



002749.CH

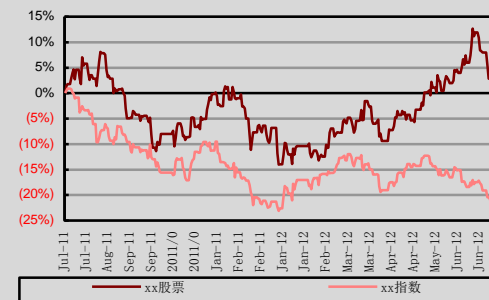
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 64.49

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.2)	6.8	(5.7)	(21.4)
相对深证成指	(0.8)	0.6	(6.5)	(26.3)

发行股数(百万)	75
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,183
3个月日均交易额(人民币 百万)	23
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
颜昌绪	38

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年3月8日收市价为标准

相关研究报告

《化工行业 2018 年策略: 原料有支撑, 供给侧改革效应显现》2017.1.8

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫻嫻

(8621)20328550

Yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

国光股份

苔花如米小, 也学牡丹开

植物生长调节剂的使用已经成为各国农业科技发展水平的重要标志, 是我国农业、园林消费升级的重要方向, 需求将保持较快增长, 前景广阔。公司是国内植物生长调节剂的龙头企业, 研发和销售实力出众, 销售毛利率长年维持高水平。随着募投项目投产, 公司的产能瓶颈被逐步打破, 未来增长有望换挡提速。首次覆盖给予“买入”评级。

支撑评级的要点

- 植物生长调节剂是消费升级新方向, 市场需求保持较快增长, 公司直接受益。植物生长调节剂具有使用成本低、见效快、用量微、效果显著、投入产出比高的特性, 已经成为各国农业科技发展水平的重要标志。2016 年全球植物生长调节剂的市场规模达到 15.36 亿美元, 同比增速为 18.15%, 预计到 2020 年将达到 18 亿美元。我国相关产业起步较晚, 市场规模迅速从 2011 年的 34 亿元涨至 2016 年的 78 亿元, 年均增长 26.2%。随着观念转变推动消费升级, 需求有望持续较快增长, 公司直接受益。
- 三大因素支撑公司长年维持销售高毛利。公司的销售毛利率长期维持在 50% 左右, 甚至在 2017 年原材料涨价的背景下进一步提升。除了使用植物生长调节剂的投入产出比很高, 客户价格敏感性很低这个原因外, 其他主要原因还有: “登记证制度+技术要求” 形成行业准入双壁垒, 我国植物生长调节剂的生产企业新进入者有限, 公司的行业龙头地位稳固; 公司拥有完善的销售网络, 通过专业知识和服务意识与农民进行直接对话, 搭建起了高粘性的销售渠道; 上下游协同, “套餐销售” 新模式的创新以及不断推出的新产品, 进一步支撑公司的高毛利。

评级面临的主要风险

- 募投项目进展不顺, 农业、园林政策变化引起的异常状况。

估值

- 公司在国内植物生长调节剂行业具有领军地位。凭借上下游一体化和产品创新, 公司的销售毛利率和净利率在原高水平上进一步抬升, 支撑公司利润稳步增长。随着募投项目投产, 公司产能瓶颈被逐步打破, 未来增长有望换挡提速。预计 2017-2019 年每股收益分别为 2.47 元、3.23 元、4.23 元, 首次给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	605	614	736	962	1,264
变动(%)	4	2	20	31	31
净利润(人民币 百万)	134	139	185	242	317
全面摊薄每股收益(人民币)	1.784	1.857	2.473	3.229	4.232
变动(%)	8.3	4.1	33.2	30.5	31.1
全面摊薄市盈率(倍)	35.4	34.0	25.5	19.5	14.9
价格/每股现金流量(倍)	34.6	27.8	34.7	34.7	27.0
每股现金流量(人民币)	1.82	2.27	1.82	1.82	2.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.5	26.8	19.5	15.1	11.9
每股股息(人民币)	0.640	1.000	3.000	1.237	1.614
股息率(%)	1.0	1.6	4.8	2.0	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司概况：植物生长调节剂龙头企业	5
股权结构：家族持股占比超过六成	5
植物生长调节剂为公司主要产品	5
高毛利产品令人羨	6
创新不断，研发投入占营业收入的比重呈上升趋势	8
新项目破局公司产能瓶颈	9
国内植物生长调节剂行业起步较晚，是消费升级新方向	11
公司植物生长调节剂销售高毛利背后的三大因素：行业高壁垒；扎根田间的销售网络；“套餐销售”新模式	16
因素一：“登记证制度+技术要求”形成行业准入双壁垒	16
因素二：收获农民信任，搭建扎根田间的销售网络	18
因素三：上下游协同+“套餐销售”新模式+越冬新品，进一步为公司的高毛利提供支撑	21
水溶性肥料	23
盈利预测与投资评级	30
主要假设	30
投资建议：买入	30
风险提示	31
披露声明	33

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司股权结构.....	5
图表 2. 公司主要产品.....	6
图表 3. 公司营业收入情况.....	6
图表 4. 公司归母净利润情况.....	6
图表 5. 主要农产品价格变动趋势.....	7
图表 6. 重点园林上市公司平均业绩增幅.....	7
图表 7. 2016 年公司主营业务构成（按产品）.....	7
图表 8. 2016 年公司主营业务构成（按地区）.....	7
图表 9. 公司销售毛利率情况.....	8
图表 10. 公司销售净利率情况.....	8
图表 11. 公司研发投入占销售收入比例.....	8
图表 12. 公司研发人员占比.....	8
图表 13. 公司人员构成（2017 年三季度报数据）.....	9
图表 14. 公司募投项目基本情况.....	9
图表 15. 公司主要产品产能.....	10
图表 16. 植物生长调节剂主要作用示意图.....	11
图表 17. 全球植物生长调节剂销售情况.....	12
图表 18. 2015 年世界各国人均耕地面积.....	12
图表 19. 中国总播种面积.....	12
图表 20. 中国果园总面积.....	13
图表 21. 中国蔬菜种植面积及产量.....	13
图表 22. 中国园林绿化投资额.....	13
图表 23. 中国人均公园绿地面积.....	14
图表 24. 中国城市公园绿地面积.....	14
图表 25. 中国房地产开发投资完成额.....	14
图表 26. 国内生产植物生长调节剂的主要企业.....	15
图表 27. 国内植物生长调节剂行业市场规模及公司市占率.....	15
图表 28. 公司毛利率、净利率及农药行业毛利率.....	16
图表 29. 植物生长调节剂产品市场化销售前期工作流程.....	16
图表 30. 农药登记的审批过程.....	17

图表 31. 公司的蔬菜水果登记产品概览.....	18
图表 32. 农资消费的其他特点.....	19
图表 33. 公司销售渠道.....	19
图表 34. 公司物流仓库布局.....	20
图表 35. 公司人员构成.....	20
图表 36. 公司技术人员数量及占比.....	20
图表 37. 公司技术人员服务情景.....	21
图表 38. 2016 年公司营业成本构成.....	21
图表 39. 公司原材料成本占比.....	21
图表 40. 公司分季度营业收入.....	22
图表 41. 公司分季度归母净利润.....	22
图表 42. 水溶性肥料行业产业链.....	23
图表 43. 我国水资源总量及人均占有量.....	23
图表 44. 2016 年农业用水量占比.....	24
图表 45. 我国水溶性肥料行业发展历程.....	24
图表 46. 我国花卉总种植面积.....	25
图表 47. 城市建成区绿化覆盖面积.....	25
图表 48. 我国水溶性肥料行业供需情况.....	25
图表 49. 2010 年颁布的水溶性肥料技术标准.....	25
图表 50. 我国水溶性肥料行业市场规模.....	26
图表 51. 我国水溶性肥料价格走势.....	26
图表 52. 氮肥类原料价格.....	26
图表 53. 磷肥类原料价格.....	27
图表 54. 钾肥类原料价格.....	27
图表 55. 不同水溶性肥料原料成本占比.....	27
图表 56. 农业生产成本构成.....	28
图表 57. 农资成本构成.....	28
图表 58. 不同水不溶物含量的水溶性肥料的应用.....	28
图表 59. 新疆石河子地区不同水溶肥料产品中水不溶物含量.....	29
图表 60. 销售收入结构预测.....	30
损益表(人民币 百万).....	32
资产负债表(人民币 百万).....	32
现金流量表(人民币 百万).....	32
主要比率 (%).....	32

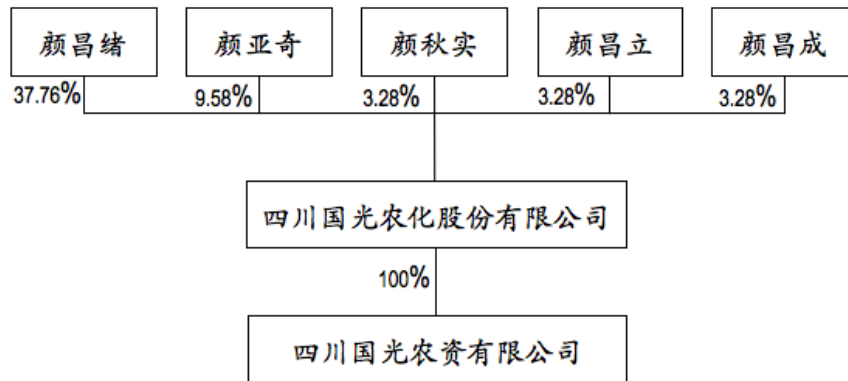
公司概况：植物生长调节剂龙头企业

四川国光农化股份有限公司（下称公司、国光股份）位于四川省简阳市，前身为简阳县国光保鲜剂厂。2000年1月与平泉镇脱离挂靠关系，改制为有限公司，由10名自然人股东共同出资，在四川省简阳市登记注册。公司于2015年2月17日在中小板上市，是专业从事植物生长调节剂、杀菌剂、杀虫剂、除草剂、微肥、保鲜剂生产、销售的企业。公司目前拥有91个农药登记证，39个肥料登记证，609个注册商标，“植物生长调节剂组合物”、“树木插瓶”、“SE-02保鲜剂”等59项专利（其中19项为发明专利）和4项科技成果。

股权结构：家族持股占比超过六成

颜昌绪先生为公司的第一大股东和实际控制人，持股比例37.76%。颜昌绪是第二大股东颜亚奇的父亲，股东颜秋实、颜昌成、颜昌立是颜昌绪的兄弟。颜氏家族合计持股占比61.98%。公司目前下设一家全资子公司四川国光农资有限公司，其主要业务为批发、零售农药、微肥、复合肥、有机肥、化肥、农膜、农用机具、园艺绿化用品、饲料及添加剂、机械设备、电子产品、塑料制品、化工原料(不含危险品)、日化产品、金属油污清洗剂、唛喃、树脂农业技术咨询、培训以及国家允许该企业经营的进出口业务。

图表 1. 公司股权结构



资料来源：公司公告、中银证券

植物生长调节剂为公司主要产品

公司的主营业务包含农药和肥料两大部分。公司的农药产品包含制剂与原料两大部分，主要涵盖了植物生长调节剂以及杀虫剂、杀菌剂。公司生产的杀虫剂和杀菌剂主要是配合植物生长调节剂以套餐的形式进行销售。公司的肥料产品主要是以含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料为主的水溶性肥料，同时具备生产微量元素水溶肥料和含腐植酸水溶肥料的生产能力。公司的产品主要应用于农业（经济作物、大田作物）和园林（花卉苗木种植和园林养护）等中高端市场。2016年，农药类产品占公司营业收入比重为75.79%，肥料类产品占比为23.85%。

图表 2. 公司主要产品

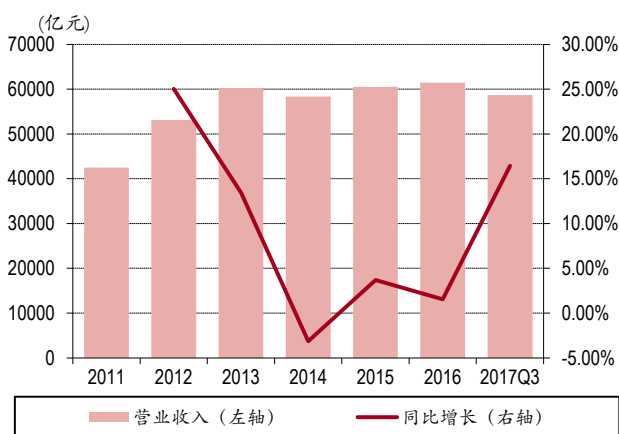
产品分类	产品大类	产品细分种类	主要产品
农化产品	农药	调节剂原药	萘乙酸、S-诱抗素原药、三十烷醇、吲哚丁酸等
		调节剂制剂	噻苯隆、氯吡脞、S-诱抗素、三十烷醇、复硝酚钠、乙烯利、多唑·甲呱鎓、赤霉酸等
	肥料产品	杀菌剂、杀虫剂	防蛀液剂、苯丁·哒螨灵、烯酰吗啉、烯唑醇、多菌灵等
水溶性化肥		中量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料、大量元素水溶肥料	
园林产品	园林资材		糊涂(可喷涂涂白粉)、保温保湿带、新型大树移植板框、可移动滴灌袋、土球通气管等
	其他园林产品		树木移植养护品、花卉苗木养护品、草坪养护品、家庭园艺药肥等

资料来源：公司官网、中银证券

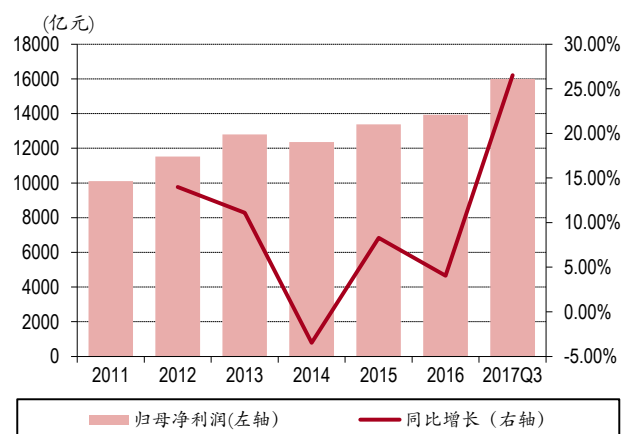
高毛利产品令人美

公司主要销售的植物生长调节剂和高端水溶肥均为高毛利产品。受农业行业整体低迷以及国家控制楼堂馆所建设、高尔夫消费等不利因素的影响，公司前几年收入规模增长乏力。但凭借产品创新、业务结构调整，公司的销售毛利率和净利率在原高水平上进一步抬升，支撑公司利润稳步增长。随着观念转变、消费升级持续推进以及募投项目投产，公司未来增长有望换挡提速。

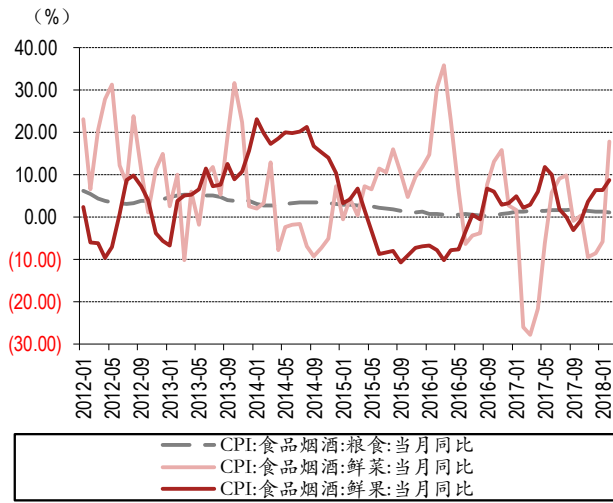
受园林政策和农业周期影响，过去几年公司收入规模增长有限。过去几年，受国家控制高尔夫消费、控制楼堂馆所建设等政策的影响，园林客户的消费受到了较大影响。在此期间，农业也相对低迷，农产品和果蔬价格持续不振，进一步影响了公司的销售。2013-2016年，公司营业收入均保持在6亿元左右，增长有限。公司归母净利润从2013年的1.28亿元提高到2016年的1.39亿元，年均增长2.92%。随着大宗商品价格回升、观念转变、消费升级以及特色小镇建设等政策的催化，园林公司的业绩在2017年得到明显改善，几个重点上市公司的业绩平均增长了63.58%。作为后周期行业，国光股份业绩也将提速增长。2017年前三季度公司营业收入同比增速达到16.43%，归母净利润增速为27%，增速相比之前显著提升。

图表 3. 公司营业收入情况


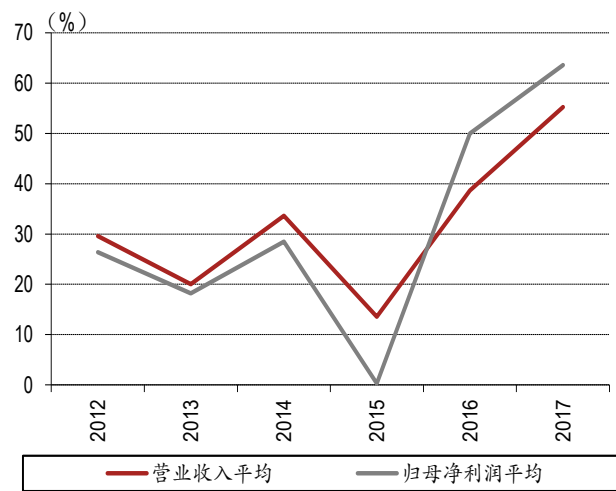
资料来源：公司公告、中银证券

图表 4. 公司归母净利润情况


资料来源：公司公告、中银证券

图表 5. 主要农产品价格变动趋势


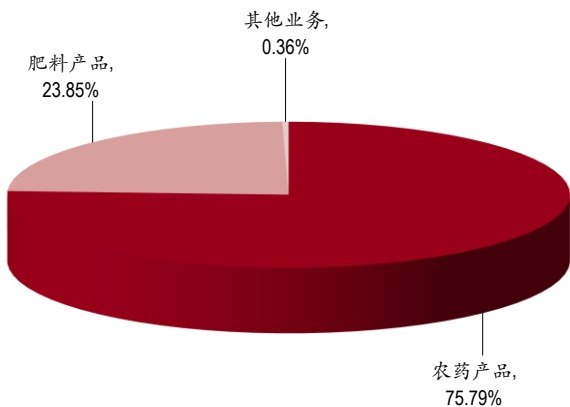
资料来源: 万得、中银证券

图表 6. 重点园林上市公司平均业绩增幅


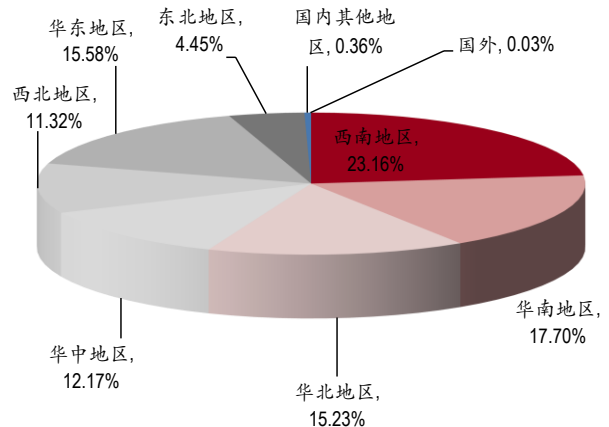
资料来源: 万得、中银证券

注: 重点公司包括东方园林、棕榈股份、铁汉生态、云投生态、蒙草生态、岭南股份、美晨生态、美尚生态、大千生态、普邦股份、文科园林、杭州园林

公司七成以上收入来源于植物生长调节剂, 营业收入地区分布均衡。2016 年公司农药产品和水溶性肥料贡献的收入占比分别为 75.79% 和 23.85%。另外, 公司的扩产计划仍然以农药产品为主。从区域分布来看, 2016 年公司的营业收入在国内除东北地区外的各地区间的分布比较平均。公司目前拥有 3000 多家经销商, 销售网络已经布局到全国各地。

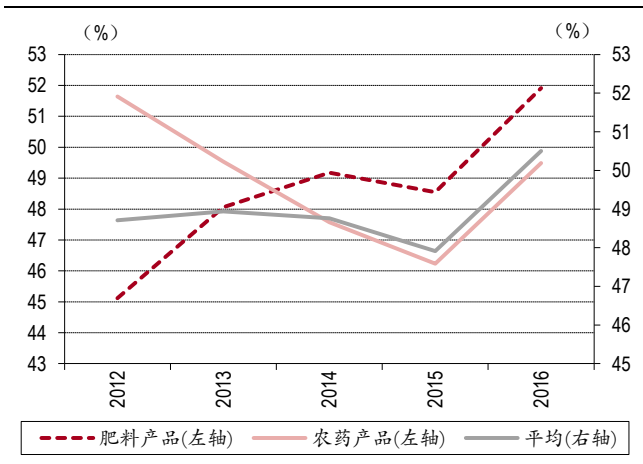
图表 7. 2016 年公司主营业务构成 (按产品)


资料来源: 公司公告、中银证券

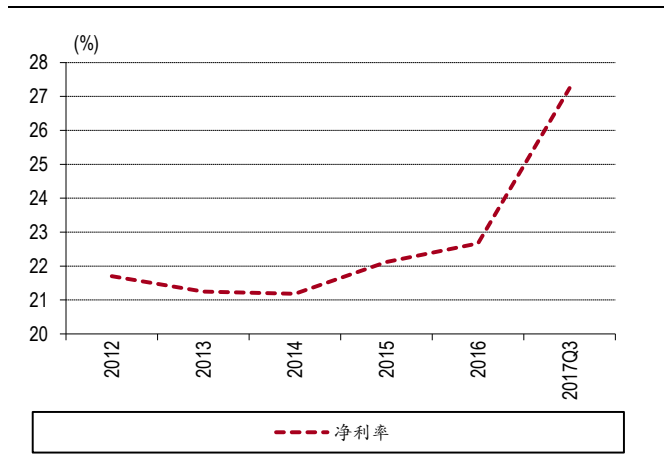
图表 8. 2016 年公司主营业务构成 (按地区)


资料来源: 公司公告、中银证券

公司产品毛利率、净利率从“高”走向“更高”。公司的植物生长调节剂以及水溶性肥料等产品附加值较高, 具有消费升级产品的属性, 下游客户的价格敏感性较低, 公司的销售毛利率长期维持在 50% 左右的高水平, 净利率维持在 20% 以上。随着产品创新和规模扩大, 公司的销售毛利率和净利率还在不断攀升。

图表 9. 公司销售毛利率情况


资料来源：公司公告、中银证券

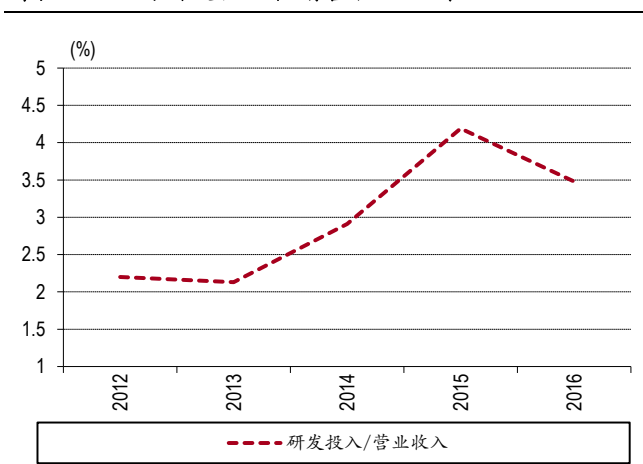
图表 10. 公司销售净利率情况


资料来源：公司公告、中银证券

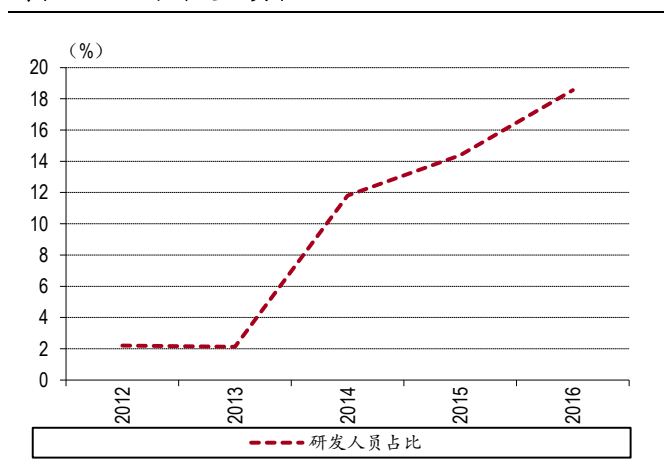
创新不断，研发投入占营业收入的比重呈上升趋势

研发投入占销售收入的比重从2%左右上升到4%左右。2012-2016年，公司的研发投入占营业收入的比重呈现上升趋势。目前，公司继续聚焦植物生长调节剂的研发和生产，把丰富“作物套餐”和完善“作物整体解决方案”作为产品研发的重点工作。随着市场竞争的加剧，新产品的研发以及“套餐销售”的新模式将助力公司占据更大的市场。

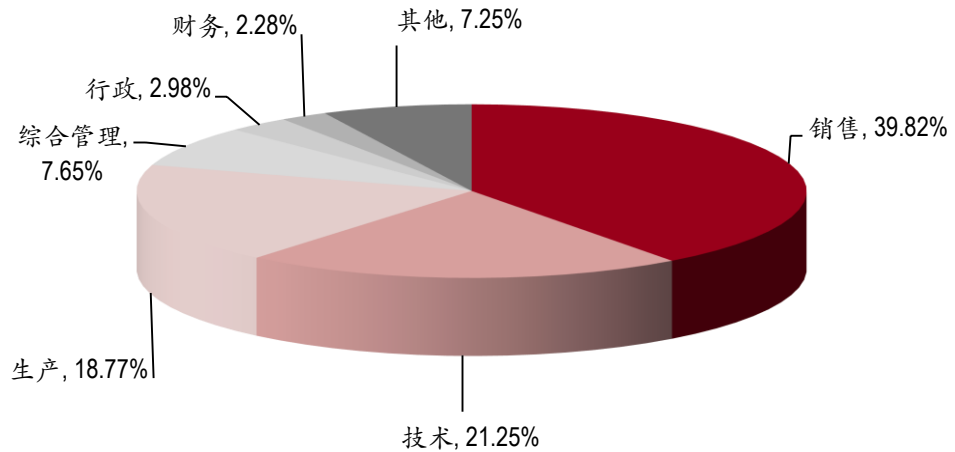
研发人员的占比逐年上升以及公司与科研机构的长期合作使得公司具有较强的研发能力。目前，公司全部人员中有21.25%是技术人员，主要从事研发工作和经销商培训。另外，公司长期与中国药科大学、北京市农科院、四川省农科院以及中国农业大学、北京林业大学等高校和科研机构保持合作，研发能力较强。公司的技术中心是四川省企业技术中心，拥有一支由相关专业的硕士和本科生组成的优秀研发团队，有长期致力于植物生长调节剂和水溶性肥料产品研究的研发人员和长期从事质量控制的分析人员，具有较强的研究开发能力。

图表 11. 公司研发投入占销售收入比例


资料来源：公司公告、招股说明书及中银证券

图表 12. 公司研发人员占比


资料来源：公司公告、中银证券

图表 13. 公司人员构成 (2017 年三季度报数据)


资料来源：公司公告、招股说明书及中银证券

新项目破局公司产能瓶颈

2015 年公司通过 IPO 募得 5.0475 亿元资金用于新建生产线。募投项目产能约是当前产能的四倍，将解决未来 5 年公司增长所需的产能储备，为公司进一步拓展市场提供保障。其中，由于立项产能过小、工艺落后并且目前已有新的、更加高效的发酵法工艺和生产方法出现，从长远发展考虑，公司终止了年产 500 公斤 S-诱抗素项目的实施。另外，由于简阳市的城市规划调整，拟建营销培训中心大楼建设所处地块调整为绿化用地，因此公司终止了营销培训中心大楼建设子项目。公司募投项目建设所在的园区是地方政府新建的工业园区，由于园区的污水处理厂没有完工，公司募投项目的预计投产时间延后至 2018 年 12 月。

图表 14. 公司募投项目基本情况

序号	项目名称	项目总投资额(万元)	募集资金投资额(万元)	备注
1	年产 2,100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	6368.00	5325.00	
2	年产 500 公斤 S-诱抗素原药项目	1255.00	1255.00	已终止
3	年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	5989.00	5989.00	
4	年产 6,000 吨植物营养产品生产线项目	2095.00	2095.00	
5	营销服务体系建设项目	7828.00	7828.00	已终止营销培训中心大楼建设子项目
6	补充营运资金	12000.00	12000.00	

资料来源：招股说明书、公司公告及中银证券

图表 15. 公司主要产品产能

	产品	现有产能 (吨/年)	在建产能 (吨/年)	投产时间
原药产品	甲哌鎗	210	1000	2018.12
	萘乙酸	27	100	2018.12
	代森锰锌	200	-	
	代森锌	200	-	
	抑芽丹原药		1000	2018.12
制剂产品	水剂	800		
	可溶液剂	100	4800	2018.12
	可溶粉剂	400		
	可湿性粉剂	2500	12200	2018.12
	微乳剂	200		
	水乳剂		2000	2018.12
肥料产品	乳油	500	-	
	大量元素水溶性肥料	3000	-	
	含氨基酸水溶性肥料	2000	4000	2018.12
	植物营养产品		6000	2018.12
	含腐植酸水溶肥料		2000	2018.12
其他	园林花卉养护品		10000	2018.12

资料来源: 招股说明书、中银证券

国内植物生长调节剂行业起步较晚，是消费升级新方向

植物从种子萌发、生根、生长、开花、结实、衰老、脱落到休眠的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调节作用，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。植物生长调节剂的使用已经成为各国农业科技发展水平的重要标志。

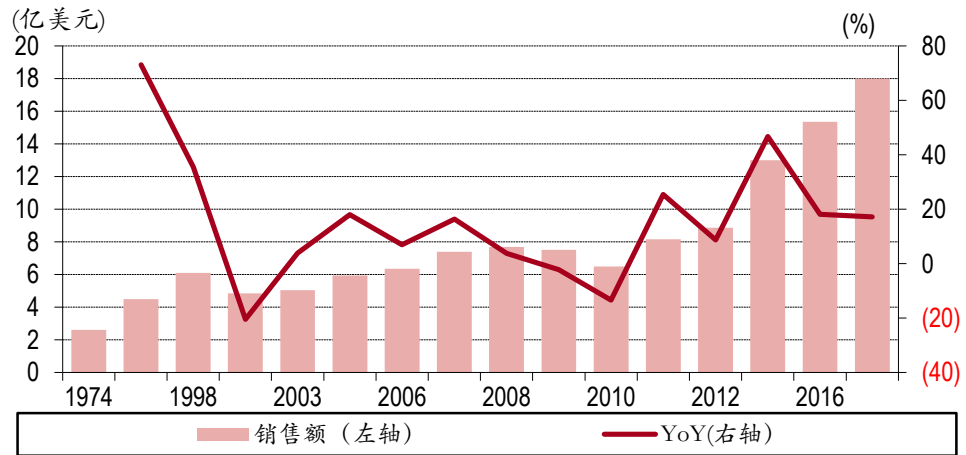
植物生长调节剂具有使用成本低、见效快、用量微（达百万、千万分之一）、效果显著、投入产出比高（一般投入产出比都在 1: 100 以上）的特性，是生产优质农产品、无公害有机绿色食品必不可少的生产资料。

图表 16. 植物生长调节剂主要作用示意图



资料来源：公司年报、招股说明书及中银证券

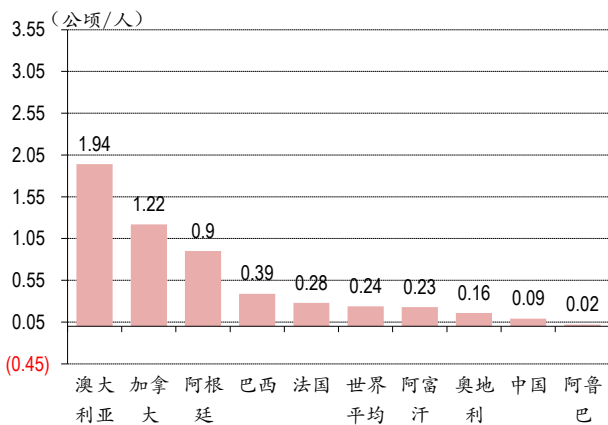
全球植物生长调节剂消费量持续增长，需求各异。根据中国农业大学农学院田晓莉教授的研究，2016 年全球植物生长调节剂的市场规模达到 15.36 亿美元，同比增速为 18.15%，预计到 2020 年全球植物生长调节剂的市场规模将会达到 18 亿美元。目前国外用于商品生产的植物生长调节剂已在百种以上。国外农业在施用植物生长调节剂上的重点各不相同，欧美等国为了适应机械化栽培和节省劳力，多注意矮化、脱叶、干燥剂的选用；日本则着力于提高农作物的产品质量。进入二十一世纪后，国外主要市场趋于成熟，品种进入升级换代的新阶段。

图表 17. 全球植物生长调节剂销售情况


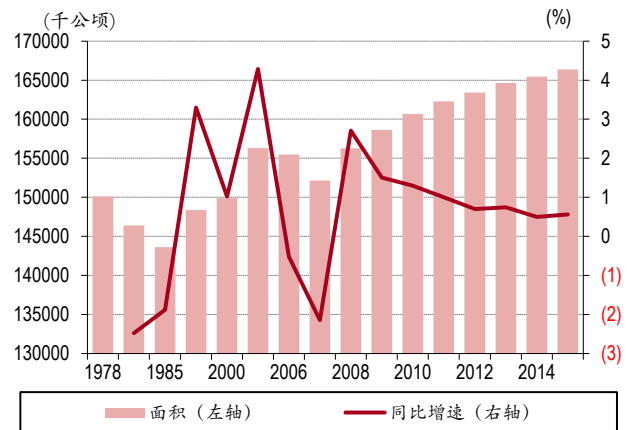
资料来源：招股说明书、中国农药工业协会、广东三农网及中银证券

我国植物生长调节剂的应用起步较晚。我国植物生长调节剂的应用最早始于 20 世纪 80 年代，甲呱鎓的出现取代了矮壮素成为棉花种植上延缓营养生产、缩短节间、塑造理想株的第一生长延缓剂。20 世纪 90 年代以来，我国植物生长调节剂进入产品研发与适应领域推广并举的阶段。目前国内登记的植物生长调节剂主要集中在小麦、大豆、玉米、水稻以及种植面积较大的果树等经济作物上，而一些种植面积较小、分布局限的小宗作物登记的品种则比较少。

植物生长调节剂的应用将成为现代化农业增产提质的重要措施之一。我国人口众多，人均耕地面积不足世界平均水平。我国要利用全球 7% 的耕地养活全球近 22% 的人口，因此提高单位面积作物产量对于我国来说至关重要。而植物生长调节剂与传统农业相比拥有成本低、收效快、效益高以及节省劳动力的优点，它的使用已经成为现代化农业增产提质的重要措施之一，植物生长调节剂的广泛使用为农作物的增产增收，提高经济效益做出了重要贡献。

图表 18. 2015 年世界各国人均耕地面积


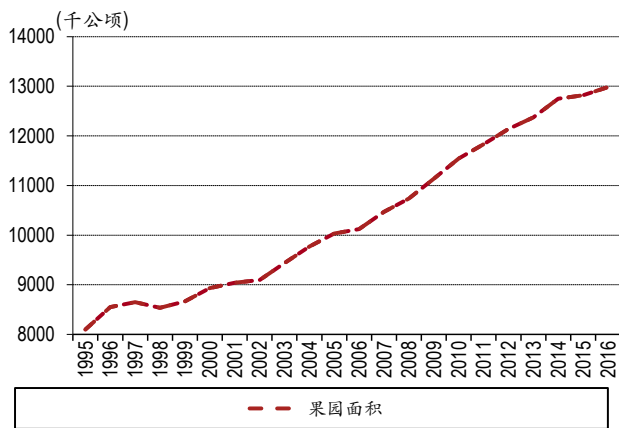
资料来源：新浪财经、中银证券

图表 19. 中国总播种面积


资料来源：国家统计局、中银证券

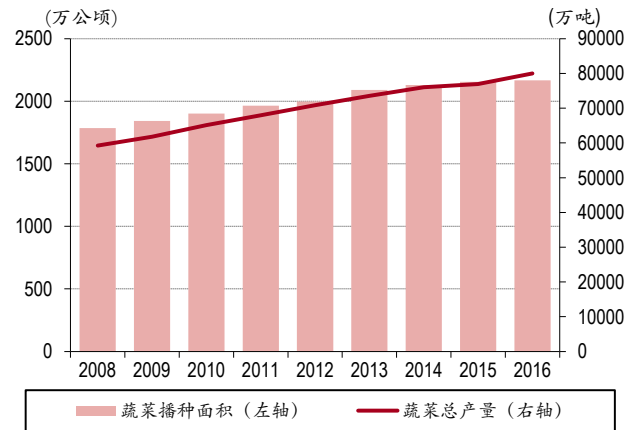
植物生长调节剂下游需求旺盛。植物生长调节剂的下游包含水果蔬菜等高附加值作物以及园林作物等。近年我国水果蔬菜种植面积稳步增长，2016年水果和蔬菜的种植面积分别达到1298.16万公顷和2166.9万公顷。另外，近年来我国园林绿化行业发展迅速，2016年我国园林绿地投资额已经达到2170.9亿元，近十年的年复合增长率达到141.5%。园林绿化一般可以分为地产绿化和市政绿化。截至2016年底，全国城市建成区绿地率达36.4%，人均公园绿地面积达13.5平方米。城市建成区绿地达197.1万公顷，城市公园绿地达64.1万公顷。虽然我国城市绿化覆盖率在近十几年来逐年上升，但据对世界49个城市的统计，就人均公园面积而言，2000年美国华盛顿为50平方米/人，澳大利亚堪培拉为70平方米/人，瑞典斯德哥尔摩超过68.3平方米/人。而我国2016年城市人均公园绿地面积仅为13.5平方米/人，与国际水平差距巨大。我国城市园林行业发展方兴未艾，市场前景十分广阔。

图表 20. 中国果园总面积



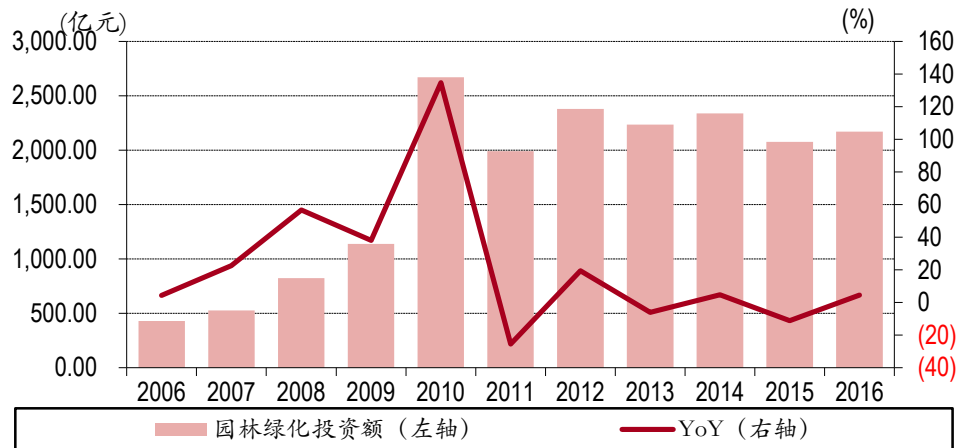
资料来源：国家统计局、产业信息网及中银证券

图表 21. 中国蔬菜种植面积及产量

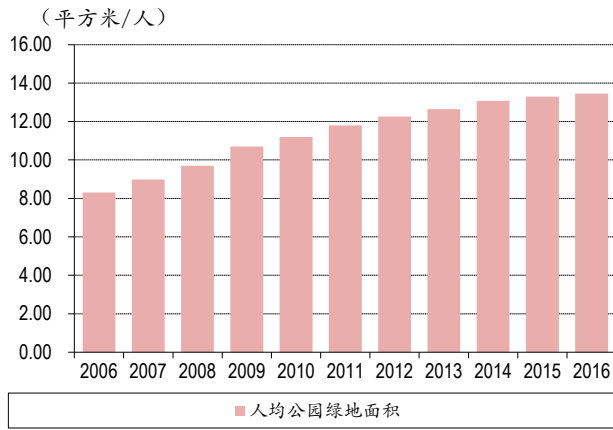


资料来源：智研咨询、中银证券

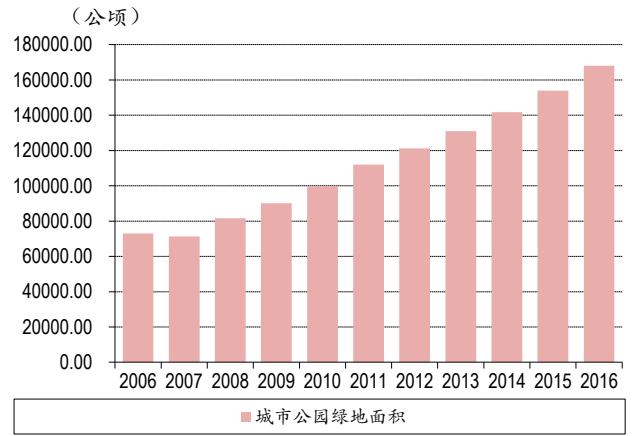
图表 22. 中国园林绿化投资额



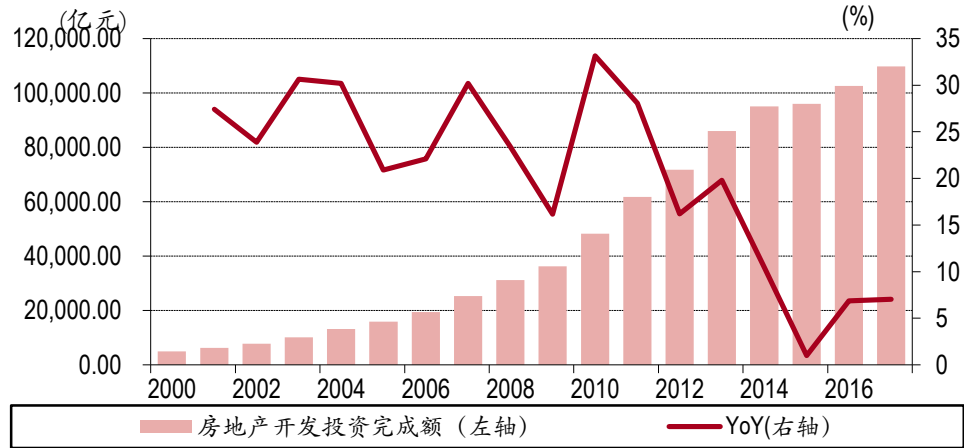
资料来源：万得、中银证券

图表 23. 中国人均公园绿地面积


资料来源：万得数据库、中银证券

图表 24. 中国城市公园绿地面积


资料来源：万得数据库、中银证券

图表 25. 中国房地产开发投资完成额


资料来源：万得数据库、中银证券

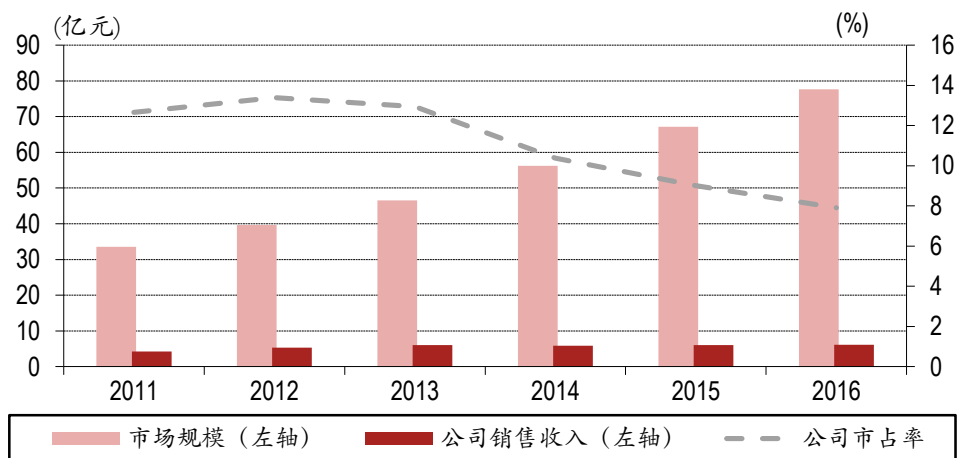
公司产品品种众多，是国内领军企业。不同的植物生长调节剂有不同的登记用途和施用方法。不当的施用会导致作物死亡。行业内其他主要厂商，比如江苏丰源主要生产赤霉酸，安邦电化主要生产乙烯利，但利润水平较低。钱江生化以生产赤霉素原药为主，少有制剂。公司拥有 20 多种植物生长调节剂的生产能力，是国内登记产品最多、销售品种最丰富的植物生长调节剂企业。经过 30 余年的发展，公司的品牌已经得到广泛的认可，获得了稳定的客户源。“国光”商标是“中国驰名商标”，“国光”、“矮丰”、“稀施美”商标是四川省著名商标，国光“矮丰系列植物生长调节剂”是“四川省名牌产品”。

图表 26. 国内生产植物生长调节剂的主要企业

公司名称	主要经营产品及产能	技术水平
江苏丰源生物工程有限公司	赤霉素 GA3 原药 (50 吨/年)、赤霉素 GA4+7 原药 (5 吨/年)、阿维菌素原药 (50 吨/年) 和六亚甲基亚胺 (1000 吨/年)	主产品赤霉酸已在美国、加拿大、韩国等多个国家注册
江苏安邦电化有限公司	乙烯利原药及制剂 (10000 吨/年)	国内最大的乙烯利生产企业
江西新瑞丰生化有限公司	赤霉酸 GA3 (140 吨/年)、赤霉酸 A4+A7 (5 吨/年)、脱落酸 (5 吨/年)	以生物农药制造为主
四川国光农化股份有限公司	可生产甲哌唑、萘乙酸等 11 种原药和 20 多种制剂	拥有 20 多种植物生长调节剂制剂的生产能力
浙江钱江生物化学股份有限公司	赤霉素原药 (300 吨/年) 及制剂	国内最大生物农药生产企业之一
成都新朝阳生物化学有限公司	芸苔素内酯制剂	

资料来源：公开资料整理、中银证券

限于产能，公司市占率近年略有下降。根据中国产业信息网的研究测算，我国植物生长调节剂行业市场规模从 2011 年的 33.58 亿元提升至 2016 年的 77.597 亿元，年复合增长率为 26.2%。公司近几年市场占有率呈现了下降的趋势，主要是由于公司现有产能不足造成的。公司目前部分产品的产能利用率已经超过 100%，产能不足已经严重限制了公司业务拓展和业绩的提高。公司募投项目的新增产能能够有效的缓解目前产能不足的局面，新增产能预计可以在 2018-2019 年释放，随着新增产能的逐渐释放，预计公司的市占率可以得到大幅提升。

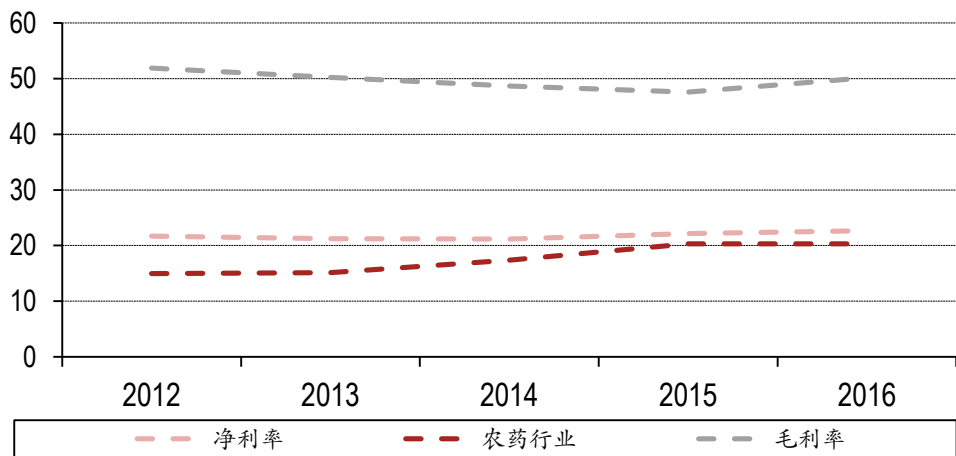
图表 27. 国内植物生长调节剂行业市场规模及公司市占率


资料来源：产业信息网、公司年报及中银证券

公司植物生长调节剂销售高毛利背后的三大因素：行业高壁垒；扎根田间的销售网络；“套餐销售”新模式

公司农药产品的销售毛利率长期维持在 50% 左右，甚至在 2017 年原材料涨价的背景下还有进一步提升。除了使用植物生长调节剂的投入产出比很高，下游客户的价格敏感性很低这个原因外，其他主要原因还有：“登记证制度+技术要求”形成行业准入双壁垒，我国植物生长调节剂的生产企业新进入者有限，公司的行业龙头地位稳固；公司经过 30 多年的摸索，通过专业知识和服务意识与农民进行直接对话，搭建起了高粘性的销售渠道；上下游协同、“套餐销售”新模式的创新以及不断推出的新产品，进一步支撑公司的高毛利。

图表 28. 公司毛利率、净利率及农药行业毛利率

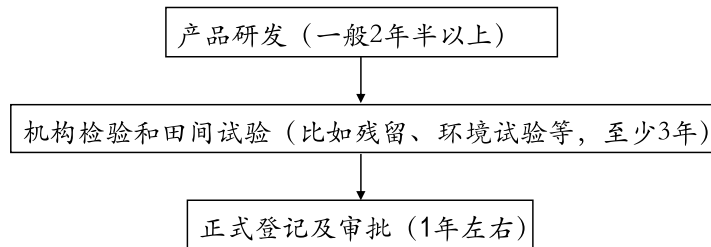


资料来源：中商情报网、产业信息网、农药快讯信息网及中银证券

因素一：“登记证制度+技术要求”形成行业准入双壁垒

登记证制度形成行业准入的制度壁垒。根据 2017 年修订的《农药管理条例》，所有农药的生产和销售都要先取得登记证。植物生长调节剂的生产与销售同样需要在农业部取得登记证，这个过程一般需要 4 年以上。考虑到前期研发也需要两年半以上，所以完成一种植物生长调节剂产品的市场化销售前期工作至少需要 6-7 年甚至更久。

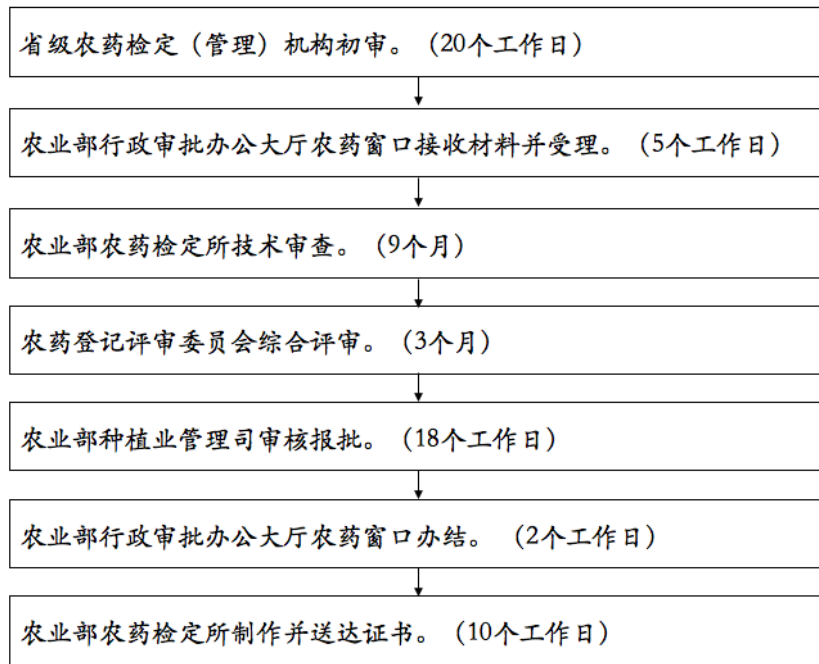
图表 29. 植物生长调节剂产品市场化销售前期工作流程



资料来源：公开资料整理、中银证券

注：取得登记证后每 5 年要进行一次延续登记（一般都可以完成）

图表 30. 农药登记的审批过程



资料来源:《农药正式登记审批规范》, 中银证券

植物生长调节剂的研发技术要求高, 已经成为小企业难以逾越的护城河。植物生长调节剂的配方研究以及使用技术都需要十分精准, 其生产研发的技术难度显著高于杀菌剂、杀虫剂和除草剂, 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水平的重要标志。因此, 行业内的龙头企业很容易形成先发优势, 并不断扩大与新进入者的研发技术差距, 现在国内每一种产品只有一到两家企业生产, 带有一定的垄断性质。公司是国内少数能够同时从事植物生长调节剂原药及制剂研发、生产和销售, 拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一。

图表 31. 公司的蔬菜水果登记产品概览

植物生长调节剂	作物	功用
赤霉素	菠菜、柑橘、梨、葡萄、芹菜	促进作物生长发育，使之提早成熟、提高产量、改进品质，打破种子、块茎和鳞茎等器官的休眠，促进发芽；减少蕾、花、铃、果实的脱落，提高果实结果率或形成无籽果实
甲呱鎓	甘薯、马铃薯	促进植物的生殖生长，抑制茎叶疯长、控制侧枝、塑造理想株型，提高根系数量和活力，使果实增重，品质提高
乙烯利	番茄、柿子、香蕉	促进雌花分化、促进果实成熟、促进植株矮化、打破植物休眠
萘乙酸	豆类、番茄、甘薯、苹果、葡萄	促进生长、控制株型、诱导开花结果、防花病、防脱落
矮壮素	番茄	抑制作物细胞伸长但不抑制细胞分裂，使植株变矮，根茎变粗，叶色变绿，可使作物耐旱耐涝，防止作物徒长倒伏，抗盐碱，防止棉花落铃，使马铃薯块茎增大
噻苯隆	黄瓜、葡萄、甜瓜	促进叶柄与茎之间的分离组织自然形成而脱落，是良好的脱叶剂
丙酰芸苔素内酯	黄瓜、葡萄	改善农产品品质、提高产量
芸苔素内酯	草莓、白菜、番茄、柑橘、黄瓜、辣椒、梨、荔枝、苹果、葡萄、香蕉	提高产量，明显改善品质，增加糖份和果实重量，增加花卉艳丽，提高作物的抗旱，抗寒能力，缓解作物遭受病虫害，药害，肥害，冻害的症状
多效唑	荔枝、龙眼、芒果	延缓植物生长，抑制茎秆伸长，缩短节间、促进植物分蘖、增加植物抗逆性能，提高产量
吲哚丁酸	黄瓜	促进植物主根生长，提高发芽率、成活率，用于促使插条生根
氯吡脲	黄瓜、猕猴桃、枇杷、葡萄、甜瓜、西瓜	促进茎、叶、根、果生长，促进结果，加速蔬果和落叶的作用，浓度高时可做除草剂
1-甲基环丙烯	番茄、梨、李子、苹果、柿子、香甜瓜、猕猴桃	延缓成熟、衰老，保持产品的硬度、脆度，保持颜色、风味、香味和营养成分，有效的保持植物的抗病性，减轻微生物引起的腐烂和减轻生理病害，减少水分蒸发、防止萎蔫
复硝酚钾	番茄、白菜、柑橘、黄瓜、荔枝、茄子	增强光合作用，加速细胞分裂，促进养分吸收、加快生根速度，打破休眠，防止落花落果，促进植物生长
胺鲜酯	番茄、白菜	提高植物过氧化物酶和硝酸还原酶的活性，提高叶绿素的含量加快光合速度，促进植物细胞的分裂和伸长，促进根系的发育，调节体内养分的平衡
2,4-滴钠盐	番茄	低浓度时可刺激作物生长，保花防落果，促进果实膨大、产生无籽果实、促进早熟
2,4-滴三乙醇胺盐	大白菜、番茄、茄子、茭瓜	提高座果率

资料来源：公开资料整理、中银证券

因素二：收获农民信任，搭建扎根田间的销售网络

“美誉度”是农资销售最重要的抓手。长时间的经验积累以及对经济效益的关注，已经使农民具备了非常丰富的种植专业知识，其认知足以抵得上半个专家，由此，也直接导致农民在生产消费环节变得更加理性。产品能否获得农民的青睐，需要在效用、成本、便捷性等诸多方面获得认可，这些也就构成了“美誉度”的内涵。敢于走上田间地头，通过专业知识和服务意识与农民进行直接对话，才可谓搭建起了高粘性且排他的销售渠道。

农资品具有工业品和消费品的双重属性。从购买目的上看，农资品具有工业品属性，因为农业劳动者购买农资的目的是为了再生产；从购买行为上看，农资市场具有消费品属性，因为农业劳动者多是半专业、分散、重复购买农资。随着观念改变和消费升级，农资品消费逐渐体现出刚性。除此之外，农资销售还具有地域性、时效性、储运便利、服务附加等特点。

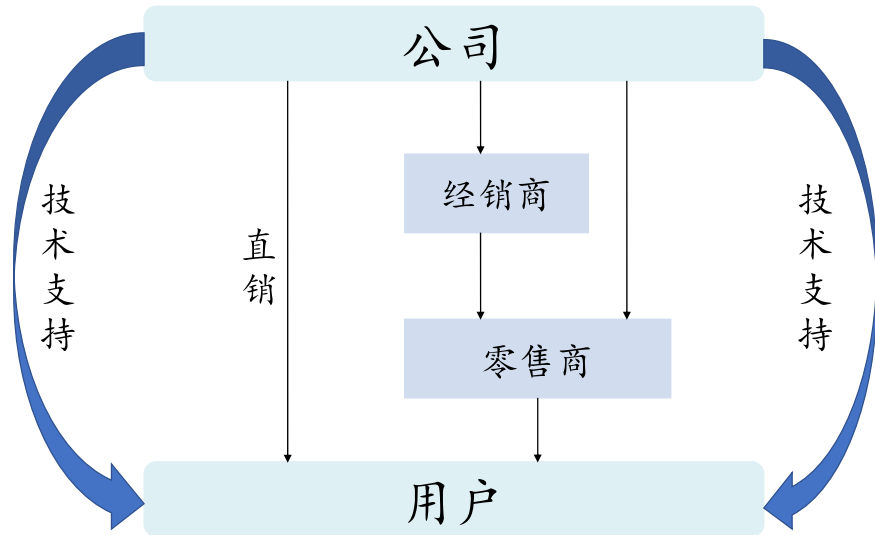
图表 32. 农资消费的其他特点

特点	说明
地域性，时效性	农业生产的季节性，地域性等特点决定了农资市场呈时效性和地域性特点，在形式上表现为农资消费地区差别大，流通速度快和购买时间集中。
储运要求高	农资中的化肥、农药、农机具等品种或体积大或易燃易爆或有毒，这决定了农资储存和运输条件要求较高。
服务要求高	农业劳动者文化素质仍待改善，而农资是农业技术的载体，其使用技术要求高，这种矛盾要求农资销售一定要做好技术服务。

资料来源：招股说明书、中银证券

销售网络搭建完毕，覆盖全国。公司销售渠道主要有两种，一是县级的经销商，由县级经销商再负责乡镇，而乡镇大部分地区就采用零售的方式进行销售。目前公司大约有 3000 多家经销商，以及 23 个全国物流仓库，销售网络已经覆盖了国内除香港、澳门和台湾地区的全部省份。

图表 33. 公司销售渠道



资料来源：公司公告、中银证券

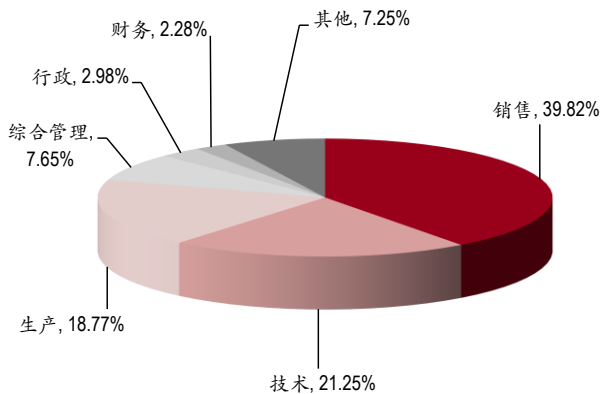
图表 34. 公司物流仓库布局



资料来源：公司网站、中银证券

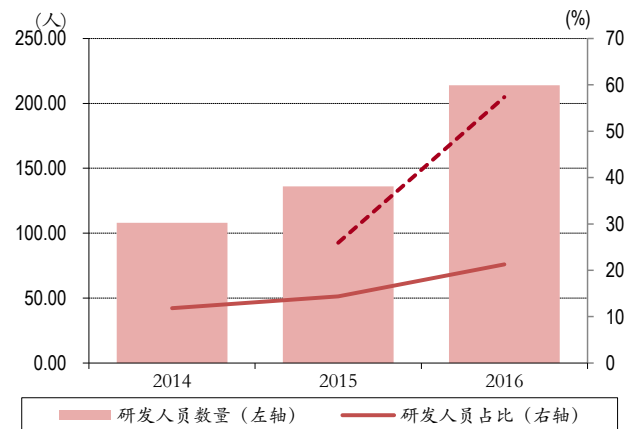
“产品”+“服务”构成鸟之双翼。公司目前拥有 600 余人的销售和技术服务团队。这些人员大多毕业于国家主要农林院校，具备较好的专业知识。公司按作物给技术人员分配工作，这样技术人员比较容易成为一个领域的专家，可以根据不同的田间问题提出相对应的解决方案。秉承“真正的农药竞争不在城里，也不在经销商的店铺里，而是在农村、农民、基地”的理念，销售人员几乎不对接经销商，而是直接下到田间地头去服务农民。一旦被农民接受并获得信任，技术人员就可以将产品和终端用户紧密的捆绑起来。目前公司的技术人员大约以每年 10% 左右的增速增长。

图表 35. 公司人员构成



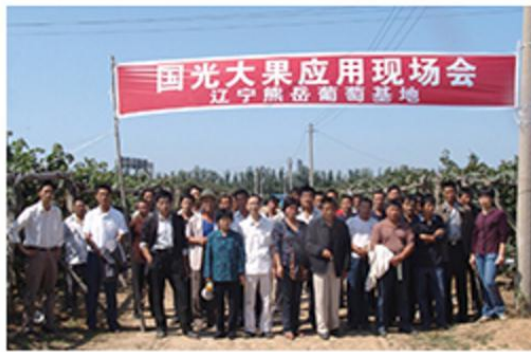
资料来源：公司公告、中银证券

图表 36. 公司技术人员数量及占比



资料来源：公司公告、中银证券

图表 37. 公司技术人员服务情景



国光大果在葡萄上技术应用的现场会



国光技术人员现场指导用户



国光在枇杷基地做技术示范推广



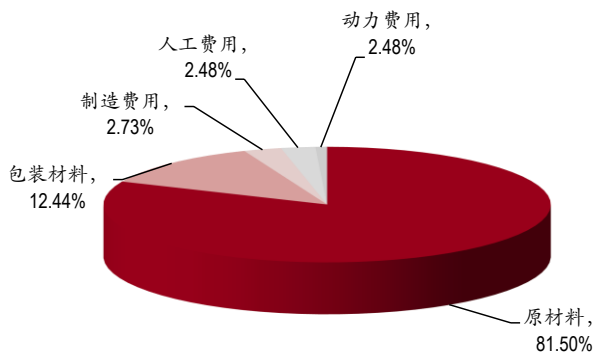
农户参观国光松尔功能复合肥在烟草上的示范

资料来源：公司网站、中银证券

因素三：上下游协同+“套餐销售”新模式+越冬新品，进一步为公司的高毛利提供支撑

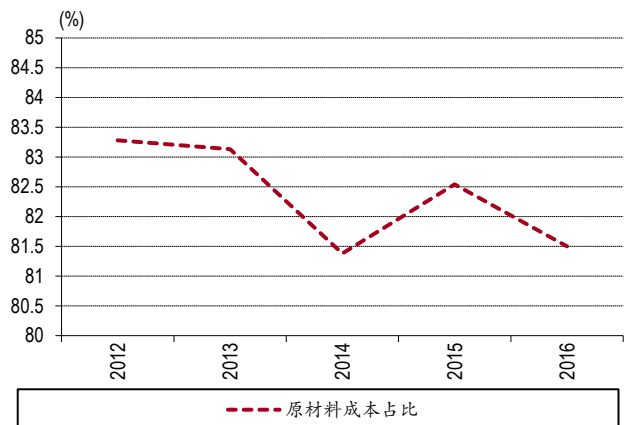
公司拥有生产多种植物生长调节剂原药的能力，有助于公司控制成本。公司生产的植物生长调节剂原药一般不用于出售，而用于自己生产制剂，公司全部的营业成本中有超过 80% 的成本是原材料，而公司自己生产原材料可以有效的控制原料价格上涨带来的成本上升。

图表 38. 2016 年公司营业成本构成



资料来源：公司年报、中银证券

图表 39. 公司原材料成本占比

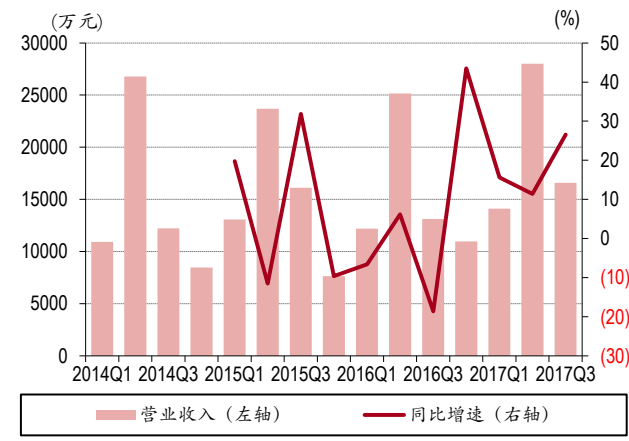


资料来源：公司年报、招股说明书及中银证券

“套餐销售”新模式给客户带来“傻瓜式”体验，打开销售新局面。公司最近两年加大了“套餐”的研发力度。技术人员将若干不同产品搭配使用，产生拮抗效应或者协同效应，在经过实验后将效果最佳的配方直接出售给客户，方便客户使用。“套餐”需要根据不同区域的不同田地、气候等条件进行调整，“套餐”看似只是简单的混配，但是因为产品特性和用户需求的复杂性，每一份套餐都是技术人员的科研结晶，需要强大的科研实力和市场样本做基础，同类厂家难以模仿。公司在2017年进一步加大了“套餐销售”的推广力度，例如小麦抗倒伏套餐，保花保果套餐等，产品附加值进一步提升。

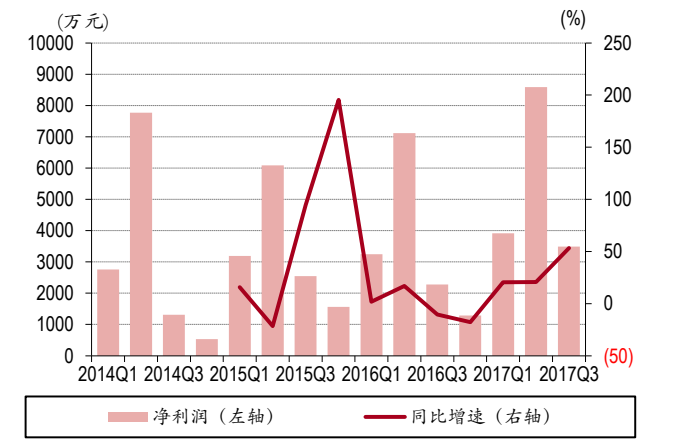
越冬新产品的研发有利于公司平滑销售周期。一般来讲，冬季没有大批量的作物生长和培育，是公司的销售淡季。但是公司研发的新产品，比如用于秋季果树采摘后修复愈合的产品、用来抗旱抗寒抗病的S诱抗素、用于水果树木越冬的产品等，可以帮助公司增加在秋冬季的销售收入，平滑一年内的周期波动。2017年三季度净利润同比增长了50%，显著高于往年。

图表 40. 公司分季度营业收入



资料来源：万得数据库、中银证券

图表 41. 公司分季度归母净利润

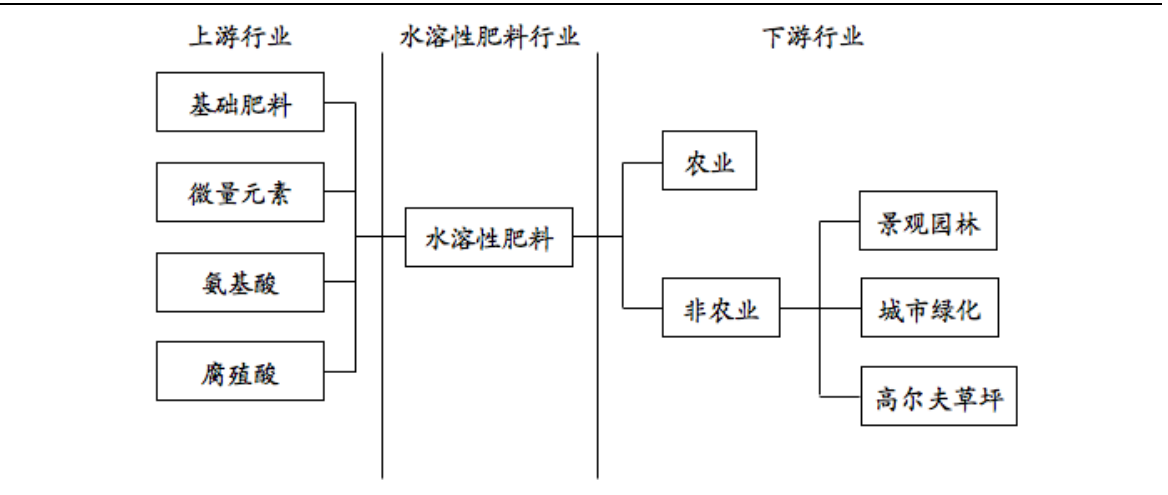


资料来源：万得数据库、中银证券

水溶性肥料

水溶性化肥相比于传统的复合肥属于中高端化肥，主要应用于经济作物、花卉苗木以及园林养护等高附加值作物上，具有高效、节水、环保等特点，在我国大力提倡节水农业的今天，有着十分广阔的应用前景。

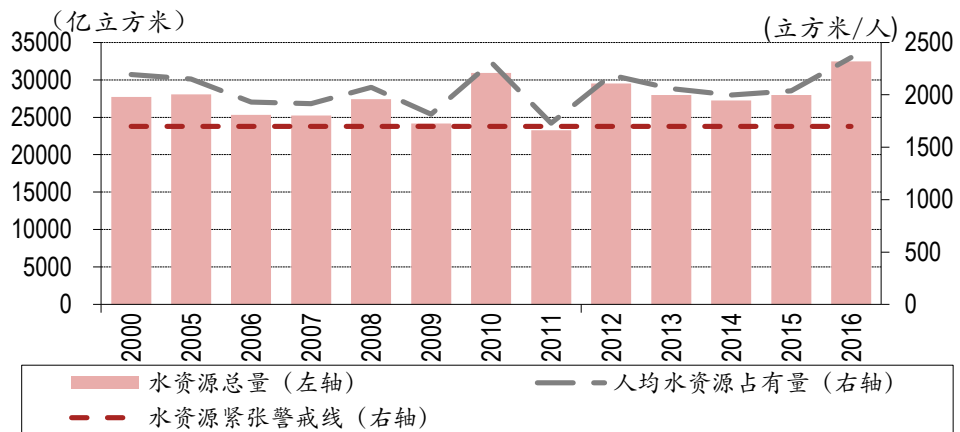
图表 42.水溶性肥料行业产业链



资料来源：招股说明书、中银证券

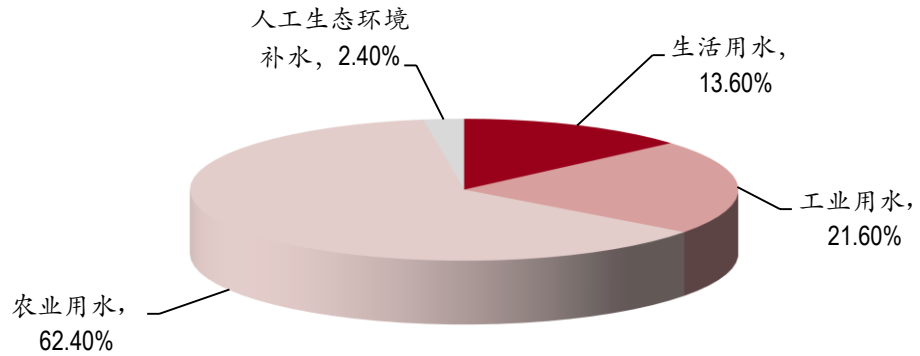
我国水资源短缺，节水农业发展势在必行。我国人均水资源占有量仅稍高于世界公认的水资源紧张警戒线 1700 立方米/人，相比一些发达国家属于水资源比较匮乏的国家。由于我国人口众多，农业用水占比较大，2016 年我国全年用水量中有 62.4% 为农业用水，远高于工业用水和生活用水的比例。2017 年总理政府工作报告指出，将新增高效节水灌溉面积 2000 万亩。同时，现代农业、智慧农业、设施农业强势来袭，水溶肥由增产增收、省工省力的一般特性步入功能细分行列，叶面肥、液体肥和尿素硝酸溶液、聚磷酸铵等溶液如雨后春笋般推出。水溶性肥料正向原料多样化、功能多元化方向大步向前。

图表 43.我国水资源总量及人均占有量



资料来源：国家统计局年鉴、中银证券

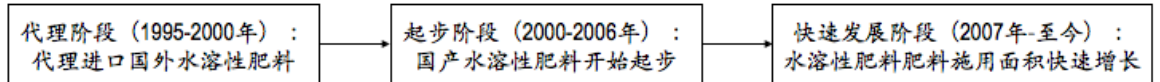
图表 44.2016 年农业用水量占比



资料来源：中国水资源公告、中银证券

我国水溶性肥料行业起步较晚，目前处于快速发展时期。得益于发达的化学制剂业和化学机械工业，许多发达国家很早就开始了水溶性化肥的研发工作，目前水溶性化肥行业已经十分成熟。我国也有一些进口水溶性肥料，但是由于价格偏高，大大限制了其在农业领域的扩大应用。我国 9 亿亩灌溉面积中约有 4.8 亿亩耕地适合水肥一体化，但前水肥一体化应用比例仅 3.2%，与美国 25% 的玉米、60% 的马铃薯、32.8% 的果树采用水肥一体化应用以及以色列 90% 以上的农业水肥一体化技术相比，中国水肥一体化技术相对滞后。我国国产水溶性化肥的发展起步较晚，目前在水溶性化肥高需求的推动下，许多以前生产传统复合肥料的企业也开始了水溶性化肥的研发和生产。

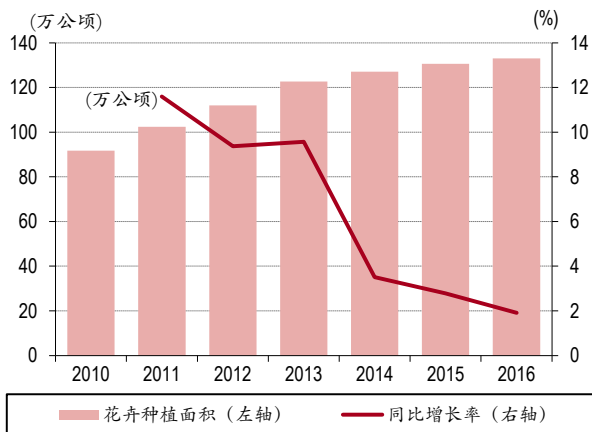
图表 45.我国水溶性肥料行业发展历程



资料来源：招股说明书、中银证券

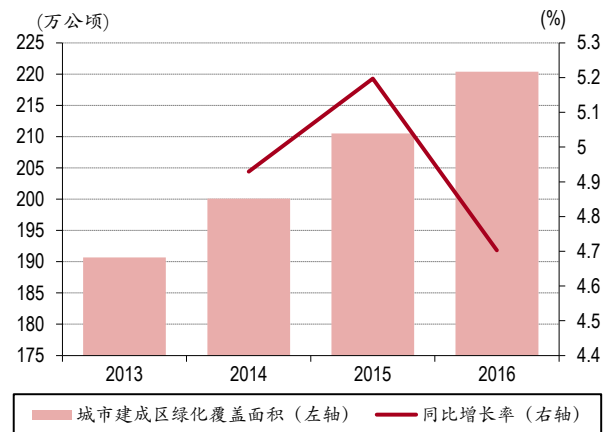
国内水溶性肥料需求增长迅猛。近几年我国水溶性肥料的消费量增长率维持在 20% 左右。“十二五”规划提出的新增 5000 万亩高效节水灌溉面积以及 2010 年出台的各种水溶性肥料的技术标准使得水溶性肥料行业在 2011 年出现了爆发式的增长，随后在 2017 年政府工作报告中宣布的新增 2000 万亩高效节水灌溉面积进一步推动了我国水溶性肥料的需求增长。此外，水溶性肥料的应用领域还包含花卉和城市绿化等，随着人民生活水平的提升对于花卉和城市绿化等观赏性植被的需求也在不断提升，我国花卉总种植面积已经从 2010 年的 91.76 万公顷增加到 133.04 万公顷，而城市建成区绿化覆盖面积增速为 5% 左右，逐渐增加的花卉和园林种植面积进一步提升了水溶性肥料的需求。

图表 46. 我国花卉总种植面积



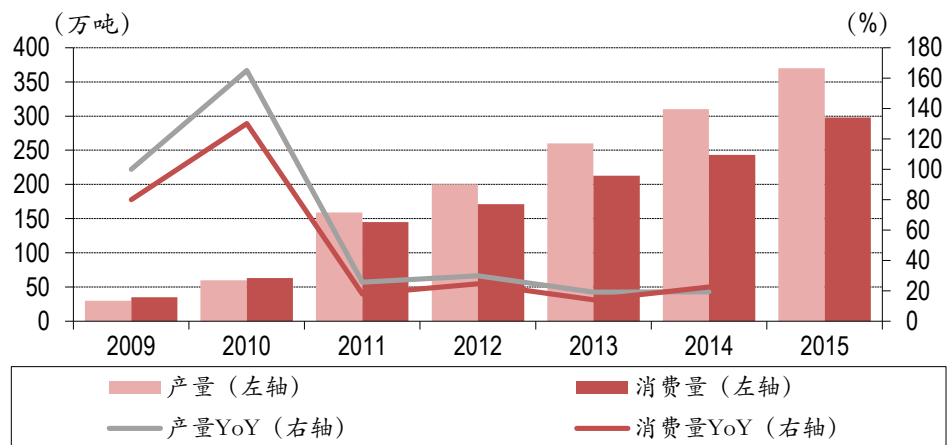
资料来源：农业部花卉业统计数据、中银证券

图表 47. 城市建成区绿化覆盖面积



资料来源：中国城乡建设统计公报、中银证券

图表 48. 我国水溶性肥料行业供需情况



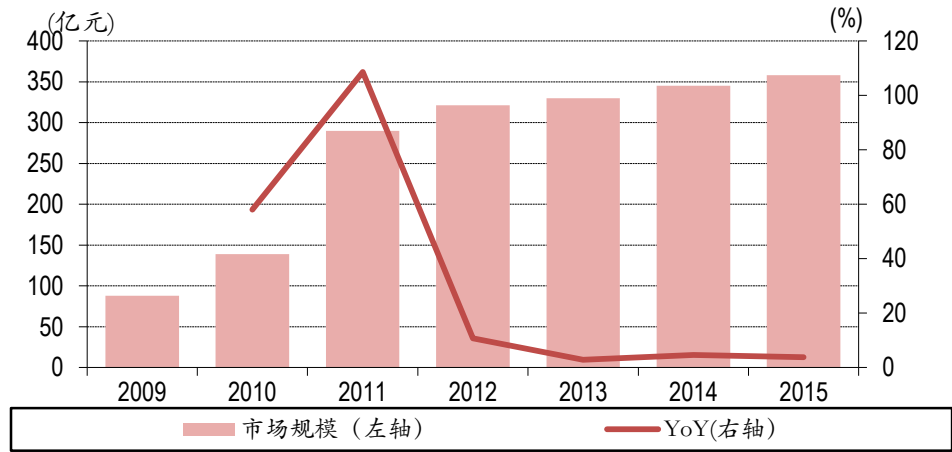
资料来源：产业信息网、中银证券

图表 49. 2010 年颁布的水溶性肥料技术标准

标准号	技术标准
NY1107-2010	《大量元素水溶肥料-中华人民共和国农业行业标准》
NY1429-2010	《含氨基酸水溶肥料-中华人民共和国农业行业标准》
NY1428-2010	《微量元素水溶肥料-中华人民共和国农业行业标准》
NY1106-2010	《含腐植酸水溶肥料-中华人民共和国农业行业标准》

资料来源：公开资料整理、中银证券

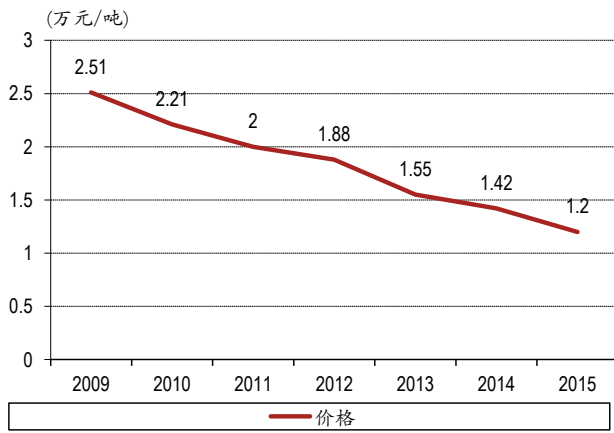
图表 50. 我国水溶性肥料行业市场规模



资料来源: 产业信息网、中银证券

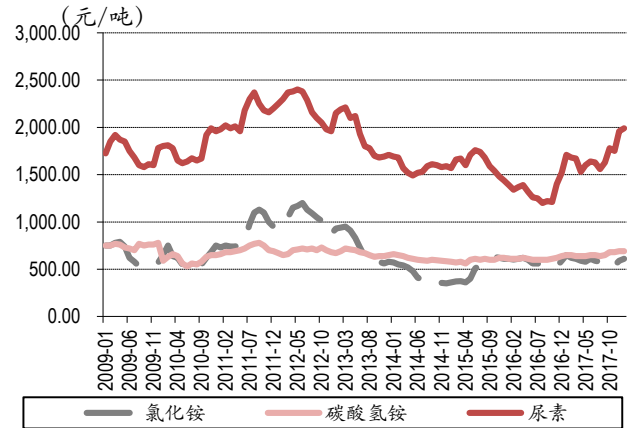
我国水溶性肥料价格快速下降。原料成本在生产水溶性肥料的成本中占比较大, 不同水溶性肥料的原料成本占比不一样, 就同一种水溶性肥料而言, 固体类水溶性肥料的原料成本大于液体类水溶性肥料的原料成本占比。由于水溶性肥料行业的高毛利率和需求的迅猛增长, 越来越多的企业开始进入水溶性肥料行业, 使得行业竞争进一步加剧。2009-2015 年国内水溶性肥料的价格下降了一半, 而相应原材料的价格波动不超过 20%。

图表 51. 我国水溶性肥料价格走势

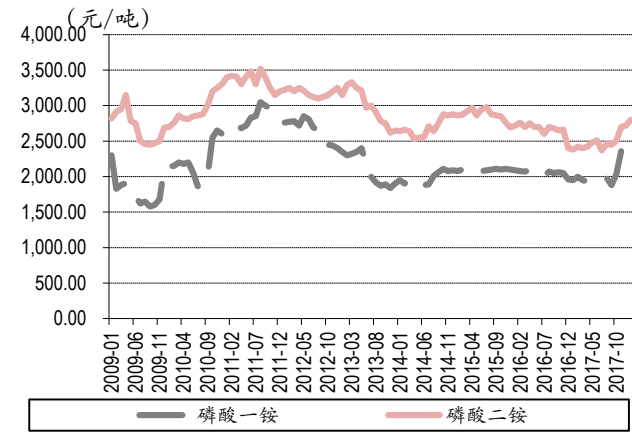


资料来源: 产业信息网、中银证券

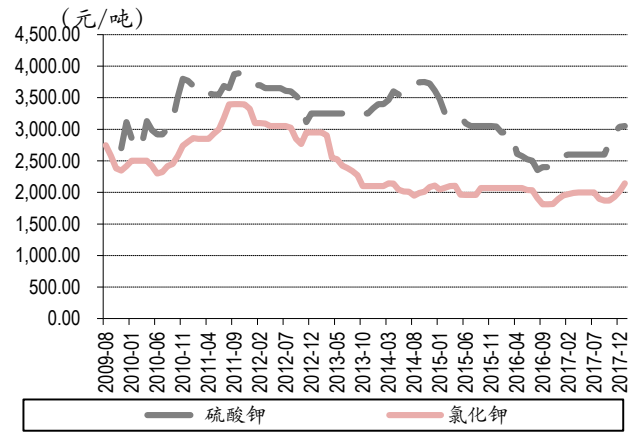
图表 52. 氮肥类原料价格



资料来源: 万得数据库、中银证券

图表 53. 磷肥类原料价格


资料来源：万得数据库、中银证券

图表 54. 钾肥类原料价格


资料来源：万得数据库、中银证券

图表 55. 不同水溶性肥料原料成本占比

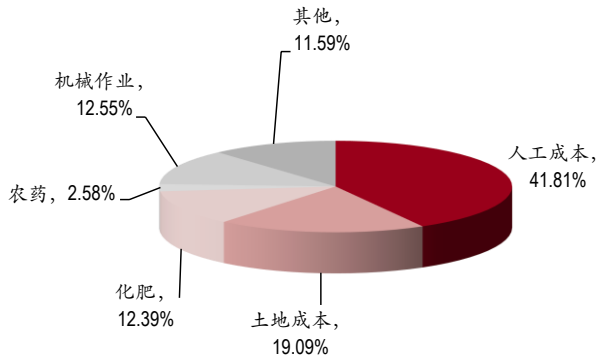
品种	原料成本占比
大量元素水溶性肥料	70-80%
中量元素、微量元素、含氨基酸水溶性肥料	40-50%
含腐殖酸水溶肥料（液体）	20-30%
含腐殖酸水溶肥料（固体）	50%

资料来源：招股说明书、中银证券

水溶性肥料的销售不存在明显的季节性，但是有一定的区域性。目前水溶性肥料主要应用于经济作物以及城市绿化等，不同的水溶性肥料适用于不同的经济作物，因此整个行业不存在明显的周期性。另一方面，与传统农药行业的销售额在每年的冬春季节处于淡季不同，冬春季节恰好是水溶性肥料适用的高附加值作物的销售旺季。越来越多生产传统农药的企业开始进入水溶性肥料行业皆源于此。目前，我国大规模的经济作物种植在山东寿光，大型花卉基主要位于云南、广东、广西和海南，水溶性肥料的销售也主要集中在这些区域。

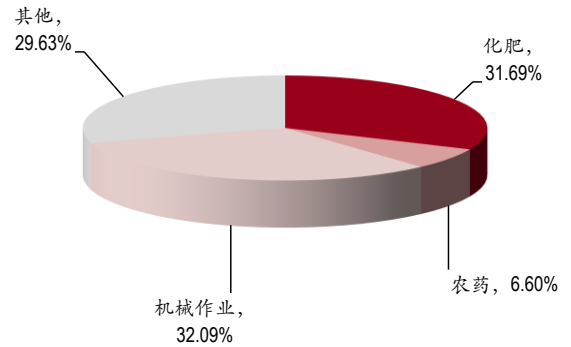
我国水溶性肥料市场仍处培育期，品牌和服务铸就护城河。化肥在农业生产中至关重要，中国能以占世界7%的耕地养活了占世界22%的人口，可以说化肥起到举足轻重的作用。化肥成本在农业生产成本中占比为12%左右，而在农资成本中占比近三成，因此农民在选择化肥的时候十分慎重，尤其是水溶肥这种价格高的肥料。水溶性肥料不同于传统复合肥料，肥料的作用效果对于施用方法十分敏感，企业需要花费较高的成本不断的对营销人员进行技术培训，因此形成了较高的服务壁垒和品牌壁垒，新进入者需要较长的时间才能在行业中立足。国内水溶性肥料登记企业数量众多，但是由于水溶性肥料价格较高，且农民认知度不够，因此行业内一些品牌知名度低的企业开工率都不高。根据中国化工信息中心的统计，目前能够稳定生产的企业不超过100家。

图表 56. 农业生产成本构成



资料来源：中商情报网、中银证券

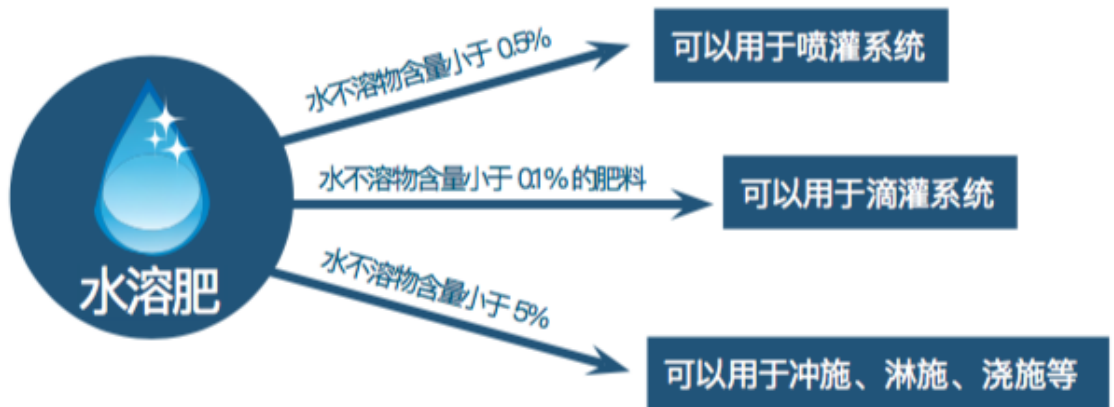
图表 57. 农资成本构成



资料来源：中商情报网、中银证券

行业技术壁垒进一步抬升。工业和信息化部 2013 年 6 月批准发布的《水溶性肥料行业标准》将固液水溶肥的水不溶物比例由农业行标的 5% 降到 0.5%，水不溶物含量为 5% 的水溶肥并不能用于灌溉系统，因而在节水农业中起到的作用很小，而发达国家的标准为水不溶物的含量小于 0.1%，我国对于水不溶物含量标准的提升对我国水溶性肥料生产企业提出了更高的要求。水不溶物含量与水溶性肥料的制备方法、制备条件等有着很大的关系，而我国目前绝大部分水溶肥生产企业规模较小、技术落后、产量低，设备相对简陋，工艺简单。根据对新疆石河子地区 14 种水溶性肥料产品的调查，超过一半的企业生产的水溶性肥料达不到新标准的要求，因此新标准的颁布将会淘汰部分生产工艺落后的产能，改善供需结构，同时这一标准的提出也进一步提高了水溶性肥料行业的技术准入门槛。

图表 58. 不同水不溶物含量的水溶性肥料的应用



资料来源：《行业认知解读水溶肥行业的六大疑惑》，中银证券

图表 59. 新疆石河子地区不同水溶肥料产品中水不溶物含量

产品编号	水不溶物含量
1	0.4%
2	0.5%
3	0.9%
4	0.9%
5	1.1%
6	1.1%
7	1.1%
8	0.5%
9	0.5%
10	0.6%
11	0.7%
12	0.5%
13	1.1%
14	1.3%

资料来源:《石河子地区大量元素水溶肥产品质量调查》、中银证券

盈利预测与投资评级

主要假设

- 1.国内植物生长调节剂的应用持续扩大，延续 30% 以上的较快增速；
- 2.公司募投项目 2018 年投产，产能逐步放大，销售上量；
- 3.公司新产品持续推出，套餐销售模式不断加强，销售毛利率稳中有升。

图表 60. 销售收入结构预测

(人民币, 百万)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	614	736	962	1264
农药	466	573	750	990
肥料	147	161	209	272
其他	2	2	2	2
收入增长率	1.5%	19.8%	30.7%	31.5%
农药	26.9%	40.0%	35.0%	10.0%
肥料	(38.2%)	35.0%	30.0%	10.0%
其他	75.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	50.5%	54.1%	54.7%	54.7%
农药	50.2%	54.8%	55.5%	55.5%
肥料	51.9%	52.0%	52.1%	52.2%
其他	25%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告、中银证券

投资建议：买入

公司在国内植物生长调节剂行业具有领军地位。凭借上下游一体化和产品创新，公司的销售毛利率和净利率在原高水平上进一步抬升，支撑公司利润稳步增长。随着募投项目投产，公司产能瓶颈被逐步打破，未来增长有望换挡提速。首次给予“**买入**”评级。预计 2017-2019 年营业收入分别为 736、962 和 1264 百万元，净利润分别为 185、242 和 317 百万元，每股收益分别为 2.47 元、3.23 元、4.23 元，首次覆盖，给予**买入**评级。

风险提示

募投项目进展不顺，农业、园林政策变化引起的异常状况。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	605	614	736	962	1,264
销售成本	(315)	(304)	(338)	(436)	(572)
经营费用	(152)	(153)	(180)	(238)	(313)
息税折旧前利润	138	157	218	288	379
折旧及摊销	(4)	(4)	(7)	(7)	(8)
经营利润(息税前利润)	134	153	211	281	371
净利息收入/(费用)	(8)	(17)	(18)	(18)	(18)
其他收益/(损失)	23	15	9	5	3
税前利润	157	163	218	284	373
所得税	(23)	(24)	(32)	(42)	(55)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	134	139	185	242	317
核心净利润	115	137	184	240	315
每股收益(人民币)	1.784	1.857	2.473	3.229	4.232
核心每股收益(人民币)	1.527	1.830	2.447	3.202	4.206
每股股息(人民币)	0.640	1.000	3.000	1.237	1.614
收入增长(%)	4	2	20	31	31
息税前利润增长(%)	(4)	14	38	34	32
息税折旧前利润增长(%)	(4)	14	39	32	31
每股收益增长(%)	8	4	33	31	31
核心每股收益增长(%)	(5)	20	34	31	31

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	157	163	218	284	373
折旧与摊销	4	4	7	7	8
净利息费用	4	8	9	9	9
运营资本变动	(14)	(7)	0	0	0
税金	23	24	32	42	55
其他经营现金流	(37)	(22)	(130)	(206)	(270)
经营活动产生的现金流	137	170	136	136	175
购买固定资产净值	(2)	2	(2)	(2)	(2)
投资减少/增加	1	2	0	0	0
其他投资现金流	(22)	(231)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(23)	(227)	(2)	(2)	(2)
净增权益	15	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(48)	(75)	(225)	(93)	(121)
其他融资现金流	321	4	47	(146)	(194)
融资活动产生的现金流	288	(71)	(178)	(239)	(315)
现金变动	401	(128)	(44)	(105)	(142)
期初现金	258	659	528	484	379
公司自由现金流	110	(65)	125	125	164
权益自由现金流	110	(65)	125	125	164

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	659	528	484	379	237
应收帐款	21	23	24	31	41
库存	123	118	128	165	217
其他流动资产	27	221	264	345	454
流动资产总计	830	889	899	920	948
固定资产	18	16	17	18	30
无形资产	31	33	29	26	24
其他长期资产	27	52	49	46	31
长期资产总计	80	106	101	96	90
总资产	910	995	1,000	1,016	1,038
应付帐款	7	12	13	17	22
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	68	82	86	98	115
流动负债总计	75	94	100	115	137
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	5	5	5	5
股本	75	75	75	75	75
储备	757	821	331	331	331
股东权益	832	896	406	406	406
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	910	995	1,000	1,016	1,038
每股帐面价值(人民币)	11.09	11.95	5.41	5.41	5.41
每股有形资产(人民币)	10.68	11.51	5.02	5.06	5.09
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.79)	(7.03)	(6.45)	(5.05)	(3.15)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.8	25.6	29.6	30.0	30.0
息税前利润率(%)	22.1	24.9	28.6	29.3	29.3
税前利润率(%)	25.9	26.6	29.6	29.6	29.5
净利率(%)	22.1	22.7	25.2	25.2	25.1
流动性					
流动比率(倍)	11.1	9.4	9.0	8.0	6.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	9.5	8.2	7.8	6.6	5.3
估值					
市盈率(倍)	35.4	34.0	25.5	19.5	14.9
核心业务市盈率(倍)	41.3	34.5	25.8	19.7	15.0
市净率(倍)	5.7	5.3	11.7	11.7	11.7
价格/现金流(倍)	34.6	27.8	34.7	34.7	27.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.5	26.8	19.5	15.1	11.9
周转率					
存货周转天数	142.9	144.7	132.6	122.6	121.6
应收帐款周转天数	12.5	12.9	11.6	10.5	10.4
应付帐款周转天数	4.2	5.6	6.2	5.7	5.6
回报率					
股息支付率(%)	35.9	53.9	121.3	38.3	38.1
净资产收益率(%)	16.1	16.1	28.5	59.7	78.3
资产收益率(%)	12.6	13.7	18.0	23.8	30.8
已运用资本收益率(%)	15.7	16.7	22.5	30.4	40.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371