为主，亦有部分杀菌剂和除草剂）、精细化工产品（以配套农药原药生产所需的烷基酚类农药中间体为主）的研发、生产、销售。该公司 2019 年农药行业营业收入达 21.49 亿元。
利尔化学	主要从事氯代吡啶类、有机磷类、磺酰胺类、取代脲类等高效、低毒、低残留的安全农药的研发、生产和销售，产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共 40 余种原药、100 余种制剂以及 NDI、2-甲基吡啶等部分化工中间体。该公司 2019 年农药行业营业收入达 40.44 亿元。
苏利股份	主营业务为农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售。该公司 2019 年农药及农药中间体产品营业收入达 18.13 亿元。
利民股份	主要从事农药原药、制剂的研发、生产和销售。产品包括杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大系列共 12 种原药、67 种制剂等，是国内最大的保护性杀菌剂-代森类杀菌剂生产企业，掌握合成核心技术，处于全球领先地位。该公司 2019 年农药行业营业收入达 28.33 亿元。

公司	主营业务
广信股份	主要从事以光气为原料的农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产与销售，主营产品包括多菌灵、甲基硫菌灵等杀菌剂，敌草隆、草甘膦等除草剂以及氨基甲酸甲酯、异氰酸酯、邻苯二胺等精细化工中间体。该公司 2019 年农药行业营业收入达 31.10 亿元。
中旗股份	主要业务为新型高效低毒农药的研发、生产和销售，在氯氟吡氧乙酸、噻虫胺、虱螨脲等诸多细分产品市场上占据领先地位。该公司 2019 年农药行业营业收入达 15.69 亿元。
海利尔	主要从事农药制剂、农药中间体、农药原药和水溶性肥料的研发、生产和销售。农药制剂主要涵盖杀虫剂、杀菌剂、除草剂等系列品种，农药原药主要包括吡虫啉、啉虫脒和吡啶啉菌酯等，农药中间体为二氯。该公司 2019 年农药行业营业收入达 24.67 亿元。

数据来源：公司公告，西南证券整理

相对估值法为企业价值评估方法中的市场法，其必须在一个活跃的公开市场中找到经营状况、主营业务相通或者相似的可比公司进行比较。一般而言，PE 法最常用，适用范围较广，但对于成长迅速的高科技公司和亏损企业则不太适用；对于轻资产行业，PB、EV/EBITDA 估值方法和重置成本法也不太适用，其相对适合于亏损企业估值；对于高速成长期的企业来说，销售收入的增长更能反映企业的真实价值，为一定程度上反映公司在市场地位、产品竞争力、客户拓展等方面的客观情况。

表 13：相对估值指标与特点

估值指标	特点
PE (市盈率)	计算简单，数据获取容易，综合性较高，但是不适合于亏损企业的价值评估
PB (市净率)	亏损企业适用，但易受到会计政策影响，不适用于多数高科技企业
PS (市销率)	广泛的适用性，缺点是不能反映企业成本
EV/EBITDA (企业价值倍数)	适用于折旧摊销较大的重资产行业或者利息额较高的高负债行业

数据来源：西南证券整理

1) 市盈率指标：优秀公司具有估值溢价

从 11 家可比公司 Wind 一致预期可以看出，行业内的优质企业估值水平显著高于一般农药企业。销售排名领先的农药企业具有相对更高的估值，如扬农化工、安道麦、利尔化学。

表 14：可比公司市盈率（选取 2020 年 5 月 28 日数据）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	预测净利润平均值 (亿元)		PE (倍)	
			2020E	2021E	2020E	2021E
600486.SH	扬农化工	270.17	13.16	15.73	20.53	17.17
000553.SZ	安道麦 A	214.74	8.32	11.18	25.82	19.20
002258.SZ	利尔化学	84.74	4.25	5.58	19.94	15.18
603599.SH	广信股份	73.47	5.40	6.81	13.59	10.79
600389.SH	江山股份	56.91	3.31	4.01	17.19	14.19
002391.SZ	长青股份	56.59	4.14	4.97	13.66	11.39
002734.SZ	利民股份	47.98	4.13	5.09	11.61	9.44
603639.SH	海利尔	47.60	3.88	4.66	12.26	10.20
300575.SZ	中旗股份	36.97	2.64	3.49	13.99	10.59

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	预测净利润平均值 (亿元)		PE (倍)	
			2020E	2021E	2020E	2021E
603585.SH	苏利股份	32.56	2.25	2.56	14.45	12.71
600731.SH	湖南海利	24.76	2.46	2.93	10.09	8.46

数据来源: Wind, 西南证券整理

2) 市净率指标

从 11 家可比公司数据可以看出, 农药行业各家公司的市净率差异较大。

表 15: 可比公司市净率 (选取 2020 年 5 月 28 日数据)

证券代码	可比公司	市净率 (倍)	2019 年 ROE (%)
600486.SH	扬农化工	4.90	24.16
000553.SZ	安道麦 A	1.00	6.67
002258.SZ	利尔化学	2.62	9.55
603599.SH	广信股份	1.41	10.40
600389.SH	江山股份	2.69	15.63
002391.SZ	长青股份	1.36	11.04
002734.SZ	利民股份	2.16	16.56
603639.SH	海利尔	2.05	15.03
300575.SZ	中旗股份	2.77	12.08
603585.SH	苏利股份	1.63	16.30
600731.SH	湖南海利	2.01	9.02

数据来源: Wind, 西南证券整理

3) 市销率指标

从 11 家可比公司数据可以看出, 农药行业各家公司的市销率差异较大, 除了容易受到成本影响之外, 还存在着相关公司其他主业、贸易业务收入等的影响。

表 16: 可比公司市销率 (选取 2020 年 5 月 28 日数据)

证券代码	可比公司	市销率 (倍)
600486.SH	扬农化工	3.10
000553.SZ	安道麦 A	0.81
002258.SZ	利尔化学	2.03
603599.SH	广信股份	2.36
600389.SH	江山股份	1.19
002391.SZ	长青股份	1.67
002734.SZ	利民股份	1.69
603639.SH	海利尔	1.93
300575.SZ	中旗股份	2.36
603585.SH	苏利股份	1.80
600731.SH	湖南海利	1.15

数据来源: Wind, 西南证券整理

4) 企业价值倍数指标

企业价值倍数是企业价值（剔除货币资金）与企业收益（扣除利息、税金、折旧和摊销前的收益）的比值。从 11 家可比公司数据可以看出，农药行业各家公司的企业价值倍数差异较大，苏利股份的企业估值倍数远低于同行。产生这样差异的原因是由于企业价值倍数是一个清算指标，用于衡量一个企业清盘后的资产，对于苏利股份这样没有长、短期借款，同时手上握有大量货币现金的企业来说，有所失真。

表 17：可比公司企业价值倍数（选取 2020 年 5 月 28 日数据）

证券代码	可比公司	企业价值倍数（倍）
600486.SH	扬农化工	14.48
000553.SZ	安道麦 A	9.68
002258.SZ	利尔化学	11.06
603599.SH	广信股份	10.60
600389.SH	江山股份	10.09
002391.SZ	长青股份	8.93
002734.SZ	利民股份	9.35
603639.SH	海利尔	10.10
300575.SZ	中旗股份	13.73
603585.SH	苏利股份	3.91
600731.SH	湖南海利	7.63

数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 相对估值

综合以上对相对估值指标的分析，选取市盈率法进行相对估值是合理的。根据 Wind 一致预期，11 家可比公司 2020 年平均 PE 为 15.74 倍。

表 18：可比公司平均估值（选取 2020 年 5 月 28 日数据）

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	预测净利润平均值（亿元）		PE（倍）	
			2020E	2021E	2020E	2021E
600486.SH	扬农化工	270.17	13.16	15.73	20.53	17.17
000553.SZ	安道麦 A	214.74	8.32	11.18	25.82	19.20
002258.SZ	利尔化学	84.74	4.25	5.58	19.94	15.18
603599.SH	广信股份	73.47	5.40	6.81	13.59	10.79
600389.SH	江山股份	56.91	3.31	4.01	17.19	14.19
002391.SZ	长青股份	56.59	4.14	4.97	13.66	11.39
002734.SZ	利民股份	47.98	4.13	5.09	11.61	9.44
603639.SH	海利尔	47.60	3.88	4.66	12.26	10.20
300575.SZ	中旗股份	36.97	2.64	3.49	13.99	10.59
603585.SH	苏利股份	32.56	2.25	2.56	14.45	12.71
600731.SH	湖南海利	24.76	2.46	2.93	10.09	8.46
平均					15.74	12.67

数据来源：Wind，西南证券整理

对于 PE 估值的合理性，我们考虑到两方面：(1) 优质标的估值溢价：行业内的优质企业估值水平显著高于一般农药企业，从 11 家可比公司盈利预测也可以看出，行业内优质的农药企业具有相对更高的估值，如扬农化工、安道麦、利尔化学，(2) 产品类型和商业模式：国光股份更接近于农药制剂企业，其 PE 更应该参考安道麦。

综合考虑以上两方面，我们认为国光股份 2020 年 PE 估值的合理倍数应该为 26 倍。

根据公司最新总股本测算，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.57 元、0.67 元、0.79 元，给予公司 2020 年 26 倍的估值水平，目标价 14.82 元，“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格或大幅波动，下游需求不达预期，商誉减值风险，募投项目达产时间低于预期风险，景宏生物未复产的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1014.28	1221.88	1465.85	1751.09	净利润	201.13	245.21	290.05	339.79
营业成本	549.04	665.43	798.35	953.87	折旧与摊销	8.81	22.85	25.04	27.73
营业税金及附加	2.15	2.77	3.26	12.08	财务费用	-7.41	-3.41	-4.86	-6.07
销售费用	145.85	174.73	209.62	250.41	资产减值损失	0.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	54.73	97.75	117.27	140.09	经营营运资本变动	-24.71	123.70	4.21	5.26
财务费用	-7.41	-3.41	-4.86	-6.07	其他	37.08	-3.58	0.58	-0.53
资产减值损失	0.84	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	215.74	384.77	315.02	366.18
投资收益	1.03	5.00	0.00	0.00	资本支出	-150.76	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	2.50	0.00	0.00	0.00	其他	6.30	5.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-144.47	-45.00	-50.00	-50.00
营业利润	232.90	289.60	342.21	400.72	短期借款	0.59	-1.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.36	-1.12	-0.98	-0.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	232.54	288.48	341.23	399.75	股权融资	7.25	0.00	0.00	0.00
所得税	31.41	43.27	51.18	59.96	支付股利	0.00	-40.23	-49.04	-58.01
净利润	201.13	245.21	290.05	339.79	其他	-61.20	53.41	4.86	6.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-53.36	12.08	-44.18	-51.94
归属母公司股东净利润	201.13	245.21	290.05	339.79	现金流量净额	17.90	351.85	220.83	264.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	509.24	861.08	1081.92	1346.16	成长能力				
应收和预付款项	69.68	108.46	129.30	154.91	销售收入增长率	17.20%	20.47%	19.97%	19.46%
存货	191.22	65.12	77.83	93.91	营业利润增长率	-13.29%	24.35%	18.17%	17.10%
其他流动资产	27.24	19.87	23.84	28.47	净利润增长率	-14.26%	21.91%	18.29%	17.15%
长期股权投资	25.36	25.36	25.36	25.36	EBITDA 增长率	-11.79%	31.90%	17.27%	16.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	335.86	364.24	390.41	413.91	毛利率	45.87%	45.54%	45.54%	45.53%
无形资产和开发支出	51.39	50.17	48.95	47.73	三费率	19.05%	22.02%	21.97%	21.95%
其他非流动资产	132.06	132.06	132.06	132.06	净利率	19.83%	20.07%	19.79%	19.40%
资产总计	1342.05	1626.36	1909.67	2242.51	ROE	18.04%	18.58%	18.58%	18.44%
短期借款	1.10	0.00	0.00	0.00	ROA	14.99%	15.08%	15.19%	15.15%
应付和预收款项	148.66	172.29	206.82	248.78	ROIC	42.54%	47.49%	57.82%	61.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.10%	25.29%	24.72%	24.12%
其他负债	77.27	134.08	141.85	150.95	营运能力				
负债合计	227.03	306.37	348.67	399.73	总资产周转率	0.82	0.82	0.83	0.84
股本	372.41	431.25	431.25	431.25	固定资产周转率	5.84	3.70	4.28	4.87
资本公积	76.74	17.90	17.90	17.90	应收账款周转率	53.46	49.92	50.54	50.74
留存收益	684.29	889.27	1130.28	1412.06	存货周转率	3.24	5.16	10.91	10.89
归属母公司股东权益	1115.01	1319.99	1561.00	1842.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.66%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1115.01	1319.99	1561.00	1842.78	资产负债率	16.92%	18.84%	18.26%	17.83%
负债和股东权益合计	1342.05	1626.36	1909.67	2242.51	带息债务/总负债	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.38	4.04	4.33	4.58
					速动比率	3.33	3.79	4.07	4.31
					股利支付率	0.00%	16.41%	16.91%	17.07%
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.57	0.67	0.79
					每股净资产	2.59	3.06	3.62	4.27
					每股经营现金	0.50	0.89	0.73	0.85
					每股股利	0.00	0.09	0.11	0.13
业绩和估值指标									
EBITDA	234.30	309.04	362.40	422.38					
PE	26.07	21.39	18.08	15.43					
PB	4.70	3.97	3.36	2.85					
PS	5.17	4.29	3.58	2.99					
EV/EBITDA	16.60	13.92	11.26	9.03					
股息率	0.00%	0.77%	0.94%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn