

国光股份 (002749)

公司研究/深度报告

内生外延并举迎行业发展新机遇

—国光股份 (002749) 深度研究报告

深度研究报告/基础化工

2018 年 12 月 24 日

报告摘要:

● **公司是国内植调剂原药及制剂登记最多的企业。**公司是专业从事植物生长调节剂和高效水溶性肥料的研发、生产和销售的企业，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。公司是一个重视研发和市场开拓的哑铃型企业，具有较强的技术优势。目前公司在全国设有4个办事处、25个物流仓储服务中心，拥有农药登记证91个，肥料登记证39个，注册商标740个，科技成果4项，专利74项，省名牌产品1个，著名商标5件。

● **应用场景广泛，政策鼓励、绿色农业带来新发展机遇，植调剂发展空间大。**植调剂作为农业现代化的先进科技手段，应用场景越来越广泛。目前植调剂行业格局相对分散，国光股份作为登记品种最多的企业，产品登记量占总登记量的比例仅为3.5%，新修订的《农药管理条例》对农药登记制度进行了改革，农药十三五规划鼓励头部企业做大做强，未来行业集中度有望提升。政府出台了一系列发展绿色农业、推动农药减量等相关的政策，给植调剂行业带来新的发展机遇。国际市场上植调剂登记数量和产品销售量占农药的比重一般可达4%~5%，目前我国植调剂产品登记占比仅为2.4%，未来登记量和销售量仍有较大上升空间。

● **精准技术营销模式铸就公司稳健增长业绩；内生外延并举，持续扩张可期。**公司“培养文化+作物套餐”为依托的整体解决方案给公司构筑了精准技术营销护城河。上市以来，公司销售毛利率稳定在50%左右；净利率稳定在20%以上；ROE(加权)基本稳定在20%左右；收现比长期维持高位；资产负债率持续10%的低位：显示出公司盈利能力强、现金流状况好、管理稳健。

产能是制约公司发展的主要瓶颈之一，公司 2100 吨植调剂原药、1.9 万吨制剂、6000 吨植物营养产品等等 3 个 IPO 募投项目预计将于 2019 年中投产；另外总投资 4.35 亿的可转债募投项目预计将于 2020 年投产，将使得公司产能得到进一步的升级和提升。2018 年上半年公司取得江苏景宏生物 25% 股权，实现向产业链上游延伸，提升了对原材料的控制力。目前公司正在重整主营绿色生物农药的江西天人生态，未来可实现优势互补，增强公司整体服务能力。

● **盈利预测与投资建议：**预计公司2018~2020年每股收益0.95元、1.19元、1.53元，对应PE分别为19倍、15倍、12倍。参考申万一级化工行业平均18倍PE水平，考虑公司是A股稀缺植调剂标的，业绩稳健、内生外延增长确定，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**公司市场开拓不及预期；公司原材料供给受限。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	737	890	1,087	1,357
增长率 (%)	20.03%	20.65%	22.22%	24.77%
归属母公司股东净利润 (百万元)	185	209	261	336
增长率 (%)	33.07%	12.80%	25.06%	28.46%
每股收益 (元)	0.84	0.95	1.19	1.53
PE (现价)	21	19	15.0	12
PB	/	3.2	2.7	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

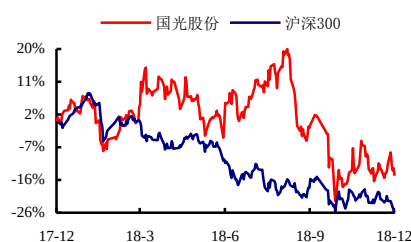
当前价格： 17.84 元

交易数据

2018-12-21

近 12 个月最高/最低(元)	72.0/16.36
总股本 (百万股)	219
流通股本 (百万股)	140
流通股比例 (%)	63.74
总市值 (亿元)	39
流通市值 (亿元)	25

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： 010-85127892

邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号： S0100118070030

电话： 010-85127892

邮箱： wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 国光股份(002749)公司调研简报:行业长期向好;产能升级、外延拓展,持续增长可期

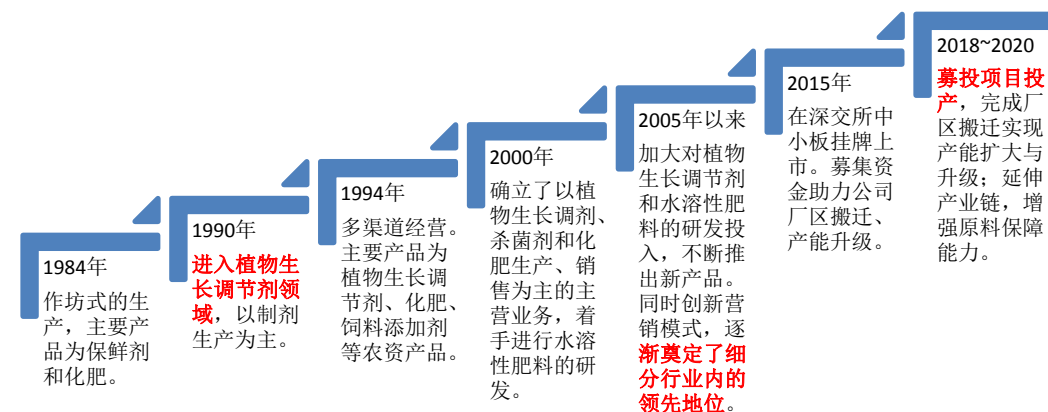
目录

一、国光股份：业内领先的专注植物生长调节剂企业	3
二、植调剂行业集中度低，现代农业需求广泛、增长空间大	4
(一) 植调剂用途广泛、是农药重点发展方向，近年国内外需求增长显著	4
(二) 行业市场集中度分散，国光是原药及制剂登记最多的企业	6
(三) 现代农业对植调剂需求广泛，增长空间大	7
三、公司分析：稳健增长的植调剂黄埔军校，持续扩张可期	10
(一) 公司业绩持续向好，业务盈利能力强、现金流良好	10
(二) 经销网络完善，精准技术营销模式造就业内“黄埔军校”	13
1、公司具有完善的经销商网络和强大的物流体系	13
2、培养文化+作物套餐为依托，作物整体解决方案构筑精准技术营销护城河	13
(三) 产能升级、外延扩张，业绩持续向好趋势确定	15
1、公司产能迎升级扩张：IPO 募投项目投产在即，可转债募投项目 2020 年建成	15
2、外延不断，保障原材料供给、延伸产业链，整体服务能力不断增强	15
(四) 实施股权激励，中层及核心骨干激励充分	16
四、盈利预测与估值分析：估值处历史低位，业绩稳定增长	17
(一) 盈利预测：IPO 募投项目投产在即，业绩稳中向好	17
(二) 估值分析：估值历史低位，PE 略低于可比公司平均估值水平	18
五、风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

一、国光股份：业内领先的专注植物生长调节剂企业

四川国光农化股份有限公司成立于 1984 年，经过三十年多的发展，公司从一家主营保鲜剂和化肥的作坊式企业，发展成为业内领先的、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，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。

图 1：公司成立以来业务发展历程。

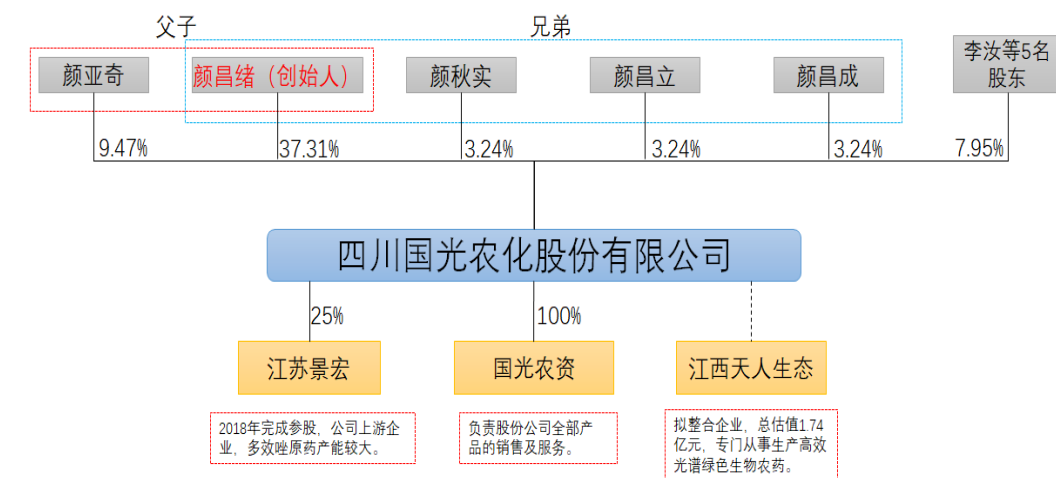


资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司是一个重视研发和市场开拓的哑铃型企业，具有较强的技术优势。目前公司在全国设有 4 个办事处、25 个物流仓储服务中心，拥有农药登记证 91 个，肥料登记证 39 个，注册商标 740 个，科技成果 4 项，专利 74 项（其中发明专利 32 项），省名牌产品 1 个，驰名商标 5 件。

公司股权结构十分集中，持股排名前十的股东皆为颜氏家族成员，合计持股 64.45%。实际控制人颜昌绪即为公司的创始人，合计持股比例 37.76%。

图 2：公司股权控制关系及主要参控股公司。



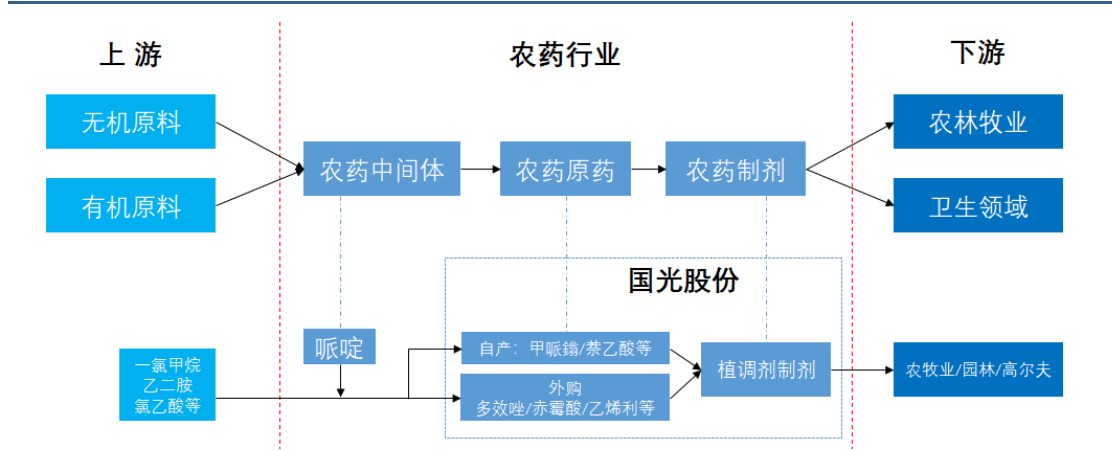
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院整理

二、植调剂行业集中度低，现代农业需求广泛、增长空间大

（一）植调剂用途广泛、是农药重点发展方向，近年国内外需求增长显著

植物生长调节剂是农药的一个品种，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 3：农药行业及公司核心业务产业链示意图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院整理

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。

图 4：植物生长调节剂主要作用示意图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2017 年我国取得登记的植物生长调节剂产品数量 927 个，占农药总登记数量 2.4%。截止 2017 年 8 月，植调剂有效成分为 46 个，乙烯利、赤霉素、多效唑等 8 个品种占植物生长调节剂产品登记总量的 51.7%。

表 1: 植物生长调节剂对不同作物作用举例

应用领域	作用	主要应用作物及举例
粮食作物	促进种子发芽、培育壮苗，防止徒长、提高结实率、增加千粒重、防止倒伏、提高杂交稻制种产量等	小麦、水稻用三十烷醇、细胞分裂素等浸种，均能提高种子发芽率，促进生根，有利于培育壮秧；多效唑在水稻一叶一心时使用，可增加分蘖，控制秧苗高度，防止徒长；小麦在一叶一心时使用多效唑也能增加分蘖，防止徒长
油料作物	在油菜、花生、大豆、芝麻等油料作物上的应用主要在培育壮苗，控制徒长防止倒伏，增加产量，提高抗逆性几个方面	在油菜培育上，多效唑，烯效唑，矮壮素，甲哌鎓等使用能使幼苗矮壮，茎根粗壮，移栽成活率高，还能提高冬油菜抗寒能力。三十烷醇，芸苔素酯，增产灵，细胞分裂素等应用在大豆花生上可增强光合作用，防止后期早衰，提高结实率，增加产量
经济作物	在棉花、烟草、茶叶等经济作物上主要应用于培育壮苗、控旺防倒，防止蕾铃脱落，提高产量品质，促进萌芽，催熟脱叶，提高抗逆性	在棉花生产中，甲哌鎓与三十烷醇、复硝酚钠、茶乙酸等配合使用在控制徒长，防止蕾铃脱落，增加铃重、衣分及纤维长度方面起到重要作用。利用乙烯利与噻苯隆混配进行催熟脱叶也是棉花机器采收中一项必不可少的措施。
蔬菜	蔬菜生产中应用植物生长调节剂在培育壮苗、控制徒长，保花保果、提高坐果、坐瓜率、促进营养生长、贮藏保鲜等方面具有明显效果	三十烷醇、芸苔素内酯、复硝酚钠、赤霉素等促进叶类菜营养生长，提高产量具有明显效果，而细胞分裂素在叶菜的贮藏保鲜中具有明显的保绿，延长贮藏期作用。
果树	促进扦插生根、控制徒长、保花保果、促进幼果膨大、促进花芽分化、改善品质	茶乙酸、吲哚丁酸及吲·萘合剂在促进果树扦插生根上有明显效果；矮壮素等在葡萄上控制新梢生长，减少营养消耗，提高坐果率；三十烷醇、芸苔素内酯、复硝酚钠、细胞分裂素、赤霉素等在果树保花保果，提高坐果率方面效果明显，在柑桔、枣、梨、桃、葡萄、苹果、芒果、荔枝、龙眼等果树生产中有广泛应用。
花卉园林	促进生根，促进营养生长，促进开花，控制株型	茶乙酸、吲哚丁酸、吲·萘合剂等园林花卉中促进插条生根有广泛应用，还在大树移栽促进生根成活方面具有明显效果。丁酰肼、青鲜素、多效唑等在矮化花卉苗圃，控制株型等方面效果明显；细胞分裂素、赤霉素等在促进开花，调节产期方面也有明显效果，已在多种花卉生产中应用
食用菌	促进菌丝生长和出菇，提高产量方面	三十烷醇、芸苔素内酯等在蘑菇、平菇、金针菇、木耳等生产中具有明显的促进菌丝生长，促进出菇，提高产量的作用
中药材	促进块根茎类药材生长	主要是在块根茎类药材上应用，三十烷醇、细胞分裂素等具有明显促进块根茎生长的效果，而甲哌鎓，矮壮素等通过控制地上部分生长，促进地下根茎生长也有明显效果。

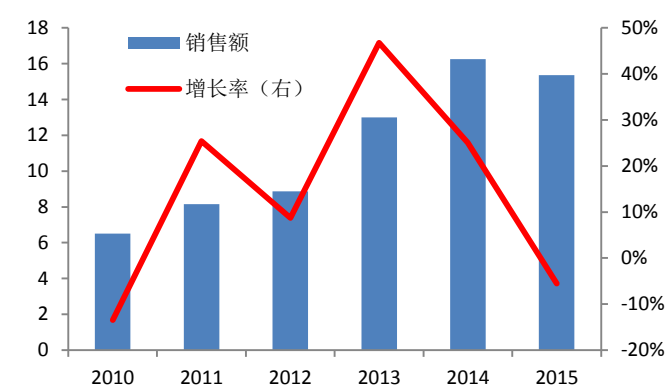
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2010~2015 年全球植物生长调节剂销售额年复合增速达到 18.77%，我国在这个时间段增速相对缓慢，年复合增速约 3.54%。

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》，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；年生产应用面积约 20 亿亩次，已经形成了从原料供应、研究、生产、销售到推广应用的产业链。

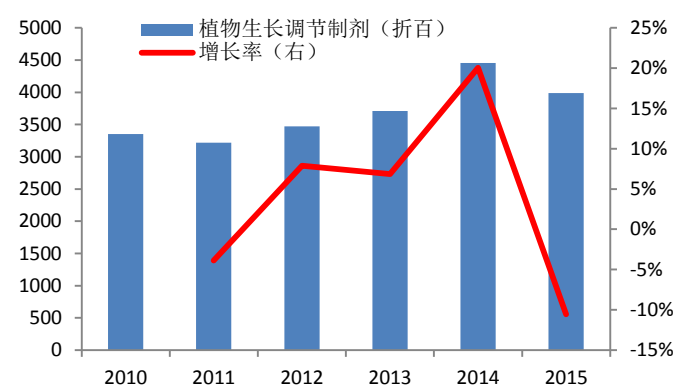
根据 2017 年 11 月 22 日第三十三届中国植保“双交会”预测，2018 植物生长调节剂需求将大幅上升，预计需求量 0.35-0.4 万吨，同比增长 18% 左右。需求量前五的是乙烯利、多效唑、缩节胺、赤霉素、烯效唑、芸苔素内酯。

图 5: 2010~2015 年全球植调剂销售情况 (单位: 亿美元)



资料来源：《植物生长调节剂产业发展现状及前景》，民生证券研究院

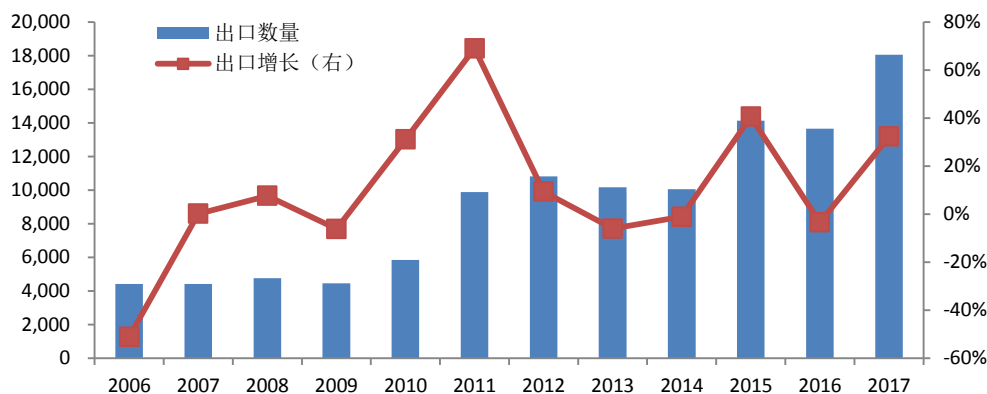
图 6: 2010~2015 年我国植调剂销量 (单位: 吨)



资料来源：《植物生长调节剂产业发展现状及前景》，民生证券研究院

从出口情况看，近年植物生长调节剂（含抗萌剂）出口量增幅较大，2017 年出口 1.8 万吨，同比增长 32%，是农药出口增长最快的品种。

图 7：我国历年植调剂（含抗萌剂）出口量及增速（单位：吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）行业市场集中度分散，国光是原药及制剂登记最多的企业

根据中国农药网《2017 年我国农药登记产品情况分析》，截止 2017 年植物生长调节剂登记产品数量 927 个，占总农药产品登记数量的 2.4%。

从产品登记情况来看，截止 2017 年 8 月，乙烯利、赤霉酸、多效唑、甲哌鎓等 8 个品种是植物生长调节剂最主要的登记品种，占到 46 个有效成分总登记数量的 52%。

表 2：植物生长调节剂登记品种（2017.8）

有效成分	登记数量	占比	主要作用效果
乙烯利	112	12.91%	催熟、调节生长、防止倒伏、增产等
赤霉酸	81	9.34%	调节生长、促进果实生长、调节果型、无核等
多效唑	79	9.11%	调节生长、控制生长、控梢等
甲哌鎓	64	7.38%	调节生长
萘乙酸	42	4.84%	杀花穗、调节生长、促进生长、生根等
矮壮素	33	3.81%	调节生长、促进生长等
复硝酚钠	20	2.31%	调节生长、促进生长、保果等
S-诱抗素	18	2.08%	调节生长、促进生长等
合计	449	51.78%	

资料来源：《植物生长调节剂产业发展现状及前景》，民生证券研究院

分地区来看，植物生长调节剂登记产品企业主要集中在华东、西南地区，分别占比 46.54%、16.36%。分省份看，江苏是登记数量最多的省份，占比 21.66%，其次是四川、河南、浙江和山东等省。

表 3：植物生长调节剂登记数量分地区占比（2017.8）

地区	占比
华东地区	46.54%
西南地区	16.36%

华中地区	10.83%
华南地区	9%以下
华北地区	9%以下
西北地区	9%以下

资料来源：《植物生长调节剂产业发展现状及前景》，民生证券研究院

植物生长调节剂行业是农药细分行业中的小行业，产品登记数量及营销能力是判断企业综合竞争能力的重要指标。截至 2017 年，国光股份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。钱江生化拥有 2 种植物生长调节剂原药登记证、10 种制剂登记证。植调剂销售收入排名前两位的江苏安邦电化、江西新瑞丰均以单一的大宗植物生长调节剂原药生产销售为主。

根据《2017 植物生长调节剂行业白皮书》，截至 2017 年 10 月底，我国有植调剂生产企业 354 家，行业集中度十分分散。参考国光股份招股说明书，国光股份制剂销售市场份额约为 3%。从登记数量看，国光股份 33 个登记产品，占总植调剂总等登记量的 3.6%。

表 4：国内主要植调剂生产企业情况

序号	公司名称	主要经营产品	技术水平	主要产品产量 (2012 年)	2012 年植调剂收入 (亿元)	2017 年情况
1	江苏安邦电化有限公司	乙烯利原药及制剂	国内最大的乙烯利生产企业	2012 年乙烯利原药产量 7662 吨	2.94	
2	江西新瑞丰生化有限公司	赤霉素原药及制剂	以生物农药制造为主	2012 年赤霉素原药产量 92 吨	1.44	根据网站，公司植调剂产品数量为 11 个。
3	国光股份	可生产甲哌鎓、苯乙酸 13 种原药和 33 种制剂	拥有 30 多种植物生长调节剂制剂的生产能力	2012 年 10 种植物生长调节剂制剂产量 2142.05 吨	1.34	植调剂登记数量 33 个；农药销量 862 吨（折百），收入 7.36 亿
4	钱江生化	赤霉素原药及制剂	国内最大生物农药生产企业之一	2012 年赤霉素原药产量 54.4 吨	0.8	植调剂销量 169.9 吨（折百），收入 2.53 亿
5	成都新朝阳生物化学有限公司	芸苔素内酯制剂	—	—	0.49	

资料来源：公司招股说明书、上市公司公告、企业官网等，民生证券研究院整理

（三）现代农业对植调剂需求广泛，增长空间大

目前我国取得登记的农药产品中，植物生长调节剂的产品登记证总数约占农药登记证总数的 2.4%。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%，植物生长调节剂的登记量和销售量仍有上升空间。

从近 5 年农药新增登记产品比例来看，植物生长调节剂占比呈低位缓慢上升态势，2017 年新增登记占比 3.2%。2017 年国内外首次取得登记有效成分有 17 个，其中植物生长调节剂为 4 个，且全部来自国内，也显示出我国植调剂发展的强劲动力。

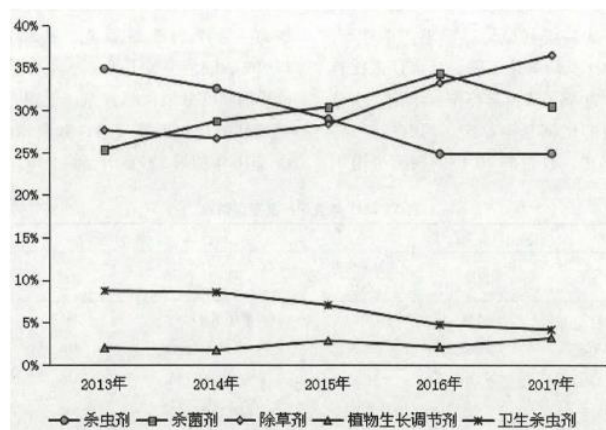
表 5：2017 年农药登记产品类别情况

产品类别	已登记产品		年度新增登记产品	
	数量	比例	数量	比例
杀虫剂	14865	38.90%	967	24.90%
杀菌剂	9857	25.80%	1186	30.50%
除草剂	9675	25.30%	1417	36.50%

植物生长调节剂	927	2.40%	124	3.20%
杀鼠剂	133	0.30%	2	0.10%
卫生杀虫剂	2545	6.70%	163	4.20%
其它	245	0.60%	26	0.70%

资料来源：中国农药网，民生证券研究院

图 8：近 5 年新增登记产品中各类产品比例变化



资料来源：中国农药网，民生证券研究院

表 6：2017 年首次取得登记有效成分情况

有效成分名称	农药类别	境内/境外
14-羟基芸苔素甾醇	植物生长调节剂	境内
2,4-滴丁酸	除草剂	境内
22、23、24-表芸苔素内酯	植物生长调节剂	境内
β -羽扇豆球蛋白多肽	杀菌剂	境外
二氢叶吩铁	植物生长调节剂	境内
咪唑啉草酮	除草剂	境外
环氟菌胺	杀菌剂	境外
环氧虫啉	杀虫剂	境内
解淀粉芽孢杆菌 B1619	杀菌剂	境内
解淀粉芽孢杆菌 Lx-11	杀菌剂	境内
解淀粉芽孢杆菌 PQ21	杀菌剂	境内
腈吡螨酯	杀螨剂	境外
糠氨基嘌呤	植物生长调节剂	境内
三氟苯嘧啶	杀虫剂	境外
苏云金杆菌 G033A	杀虫剂	境内
戊吡虫脒	杀虫剂	境内
异色瓢虫	杀虫剂	境内

资料来源：中国农药网，民生证券研究院

目前，作为实现农业现代化的先进科技手段，已成为当今农业高产、高效、优质栽培模式研究的热点之一。作为一种新兴的生物技术，植物生长调节剂正向着高效、低毒、价廉、全方位应用的方向发展。

党的十九大报告指出实施乡村振兴战略以及 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

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

划，农业部门全力推动农药减量计划实施，给植物生长调节剂行业带来新的发展机遇。

图 9：现代农业对植调剂需求场景越广泛



资料来源：民生证券研究院整理

表 7：农药行业主要法律法规及产业政策梳理

法律法规及政策	发布年度	主要内容
一、法律法规		
《农药广告审查标准》	1995	保证农药广告的发布真实、合法、科学。
《农药管理条例》	2001	加强对农药生产、经营和使用的监督管理，保证农药质量，保护农业、林业生产和生态环境，维护人畜安全。
《农药限制使用管理规定》	2002	做好农药限制使用管理工作，规范农药限制使用的申请、审查、批准和发布。
《农药生产管理办法》	2004	规范农药生产企业核准、农药产品生产审批，加强农药生产管理，促进农药行业健康发展。
《农药标签和说明书管理办法》	2007	规范农药标签和说明书管理，完善农药登记制度。
《农药管理条例实施办法》	2007	加强对农药登记、经营、使用的监督管理，促进农药工业技术进步，保证农业生产的稳定发展，保护生态环境，保障人畜安全。
《农药登记资料规定》	2007	规范农药登记工作，保证农药产品质量，促进农业发展，保护生态环境。
《农药企业核准、延续核准考核要点（修订）》	2008	规定农药生产企业的人员、生产条件、劳动安全卫生条件、环境保护、管理的要求，提高行业准入条件。
《国家发展改革委办公厅关于进一步加强农药行业管理工作的通知》	2008	进一步提高新核准农药企业门槛，严格核准考核，做好农药企业延续核准工作，加强农药企业日常管理。
《农药生产核准管理办法》	2009	新办法对农药生产核准的规定更细化、更全面、更合理和更具有可操作性，相应的提高农药工业的准入门槛。
新《农药管理条例》	2017	改革农药登记制度，扩大申请主体、允许登记资料转让、取消农药临时登记等；新设农药生产许可；建立农药召回制度。
二、相关产业政策		
《石化产业调整和振兴规划》	2009	调整农药生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给。鼓励发展高效、低毒、环境友好型的农药品种。
《促进生物产业加快发展的若干政策》	2009	提出要“大力发展生物农药、生物饲料及饲料添加剂、生物肥料、植物生长调节剂”。
《农药产业政策》	2010	“优化产业分工与协作，推动以原药企业为龙头，建立完善的产业链合作关系”。“促使农药工业朝着集约化、规模化、专业化、特色化的方向转变；重点发展果树和蔬菜用新型杀菌剂和病毒抑制剂，积极发展植物生长调节剂和水果保鲜剂，鼓励发展用于小宗作物的农药、生物农药和用于非农业领域的农药新产品”。
《进一步禁用高毒农药管理措施的公告》	2011	进一步加强对高毒农药的发展限制，提出“自公告之日起停止受理部分高度农药的实验、登记和生产的申请批准；并自 2011 年 11 月 30 日起停止生产部分高毒农药，自 2013 年 10 月 31 日起停止销售和使用该部分农药。”
《产业结构调整指导目录（2011 本）（2013 年修正）》	2013	“高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型（水基化剂型等）、专用中间体、助剂（水基化助剂等）的开发与生产，生物农药新产品、新技术的开发与生产”列为国家鼓励类产业。
《农药工业“十三五”发展规划》	2016	农药原药生产进一步集中，到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，前 20 位企业销售额占比 70% 以上。建成 35 个农药生产专业园区，到 2020 年，力争入园 80% 以上。培育 2~3 个销售额超过 100 亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。重点发展果树和蔬菜用新型杀菌剂和病毒抑制剂；用于温室大棚、城市绿化、花卉、庭院作物的杀菌剂；种子处理剂和环保型熏蒸剂。积极发展植物生长调节剂和水果保鲜剂。

资料来源：民生证券研究院整理

三、公司业绩稳健增长，内生外延并举，持续扩张可期

(一) 公司业绩持续向好，业务盈利能力强、现金流良好

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。

公司主要业务为农药和肥料两个板块，农药以植物生长调节剂为主，公司的杀菌剂主要作为“作物套餐”和“作物整体解决方案”的组成部分，与公司的核心产品植物生长调节剂配套销售。肥料方面，公司主要生产含氨基酸水溶肥料和大量元素水溶肥料，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。

表 8：公司调节剂制剂主要产品统计

	产品名称	含量及剂型	登记证号	登记作物及防治对象
1	噻苯隆	0.1%可溶液剂	PD20140847	葡萄调节生长
2	氯吡脲	0.1%可溶液剂	PD20082370	促进细胞分裂、分化和蛋白质合成，可提高光合作用；黄瓜调节生长，葡萄果实增大、增产，脐橙调节生长，甜瓜调节生长，西瓜调节生长，猕猴桃调节生长、增产
3	S-诱抗素	0.1%水剂	PD20130807	调节气孔开闭，抑制种子发芽，控制胚胎和种子发育成熟；烟草调节生长、增产
4	三十烷醇	0.1%微乳剂	PD20080872	促进植物的生长、分化和发育，促进作物吸收矿物质元素，提高蛋白质和糖分含量；花生调节生长，平菇调节生长，小麦调节生长
5	复硝酚钠	1.4%水剂	PD20101490	番茄调节生长
6	乙烯利	10%可溶粉剂	PD20083813	番茄催熟
7	多唑·甲哌鎓	10%可湿性粉剂	PD20091337	有效控制植株徒长，矮壮植株，防倒伏，缩短主茎和枝节，控制营养生长，促进生殖生长；花生调节生长、增产，小麦调节生长、增产，大豆调节生长、增产
8	多效唑	15%可湿性粉剂	PD20081543	水稻秧田控制生长
9	苄氨基嘌呤	2%可溶液剂	PD20120527	柑橘树调节生长
10	2,4-滴钠盐	2%水剂	PD20131016	番茄调节生长
11	氯苯胺灵	2.5%粉剂	PD20111247	马铃薯抑制出芽
12	茶乙酸	20%粉剂	PD20081509	苹果树调节生长、增产，葡萄提高成活率
13	赤霉酸	20%可溶粉剂	PD20131395	葡萄调节生长
14	甲哌鎓	250g/L 水剂	PD20093610	枣树 调节生长
15	赤霉酸	3%乳油	PD20097655	棉花调节生长、增产
16	苄氨基·赤霉酸	3.6%可溶液剂	PD20131024	葡萄调节生长，柑橘树调节生长
17	胺鲜·乙烯利	30%水剂	PD20131080	苹果树调节生长
18	乙烯利	40%水剂	PD84125-25	玉米调节生长、增产
19	吲丁·茶乙酸	5%可溶液剂	PD20110559	番茄催熟，棉花催熟、增产，柿子催熟，水稻催熟、增产，香蕉催熟，橡胶树增产，烟草催熟
20	烯效唑	5%可湿性粉剂	PD20100986	促进细胞分裂与扩大，诱导形成不定根；杨树促进生根
21	茶乙酸	5%水剂	PD20140197	花生调节生长、增产，水稻秧田调节生长，油菜调节生长、增产
22	丁酰肼	50%可溶粉剂	PD20102040	促进细胞分裂与扩大，诱导形成不定根，增加座果防止落果；棉花调节生长，苹果、调节生长
23	噻苯隆	50%可湿性粉剂	PD20097445	观赏菊花调节生长
24	矮壮素	50%水剂	PD86123-7	棉花防止疯长、防止徒长、化学整枝、提高产量、植株紧凑，小麦防止倒伏、提高产量，玉米增产
25	胺鲜酯	8%可溶粉剂	PD20101571	棉花脱叶
26	甲哌鎓	10%可溶粉剂	PD20085793	棉花防止疯长、防止徒长、化学整枝、提高产量、植株紧凑，小麦防止倒伏、提高产量，玉米增产
27	2,4-滴钠盐	85%可溶粉剂	PD20102168	大白菜调节生长
28	甲哌鎓	98%可溶粉剂	PD20131453	能有效调节植株生长，增强光合作用；甘薯控制藤蔓、增产，马铃薯调节生长
29	对氯苯氧乙酸钠	8%可溶粉剂	PD20151570	番茄调节生长
30	赤霉·噻苯隆	1.5%可溶液剂	PD20170550	番茄调节生长
				葡萄调节生长

资料来源：公司公告、网站，民生证券研究院整理

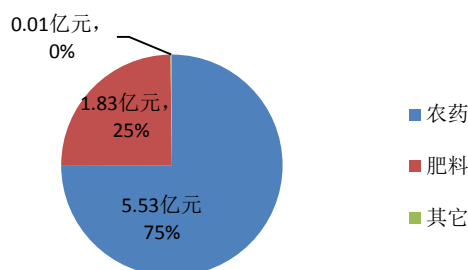
表 9：公司肥料产品类别及特性

肥料类别	特性
氨基酸水溶肥料	含有多种氨基酸，添加钙、镁等中量元素和硼、锌、铁、钼等多种微量元素，能够快速补充作物养分，预防因缺乏中微量元素引起的卷叶、黄叶、小叶、簇叶、裂果、弯瓜曲果等生理缺素症，用后叶绿叶厚，植株健壮，根系发达，提高品质。
腐植酸水溶肥料	以腐植酸和大量元素氮、磷、钾组成。腐植酸能降低叶片蒸腾作用，减少水分消耗，促进根系发达，促进灌浆、籽粒饱满，提高品质和产量。
中量元素水溶肥料	以补充钙、镁中量元素为主，吸收好，见效快。防治因中量元素缺乏出现的脐腐、裂果、干烧心、根系不发达、叶黄等发育不良症。用后根系发达、植株健壮、叶绿叶厚，提高品质。
微量元素水溶肥料	含有铁、锌、硼、钼、铜等多种微量元素，水溶性好，吸收利用率高，见效快。防治常见的黄叶，小叶，僵苗，裂果，缩果，小果，畸形果，空荚秕粒，花而不实等缺素症效果好，用后根系发达，扶苗壮苗，叶绿叶厚，开花结果多，加速果实生长发育，增甜着色，品质好，产量高。
大量元素水溶肥料	采用优质原料生产，富含大量元素氮、磷、钾和微量元素硼、钼、铜、锰，水溶性好，吸收利用率高，见效快。能增加叶绿素含量，增强光合作用，预防和治疗因缺素引起的黄叶、花叶、卷叶、缩叶、花而不实、空荚秕粒等生理缺素症。用后根系发达，增强根系吸收营养物质的能力，预防根系活力差等不良症。
复合肥	采用熔融喷浆工艺生产，养分全面均衡。根据瓜菜、果树、粮油、药材、花卉等多种作物需肥特性和肥料增产规律科学配方，具有营养全面，养分吸收迅速，利用率高，用量少，水溶性好等特点。适用于各种果树、茄果类、蔬菜、药材等多种作物。施后可以迅速被作物吸收利用，促进光合作用，增加叶绿素含量，叶绿叶厚，根系发达，植株健壮，促进果实生长发育，果型好，色泽靓，提高产量和品质。

资料来源：公告网站，民生证券研究院

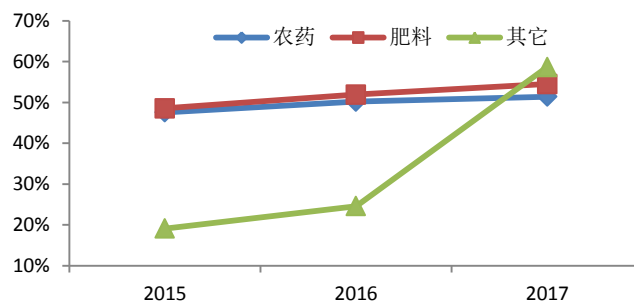
从收入结构看，以植物生长调节剂为主的农药占公司收入比重 75%左右，肥料占比 25%左右。公司毛利率相对稳定，近年农药和肥料两项业务的毛利率维持在 50%左右。

图 10：公司 2017 年营收结构：农药占比 75%



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

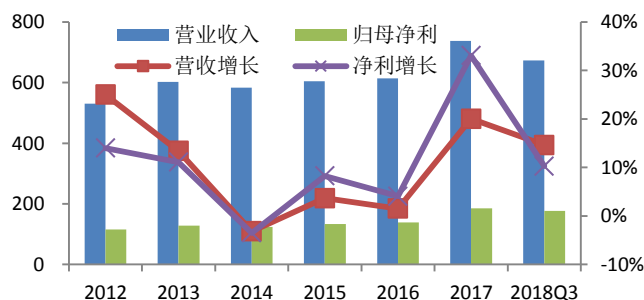
图 11：2015~2017 公司毛利率：农药、肥料稳定在 50%左右



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

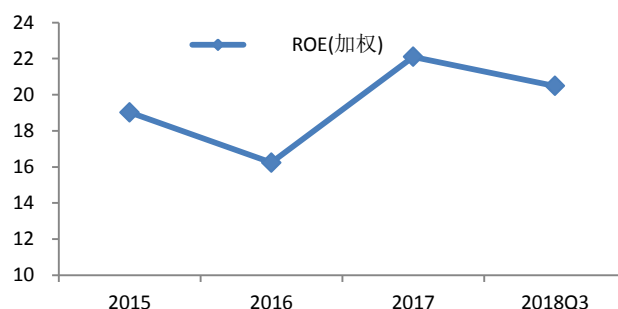
公司上市以来业绩持续稳定增长，2017 年营收增长 20%，对应净利增速 33%。2012~2014 年营收及利润增幅有所下降，主因是公司战略调整，主动减少肥料销售、聚焦技术含量更高的调节剂业务所致。2018 年受上游原材料供给受限影响，公司增速略有放缓。上市以来，公司 ROE(加权)基本稳定在 20%左右的高位，显示公司盈利能力强且比较稳定。

图 12：公司历年收入、利润及对应增速 (单位：百万元)



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 13：公司上市以来净资产收益率 (单位：%)

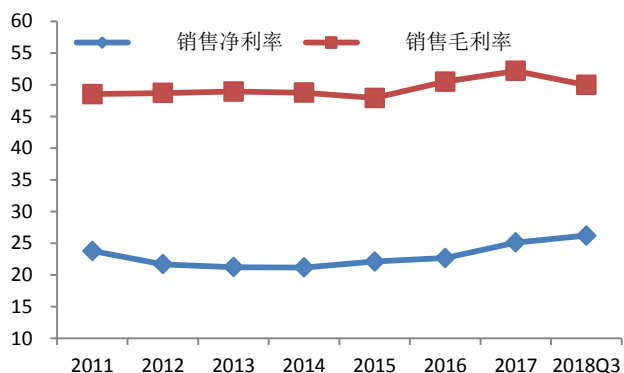


资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

公司销售毛利率近年整体稳定在 50% 左右；净利率稳定在 20% 以上，在上市以后净利率有持续走高趋势，2017 年达到 25% 的净利率，盈利能力强劲。

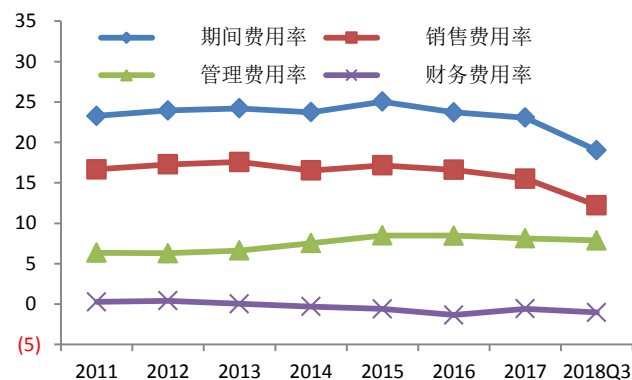
上市以来，在销售费用率下降带动下，公司期间费用率逐年下降，2017 年期间费用率为 23%。销售费用下降表明公司品牌认知度的提升。公司财务费用长期维持低位，上市后均为负值，表明公司长期以来财务状况良好，现金流充裕。

图 14：公司历年销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

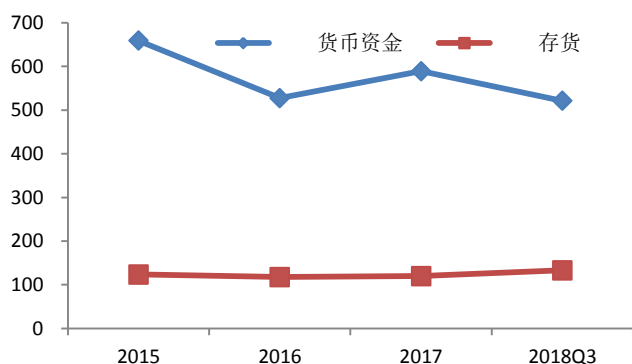
图 15：公司历年期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

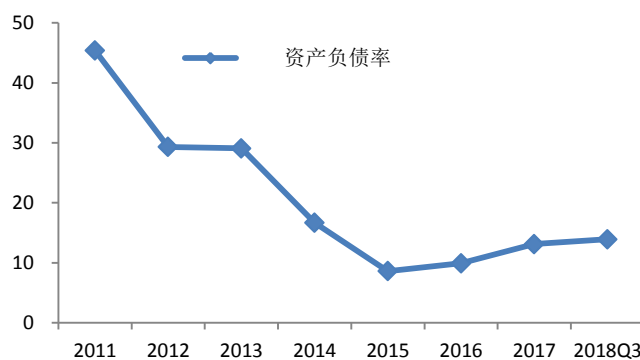
公司资产负债结构良好。上市以来公司，公司资产负债率虽然略有抬升，但仍维持低位，2017 年公司资产负债率仅为 14%。公司主要资产是流动资产，资金充裕，2017 年公司货币资金年报为 5.89 亿元。公司存货基本稳定在 1.2 亿左右，主要为待销售商品。

图 16：公司历年货币资金及存货（单位：百万元）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

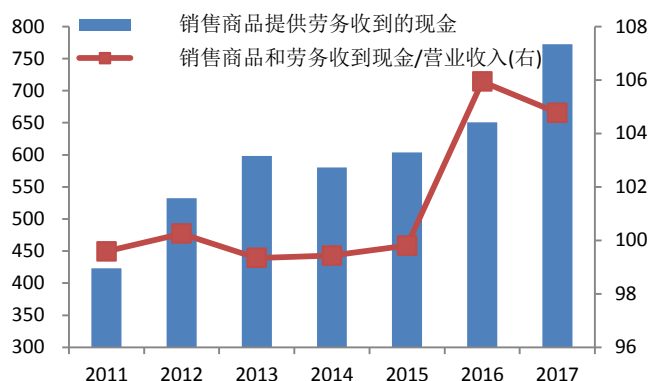
图 17：公司历年资产负债率（单位：%）



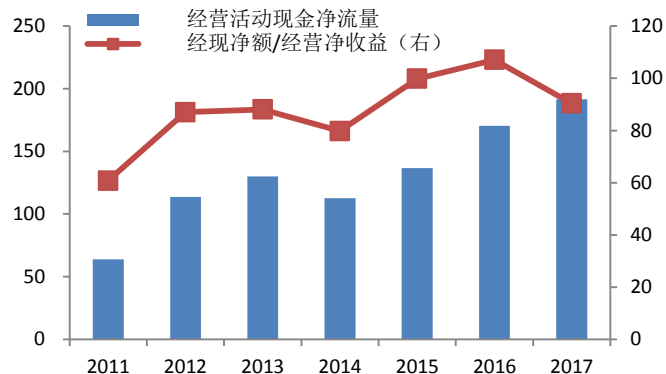
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

公司收现比长期维持在 100% 左右的高位，2017 年销售收到现金 7.73 亿元，收现比达到 105%。较高的收现比，显示了公司良好的经营现金流。

且公司经营现金净额向经营净收益转化率高，2017 年公司经营现金净额 1.92 亿，经现净额占经营净收益比例为 90%。

图 18: 公司历年收现比: 长期维持高位(单位: 百万元, %)


资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

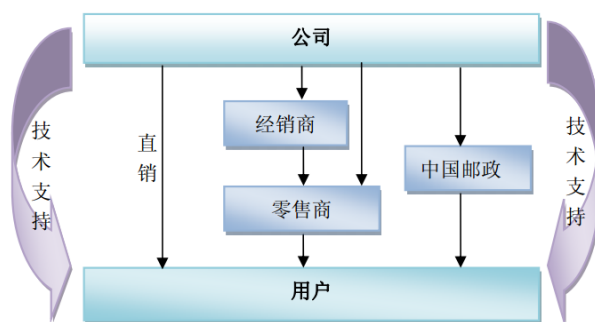
图 19: 公司经现净额转化净利率率高(单位: 百万元, %)


资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

(二) 经销网络完善, 精准技术营销模式造就业内“黄埔军校”

1、公司具有完善的经销商网络和强大的物流体系

公司以经销商销售渠道为主, 目前经销商网络已下沉到县乡一级, 2000 多名经销商已覆盖了全国主要农业县市。公司在全国建立了 25 个物流仓储服务中心, 能够快速响应客户需求。直销主要面向政府采购和直接用户的批量采购; 中国邮政销售是公司借助邮政物流体系销售产品。公司对经销商的销售主要采取先款后货的结算方式, 保证了公司良好的经营现金流。

图 20: 公司销售渠道


资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图 21: 公司全国物流仓库


资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

2、培养文化+作物套餐为依托, 作物整体解决方案构筑精准技术营销护城河

公司产品具有较高的技术含量, 使用也需要具备较高的专业知识水平。公司采取技术营销模式, 通过提供技术服务重点打造经销商销售渠道, 同时帮助农民提高种植水平, 指导农民科学合理用药。

公司把培训文化作为公司企业文化的一部分, 每年都会对员工、经销商、种植户等进行大量的技术培训, 通过培训培养了大量的优秀员工和经销商, 被种植户称做业内的黄埔军校。公司通过培训增强了经销商和种植户对公司产品的认知, 掌握了科学的作业方法也更能充分

发挥公司产品的功效，从而给公司带来广泛的市场美誉，进一步促进公司产品的销售。

图 22：公司经销商和种植大户培训图例



资料来源：公司网站，民生证券研究院

图 23：公司现场技术服务、培训图例



资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司把解决用户“选药难、配药烦”，提供解决问题的农资产品、教育用户什么时间用药、用什么药，帮用户解决技术难题等作为技术推广的出发点，依托“技术培训+作物套餐”为核心的作物整体解决方案，为用户提供精准技术服务，获得了较高的市场认可度。

公司针对特定的农作物、蔬菜、水果、园林植物开发出了以农药、化肥为组合的作物整体解决方案和作物套餐，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，在提高产品附加值的同时，亦帮助用户实现增产增收。

表 10：公司部分作物套餐统计

套餐	适用作物或部位
控旺抗倒套餐	小麦、水稻、玉米、花生、棉花
保果增产套餐	荔枝、龙眼
控梢促花套餐	芒果、葡萄、苹果
抗逆套餐	果树等
促萌芽套餐	果树等
促根壮苗套餐	蔬菜、瓜、果、块根茎类、药材等
控旺增产套餐	块根茎类等

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图 24：国光股份农作物套餐之一图示



资料来源：公司网站，民生证券研究院

(三) 产能升级、外延扩张，业绩持续向好趋势确定

1、公司产能迎升级扩张：IPO 募投项目投产在即，可转债募投项目 2020 年建成

公司 IPO 募投项目，由于政府规划变更、配套不完善、市场变化等多种原因，部分项目终止或者变更，继续推进的年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目等 3 个项目投产预计将于 2019 年中投产，IPO 募投项目的投产将提升公司植物生长调节剂和水溶肥的产能，增强公司盈利水平的同时，提升公司的市场地位和竞争优势。

表 11：公司 IPO 募投项目统计：预计可在 2018 年底具备投产条件

投资项目	投资总额 (万元)	预计可投产日期
年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	5325	2019 年 9 月 30 日
年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	5989	2018 年 9 月 30 日
年产 6000 吨植物营养产品生产线项目	2095	2018 年 9 月 30 日

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司 2018 年 8 月 31 日发布可转债发行预案，募集资金不超过 3.3 亿元，用于年产 1201 吨三十烷醇高效植物生长调节剂等原药生产线搬迁技改项目等 4 个项目，该 4 个项目预计建成投产时间为 2020 年，并于 IPO 募投项目对接，募投项目的建成投产将实现公司现有老厂区向新厂区的搬迁，提升公司产能及工艺水平，进一步提升公司上游原药的产能保障能力。

表 12：公司可转债募集资金拟投资项目统计 (单位：万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	年产 1201 吨三十烷醇高效植物生长调节剂等原药生产线搬迁技改项目	19500	15000
2	年产 30000 吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	10200	7000
3	年产 50000 吨水溶肥料 (专用肥) 生产线搬迁技改项目	7800	6000
4	企业技术中心升级改造项目	6000	5000
合计		43500	33000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、外延不断，保障原材料供给、延伸产业链，整体服务能力不断增强

2018 年上半年，公司利用变更和终止的 IPO 募投资金，投入 4500 万元参股上游企业江苏景宏生物科技有限公司，获得其 25% 股权。景宏生物产品种类为调节剂、杀菌剂和杀虫剂 (其中以调节剂为主) 等，产品包括多效唑、三唑酮、戊唑·咪鲜胺等。景宏生物多效唑原药产能较大，而公司产品主要为农药制剂，公司通过参股景宏生物向产业链上游延伸，以提升对原材料的控制力，有利于实现整体战略布局。

表 13：江苏景宏生物业绩 2018~2020 业绩承诺 (单位：万元)

年份	2018	2019	2020	合计
承诺业绩	1000	1350	1745	≥4095

2018 年、2019 年实现的净利润不低于当年承诺净利润的 75%

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

公司 2018 年 11 月 7 日发布公告，公司被确定为江西天人生态、江西天祥通用航空的破产重整人。江西天人生态资产评估价值总计 1.74 亿元 (不含对外债券)，在国内专门从事生

产高效广谱、环境友好的绿色生物农药，形成了以球孢白僵菌、金龟子绿僵菌为主和以吡虫啉为辅的八大系列 20 多个制剂产品，可广泛用于多种农、林害虫的防治。其产品在行业内有一定影响力，与公司产品有很强的互补性。天生态厂房、生产设备、辅助设施等成熟、完善，可为公司进一步在森防、园林以及经济林邻域开展业务、进一步扩大产业规模、实现新的增长提供有力支撑。

（四）实施股权激励，中层及核心骨干激励充分

公司 2018 年 5 月 3 日发布 2018 年度限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量为 238.38 万股（除权前），约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.87%，授予价格为每股 19.03 元（除权前），股票来源为向激励对象定向发行公司 A 股普通股票。

本次股权激励方案，激励对象合计 126 人，其中中层管理人员及核心骨干 121 人，占公司 2017 年总人数的 12.4%。股权激励有利于充分调动公司中高层管理人员及技术人员的工作积极性，提升公司可持续发展能力及市场竞争力。

表 14：公司股权激励业绩考核要求

业绩考核指标：以 2017 年营业收入为基数计算				
考核指标	考核年度	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	设定目标值	20%	45%	75%
	实际达到的营业收入增长率占当年所设目标值的实际完成比例（A）			
各考核年度对应公司层面可解除限售比例（M）				
当 $A<70\%$ 时		M=0		
当 $70\%\leq A<100\%$ 时		M=A		
当 $A\geq 100\%$ 时		M=100%		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、盈利预测与估值分析：估值处历史低位，业绩稳定增长

（一）盈利预测：IPO 募投项目投产在即，业绩稳中向好

预计公司 2018~2020 年实现归母净利分别为 2.09 亿元、2.61 亿元、3.36 亿元，对应每股收益 0.95 元、1.19 元、1.53 元。考虑到公司是 A 股相对稀缺的

核心假设：

- 公司产品价格相对稳定，农药价格 65 万元/吨（折百）；
- 公司毛利率水平保持稳定在 50% 左右；
- 在 IPO 募投项目产能逐步释放背景下，公司产品产销量保持在 20% 左右增速；

表 15：公司业绩分拆表（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
农药						
生产量（吨）	605.86	732.92	840.52	1043.81	1304.77	1670.10
销售量（吨）	599.56	697.59	862.66	1043.81	1304.77	1670.10
销售均价（万元/吨）	61	66.73	64.13	65	65	65
收入	366.81	465.53	553.20	678.48	848.10	1085.57
成本	192.24	231.90	268.79	339.24	424.05	542.78
毛利	174.58	233.63	284.41	339.24	424.05	542.78
毛利率	47.59%	50.19%	51.41%	50%	50%	50%
肥料						
生产量（吨）	3944.23	3006.64	3119.72	3769.77	4146.75	4561.42
销售量（吨）	4075.84	2992.09	3278.06	3769.77	4146.75	4561.42
销售均价（万元/吨）	6	4.90	5.57	5.60	5.77	5.94
收入	236.93	146.50	182.67	211.11	239.18	271.00
成本	121.91	70.45	83.09	105.55	119.59	135.50
毛利	115.02	76.05	99.59	105.55	119.59	135.50
毛利率	48.55%	51.91%	54.52%	50%	50%	50%
总收入	603.74	612.03	735.87	889.59	1,087.28	1,356.56
总成本	314.15	302.35	351.88	444.79	543.64	678.28
总毛利	289.59	309.68	383.99	444.79	543.64	678.28
综合毛利率	47.97%	50.60%	52.18%	50.00%	50.00%	50.00%
期间费用率	25.19%	24.08%	23.33%	22.73%	22.03%	21.14%
所得税率	14.71%	14.73%	14.79%	14.79%	14.79%	14.79%
归母净利	133.81	139.25	185.30	209.01	261.38	335.78

资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 估值分析：估值历史低位，PE 略低于可比公司平均估值水平

上市以来，公司平均 PE (TTM) 水平 39 倍，目前 19 倍，处在历史低位；公司平均 PB (MRQ) 水平 4.4 倍，已经解决上市时的最低水平。

图 25： 公司 PE (TTM) 19 倍，处在历史低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26： 公司 PB (MRQ) 4.4 倍，处在历史低位



资料来源：wind，民生证券研究院

目前 A 股主业为植物生长调节剂的公司仅国光股份一家，可比公司较少。我们选取收入水平接近的 10 家农药公司进行比较，2018 年公司和可比公司 18 倍 PE 的平均水平接近。

表 16： 公司估值比较：公司和可比公司 18 倍 PE 的平均水平接近

代码	证券简称	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
		TTM	2018E	2019E	
002749.SZ	国光股份	19.39	18.09	14.26	4.43
平均值	平均值	21.64	18.34	14.34	3.27
300261.SZ	雅本化学	34.28	28.59	19.26	2.46
603639.SH	海利尔	11.06	10.40	8.21	2.40
603585.SH	苏利股份	13.33	13.02	10.78	2.28
002942.SZ	新农股份	28.65	28.81	24.64	10.43
603810.SH	丰山集团	22.94	20.80	17.21	2.99
300575.SZ	中旗股份	17.90	18.16	13.28	2.74
002734.SZ	利民股份	16.74	15.18	11.65	1.67

603086.SH	先达股份	11.93	12.61	10.68	1.96
603360.SH	百傲化学	18.33	17.71	13.44	3.06

资料来源：wind，民生证券研究院，注：估值水平均为 wind 一致预期。

五、风险提示

- 1、公司市场开拓不及预期；
- 2、公司原材料供给受限。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入	737	890	1,087	1,357
减：营业成本	352	445	544	678
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	114	136	162	194
管理费用	60	71	83	98
财务费用	(4)	(8)	(8)	(9)
资产减值损失	1	1	1	1
加：投资收益	4	4	4	4
二、营业利润	217	245	307	394
加：营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	217	245	307	394
减：所得税费用	32	36	45	58
四、净利润	185	209	261	336
归属于母公司的利润	185	209	261	336
五、基本每股收益 (元)	0.84	0.95	1.19	1.53

主要财务指标

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	4.19	14.11	11.23	8.81
成长能力:				
营业收入同比	20.03%	20.65%	22.22%	24.77%
营业利润同比	34.6%	12.8%	25.1%	28.5%
净利润同比	33.07%	12.80%	25.06%	28.5%
营运能力:				
应收账款周转率	33.11	36.96	37.17	37.52
存货周转率	6.21	6.56	6.46	6.52
总资产周转率	0.74	0.73	0.62	0.58
盈利能力与收益质量:				
毛利率	52.2%	50.0%	50.0%	50.0%
净利率	25.1%	23.5%	24.0%	24.8%
总资产净利率 ROA	18.7%	17.1%	14.9%	14.4%
净资产收益率 ROE	21.2%	20.2%	19.5%	20.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	7.02	11.87	12.08	11.52
资产负债率	13.1%	27.6%	35.7%	36.7%
长期借款/总负债	0.0%	74.5%	82.0%	83.2%
每股指标:				
每股收益	0.84	0.95	1.19	1.53
每股经营现金流量	2.55	0.75	1.06	1.31
每股净资产	11.42	5.51	6.71	8.24

资料来源：公司公告、民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	589	936	1,259	1,448
应收票据	18	22	26	33
应收账款	22	26	32	40
预付账款	18	21	26	33
其他应收款	2	3	3	4
存货	120	151	185	231
其他流动资产	52	57	62	69
流动资产合计	821	1,216	1,595	1,858
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	16	43	60	66
在建工程	71	171	371	671
无形资产	32	28	25	22
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	165	243	456	759
资产总计	986	1,459	2,051	2,617
短期借款	0	0	0	0
应付票据	16	20	24	30
应付账款	10	13	18	20
预收账款	51	51	69	87
其他应付款	10	11	12	13
应交税费	6	8	9	10
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	117	102	132	161
长期借款	0	300	600	800
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	300	600	800
负债合计	129	402	732	961
股本	75	219	219	219
资本公积	331	331	331	331
留存收益	451	660	921	1,257
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	856	1,056	1,319	1,656
负债和股东权益合计	986	1,459	2,051	2,617

现金流量表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流量	192	165	232	287
投资活动现金流量	95	(126)	(216)	(306)
筹资活动现金流量	(231)	308	308	209
现金及等价物净增加	56	346	323	189

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程。	3
图 2: 公司股权控制关系及主要参控股公司。	3
图 3: 农药行业及公司核心业务产业链示意图	4
图 4: 植物生长调节剂主要作用示意图	4
图 5: 2010~2015 年全球植调剂销售情况 (单位: 亿美元)	5
图 6: 2010~2015 年我国植调剂销量 (单位: 吨)	5
图 7: 我国历年植调剂 (含抗萌剂) 出口量及增速 (单位: 吨)	6
图 8: 近 5 年新增登记产品中各类产品比例变化	8
图 9: 现代农业对植调剂需求场景越广泛	9
图 10: 公司 2017 年营收结构: 农药占比 75%	11
图 11: 2015~2017 年公司毛利率: 农药、肥料稳定在 50% 左右	11
图 12: 公司历年收入、利润及对应增速 (单位: 百万元)	11
图 13: 公司上市以来净资产收益率 (单位: %)	11
图 14: 公司历年销售毛利率及净利率 (单位: %)	12
图 15: 公司历年期间费用率 (单位: %)	12
图 16: 公司历年销售毛利率及净利率 (单位: %)	12
图 17: 公司历年资产负债率 (单位: %)	12
图 18: 公司历年收现比: 长期维持高位 (单位: 百万元, %)	13
图 19: 公司经现净额转化净利率高 (单位: 百万元, %)	13
图 20: 公司销售渠道	13
图 21: 公司全国物流仓库	13
图 22: 公司经销商和种植大户培训图例	14
图 23: 公司现场技术服务、培训图例	14
图 24: 国光股份农作物套餐之一图示	14
图 25: 公司 PE (TTM) 19 倍, 处在历史低位	18
图 26: 公司 PB (TTM) 4.4 倍, 处在历史低位	18

表格目录

表 1: 植物生长调节剂对不同作物作用举例	5
表 2: 植物生长调节剂登记品种 (2017.8)	6
表 3: 植物生长调节剂登记数量分地区占比 (2017.8)	6
表 4: 国内主要植调剂生产企业情况	7
表 5: 2017 年农药登记产品类别情况	7
表 6: 2017 年首次取得登记有效成分情况	8
表 7: 农药行业主要法律法规及产业政策梳理	9
表 8: 公司调节剂制剂主要产品统计	10
表 9: 公司肥料产品类别及特性	11
表 10: 公司部分作物套餐统计	14
表 11: 公司 IPO 募投项目统计: 预计可在 2018 年底具备投产条件	15
表 12: 公司可转债募集资金拟投资项目统计 (单位: 万元)	15
表 13: 江苏景宏生物业绩 2018~2020 业绩承诺 (单位: 万元)	15
表 14: 公司股权激励业绩考核要求	16
表 15: 公司业绩分拆表 (单位: 百万元)	17
表 16: 公司估值比较: 公司和可比公司 18 倍 PE 的平均水平接近	18

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。