



002749.CH

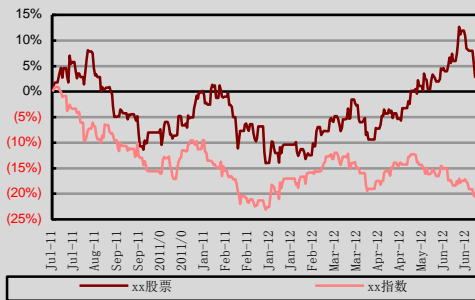
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 69.50

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	7.7	(3.5)	5.6	4.7
相对深证成指	15.4	0.7	16.3	3.8

发行股数(百万)	75
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	3,227
3个月日均交易额(人民币 百万)	34
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27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

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

业绩符合预期, 增长加速势头延续

国光股份是国内植物生长调节剂的龙头企业, 研发和销售实力处于领先地位。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。随着行业逐步从概念导入期向快速发展期切换, 产品渗透率逐步提高, 公司将充分分享行业发展红利, 未来增长有望换挡提速。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩符合预期。**公司发布2018年一季报, 实现营收1.69亿元, 同比增长19.73%; 归母净利润0.49亿元, 同比增长25.92%。ROE 5.59%, 增加1.32pct。实现EPS 0.65元/股。其中, 经营活动产生的现金流1.7亿元, 同比增长23.9%; 在建工程期末余额环比上季度末增加30.6%, 募投项目建设持续推进。应收账款同比增长14.8%, 销售规模进一步扩大。
- **增长加速势头延续。**一季度公司营收同比增长19.73%, 高于去年同期增速4.13个百分点; 归母净利润同比增长25.92%, 高于去年同期增速5.45个百分点。一季报数据支撑了我们之前的判断, 公司发展换挡提速。
- **公司行业卡位优势明显, 将充分享受行业发展红利。**公司的销售毛利率长期维持在50%左右, 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。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, 都将使公司迎来新的发展机遇。

评级面临的主要风险

- 募投项目进展低于预期, 农业、园林政策变化引起的异常状况。

估值

- 预计2018-2019年公司EPS分别3.2元和4.2元。当前股价对应市盈率分别为22倍、17倍, 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
全面摊薄市盈率(倍)	37.4	28.1	21.7	16.6	12.7
价格/每股现金流量(倍)	30.6	27.2	25.7	20.3	15.5
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)	29.8	21.2	16.1	12.5	9.7
每股股息(人民币)	1.000	3.000	2.000	1.605	2.097
股息率(%)	1.4	4.3	2.9	2.3	3.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 2018 年一季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2017Q1	2018Q1	同比变动(%)
一、营业总收入	141.09	168.91	19.72
营业收入	141.09	168.91	19.72
二、营业总成本	97.36	110.61	13.61
营业成本	63.18	85.39	35.15
营业税金及附加	0.40	0.38	(5.00)
销售费用	20.87	15.22	(27.07)
管理费用	10.82	11.40	5.36
财务费用	(0.51)	(1.80)	252.94
资产减值损失	2.60		
三、其他经营收益	1.74	0.18	(89.66)
公允价值变动净收益			
投资净收益	1.74	0.18	(89.66)
汇兑净收益			
四、营业利润	45.46	58.54	28.77
加: 营业外收入	0.12	0.05	(58.33)
减: 营业外支出	0.00	0.62	
五、利润总额	45.58	57.97	27.18
减: 所得税	6.45	8.70	34.88
加: 未确认的投资损失			
六、净利润	39.13	49.27	25.91
减: 少数股东损益			
归属于母公司所有者的净利润	39.13	49.27	25.91
七、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.5218	0.6570	25.91
(二) 稀释每股收益(元)	0.5218	0.6570	25.91

资料来源: 公司数据、中银证券

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)	37.4	28.1	21.7	16.6	12.7
核心业务市盈率(倍)	38.0	28.2	21.7	16.6	12.7
市净率(倍)	5.8	6.1	12.8	12.8	12.8
价格/现金流(倍)	30.6	27.2	25.7	20.3	15.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.8	21.2	16.1	12.5	9.7
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