

2015 年 3 月 12 日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

63.6

发行数据

发行价格(元)	26.92
A 股发行股数(万股)	1875
发行前总股本(万股)	6000
发行后总股本(万股)	7500
发行日期	2015 年 3 月 12 日
发行方式	网下发行、网上发行
主承销商	国都证券有限责任公司

公司基本信息

产业别	化工
主要股东	颜昌绪

产品组合

植物生长调节剂	27.56%
水溶性肥料	24.58%
杀菌剂	18.30%

国光股份(002749.SZ)

Buy 买入(新股申购)

综合发展的国内植物生长调节剂龙头

结论与建议:

公司是国内植物生长调节剂生产龙头企业之一, 2011-2014 年营收年复合增长率 7.82%, 净利润复合增长率 6.91%。公司植物生长调节剂和水溶肥产能利用率长期处于高位, 此次 IPO 募资扩产后公司产能瓶颈将解除, 有望迎来快速发展期。

我们预计公司 2015/2016/2017 年可分别实现净利润 1.33/2.38/2.89 亿元, YOY+7.51%/+79.30%/+21.47%, 折合 EPS 为 1.77/3.18/3.86 元, 目前发行价(26.92 元/股)对应的 PE 分别为 15 倍、8 倍和 7 倍。参考相关上市公司估值, 给予公司 2016 年 20 倍 PE, 目标价格 63.6 元。

■ **公司概况:** 公司控股股东、实际控制人为董事长颜昌绪, 发行前直接持有公司 3060 万股股份, 占发行前总股本的比例为 51%。数据显示, 2012 年公司植物生长调节剂制剂在国内的销售额排名第一, 植物生长调节剂原药及制剂的销售额排名全国第三。2014 年公司实现营收 5.84 亿元, 其中植物生长调节剂贡献 1.61 亿元, 占比 28%; 水溶肥贡献 1.43 亿元, 占比 25%; 杀菌剂贡献 1.07 亿元, 占比 18%。

■ **公司技术和营销优势突出:** 公司技术经过多年的积累, 截至 2014 年底, 公司拥有 12 种植物生长调节剂原药登记证、28 种制剂登记证, 是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业; 在杀菌剂方面, 公司拥有 3 种杀菌剂原药登记证、28 种制剂登记证。此外, 公司营销渠道覆盖面广, 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。2014 年, 公司经销商数量为 2465 个, 分布在全国 1427 个县(市), 县级经销商占总经销商的 95%以上。

■ **募资产打开成长空间:** 公司拟以 26.92 元的价格公开发行 1875 万股, 其中新股 1500 万股, 发行后总股本 7500 万股。预计新股募集资金 4.04 亿元, 扣费发行费用后的资金将用于植物生长调节剂和水溶肥项目、营销服务体系建设和补充流动资金。募投项目预计 2016 年 6 月投产, 届时, 公司甲呱磷原药产能将由 200 吨扩大至 1000 吨, 羧乙酸原药产能将由 37 吨扩大至 100 吨, 主要农药制剂的生产能力由目前的 4500 吨/年增至 19000 吨/年, 水溶肥产能由 5000 吨升至 11000 吨。募投项目将有效解决公司产能瓶颈问题, 为未来发展打开成长空间。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2015/2016/2017 年可分别实现净利润 1.33/2.38/2.89 亿元, YOY+7.51%/+79.30%/+21.47%, 折合 EPS 为 1.77/3.18/3.86 元, 目前发行价(26.92 元/股)对应的 PE 分别为 15 倍、8 倍和 7 倍。参考相关上市公司估值, 给予公司 2016 年 20 倍 PE, 目标价格 63.6 元。

..... 接续下页

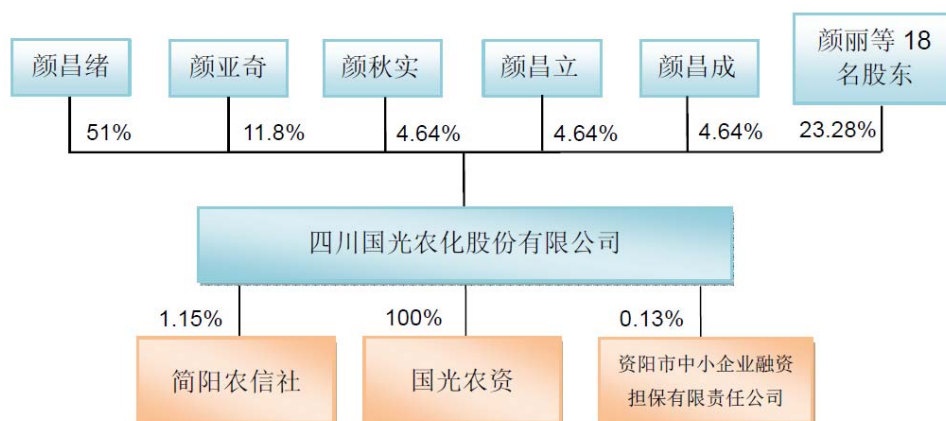
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015E	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	128	124	133	238	289
同比增减	%	11.10%	-3.48%	7.51%	79.30%	21.47%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.71	1.65	1.77	3.18	3.86
同比增减	%	11.10%	-3.48%	7.51%	79.30%	21.47%
市盈率(P/E)	X	15.77	16.34	15.19	8.47	6.98
股利 (DPS)	RMB 元	0.67	0.67	0.71	1.27	1.54
股息率 (Yield)	%	2.49%	2.49%	2.63%	4.72%	5.73%

公司概况

公司前身为四川简阳市国光保鲜剂厂，为集体企业，成立于 1984 年。2000 年，公司整体变更为有限责任公司，2009 年整体改制为股份公司。

公司控股股东、实际控制人为董事长颜昌绪，发行前直接持有公司 3060 万股股份，占发行前总股本的比例为 51%。

图：公司股权结构示意图



资料来源：公司招股书

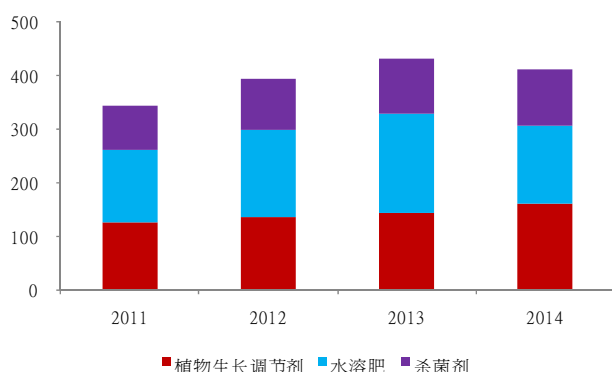
公司主营植物生长调节剂、水溶肥和杀菌剂业务

公司属 化学原料及化学制品制造企业，主要业务为植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的生产和销售，主要产品包括多效唑、萘乙酸、甲呱鎧、乙烯利、三十烷醇、胺鲜·乙烯利、多唑·甲呱鎧、氯吡脞、2,4-滴钠盐、矮壮素、赤霉酸、吲丁·萘乙酸等植物生长调节剂，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、恶霉灵、腐霉利等杀菌剂和含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料。

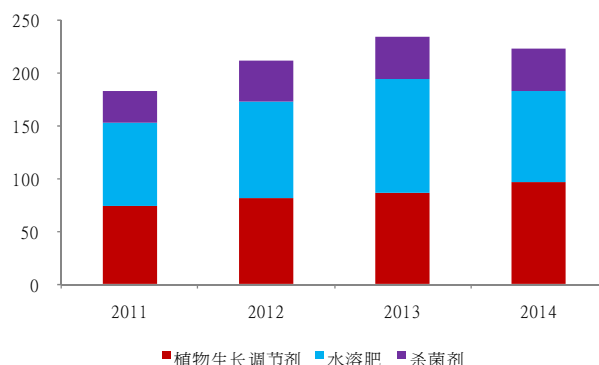
2014 年公司实现营收 5.84 亿元，其中植物生长调节剂贡献 1.61 亿元，占比 28%；水溶肥贡献 1.43 亿元，占比 25%；杀菌剂贡献 1.07 亿元，占比 18%。实现毛利 2.85 亿元，其中植物生长调节剂贡献 0.97 亿元，占比 34%；水溶肥贡献 0.86 亿元，占比 30%；杀菌剂贡献 0.40 亿元，占比 14%。

图：公司主营业务收入构成

图：公司毛利构成



资料来源: 公司招股书, 群益证券整理



资料来源: 公司招股书, 群益证券整理

公司是国内植物生长调节剂龙头

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。

目前国外用于商品生产的植物生长调节剂已在百种以上, 主要品种有乙烯利、赤霉酸、抑芽丹、矮壮素、助壮素、增甘磷以及芸苔素内酯等。20 世纪 90 年代以来, 我国植物生长调节剂才开始进入产品研发与适应领域推广阶段。根据中国农药工业协会统计, 截止 2013 年 12 月, 我国登记的植物生长调节剂产品数量为 790 个, 占农药登记总数的 2.16%。制剂登记产品前十位为乙烯利、赤霉酸、复硝酚钠、甲呱鎗、多效唑、芸苔素内酯、萘乙酸、噻苯隆、矮壮素和烯效唑, 这 10 个品种的登记产品数量就占植物生长调节剂制剂产品登记总量的 73.29%。

截止 2013 年底, 拥有“三证”齐全的植物生长调节剂原药和制剂生产企业共有 147 家, 多数企业经营单一大宗的原药及制剂产品, 如乙烯利、多效唑、赤霉酸等。数据显示, 2012 年公司植物生长调节剂制剂在国内的销售额排名第一, 植物生长调节剂原药及制剂的销售额排名全国第三。

表: 植物生长调节剂企业营收排名

企业名称	主要产品	销售额 (万元)	排名
江苏安邦电化有限公司	乙烯利原药	29400	1
江西新瑞丰生化有限公司	赤霉酸原药	14400	2
公司	萘乙酸制剂	13395	3
浙江钱江生物化学股份有限公司	赤霉酸原药	8000	4
成都新朝阳生物化学有限公司	芸苔素制剂	4900	5

资料来源: 公司招股书 (备注: 2012 年数据)

从种类来看, 公司植物生长调节剂制剂以 20%萘乙酸和 15%多效唑为主, 2014 年两者合计营收占全部植物调节剂收入的三成以上。从营收变化来看, 公司植物生长调节剂整体营收稳步增长, 2012-2014 年营收增速分别为 8.10%、7.08%和 12.14%。

表: 公司植物调节剂营收变化 (单位: 万元)

产品	2011	2012	2013	2014
20%萘乙酸	3,591	3,391	2,954	2,750
15%多效唑	1,840	2,081	2,208	2,529
30%胺鲜-乙烯利	922	305	1,196	1,457
0.1%氯吡脲	699	942	1,188	1,411
甲呱鎢(98%、250g/L、8%)	1,231	1,330	1,211	1,191
10%多唑-甲呱鎢	822	1,072	888	1,036
5%吲丁-萘乙酸		65	510	1,009
0.1%三十烷醇	932	1,133	970	919
乙烯利(10%、40%)	1,027	1,111	829	835
3%赤霉酸	144	237	523	745
其他	1,183	1,727	1,865	2,201
植物生长调节剂合计	12,391	13,395	14,343	16,084
YOY		8.10%	7.08%	12.14%

资料来源：公司招股书

我国人口众多，可耕地面积少，提高粮食总产量必须依靠提高单位面积产量。与传统农业技术相比，植物生长调节剂的应用有成本低、收效快、效益高、节省劳动力的优点，它的使用已成为现代化农业的重要措施之一。

据中国农药工业协会统计，2012 年我国植物生长调节剂原药产量达到 2.04 万吨（折百，合法农药企业的产量），植物生长调节剂制剂产量约 12 万吨。由于植物生长调节剂登记试验标准缺乏、试验费用高，登记时间长，加之调节剂单品用量小，导致很多企业不登记或以肥料登记代替调节剂登记。所以，我国植物生长调节剂实际产量远大于统计数，据农药工业协会估计，2012 年我国每年植物生长调节剂原药实际产量约 3 万吨，制剂实际产量约 15 万吨，销售额接近 40 亿元。

随着市场对植物生长调节剂的需求不断上升，未来其市场规模将保持较快增长，产量年均增幅约 15%左右，销售收入年均增幅将达到 20%以上，预计 2015 年我国植物生长调节剂市场规模将接近 69 亿元。

国内杀菌剂以仿制药为主，未来行业集中度提高是主要趋势

杀菌剂是一类用来防治植物病原微生物的农药。目前国内主要的杀菌剂品种分以下六大类：有机硫类、唑类、抗菌素类、有机磷（砷）、其他和复配杀菌剂。

表：杀菌剂主要品种及产品名称

品种	主要产品名称
有机硫杀菌剂	代森铵、敌锈钠、福美锌、代森锌、代森锰锌、福美双
唑类杀菌剂	多菌灵、恶霉灵、苯菌灵、噻菌灵、三唑酮
抗菌素类杀菌剂	井冈霉素、多抗霉素、春雷霉素等
有机磷、砷杀菌剂	稻瘟净、克瘟散、乙磷铝、甲基立枯磷、退菌特、稻脚青
其他杀菌剂	甲霜灵、克菌丹、敌菌灵、瑞枯霉、高脂膜、菌毒清、霜霉威、唑菌酮、烯酰吗啉等
复配杀菌剂	乙磷铝锰锌、烯唑醇、甲霜·锰锌、拌种灵·锰锌、甲基硫菌灵·锰锌、甲霜灵·福美双、多菌灵·代森锰锌等

资料来源：公司招股书

公司杀菌剂制剂以唑类杀菌剂为主，多菌灵（25%、50%）、三唑酮（15%、20%）、30%恶霉灵等 2014 年合计营收占到了杀菌剂总营收的三分之一以上。从营收增速来看，2011-2014 年公司杀菌剂收入稳步增长，增速分别为 17.28%、6.25%和 4.49%，增速有放缓的趋势。

表：公司杀菌剂营收变化（单位：万元）

产品	2011	2012	2013	2014
多菌灵(25%、50%)	1,247	1,628	1,854	1,904
三唑酮(15%、20%)	1,875	2,182	1,478	1,052
30%恶霉灵	350	387	532	940
58%甲霜-锰锌	915	1,262	959	852
代森锰锌(50%、70%、80%)	522	632	802	830
代森锌(65%、80%)	501	459	518	399
25%咪鲜胺	398	438	452	374
锰锌-多菌灵(25%、50%)	322	399	387	349
50%腐霉利	152	197	227	314
40%五氯硝基苯	268	277	301	313
75%三环唑	388	288	336	292
50%甲基硫菌灵	156	200	223	148
其他	1,109	1,269	2,150	2,913
杀菌剂合计	8,202	9,619	10,220	10,679
YOY		17.28%	6.25%	4.49%

资料来源：公司招股书

展望未来，我们认为我国杀菌剂市场仍将保持较快增长，一方面是由于导致作物病害的病菌容易获得抗性而使得对杀菌剂新产品的需求持续增长；另一方面是由于我国农作物种植结构变化以及各类经济作物种植种类和种植面积的扩大，增加了对杀菌剂的需求。据统计，我国水果、豆类、油菜、观赏植物和青饲料等作物的种植面积年增长率为 3%-10%，大棚的种植面积不断增加，这些都极大的提高了杀菌剂的市场需求。

除了需求本身具有一定的成长性以外，行业集中度提高也有利于较大规模企业的发展。目前我国农药产品基本上为仿制农药产品，生产企业有 1,800 多家，大多为生产除草剂、杀菌剂、杀虫剂的企业，整体规模不大，市场集中度较低，以价格竞争为主要竞争策略，销售毛利率较低。由于我国大部分农药原药生产能耗较大、环境污染严重，已成为国家重点环保监控对象；同时随着人民生活质量的提高，国家环境保护的要求也在不断提升。因此，未来环保瓶颈将是促进行业良性发展的催化剂，集中度也有望提高。

水溶肥方兴未艾，未来前景广阔

定义：根据中国水溶性肥料行业标准，广义上的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肥料。在实际生产中，水溶性肥料不包括尿素、氯化钾等单质水溶肥料。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。公司水溶肥以含氨基酸水溶

肥和大量元素水溶肥为主。

水溶肥优势突出：与普通复混肥相比，水溶性肥料具有以下特点：（1）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；（2）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；（3）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；（4）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；（5）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。

国内水溶肥起步晚发展快 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，中国水溶肥起步较晚。1995-2000 年，国外水溶性肥料开始进入中国。中国水溶性肥料是从代理进口水溶性肥料起步，主要产品为花卉用肥，价格较高，只有经济价值较高的花卉才能用得起价格昂贵的进口水溶性肥料。从 2000 年开始，一些国内肥料公司如上海永通等企业开始有了初步的技术研究和产品开发。2007 年至今，在国内外水溶性肥料的共同推动下，伴随着水肥一体化进程的加快，我国水溶性肥料的施用面积获得了快速的增长。而且随着市场需求越来越大，很多之前生产传统复合肥料及农药的公司开始投入到水溶性肥料的发展中来。比如生产传统复合肥料的芭田股份、新都化工以及农药企业诺普信、江苏龙灯化学有限公司等企业都开始涉足水溶性肥料的生产。

集中度和技术水平有待提高 截至 2013 年 11 月底，中国水溶性肥料登记企业 1000 多家，其中外资企业 25 家，据中国化工信息中心不完全统计，国内稳定生产水溶性肥料的企业不超过 100 家。水溶肥生产企业中 45% 为传统肥料企业，37% 为专业生产企业，18% 为农药企业。据统计，2012 年我国水溶肥的产量与使用量均超过 200 万吨，约占复混肥使用量的 3.45%。因此，从平均水平来看单家企业规模仅在 2 万吨左右。

此外，与国外的水溶性肥料生产企业相比，目前国内水溶性肥料的生产技术相对落后，在研发资金和技术人员的投入上严重不足，生产设备极其简陋。不少企业仅仅是将尿素、硝酸钾、硫酸钾、水溶性磷酸一铵等原料的简单混配，生产车间没有吸湿设备，染色及防结块技术不过关，生产出的肥料往往出现潮解、板结、染色不均、杂质过多、水溶性差等现象，严重影响水溶性肥料的销售。在产品配方及浓度上，缺乏科学的试验，没有根据不同作物以及作物生长各个时期对养分的不同需求配置浓度，从而导致产品使用时并不能达到预期的效果。

水溶肥行业将迎来快速发展期 展望未来，我们认为水溶肥行业将迎来快速发展期，主要是因为：（1）我国单位面积用肥量已经达到很高的程度，但是复合化率低于

世界平均水平，并且控释肥、水溶肥等新型复合肥料占比更小，未来替代空间大；（2）节水农业推广离不开水溶肥料，有关专家表示，全国 9 亿亩灌溉面积中约有 4.8 亿亩耕地适合水肥一体化，但目前水肥一体化应用比例仅 3.2%，与发达国家相比还有较大差距；（3）非农业用途需求快速增加：随着国内经济的发展，人们生活水平的提高，城镇化的推进，花卉消费、城市园林绿化建设与养护市场空间逐步打开，将带动水溶肥的需求增长。

公司营销及技术等优势突出

（1）营销网路优势 经过多年的积累，公司业已形成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。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。2014 年，公司经销商数量为 2465 个，分布在全国 1427 个县（市），县级经销商占总经销商的 95%以上。公司的经销网络保证了产品有效的市场覆盖面，极大地提升了公司产品推广能力。此外，公司还每年定期对经销商、零售商、种植户等进行专题营销培训会议，从而提高公司产品的知名度。

（2）产品组合优势 由于公司产品种类较多，公司以主要产品为基础，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，提高了产品的附加值。

（3）技术优势 公司在植物生长调节剂和水溶性肥料领域具备较为深厚的技术积累，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、副产盐酸技术与萘回收工艺、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）水溶肥料的配方及螯合生产工艺技术、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。截至 2014 年底，公司拥有 12 种植物生长调节剂原药登记证、28 种制剂登记证，是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业；在杀菌剂方面，公司拥有 3 种杀菌剂原药登记证、28 种制剂登记证。

募集资金将用于扩产、营销体系建设和补充流动资金

此次 IPO 公司拟以 26.92 元的价格公开发行 1875 万股，其中新股 1500 万股，老股 375 万股，发行后总股本 7500 万股。预计新股募集资金 4.04 亿元，扣费发行费用后的资金将用于植物生长调节剂和水溶肥项目、营销服务体系建设和补充流动资金。具体如下：

表：公司募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	预计建设周期 (月)
1	年产 2,100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	6,368.00	5,325.00	12
2	年产 500 公斤 S-诱抗素原药项目	1,255.00	1,255.00	12
3	年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	5,989.00	5,989.00	12
4	年产 6,000 吨植物营养产品生产线项目	2,095.00	2,095.00	12
5	营销服务体系建设项目	7,828.00	7,828.00	24
6	补充营运资金	12,000.00	12,000.00	
	合计	35,535.00	34,492.00	

资料来源：公司招股书

目前募投项目土建工程地基部分已基本完成，预计 2015 年底完成基建部分，2016 年 6 月末完成设备安装调试，正式投产。

1、年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目

该项目拟投资新建 3 条植物生长调节剂原药生产线，其中年产甲呱鎗原药 1000 吨、萘乙酸原药 100 吨和抑芽丹原药 1000 吨。项目建设期为 12 个月。项目总投资为 6368 万元，其中拟使用募集资金投资 5325 万元建设甲呱鎗和萘乙酸原药生产线，抑芽丹原药生产线由公司自有资金 1043 万元投入建设。

甲呱鎗对控制植株生长、防止落果具有良好作用，目前被广泛应用于棉花、苹果；萘乙酸促进植物生根，广泛应用于苗圃栽培和城市园林绿化，其还有保花保果作用，目前主要应用于棉花和果树上。

公司目前拥有甲呱鎗和萘乙酸原药产能分别为 210 吨和 27 吨，产品始终处于供不应求状态，现在的产能已不能满足持续增长的需求。此次募投项目建成后，老厂区将不再进行生产，公司甲呱鎗原药产能扩大至 1000 吨，萘乙酸原药产能将扩大至 100 吨。

由于公司同时具备原药和制剂生产能力，因此扩产产能中 540 吨甲呱鎗由公司自用，用于生产 98%甲呱鎗可溶粉剂、10%多唑·甲呱鎗可湿性粉剂等制剂，及公司正在研发的其它含量和剂型的甲呱鎗制剂或复配制剂，其余甲呱鎗原药直接对外销售；萘乙酸原药全部用于生产 20%萘乙酸粉剂、5%吲丁·萘乙酸可溶液剂等制剂产品。

根据中国农药工业协会预计，2012 年甲呱鎗潜在市场需求量为 3120 吨，随着应用领域的拓展、种植户认识的提升和农业产业结构的调整，预计甲呱鎗原药销量年增长幅度将达到 20%左右；2012 年萘乙酸原药潜在的市场需求量为 570 吨，未来随着苗圃、城市园林、水果及棉花等需求的进一步提高，萘乙酸原药的销量将保持年均 20%的增长速度，市场空间广阔。

根据公司规模，该项目建成投产后第一年生产负荷为 50%，第二年生产负荷为 70%，以后各年生产负荷均为 100%。项目建成投产后，预计年平均销售收入 6762 万元，年平均可实现净利润 1269 万元。

2、年产 500 公斤 S-诱抗素原药项目

该项目计划投资 1255 万元，在工业园区内新建年产 500 公斤的 S-诱抗素原药车间。

S-诱抗素原药可广泛应用于水稻、蔬菜、花卉、草坪、棉花、中草药、果树等作物，提高作物在低温、干旱、春寒、盐渍、病虫害等不良生长环境中的生长素质及其结实率和品质，提高中低产田的单产产量，减少化学农药用量；还可广泛应用于城市草坪、园林等绿化建设，应用于西部地区的节水农业、设施农业，生态植被的恢复重建。

目前国内和国际诱抗素市场都处于初期，价格相对较高，国内市场仅有四川龙蟒福生科技有限责任公司生产。根据农药工业协会统计，2012 年国内市场 S-诱抗素原药（折百）产量约为 14.6 吨，销量为 7.5 吨，预计销量年均增幅 15%左右，按此推算，2015 年产品施用量将达 11.41 吨。公司该募投项目建成达产后，S-诱抗素原药产量仅占当年预测市场施用量的 4.38%，市场风险较小。

该项目建成投产后第一年生产负荷为 40%，第二年生产负荷为 60%，以后各年生产负荷均为 100%。项目建成投产后，预计年平均销售收入 2160 万元，年平均可实现净利润 496 万元。

3、年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目

该募投项目预计总投资 5989 万元，建设期 12 个月。建成达产后，公司将逐渐关停老厂区，新建三条农药制剂生产线将承接公司现有全部制剂产品类型，其中水剂和可溶液剂共用一条生产线，设计年产能 4800 吨；可湿性粉剂和可溶粉剂共用一条生产线，设计年产能 12200 吨；微乳和水乳剂共用一条生产线，设计年产能 2000 吨。项目建成后，公司主要农药制剂的生产能力由目前的 4500 吨/年增至 19000 吨/年。

据中国农药工业协会统计，2012 年国内植物生长调节剂制剂需求量约 18 万吨，按年均 15%的增长速度，到 2015 年，我国植物生长调节剂制剂需求量将达到 27.4 万吨。

该项目建成投产后第一年生产负荷为 40%，第二年生产负荷为 60%，以后各年生产负荷均为 100%。预计年平均实现销售收入 45675 万元，年平均可实现净利润 4294 万元。

4、年产 6000 吨植物营养产品生产线项目

该项目计划投资 2095 万元在工业园区新建两条水溶性肥料（液体）生产线，一条年产 4000 吨含氨基酸水溶肥料生产线，一条年产 2000 吨含腐植酸水溶肥料生产线。

含氨基酸水溶肥料是以游离氨基酸为主体，按适合植物生长所需比例，添加适量铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素或钙元素而制成的液体水溶性肥料。含氨基酸水溶肥料主要功能是补充植物生长所需的多种营养成分。含腐植酸水溶肥料是指以适合作物生长所需比例的腐植酸，添加适量氮、磷、钾大量元素或铜、铁、锰、锌、硼、钼

微量元素而制成的液体水溶性肥料。含腐植酸水溶肥料除补充营养物质外，还有提高植物的抗旱、抗冻等功能。

公司现拥有 1 条含氨基酸水溶性生产线，设计产能 2000 吨，2014 年产量 4704 吨，产能利用率高达 235.19%，1 条大量元素水溶肥生产线，设计产能 3000 吨，2014 年产量 4648 吨，产能利用率 117%。扩产后公司水溶肥产能由 5000 吨升至 11000 吨，有效解决产能瓶颈问题。

含氨基酸和含腐植酸水溶肥料市场需求巨大，据中国化工信息中心预测，2015 年，中国含氨基酸水溶肥料市场需求量将达到 27-28 万吨左右，中国含腐植酸水溶肥料的市场需求量将达到 28-32 万吨，两种肥料的总需求量为 55-60 万吨。

该项目项目建成投产后第一年生产负荷为 40%，第二年生产负荷为 60%，以后各年生产负荷均为 100%。项目建成投产后，预计年平均销售收入 3510 万元，年平均可实现净利润 933 万元。

5、营销服务体系建设项目

该项目计划投资 7828 万元，项目建设周期为 2 年，包括以下五个部分：①新建营销培训中心；②加强对经销商和零售商的业务知识及产品的培训；③扩充专业技术团队人员，加强技术培训，提高技术服务水平和覆盖范围；④扩建 5 个区域性物流仓储中心，升级原有物流仓储中心的基础设施；⑤升级营销管理系统。

通过加大对营销服务体系的投入，公司的技术营销服务能力将提升到一个更高的水平，继续保持市场领先地位。

盈利预测

基于以上分析，我们假设：

(1) 公司募投项目 2016 年 6 月份投产；

(2) 主要产品价格和毛利率维持相对稳定；

那么公司 2015-2017 年主营产品有望实现营收 6.18、11.24 和 13.47 亿元，分别同比增长 6.15%、81.81%和 19.84%。

表：公司主营产品销售收入情况预测

产品	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
植物生产调节剂						
原药产能(吨)	237	237	237	237	2100	2100
制剂产量(吨)	2246	2245	2570	2827	9884	12600
制剂销量(吨)	2142	2283	2573	2827	9884	12600
销售均价	6.25	6.28	6.25	6.25	6.25	6.25
销售收入	13395	14343	16084	17669	61776	78750
毛利率	60.83%	60.22%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利	8148	8638	9651	10601	37066	47250
杀菌剂						
原药产能(吨)	400	400	400	400	400	400

制剂产量(吨)	2326	2339	1849	1900	1900	1900
制剂销量(吨)	2562	2385	2169	2200	2200	2200
销售均价	3.75	4.29	4.92	5.00	5.00	5.00
销售收入	9619	10220	10679	11000	11000	11000
毛利率	40.41%	39.03%	37.77%	37.77%	37.77%	37.77%
毛利	3887	3989	4033	4155	4155	4155
水溶肥						
产能(吨)	5000	5000	5000	5000	11000	11000
产量(吨)	12531	13118	9352	11000	15000	18000
销量(吨)	12974	12732	9988	11000	15000	18000
销售均价	1.25	1.45	1.44	1.44	1.44	1.44
销售收入	16248	18445	14344	15840	21600	25920
毛利率	55.96%	58.43%	59.75%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利	9092	10777	8570	9504	12960	15552
普通复合肥	8142	11259	8903	9000	9000	9000
其他(杀虫剂、除草剂等)	5597	5705	8219	8300	9000	10000
合计营收	53001	59972	58229	61809	112376	134670
YOY		13.15%	-2.91%	6.15%	81.81%	19.84%

资料来源：公司招股书，群益证券预测

我们预计公司 2015/2016/2017 年可分别实现净利润 1.33/2.38/2.89 亿元，YOY+7.51%/+79.30%/+21.47%，折合 EPS 为 1.77/3.18/3.86 元，目前发行价对应的 PE 分别为 15 倍、8 倍和 7 倍。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	602	584	619	1126	1340
经营成本	308	299	317	552	650
营业税金及附加	1	0	1	1	1
销售费用	106	96	102	186	221
管理费用	40	44	49	113	134
财务费用	0	-2	-3	-6	-7
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	148	142	153	276	336
利润总额	150	145	156	279	339
所得税	22	21	23	41	50
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	128	124	133	238	289

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	236	258	458	358	390
应收账款	23	24	26	40	48
存货净额	125	114	109	141	155
流动资产合计	424	433	630	594	663
固定资产	19	20	20	200	300
在建工程	1	4	200	150	30
非流动资产合计	54	63	259	389	369
资产总计	478	496	889	983	1032
流动负债合计	139	79	93	116	136
非流动负债合计	0	3	3	3	3
负债合计	139	83	96	119	140
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	339	413	793	864	892
负债和股东权益总计	478	496	889	983	1032

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	130	113	124	223	268
投资活动所用现金净额	-6	-10	-300	-200	-100
融资活动所得现金净额	-52	-80	376	-124	-136
现金及现金等价物净增加额	72	23	200	-100	32

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或许会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。