



002749.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 68.28

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	5.8	6.1	3.9	(22.3)
相对深证成指	10.5	10.9	10.8	(22.2)

发行股数(百万)	75
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	3,170
3个月日均交易额(人民币 百万)	30
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4月9日收市价为标准

相关研究报告

《国光股份: 苔花如米小, 也学牡丹开》  
2018.3.14

《国光股份2017年报点评: 盈利能力终攀公司历史高峰》2018.3.28

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

## 关于公司研究的一些新收获

深度报告《苔花如米小, 也学牡丹开》发布以来, 公司逐步迎来市场的关注。我们就近期报告路演中投资者比较关注的八个问题进行总结, 以问答的形式呈现。同时, 我们以此为抓手对公司进行深化研究, 更加坚定看好植物生长调节剂行业的发展和公司的持续成长能力, 维持“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, 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, 公司产能瓶颈逐步打破, 未来增长有望换挡提速。预计 2018-2019 年 EPS 分别为 3.2 元、4.2 元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	614	737	964	1,270	1,666
变动(%)	2	20	31	32	31
净利润(人民币 百万)	139	185	241	315	411
全面摊薄每股收益(人民币)	1.857	2.471	3.210	4.194	5.483
变动(%)	4.1	33.1	29.9	30.7	30.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)			3.229	4.232	
调整幅度(%)			(0.6)	(0.9)	
全面摊薄市盈率(倍)	36.8	27.6	21.3	16.3	12.5
价格/每股现金流量(倍)	30.1	26.7	25.3	20.0	15.2
每股现金流量(人民币)	2.27	2.55	2.70	3.42	4.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.3	20.8	15.8	12.2	9.5
每股股息(人民币)	1.000	3.000	2.000	1.605	2.097
股息率(%)	1.5	4.4	2.9	2.4	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 1.如何看待植物生长调节剂?

“植物生长调节剂”与“植物激素”确实很像，但有着本质的区别。

“植物激素”，是指植物体内天然存在的能够调节植物生长发育的极微量的有机化合物，如生长素、细胞分裂素、赤霉素、脱落酸和乙烯等；

“植物生长调节剂”，是指人工合成的能够调节植物生长发育的化学物质，如蔡乙酸、多效唑等。

**核心区别**在于：植物生长调节剂不是内源激素，是人工合成的、具有植物激素作用的一类有机物质，在较低的浓度下即可对植物的生长发育表现出促进或抑制作用。植物生长调节剂进入植物体内刺激或抑制植物内源激素转化的数量和速度，从空间和时间上调节植物的生长发育或改变某些局部组织的微观结构，从效果上起到了植物内源激素的作用。简而言之，植物生长调节剂能够影响植物内源激素的合成、代谢或运输，对植物生长发育的调节作用有时比内源激素更有效，因而在农业生产上被广泛应用，已成为农业科技发展水平的重要标志。

植物生长调节剂的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，需要配备高水平的技术服务工作。

## 2.如何看待国内植物生长调节剂市场的发展阶段和定位?

考虑到研发、生产、使用上的技术难度，植物生长调节剂的定位应显著高于其他普通农药品种。党的十九大报告指出实施乡村振兴战略和2018年中央一号文件《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》的持续推进，以及国家“十三五”农业产业制定了绿色发展规划，农业部门全力推动农药减量计划实施，都将使行业和公司迎来新的发展机遇。我们认为植物生长调节剂行业当前正逐步从“观念导入期”向“快速发展期”迈进，是未来农业消费升级的重要方向。

植物生长调节剂是国内少有的行业发展阶段和研发水平与国际相当的化工产品，甚至有望凭借市场优势在全球取得领先。

我们在分析公司的过程中碰到的一个难点，就是很难在A股市场上找到合适的对标公司。我们认为，如果从**产品属性**来看，公司与长春高新比较接近（国内生产人类生长激素的龙头企业）；从**下游需求和应用场景**来看，与金禾实业有类似之处；从**产品效用**来看，类似金正大的“亲土一号”；从**商业模式**来看，与诺普信比较接近。

总体来看，植物生长调节剂行业具有显著的**消费属性**和**成长属性**，几乎不具有周期性。

## 3.如何看待植物生长调节剂的市场容量?

市场容量这个问题至今没能找到有效的解决办法，成为目前研究公司和行业的一个难点。

目前找到的数据有几个口径：

1.根据文章《植物生长调节剂发展现状及应用前景》作者的研究，全球农药市场销售额基本稳定在450-580亿美元，其中除草剂占47%，杀虫剂占29%，杀菌剂占19%，植物生长调节剂等占5%左右（与公司2017年年报描述的比例相同）。据此估算，目前全球市场销售额在22.5-29亿美元（150-195亿人民币）。2012年我国农药行业累计完成现价工业总产值2240.2亿元，其中杀虫剂21.26%，杀菌剂占11.9%，除草剂占63.7%，植物生长调节剂占2.8%。据此估算，植物生长调节剂的产值在62亿元左右。

2.根据中国农药发展与应用协会发布的《2017植物生长调节剂行业白皮书》，研究显示，截止到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。

3.根据农药工业协会统计(公司招股说明书口径),2012年我国植物生长调节剂原药产量达到20424.5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,加之调节剂单品用药量小,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,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,市场销售规模在40亿元左右。预计到2015年将达到68亿元左右。

由此可见,目前对于国内外植物生长调节剂市场规模的测算还没有一个科学、系统的数据,而这也成为未来我们持续研究的方向。

#### 4. 登记证的壁垒究竟有多高?

公司目前拥有植物生长调节剂原药登记证13种、制剂登记证33种,是国内植物生长调节剂原药及制剂登记最多的企业,约占国内植物生长调节剂原药登记证的1/4。

有投资者认为,对于农药来讲,同一个品种如果已经有企业拿到了登记证,那后面的企业就不用再去申请登记证了。但根据国家主管部门的规定,生产企业研发和生产的调节剂,无论该品种是否有其他公司已经申请登记证,该企业都需要申请自己的登记证,即登记证“既认药又认厂”。

#### 5. 登记证可以转让吗?

**登记证不能转让。**国家出台登记证制度的目的之一即要加强行业管理,强化行业准入。如果有行业的新进入者想要收购登记证,则必须通过并购持有该登记证的企业来实现。

#### 6. 公司的水溶肥销售,多少比例在套餐里?会与化肥公司直接竞争吗?

在公司的收入结构中,约3/4来自植物生长调节剂,约1/4来自水溶肥。但是,公司的水溶肥销售绝大部分是作为套餐的一部分来实现,采取小包装的规格放在套餐中整包销售。因此,公司的水溶肥很少以个体商品出现并与传统化肥企业展开竞争。

#### 7. 公司的固定资产最近几年都只有1600万元左右,为什么这么小?

公司成立于1984年,30余年一直致力于植物生长调节剂的研发、生产和销售。老厂房和设备已经完成折旧,募投项目目前没有转固,所以固定资产规模最近几年一直变化不大,且“看上去很小”。

#### 8. 公司是否存在销售人员流失或者渠道丢失的风险?

公司目前拥有2000-3000家经销商,与金正大3000-4000家经销商的规模可比,在大陆地区的主要县级城市均有布局。

根据公司年报,公司目前有180多名技术人员,430多名销售人员,共同组成公司的销售和培训团队,直接或间接为公司的销售服务。诺普信目前有销售人员2000多人。但公司的销售人员与诺普信有一个本质上的区别,即公司的销售人员直接下到田地与农民对接,提供技术服务,这样形成的纽带作用具有高粘性且排他。

关于销售队伍的稳定性以及被其他公司挖角的风险,通过调研了解到,公司之前的确出现过此类状况,但是那些跳槽到竞争对手的销售人员或者没能开拓出市场,或者又再次返回公司。以公司2017年营收7.4亿元计算,公司参与到销售的人员按600人计,人均贡献营收仅120多万。销售员个人或个别团队对公司整体销售影响比较有限。这个行业当前的特点就是产品销售更依赖公司整体这个体系(比如产品、渠道等)而不是个人。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	614	737	964	1,270	1,666
销售成本	(304)	(352)	(457)	(601)	(788)
经营费用	(153)	(167)	(219)	(291)	(383)
息税折旧前利润	157	218	289	378	494
折旧及摊销	(4)	(5)	(7)	(8)	(11)
经营利润(息税前利润)	153	213	282	370	484
净利息收入/(费用)	(17)	(9)	(18)	(18)	(18)
其他收益/(损失)	15	4	3	1	(1)
税前利润	163	217	283	370	484
所得税	(24)	(32)	(42)	(55)	(73)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	139	185	241	315	411
核心净利润	137	185	241	314	411
每股收益(人民币)	1.857	2.471	3.210	4.194	5.483
核心每股收益(人民币)	1.830	2.468	3.207	4.191	5.480
每股股息(人民币)	1.000	3.000	2.000	1.605	2.097
收入增长(%)	2	20	31	32	31
息税前利润增长(%)	14	39	32	31	31
息税折旧前利润增长(%)	14	39	32	31	31
每股收益增长(%)	4	33	30	31	31
核心每股收益增长(%)	20	35	30	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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	163	217	283	370	484
折旧与摊销	4	5	7	8	11
净利息费用	8	5	9	9	9
运营资本变动	(7)	(23)	0	0	0
税金	24	32	42	55	73
其他经营现金流	(22)	(45)	(139)	(186)	(239)
经营活动产生的现金流	170	192	202	256	337
购买固定资产净值	2	(4)	(2)	(2)	(2)
投资减少/增加	2	4	0	0	0
其他投资现金流	(231)	96	0	0	0
投资活动产生的现金流	(227)	95	(2)	(2)	(2)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(75)	(225)	(150)	(120)	(157)
其他融资现金流	4	(6)	(84)	(189)	(249)
融资活动产生的现金流	(71)	(231)	(234)	(309)	(406)
现金变动	(128)	56	(34)	(55)	(71)
期初现金	659	528	589	555	501
公司自由现金流	(65)	282	191	245	326
权益自由现金流	(65)	282	191	245	326

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	528	589	555	501	430
应收帐款	23	22	25	33	43
库存	118	120	151	199	261
其他流动资产	221	90	117	154	202
流动资产总计	889	821	849	886	936
固定资产	16	16	17	28	37
无形资产	33	32	28	26	23
其他长期资产	52	115	112	97	82
长期资产总计	106	165	160	153	144
总资产	995	986	1,008	1,040	1,080
应付帐款	12	10	13	17	22
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	82	107	126	154	189
流动负债总计	94	117	140	171	212
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	12	12	12	12
股本	75	75	75	75	75
储备	821	781	331	331	331
股东权益	896	856	406	406	406
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	995	986	1,008	1,040	1,080
每股帐面价值(人民币)	11.95	11.42	5.41	5.41	5.41
每股有形资产(人民币)	11.51	11.00	5.03	5.07	5.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.03)	(7.86)	(7.41)	(6.67)	(5.73)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.6	29.6	30.0	29.8	29.7
息税前利润率(%)	24.9	28.9	29.2	29.1	29.0
税前利润率(%)	26.6	29.5	29.3	29.1	29.0
净利率(%)	22.7	25.1	25.0	24.8	24.7
流动性					
流动比率(倍)	9.4	7.0	6.1	5.2	4.4
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)	8.2	6.0	5.0	4.0	3.2
估值					
市盈率(倍)	36.8	27.6	21.3	16.3	12.5
核心业务市盈率(倍)	37.3	27.7	21.3	16.3	12.5
市净率(倍)	5.7	6.0	12.6	12.6	12.6
价格/现金流(倍)	30.1	26.7	25.3	20.0	15.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.3	20.8	15.8	12.2	9.5
周转率					
存货周转天数	144.7	123.0	108.5	106.5	106.6
应收帐款周转天数	12.9	11.0	8.8	8.3	8.3
应付帐款周转天数	5.6	5.4	4.4	4.3	4.3
回报率					
股息支付率(%)	53.9	121.4	62.3	38.3	38.2
净资产收益率(%)	16.1	21.2	38.2	77.6	101.4
资产收益率(%)	13.7	18.3	24.0	30.7	38.8
已运用资本收益率(%)	16.7	23.8	31.8	42.1	55.4

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