

公司调研点评
国光股份 (002749)
化工 | 化学制品
深耕植物生长调节剂行业，业绩有望快速增长

2019年01月21日

评级 **谨慎推荐**
 评级变动 首次
合理区间 **20.88-23.20**
元

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	614.3	737.3	862.7	1052.5	1262.9
净利润 (百万元)	139.2	185.3	208.6	254.2	312.5
每股收益 (元)	0.63	0.84	0.95	1.16	1.42
每股净资产 (元)	4.08	3.90	4.48	4.33	4.37
P/E	28.6	21.5	19.1	15.7	12.8
P/B	4.4	4.7	4.1	4.2	4.2

资料来源：贝格数据，财富证券

交易数据

当前价格 (元)	18.17
52周价格区间 (元)	15.59-74.30
总市值 (百万)	3985.02
流通市值 (百万)	2540.01
总股本 (万股)	21931.85
流通股 (万股)	13979.14

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
国光股份	1.85	8.15	-18.99
化学制品	2.13	5.22	-28.83

龙靓

 执业证书编号: S0530516040001
 longliang@cfzq.com

丁蕾蕾

dingll@cfzq.com

分析师

0731-84403365

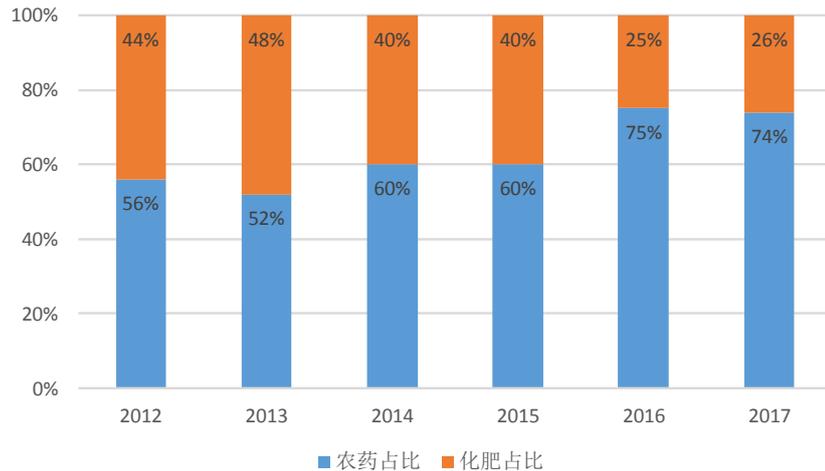
研究助理
相关报告
投资要点:

- 事件:** 近日我们对公司进行实地调研，并走访了公司位于四川省成都市的园林产品经销商及位于四川省德阳市中江县的农化产品经销商。
- 植物生长调节剂行业壁垒高、市场广，公司先发优势明显。** 目前，国内植物生长调节剂处于行业初期，发展难点在于前期用户习惯的培养，随着土地流转加速以及乡村振兴等政策，种植大户如雨后春笋般冒出，在此过程中有利于新产品、新技术的推广；此外，随着人们对园林绿化、水果及蔬菜的数量和品质要求越来越高，植物生长调节剂市场规模呈快速增长态势，且未来市场空间巨大。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77.59亿元，年复合增长率为26.2%。国光股份在植物生长调节剂领域深耕三十余载，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。作为龙头，公司有望在行业快速增长的过程中充分受益。
- IPO项目持续推进，股权激励绑定利益。** 公司IPO募投的2100吨/年植物生长调节剂原药、1.9万吨/年环保型农药制剂、6000吨/年植物营养产品三个项目预计于2019年三季度投产，届时公司产能将扩大为目前的四倍。打破产能瓶颈后，公司盈利能力有望快速提升。此外，公司于2018年7月实施了股权激励计划，公司以19.03元/股的价格向126名领导层及核心骨干授予了238.4万股股票，将公司利益和核心员工利益进行绑定；解锁条件为2018-2020年均利润增速高于20%，彰显了公司对未来发展的信心。
- 盈利预测与投资评级。** 预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为8.63、10.53、12.63亿元，归母净利润分别为2.09、2.54、3.13亿元；对应EPS分别为0.95、1.16、1.42元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予2019年底公司18-20倍PE估值，合理区间为20.88-23.20元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 募投项目进展低于预期；土地流转速度不及预期。

1 公司简介：深耕植物生长调节剂行业

国光股份于1984年成立，于2015年3月份上市，公司产品包括植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和高端水溶性肥料，广泛应用于农业种植、园艺生产、园林养护、林业植保等领域。2014年之前公司业绩约一半来自肥。一半来自农药，后来公司调整战略规划，在更有前景的植物生长调节剂应用领域加强推广，到2017年公司业绩约1/4来自于肥料，3/4来自于农药。

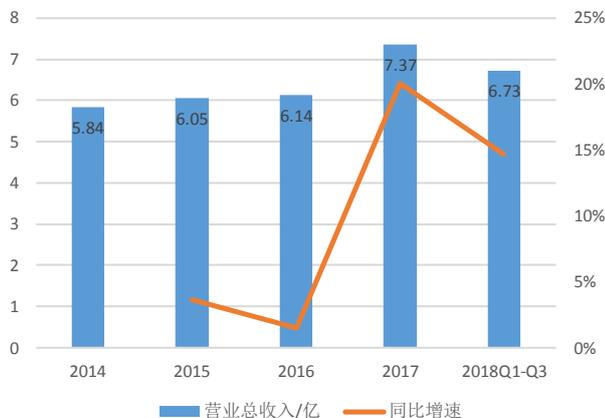
图 1：近年公司毛利构成



资料来源：wind，财富证券

公司2016年及之前主要进行产品结构的调整，公司营业收入及利润缓慢上升。2017年公司营收增速为20.03%、归母净利润增速为33.07%，主要源于公司加大对植物生长调节剂推广。2017年公司农药产品销量同比增长了23.66%，由于毛利率较高的植物生长调节剂占比增加，公司利润增速高于营收增速。2018年前三季度公司实现营业收入6.73亿元，同比增长14.65%，归母净利润1.76亿元，同比增长10.28%，公司业绩增速放缓，主要由于募投项目推迟，公司产能受限。

图 2：近年公司营业收入及增速



资料来源：wind，财富证券

图 3：近年公司归母净利润情况及增速



资料来源：wind，财富证券

2 植物生长调节剂行业壁垒高、市场广，公司先发优势明显

目前，国内植物生长调节剂处于行业初期，发展难点在于前期用户习惯的培养，随着土地流转加速以及乡村振兴等政策，种植大户如雨后春笋般冒出，在此过程中有利于新产品、新技术的推广；另外，随着人们生活质量的不断提高，对园林绿化、水果及蔬菜的数量和品质的要求也越来越高，而植物生长调节剂是减轻园林花卉养护工作、提高水果及蔬菜单位面积产量及产品质量的重要手段之一。因此，目前植物生长调节剂市场规模呈增长的态势，且未来市场空间巨大。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 77.59 亿元，年复合增长率为 26.2%。在“农药化肥零增长”的大背景下，是为数不多增速较快的子行业。

目前，国内拥有“三证”齐全的植物生长调节剂原药和制剂生产企业约有 150 余家，但其中多数企业经营单一原药或制剂产品。与除草剂、杀菌剂等其他农药细分行业相比，植物生长调节剂行业的生产企业相对较少，行业集中度相对较高，产品销售毛利率较高。

国光股份在植物生长调节剂领域深耕三十余载，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。

作为行业龙头，公司品牌、技术、渠道优势显著。品牌方面。公司在行业中已经发展了三十多年，有较好的品牌影响力，用户粘性高。销售网络方面。公司目前拥有 3000 多个经销商（其中园林经销商占 1/3）和上万个零售商，已经覆盖全部省会城市、地市级城市和主要的县（市），并在全国设有 20 多个物流仓库，可以根据作物的使用需求，进行快速响应。技术培训方面。由于植物生长调节剂在使用上的特殊性，公司非常重视对经销、零售商以及用户的技术培训以及对公司技术服务和技术营销人员的培训。通过各种层次的技术培训、技术指导和应用示范，推动产品销售。

图 4：国光股份仓储物流点遍布全国



资料来源：公司官网，财富证券

3 IPO 项目持续推进，股权激励绑定利益

公司 IPO 募投的 2100 吨/年植物生长调节剂原药（包括年产甲哌鎓原药 1,000 吨、萘乙酸原药 100 吨和抑芽丹原药 1,000 吨）、1.9 万吨/年环保型农药制剂、6000 吨/年植物营养产品三个项目，预计于 2019 年三季度投产，届时公司产能将扩大为目前的四倍。打破产能瓶颈后，公司盈利能力有望快速提升。

表 1：公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	拟投资金额/亿
1	年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	0.53
2	年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	0.75
3	年产 6000 吨植物营养产品生产线项目	0.27

资料来源：公司公告，财富证券

此外，公司拟发行可转债募集 3.3 亿元，实施老厂区搬迁技改。拟建设年产 1201 吨原药、50000 吨水溶肥料、30000 吨制剂等生产线，以及对技术中心升级改造。项目建设期 2 年，按计划将于 2020 年建成。IPO 及可转债项目的陆续投产为公司业绩的持续增长提供保障。

表 2：公司可转债募投项目

序号	项目名称	总投资额/亿	拟以募集资金投入金额/亿
1	年产 1,201 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	1.95	1.5
2	年产 30,000 吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	1.02	0.7
3	年产 50,000 吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目	0.78	0.6
4	企业技术中心升级改造项目	0.6	0.5
合计	--	4.35	3.3

资料来源：公司公告，财富证券。

公司于 2018 年 7 月实施了股权激励计划，公司以 19.03 元/股的价格向 126 名领导层及核心骨干授予了 238.4 万股股票，将公司利益和核心员工利益进行绑定；解锁条件为 2018、2019、2020 年均利润增速为 20%，彰显了公司对未来发展的信心。

预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 8.63、10.53、12.63 亿元，归母净利润分别为 2.09、2.54、3.13 亿元；对应 EPS 分别为 0.95、1.16、1.42 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予 2019 年底公司 18-20 倍 PE 估值，合理区间为 20.88-23.20 元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

4 风险提示

募投项目进展低于预期；

土地流转速度不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438