

# 渠道与技术兼备的生长调节剂龙头

## ——国光股份（002749）深度报告

2018年08月28日

强烈推荐/首次

国光股份 深度报告

### 报告摘要：

#### 公司是植物生长调节剂龙头

- ◆ 公司17年营收7.37亿元，归母净利润1.85亿元。毛利率52.2%，净利率25.13%，显著高于同业其他公司。
- ◆ 截至2017年12月31日，公司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。

#### 募投项目将进一步提高盈利能力

公司募投项目预计于2018年年底投产，将进一步增强公司在植物生长调节剂和水溶性肥料市场的竞争优势，丰富公司产品结构，加强公司营销网络建设，加大新产品开发力度与产品应用研究，巩固和提高公司的行业地位，驱动公司快速的发展。

#### 植物生长调节剂壁垒高，前景好

- ◆ 登记证制度和较高的技术要求为植物生长调节剂行成高行业壁垒，使得我国植物生长调节剂的生产企业新进入者有限，公司行业龙头地位稳固。
- ◆ 植物生长调节剂十年的平均增长率在14%以上，远高于农药的增长率。农业部门全力推动农药减量计划实施，植物生长调节剂又迎来了新的发展机遇，到2020年增长比例可突破20%。
- ◆ 甲呱鎧、萘乙酸、S-诱抗素等多种产品目前市场需求旺盛，年增长率均超过15%。

#### 公司营销方式为盈利增长保驾护航

- ◆ 公司通过培养一批专家型技术服务人才，使得客户可以在正确使用公司产品情况下发挥出产品的最大效果。
- ◆ 公司以主要产品为基础，结合对多种作物的生长周期研究，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，针对不同的作物环境使用不同的套餐组合，进一步提升了产品的附加值。

**盈利预测及投资评级。**预计公司18-20年EPS为1.69、2.34和2.87元，对应PE为25、18和15倍，结合行业及公司现状和前景，首次给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**主营产品及原材料价格大幅波动；行业景气度低于预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	614.26	737.32	821.10	1143.34	1399.16
增长率(%)	1.53%	20.03%	11.36%	39.25%	22.37%
净利润(百万元)	139.25	185.30	218.07	302.41	369.73
增长率(%)	4.06%	33.07%	17.69%	38.67%	22.26%
净资产收益率(%)	15.54%	21.64%	22.84%	27.93%	30.54%
每股收益(元)	1.86	2.47	1.69	2.34	2.87
PE	46.19	26.10	25.43	18.34	15.00
PB	7.18	5.65	5.81	5.12	4.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师

#### 刘宇卓

010-66554030

[liuyuzhuo@dxzq.net.cn](mailto:liuyuzhuo@dxzq.net.cn)

执业证书编号：

S1480516110002

#### 张明烨

010-66554024

[zhang\\_my@dxzq.net.cn](mailto:zhang_my@dxzq.net.cn)

执业证书编号

S1480517120002

### 研究助理

#### 罗四维

010-66554047

[luosw@dxzq.net.cn](mailto:luosw@dxzq.net.cn)

#### 洪翀

010-66554012

[hongchong@dxzq.net.cn](mailto:hongchong@dxzq.net.cn)

### 交易数据

52周股价区间(元)	32.45-46.85
总市值(亿元)	55.46
流通市值(亿元)	35.35
总股本/流通A股(万股)	12901/8223
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.03

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、《基础化工行业2018半年度策略报：围绕油价、环保和需求三个维度优选周期子行业》2018-06-28

## 目 录

1. 国光股份植物生长调节剂行业的龙头企业 .....	4
1.1 从小作坊发展为龙头企业 .....	4
1.2 公司主要产品为植物生长调节剂 .....	4
1.3 公司毛利率、净利率步步高升 .....	5
1.4 企业扩能项目，公司进入发展快车道 .....	6
2. 植物生长调节剂壁垒高，前景好 .....	7
2.1 登记证带来较高的产品壁垒较高 .....	8
2.2 植调剂行业步入快速扩张阶段 .....	11
2.3 主要产品市场需求持续旺盛 .....	13
2.4 行业供给侧改革维持企业高市占率 .....	14
3. 水溶性肥料发展空间巨大 .....	15
4. 公司经营模式为更高效益保驾护航 .....	16
4.1 技术服务营销提升品牌效应 .....	17
4.2 “农药医院”模式——为高毛利率提供支持 .....	19
5. 盈利预测与估值 .....	20
6. 风险提示 .....	20

## 表格目录

表 1：募投项目情况 .....	6
表 2：植物生长调节剂登记作物情况 .....	8
表 3：植调剂“国光贝稼”原药登记所要开展的试验项目 .....	9
表 4：水溶性肥料的特点 .....	15
表 5：2012 年经销商增减汇总表 .....	18
表 6：2013 年经销商增减汇总表 .....	18
表 7：2014 年经销商增减汇总表 .....	19
表 8：部分套餐组合名称及作用效果 .....	19
表 9：可比公司估值（截止 2018 年 08 月 27 日收盘） .....	20
表 10：公司盈利预测表 .....	21

## 插图目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	4
图 3：公司历年主营收入 .....	5
图 4：2017 年毛利占比 .....	5
图 5：公司历年毛利率 .....	5
图 6：公司历年净利率 .....	5

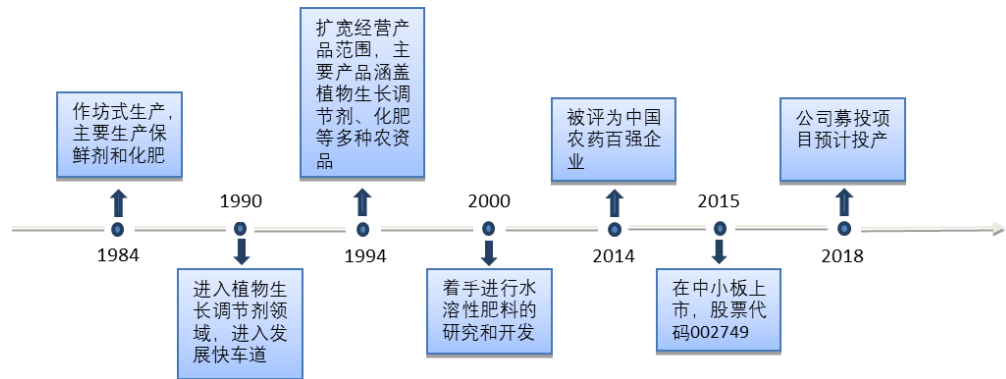
图 7：与各公司毛利率比较.....	6
图 8：植物生长调节剂主要作用.....	7
图 9：农药产品开发流程.....	9
图 10：植物生长调节剂进出口量.....	11
图 11：我国农作物种植面积变化情况.....	12
图 12：我国蔬菜种植面积变化情况.....	13
图 13：我国果园面积变化情况.....	13
图 14：我国谷类种植面积变化情况.....	14
图 15：我国粮食作物种植面积变化情况.....	14
图 16：我国历年农药产量及同比变化.....	14
图 17：我国农药行业规模企业数量变化.....	14
图 18：水溶性肥料产业链.....	15
图 19：水溶性化肥应用经济作物种植面积.....	16
图 20：城市园林绿地面积.....	16
图 21：公司主要销售渠道.....	17
图 22：公司技术人员到种植基地召开现场推广会议.....	17

## 1. 国光股份植物生长调节剂行业的龙头企业

### 1.1 从小作坊发展为龙头企业

四川国光农化股份有限公司成立于1984年，专业从事植物生长调节剂和高效水溶性肥料的研发、生产和销售，公司产品广泛应用于农业种植、园艺生产、园林养护、林业植保等领域。经过三十年多的发展，于2015年3月20日在深圳证券交易所中小板挂牌上市。截至2017年12月31日，公司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。

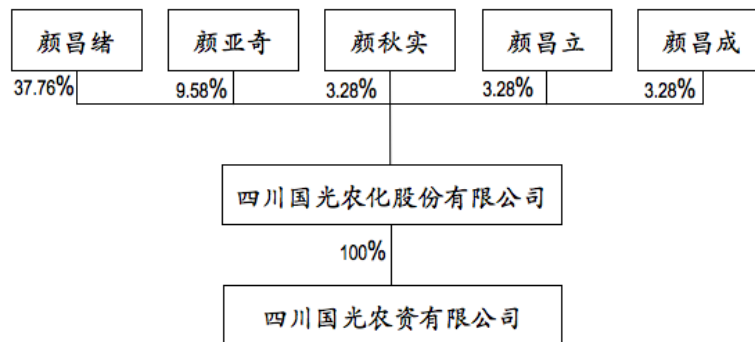
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司的股权结构集中，颜氏家族合计持股占比61.98%。颜昌绪先生为公司的创始人兼实际控制人，间接直接合计持有37.76%的股份。公司拥有1家全资子公司国光农资，经营范围为批发、零售以及农业技术咨询、培训，2017年子公司净利润1.06亿元。

图 2：公司股权结构

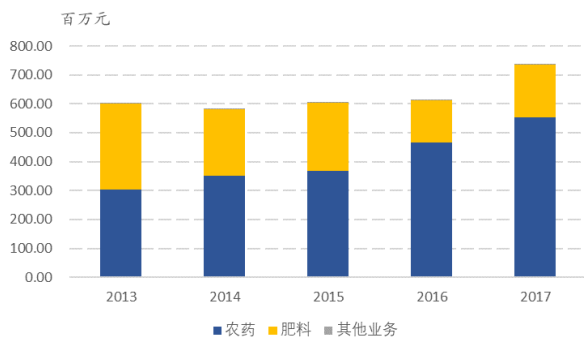


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

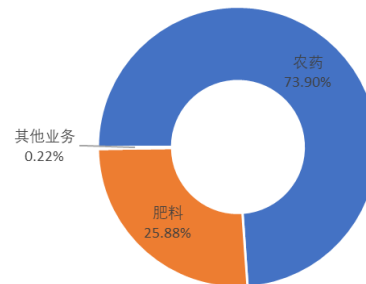
### 1.2 公司主要产品为植物生长调节剂

公司主营业务为农药和肥料。其中，农药包含植物生长调节剂和杀菌剂，肥料包含水溶性肥料和普通复合肥。公司产品主要应用于农业和园林等中高端市场。2017 年公司农药类产品占营业收入四分之三以上，贡献毛利率的 73.9%。

近年来，公司对产品结构进行了持续优化，重点以作物整体解决方案为依托，以技术服务与套餐方案为平台，加大植物生长调节剂，以及以植物生长调节剂为主，杀菌剂、水溶肥为辅的作物套餐的宣传和推广力度。随着国务院发布的新修订的《农药管理条例》、《土壤污染防治行动计划》、农业部《到 2020 年化肥使用量、农药使用量零增长行动方案》以及《农药工业“十三五”发展规划》的相继实施，未来公司的产品在配合绿色防控、提质减量、抗灾解害等方面将会有更加广阔的市场前景。

**图 3：公司历年主营收入**


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 4：2017 年毛利占比**


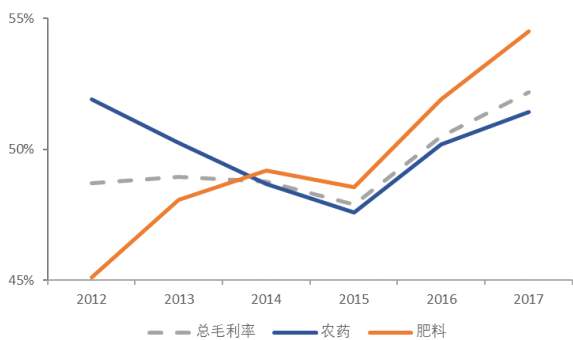
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

国光股份在植物生长调节剂领域处于国内领先地位，是国内植物生长调节剂原药及制剂登记最多的企业，公司的研发活动也坚持植物生长调节剂战略定位，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。2017 年，公司把内部机构企业技术中心升级为作物调控技术研究院，专门以作物为研究对象，研究植物生长调节剂在作物系统解决方案中的应用技术。

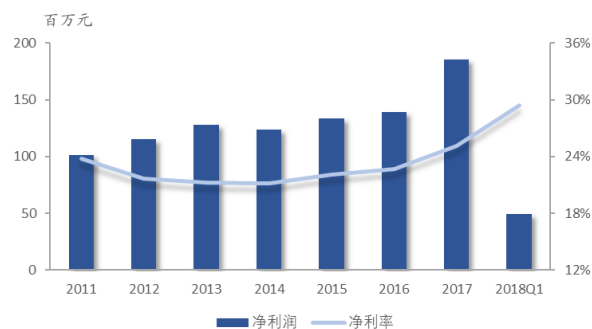
### 1.3 公司毛利率、净利率步步高升

受农药行业以及高尔夫球场受限等不利因素影响，公司前几年成长能力受限。但公司不断创新研发、调整结构，使得公司毛利节节攀升。公司 2017 年毛利率为 52.19%，净利率为 25.13%，均为历史最高。公司 2018 年第一季度净利润 4972 万元，净利率 29.4%，盈利能力进一步提高。

**图 5：公司历年毛利率**
**图 6：公司历年净利率**



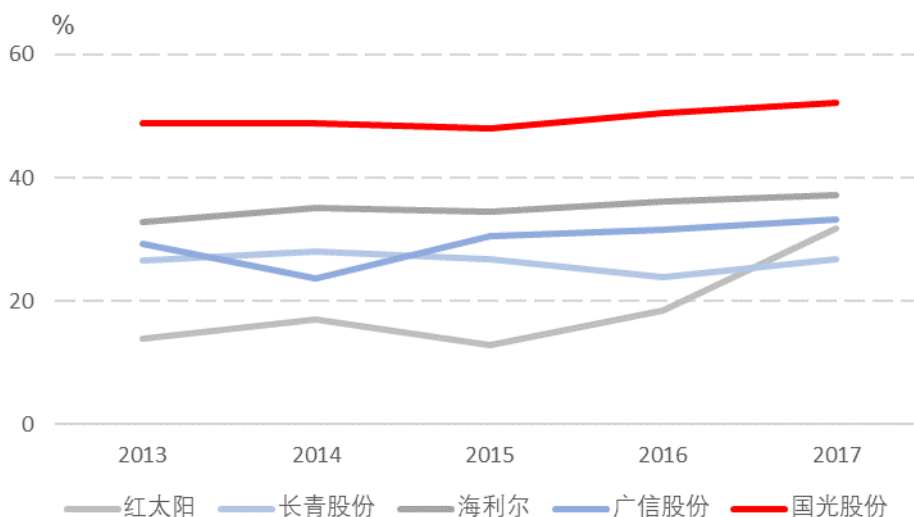
资料来源：公司公告、东兴证券研究所



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

由于植物生长调节剂和水溶性肥料属于高附加值产品，下游客户需求弹性低，使得公司保持毛利率在 50% 左右，显著高于其他农药和化肥公司。

图 7：与各公司毛利率比较



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

#### 1.4 企业扩能项目，公司进入发展快车道

2015 年公司非公开发行股票不超过 2000 万股，其中公司股东向公众投资者公开发售不超过 375 万股，募得 5.04 亿元资金建设新生产线。由于工期的调整，将募集资金投资项目达到预定可使用状态日期改为 2018 年 12 月 31 日。此举将进一步增强公司在植物生长调节剂和水溶性肥料市场的竞争优势，丰富公司产品结构，加强公司营销网络建设，加大新产品开发力度与产品应用研究，巩固和提高公司的行业地位，驱动公司快速的发展。

表 1：募投资项目情况

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	截至 2017 年底投资进度

1	年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	6368	5325	41.86%
2	年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	5989	5989	81.92%
3	年产 500 公斤 S-诱抗素原药项目	1255	1255	30.10%
4	年产 6000 吨植物营养产品生产线项目	2095	2095	65.95%
5	营销服务体系建设项目	7828	7828	33.70%
6	补充营运资金	12000	12000	100%
	合计	35535	34492	

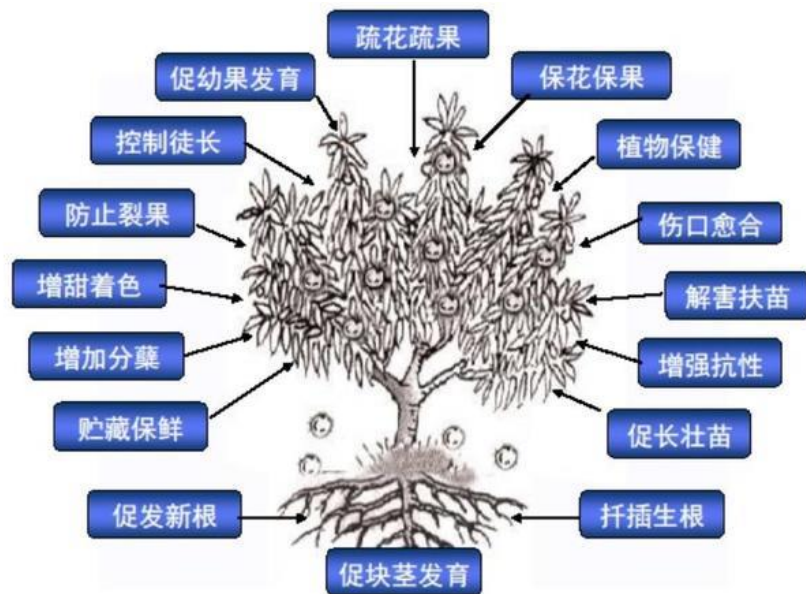
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2. 植物生长调节剂壁垒高，前景好

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。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。

图 8：植物生长调节剂主要作用





资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2：植物生长调节剂登记作物情况

药剂名称	作物分类	作物名称	作用效果
赤霉酸	水果	苹果	调节生长
		梨	
		葡萄	
		柑橘	
		菠萝	
		甘蔗	
		荔枝	
		龙眼	
甲哌鎓	农作物	棉花	调节生长
		冬小麦	
		甘蔗	
		马铃薯	
		玉米	
萘乙酸	水果	荔枝树	杀花穗
		苹果树	调节生长
		葡萄	促进生根
		番茄	调节生长
乙烯利	水果	柿子	催熟
		香蕉	催熟
	农作物	大麦	调节生长，防止倒伏
		棉花	催熟
		水稻	催熟
		玉米	催熟
	蔬菜	番茄	催熟
	其他	橡胶树	增产
烟草		催熟	
多效唑	水果	苹果	调节生长
		荔枝	控梢
		龙眼	控梢
		芒果	调节生长
	农作物	小麦	调节生长
		大豆	调节生长
		花生	调节生长
		油菜	控制生长
	水稻	控制生长	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

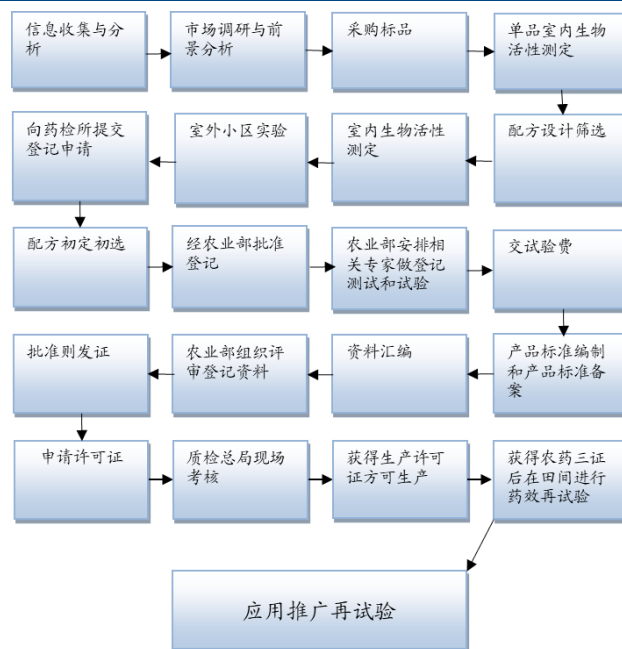
## 2.1 登记证带来较高的产品壁垒较高



植物生长调节剂是农药的一个分支，因此产品也需要有农药登记证、生产许可证和产品标准证等“三证”才可以上市生产。近年来，随着我国对于农药登记要求的提高和标准执行的强化，我国现行的农药登记制度的成本较高，登记周期长，登记资料要求严格等因素影响对中小企业的进入构成了较高的壁垒。农药生产涉及到国家批准定点、生产的环保和农药的毒性等领域，因此产品进入市场也要面临严格的三证资格审核，其中农药产品“三证”要求：

- ◆ 农药登记证——农业部药检所颁发
- ◆ 生产许可证——省农业厅颁发
- ◆ 产品标准证——国家质检部门颁发

图 9：农药产品开发流程



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

同时具体的农药产品开发流程涉及 21 项，时间跨度在 5 年左右才可以上市，同时还伴有审核风险。一项产品“国光贝稼”原药登记与制剂费用合计约 301 万元，高昂的登记费用也是新企业进入的技术壁垒。

表 3：植调剂“国光贝稼”原药登记所要开展的试验项目

试验项目	试验内容	费用	证明内容
产品化学	原药 5 批次全分析实验	1.3	原药纯度
	2 年常温贮存稳定性试验	1	
	原药及纯品理化性质检测试验	0.9	
	产品标准及编制说明	0.5	

		质检报告及方法验证报告	0.3	
产品药理学	产品毒性试验 (急性6项)	急性经口毒性试验	2.4	证明急性毒性
		急性经皮毒性试验		
		急性吸入毒性试验		
		对眼睛刺激性试验		
		对皮肤刺激性试验		
		致敏性试验		
	产品毒性试验	大鼠90天亚慢性经口喂 饲毒性试验	30	亚慢性
		包括 Ames 试验	12	是否致突变
		小鼠睾丸精母细胞染色体 畸变试验		
		小鼠髓细胞微核试验		
生殖毒性试验		105	慢性致癌	
致畸形试验				
慢性毒性和致癌性实验		42		
在动物体内的代谢试验				
每日允许摄入量 (ADI) 资料				
产品环境影响 影响实验	产品环境影响 实验(行为试 验3项)	土壤降解、水解、光解 土壤吸附、土壤淋溶、挥 发性 生物富集、水-沉淀物系统 降解试验	28	环境中如何降解
产品环境影 响实验	产品环境影响 实验(毒性13 项)	蜜蜂急性接触毒性试验	13	对环境中动物影响
		蜜蜂急性摄入毒性试验		
		鸟急性经口毒性试验		
		鸟短期饲喂毒性试验		
		鱼急性毒性试验		
		家蝉急性毒性试验		
		赤眼蜂急性毒性试验		
		蚯蚓急性毒性试验		
		溞急性毒性试验		
		藻急性毒性试验		
		两栖类急性毒性试验		
		土壤微生物急性毒性试验		
非靶标植物急性毒性试验				
农产品残留 实验	残留实验(2 年3地)	2008年山东、陕西、湖北 2年3地残留实验	21	

		2009年山东、陕西、湖北 2年3地残留实验		
生测试验	室内	室内生物活性测定	0.5	
田间小区药效试验	小区药效试验	2005年小区实验共3地	6	
		2006年小区实验共2地		
大田药效试验	大田药效示范	广东省植物保护总站 2010年	1.3	1年2个地方
		陕西省植物保护总站 2013年		
费用合计		原药合计	263.2	

资料来源:公司公告、东兴证券研究所

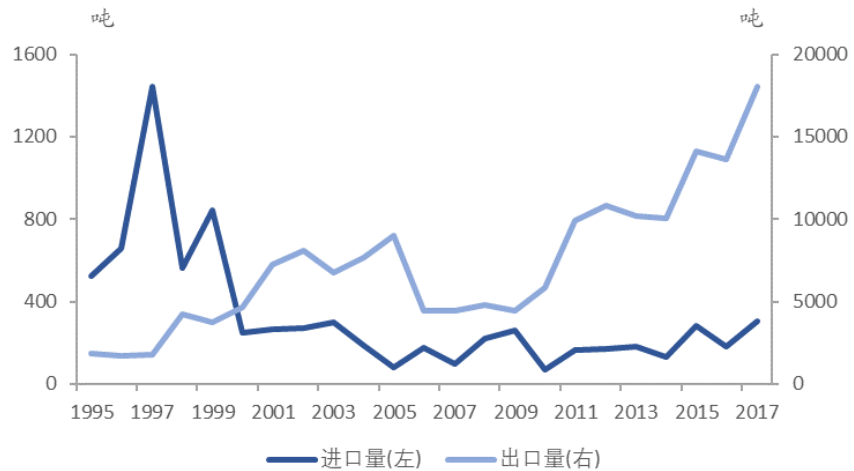
## 2.2 植调剂行业步入快速扩张阶段

半个世纪以来,植物生长调节剂的研究、生产及应用获得了迅速的发展。它在整个农药行业中显示出最快的发展速度。据中国产业信息网,全世界植物生长调节剂的销售额在1974年为2.6亿美元,至1982年便达4.5亿美元。1960年至1983年,它的年增长率高达15%,增长速度高于除草剂和杀虫剂销售的增长速度。仅在1969年至1980年间,日本登记的农药中,植物生长调节剂共16件,占登记农药的16%。从近十年的全球植物生长调节剂市场销售情况来看,2006年销售额为6.35亿美元,十年后,已经达到15.36亿美元,十年的平均增长率也在14%以上,远高于农药的增长率。从这种形势来看,植物生长调节剂的开发速度在农药中是遥遥领先的。

**国家推行农药减产行动,未来植调剂市场巨大:**近日,生态环境部通过的《农业农村污染治理攻坚战行动计划》明确,“减少化肥、农药使用量和农业用水总量”,推进“农业投入品减量化、生产清洁化、废弃物资源化、产业模式生态化”。**农业部门全力推动农药减量计划实施,植物生长调节剂又迎来了新的发展机遇,到2020年增长比例可突破20%。**

**我国植调剂市场处于起步阶段,未来发展空间广阔:**2010—2016年,我国植物生长调节剂的销售情况基本保持平稳,制剂年平均销售量在3650.38吨,从2010年销售量逐年上升,由于受到全球农药发展大环境的影响,创制成本高,登记周期长,登记资料要求严格等因素影响,2014年突破四千吨后有所回落。但在农业供给侧改革和居民农产品消费升级的背景下,未来五年我国植物生长调节剂发展趋势良好,预计2020年制剂销售量可突破6000吨,出口量进一步提高。与国际市场相比,我国植物生长调节剂的品种数量和销售量在整个农药中所占的比例较低,国际市场上植物生长调节剂一般可达4%~5%,植物生长调节剂的销售量仍有上升空间。

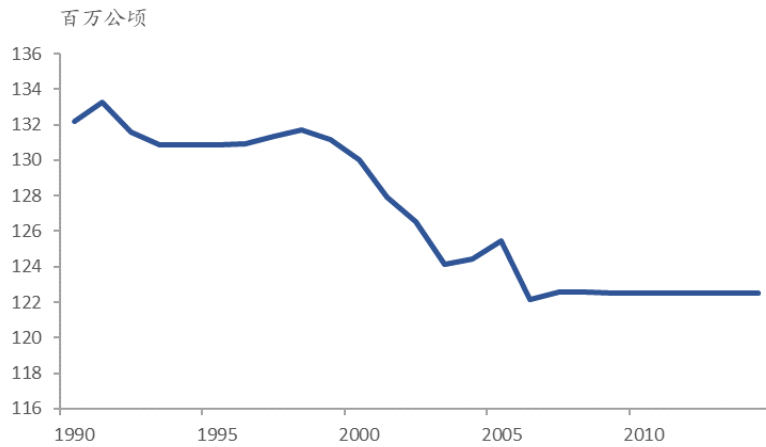
### 图 10: 植物生长调节剂进出口量



资料来源：海关总署、东兴证券研究所

**植物生长调节剂在农业增产大背景下体现出竞争优势：**我国耕地面积将由 2000 年的 14.1 亿亩减少到 13.9 亿亩，作物总播种面积可维持在 22~23 亿亩，其中粮食播种面积将保持在 16~16.5 亿亩。在播种面积没有增加的前提下，要增加农作物产量以基本满足日益增长的食物需求，就必须提高农作物的单产。从农业生产的角度分析，除草剂、杀虫剂、杀菌剂都只能起到保产的作用，而植物生长调节剂不仅对作物具有调节作用，更为重要的是具有较好的增产功效。据专家预测，植物生长调节剂将成为未来农业的五大新技术之一（五大新技术包括：克隆、良种、无土工厂化农业、化控剂、除草剂）。作为一项日益成熟和快速发展的产业，植物生长调节剂将在今后的农业发展当中，在作物的化控、增产方面表现出十分优异的性能。通过大面积推广和应用，使农作物按照人们的意愿生长、发育、开花、结果，对植物生长进行有效控制，大幅度增强作物对不良环境的抗性，提高农作物的产量，减轻劳动强度，改善农作物的品质。从这些方面来讲，这是其他农药所不具备的。从农药的生理活性、使用剂量、收益性、安全性、环境相容性等分析，植物生长调节剂也较其他农药有较大的优势。

图 11：我国农作物种植面积变化情况



资料来源: 联合国粮农组织, 东兴证券研究所

### 2.3 主要产品市场需求持续旺盛

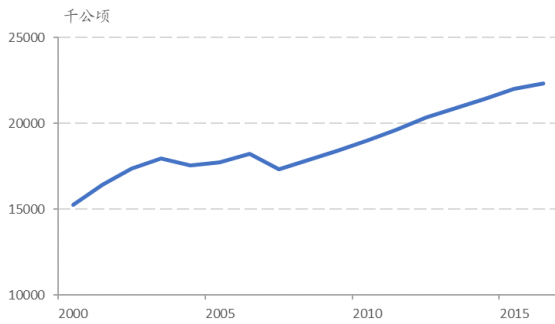
**甲哌鎇**是一种高效、安全、无残毒、无污染内吸性植物生长调节剂抑制株高和横向生长, 使株形紧凑粗壮, 提高产果率, 提高产量。主要下游市场为棉花、果树、蔬菜、马铃薯、红薯等作物。根据中国农药工业协会的预测, 未来三年, 随着甲哌鎇施用的推广、应用领域的拓展、种植户认识的提升和农业产业结构的调整, 甲哌鎇的市场需求将会快速增长, 预计甲哌鎇原药销量年增长幅度将达到 **20%左右**。

**茶乙酸**是一种具有生长素类活性的植物生长调节剂, 由根、茎、叶吸收。茶乙酸广泛应用于农业、林业、蔬菜、花卉、果树等领域。主要应用途径有: 施用于谷类作物、棉花、桃、果树、瓜果类蔬菜等。未来三年, 随着苗圃、城市园林、水果及谷物作物等需求的进一步提高, 茶乙酸原药的销量将保持年均 **15%的增长速度**, 市场空间广阔。

**S-诱抗素**是一种植物生长调节剂。具有促进植物平衡吸收水、肥和协调体内代谢的能力。可有效调控植物的根和营养生长与生殖生长, 对提高农作物的品质、产量具有重要作用。S-诱抗素原药及其复合实用制剂可广泛应用于水稻、蔬菜、花卉、草坪、棉花、中草药、果树等作物; 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, 对于发展我国农业产业化意义重大。S-诱抗素可提高水稻单产 **15%**, 产品得到普遍认可。以东北三省水稻种植面积 **440 万公顷**, 按每公顷 **15g** 用量计, 2016 年用量 **5 吨**, 应用面积 **7.5%**, 预计未来五年增长 **3 倍以上**, 需求量 **15 吨以上**。

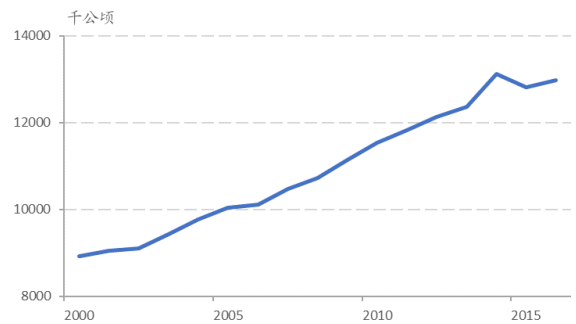
图 12: 我国蔬菜种植面积变化情况

图 13: 我国果园面积变化情况



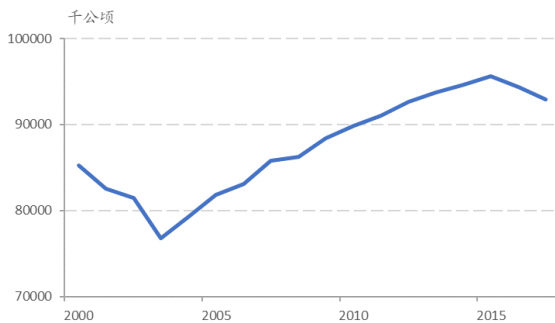
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 14：我国谷类种植面积变化情况



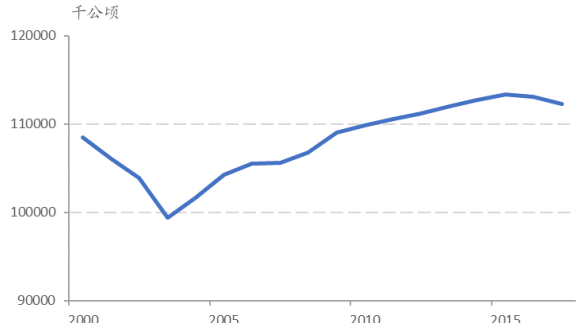
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 15：我国粮食作物种植面积变化情况



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 16：我国历年农药产量及同比变化



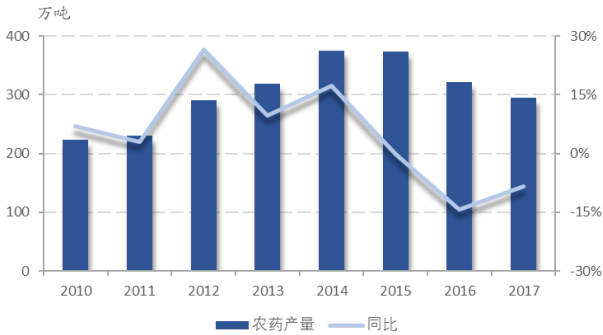
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 17：我国农药行业规模企业数量变化

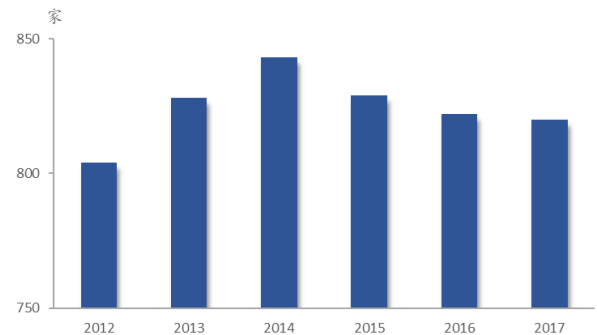
## 2.4 行业供给侧改革维持企业高市占率

**国家产业政策推进促农药行业集中度提升：**我国农药行业实行严格的登记和许可制度，“十三五”期间原则上不再新增农药生产企业。工信部 2016 年 8 月发布的《关于修订农药行政审批申报材料要件的通知》中指出，“十三五”期间应进一步控制和减少农药生产企业数量，除特殊情况外，原则上不再新增农药生产企业，鼓励通过兼并重组等方式大幅减少农药生产企业数量。2018 年发布《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，都将使公司迎来新的发展机遇。

2015 年以来，农药行业逐年下滑，2017 年亏损面为 7.8%，对应 64 家亏损企业。但与此形成鲜明对比的是，2017 年亏损企业亏损额达到 10.53 亿元，同比增长 46.6%。在行业亏损面缩窄，亏损企业数减少的情况下，亏损额仍同比大幅增长，表明行业内规模小、技术落后的中小企业仍面临严重的经营困境，在行业回暖同时，行业的集中度也在进一步提升。



资料来源: 国家统计局、东兴证券研究所

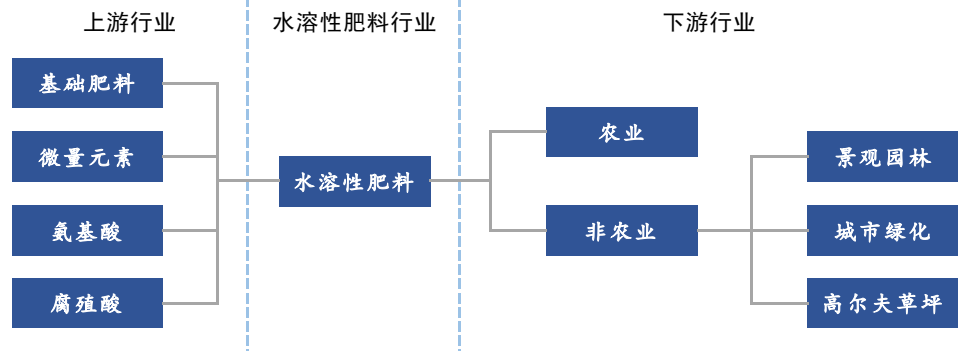


资料来源: 中国农药工业协会、东兴证券研究所

### 3. 水溶性肥料发展空间巨大

水溶性肥料是一种可以完全溶于水的多元复合肥料, 它能迅速地溶解于水中, 更容易被作物吸收, 而且其吸收利用率相对较高, 更为关键的是它可以应用于喷滴灌等设施农业, 实现水肥一体化, 达到省水省肥省工的效能。

图 18: 水溶性肥料产业链



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

表 4: 水溶性肥料的特点

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

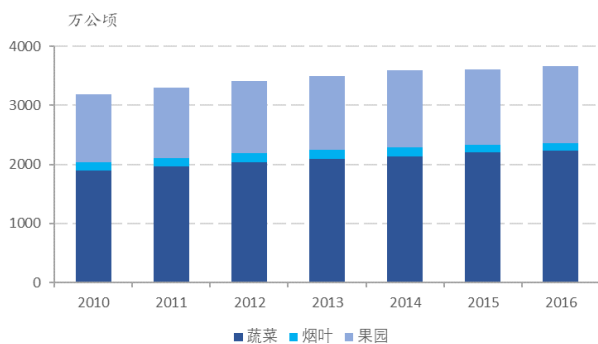
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

近年来，经济作物已成为我国化肥消费的重点，化肥总用量中，经济作物用量已近50%，其中蔬菜和果树占化肥总用量30%。而蔬菜、水果等经济作物都将逐步采用微灌和水肥一体化技术。这意味着现在用肥总量的近一半都将通过微灌系统施用。因此，水溶性好、配方科学、价格适中的肥料，将会随着微灌和水肥一体化技术的大面积应用和推广，需求不断越大。

我国是一个缺水农业大国，现有耕地13000亿平方米农田灌溉面积占耕地总面积的56%。根据我国节水灌溉发展规划，预计到2030年我国人口将达到16亿，所需粮食增长到6.4亿~7.2亿吨，按照现有水平预测，为了满足这种粮食需求，灌溉面积需要发展到0.6亿 $hm^2$ ，年用水量将从现在的4000亿 $m^3$ 增长到6650亿 $m^3$ 。

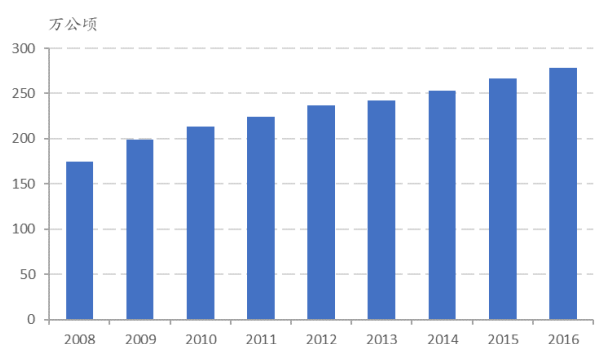
在水资源严重紧缺的情况下，灌溉面积的扩大将主要依靠推广节水灌溉技术。水肥一体化已被正式纳入“国家农业‘十二五’规划”。“十二五”期间将是在测土配方施肥技术指导下的水溶性肥料和水肥一体化技术主导市场发展的新阶段。2011年中央一号文件为发展水溶性肥料提供了良好的机遇；2012年年初农业部印发了《关于进一步推进农田节水工作的意见》，中央财政也进一步加大了农田节水技术的补贴力度，拟从2012年开始到2015年的4年中投资380亿元，完成253.5亿 $m^2$ 的节水增粮面积；党的十八大又提出要“大力推进生态文明建设”，“大幅度降低能源、水、土地消耗强度，提高利用效率和效益”，这对节水农业和水肥一体化技术的发展提出了新要求。2013年3月，农业部办公厅专门印发《水肥一体化技术指导意见》，号召全国农业部门和农技推广站大力开展水肥一体化技术推广工作，加速实现农业现代化中的灌溉现代化和施肥现代化。目前我国水肥一体化技术应用面积达到206.7亿 $m^2$ 。到2015年，水肥一体化技术推广总面积将达到533.6亿 $m^2$ 以上。随着水肥一体化技术应用面积的扩大，必将推动水溶性化肥的快速发展。

图 19：水溶性化肥应用经济作物种植面积



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 20：城市园林绿地面积



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

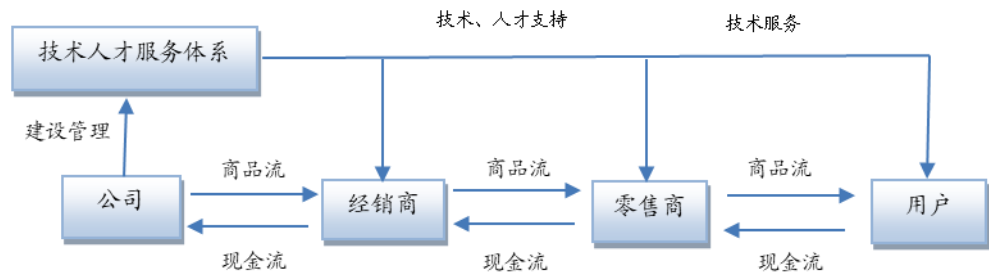
## 4. 公司经营模式为更高效益保驾护航

#### 4.1 技术服务营销提升品牌效应

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。

传统农药销售渠道为金字塔式。企业通过总代理单向分层最终流向消费者。农药的最终购买者是中国广大的农民，农民通过经销商获得产品，产品销售的关键在于经销商的推荐与农民信任相互间的口碑传播。

图 21：公司主要销售渠道



资料来源：wind，东兴证券研究所

从农业服务达成的效果上来看，实质上就是新型的农业服务主体对传统分销渠道的归口，新型主体通过农业服务增加农民粘性，进而对农药、化肥等农资的套餐式销售，附加在种植产业链上进行一系列的服务内容。农业服务对传统分销渠道升级的关键在于提供的方案和具体服务渠道。

在当前以客户为主导的买方市场的全面影响下，国光公司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，营销工作更贴近目标用户。国光股份已拥有国内最为贴近农村终端的基层营销服务网络。可直接覆盖的经销商 2700 多家，为种植者提供专业化的售前、售中、售后的技术服务。覆盖全国范围的网格化营销服务体系，使公司具备一般农资企业难以比拟的全国营销网络整合优化能力。在原有经销商体系的基础上，筛选培训出一批优质经销商，打造出一个区域性遥遥领先的农业综合服务平台。

**公司特色培训体系：**公司通过培养一批专家型技术服务人才，使得客户可以在正确使用公司产品情况下发挥出产品的最大效果。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”。公司提出的“批发商、零售商和种植户一家人理念”，通过打造一支专家型技术营销团队，以技术服务带动产品销售。通过技术服务赢得了用户忠诚度，在销售产品的同时传播企业文化并树立良好的品牌形象，获得了长期稳定的效益并抢占了市场制高点，进而获得更多的产品附加值。

图 22：公司技术人员到种植基地召开现场推广会议



国光大果葡萄应用现场会



国光大果红提应用展示



国光产品在种植基地的推广



国光松尔肥在烟草上的应用

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**强大的营销网络：**截至目前，国光股份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。2012年-2014年，公司经销商数量分别为2345个、2345个和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，单个经销商的平均销售规模由2012年的18.01万元提高至2014年的20.97万元，公司经销商的数量保持稳定、质量得到大幅提升。公司的营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。

**表 5：2012 年经销商增减汇总表**

项目	数量(家)	销售额(万元)	平均销售额(万元)	营业收入占比(万元)	同级经销商平均销售额(万元)
减少合计	519	869.92	1.68	1.64%	15.41
增加合计	457	3187.13	6.97	6.01%	15.41
经销商总数	2835	43686.72	15.41	82.26%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 6：2013 年经销商增减汇总表**

项目	数量(家)	销售额(万元)	平均销售额(万元)	营业收入占比(万元)	同级经销商平均销售额(万元)
减少合计	608	1,302.57	2.14	2.17%	19.17
增加合计	408	2,931.25	7.18	4.89%	19.17
经销商总数	2,835	43,686.72	15.41	82.26%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 7: 2014 年经销商增减汇总表**

项目	数量(家)	销售额(万元)	平均销售额(万元)	营业收入占比(万元)	同级经销商平均销售额(万元)
减少合计	380	1,370.88	3.61	2.35%	19.38
增加合计	461	3,963.43	8.60	6.81%	19.38
经销商总数	2,715	52,612.26	19.38	90.35%	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

报告期内减少的经销商销售额占营业收入的比例分别为 1.64%、2.17%和 2.45%，增加的经销商销售额占营业收入的比例分别为 6.01%、4.89%和 6.81%；报告期内减少的经销商平均销售额分别为 1.68 万元、2.14 万元和 3.61 万元，增加的经销商平均销售额分别为 6.97 万元、7.18 万元和 8.60 万元。各期经销商在数量上呈波动变化。但从整体上看，增加的经销商销售额优于减少的经销商，发行人的经销商结构呈不断优化的趋势。

#### 4.2 “农药医院”模式——为高毛利率提供支持

公司属性偏向于制剂加工企业，将原药、分散剂、助剂等进行复配分装，销售给终端用户。竞争优势在于制剂配方、销售渠道与服务。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、葡萄、石榴、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，针对不同的作物环境使用不同的套餐组合，进一步提升了产品的附加值。

**表 8: 部分套餐组合名称及作用效果**

作物名称	套餐名称	作用效果
葡萄	稀施美	防治缺素症
	国光根宝	促进生根
	国光动力钙	补钙防裂，增甜增色
	国光优丰	增强抗病，保花保果
	国光矮壮素	控制新梢旺长
	大国施特优	保果膨果
	国光希尔	红提专用膨大剂
	国光乙烯利	促进葡萄成熟
	松尔功能肥	壮芽，保果膨果
石榴	爱壮+国光甲	控梢促花
	优丰+稀施美+国光甲	促花壮花
	果动力+优丰+稀施美	保果壮果
	优丰+动力钙	防裂套餐
	优丰+稀施美+国光甲	增甜增色
	标健+松尔	保叶套餐
白菜、甘蓝	松尔肥+松达	基础套餐
	根宝+优丰+重荐宝	根部养护

	动力+络康	抗逆套餐
	艾德+腐霉利+辛菌胺	防病套餐
	包心+国光甲	包心套餐
苹果	国光辛	春季清园
	重苻宝+根宝	促根防病
	优丰+稀施美	促花防冻
	赤霉酸+植生源+优丰	高桩膨果
	矮壮素+国光甲	控旺促花

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

通过技术服务和套餐方案让农场主按方案进行种植，输出品牌、技术和种植加工标准，实现“需求→定制化组合套餐”的综合服务能力，进而赚取产业链增值中产生的利润，实现企业的高毛利率。

## 5. 盈利预测与估值

预计公司 18-20 年 EPS 为 1.69、2.34 和 2.87 元，对应 PE 为 25、18 和 15 倍，首次给予公司“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设：

1. 原材料供应稳定且价格不出现大幅波动
2. 募投项目投产进度及经济效益符合预期。

表 9：可比公司估值（截止 2018 年 08 月 28 日收盘）

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
000525.SZ	红太阳	15.11	1.20	1.61	1.87	16	9	8
002215.SZ	诺普信	8.26	0.34	0.43	0.54	22	19	15
600389.SH	江山股份	22.08	0.84	1.2	1.57	21	18	14
<b>002749.SZ</b>	<b>国光股份</b>	<b>42.42</b>	<b>2.47</b>	<b>1.69</b>	<b>2.34</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>18</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 6. 风险提示

主营产品及原材料价格大幅波动；行业景气度低于预期。



**表 10: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	889.05	820.70	932.89	1107.39	1275.33	<b>营业收入</b>	614	737	821	1143	1399
货币资金	527.52	589.33	681.69	779.37	885.92	<b>营业成本</b>	304	352	389	538	657
应收账款	22.71	21.82	24.30	33.83	41.40	营业税金及附加	2	2	2	3	4
其他应收款	5.19	2.27	2.33	2.40	2.48	营业费用	102	114	127	177	217
预付款项	8.76	17.78	19.61	27.13	33.13	管理费用	52	60	67	93	114
存货	117.62	119.98	132.36	183.15	223.61	财务费用	-8	-4	-19	-21	-25
其他流动资产	200.62	51.58	52.61	53.66	54.74	资产减值损失	3.23	0.96	3.11	3.17	3.24
<b>非流动资产合计</b>	105.67	164.81	159.91	147.82	134.76	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.28	3.55	4.22	4.43	4.65
固定资产	15.52	15.71	40.92	59.03	45.72	<b>营业利润</b>	161	217	256	355	434
无形资产	32.60	31.53	31.41	31.28	31.14	营业外收入	4.55	1.52	1.55	1.59	1.63
其他非流动资产	15.51	13.34	13.61	13.74	13.88	营业外支出	2.59	1.29	1.33	1.36	1.39
<b>资产总计</b>	994.72	985.51	1092.80	1255.21	1410.10	<b>利润总额</b>	163	217	256	355	434
<b>流动负债合计</b>	94.15	116.86	125.31	158.51	184.89	所得税	24	32	38	52	64
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	139	185	218	302	370
应付账款	11.80	10.05	11.08	15.34	18.73	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	36.95	51.01	56.80	79.10	96.79	归属母公司净利润	139	185	218	302	370
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	160	218	248	352	428
<b>非流动负债合计</b>	4.66	12.44	12.69	13.95	14.65	<b>EPS (元)</b>	1.86	2.47	1.69	2.34	2.87
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	98.81	129.30	138.00	172.46	199.54	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	1.5%	20.0%	11.4%	39.2%	22.4%
实收资本(或股	75.00	75.00	129.01	129.01	129.01	营业利润增长	17.2%	34.6%	17.7%	38.7%	22.3%
资本公积	330.64	330.64	305.38	305.38	305.38	归属于母公司净利润	4.1%	33.1%	17.7%	38.7%	22.3%
未分配利润	422.48	382.77	455.91	583.86	711.66	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	895.91	856.21	954.80	1082.75	1210.55	毛利率(%)	50.5%	52.2%	52.6%	52.9%	53.0%
<b>负债和所有者</b>	994.72	985.51	1092.80	1255.21	1410.10	净利率(%)	22.7%	25.1%	26.6%	26.4%	26.4%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.5%	14.0%	18.8%	20.0%	24.1%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.5%	21.6%	22.8%	27.9%	30.5%
<b>经营活动现金</b>	170.35	191.58	215.56	274.75	351.66	<b>偿债能力</b>					
净利润	139.25	185.30	218.07	302.41	369.73	资产负债率(%)	10%	13%	13%	14%	14%
折旧摊销	4.87	5.09	11.27	18.46	19.56	流动比率	9.44	7.02	7.44	6.99	6.90
财务费用	0.00	0.00	0.26	0.36	0.44	速动比率	8.19	6.00	6.39	5.83	5.69
应收账款减少	-2.06	0.89	-2.48	-9.54	-7.57	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	12.86	14.05	5.80	22.29	17.70	总资产周转率	0.64	0.74	0.79	0.97	1.05
<b>投资活动现金</b>	-227.07	95.23	-3.45	-2.25	-2.76	应收账款周转率	14	17	18	20	19
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.25	16.14	18.40	20.36	19.28
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2.28	3.55	4.22	4.43	4.65	每股收益(最新摊薄)	1.86	2.47	1.69	2.34	2.87
<b>筹资活动现金</b>	-70.98	-230.65	-119.74	-174.82	-242.36	每股净现金流(最新摊)	-1.70	0.75	0.72	0.76	0.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	11.95	11.42	7.40	8.39	9.38
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	54.01	0	0	P/E	46.19	26.10	25.10	18.10	14.80
资本公积增加	0	0	-25.26	0	0	P/B	7.18	5.65	5.73	5.05	4.52
<b>现金净增加额</b>	-127.70	56.16	92.37	97.68	106.54	EV/EBITDA	36.95	19.48	19.29	13.35	10.70

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明辉

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。