

全年业绩稳定增长, 产能瓶颈有望改善

投资要点

- **事件:** 公司公告2018年业绩快报, 2018年实现营业收入8.65亿元, 同比增长17.37%; 实现营业利润2.68亿元, 同比增长为23.57%; 实现利润总额2.66亿元, 同比增长22.38%; 实现归母净利润2.34亿元, 同比增长26.32%。
- **四季度冬保护产品持续高增长, 全年业绩增长符合预期。** 公司2018年实现营业收入8.65亿元, 同比增长17.37%; 实现归母净利润2.34亿元, 同比增长26.32%。2018年第四季度实现营业收入1.92亿元, 同比增长28%, 环比增长2.13%; 第四季度实现归母净利润0.58亿元, 同比增长132%, 环比增长52.63%。公司第四季度产品主要是冬保护产品, 相比于2015年Q4营业收入0.76亿元, 复合增长率达到36%, 持续保持高增长。2018年公司原辅材料供应紧张, 普遍价格上涨, 公司坚持植物生长调节剂战略定位, 实现了全年业绩的稳定增长。
- **公司是国内植物生长调节剂龙头企业, 构筑三大壁垒。** 公司主营植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料, 是我国植物生长调节剂细分行业内的龙头企业。公司产品主要用于园林和农业领域, 营业收入占比分别约为1/3、2/3; 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。公司经过三十余年的发展, 构筑了公司的三大壁垒: (1) 通过加强农业服务, 在经销商和下游客户中形成了较强的国光品牌影响力。(2) 构建了完善的销售网络, 现有3000多个经销商, 已经覆盖全部省会和地市级城市。(3) 加强研发投入和登记证储备, 现有调节剂原药登记证13个、调节剂制剂登记证33个, 远多于行业其他公司。
- **内生外延突破产能瓶颈, 未来成长可期。** 公司现有产能1.01万吨, 其中农药产能约5000吨; 公司的产品推广一直受制于产能不足, 农药和化肥均通过委外加工来满足销售需求。为解决产能不足, 公司内外并举, 现有扩产项目: (1) IPO募投项目中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。(2) 发行可转债用于搬迁项目, 新增原药产能1201吨、制剂产能3万吨、专用水溶性肥料产能5万吨, 预计2020年底之前建成; (3) 参与天人生态及天祥航空预破产合并重整投资, 强化园林方面的业务。随着公司的产能释放, 公司未来有望进入发展快车道。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司2018-2020年EPS分别为1.07元、1.31元和1.64元, 对应PE分别为19X、15X和12X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新增产能不及预期, 原料价格大幅上涨, 安全环保生产的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	737.32	865.42	1063.97	1327.00
增长率	20.03%	17.37%	22.94%	24.72%
归属母公司净利润(百万元)	185.30	233.79	286.94	360.48
增长率	33.07%	26.17%	22.74%	25.63%
每股收益EPS(元)	0.84	1.07	1.31	1.64
净资产收益率ROE	21.64%	26.25%	31.74%	39.33%
PE	23	19	15	12
PB	5.07	4.88	4.80	4.74

数据来源: Wind, 西南证券

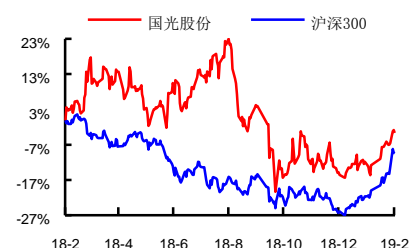
西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-57758571
邮箱: xuéc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.19
流通A股(亿股)	1.40
52周内股价区间(元)	16.36-72.0
总市值(亿元)	43.43
总资产(亿元)	10.25
每股净资产(元)	6.84

相关研究

1. 国光股份(002749): 业绩增长符合预期, 看好未来成长 (2018-10-29)
2. 国光股份(002749): 业绩符合预期, 看好未来 (2018-08-31)
3. 国光股份(002749): 利基市场龙头企业, 看好未来 (2018-06-28)

关键假设：

假设 1：公司农药制剂产能将增加至 19000 吨/年，公司农药原药为自用，不对外销售，因此只算制剂产能。假定公司 2018-2020 年农药销量分别为 10449/12540/14630 吨，不含税价格均为 64104 元/吨，毛利率均为 51%。

假设 2：公司 2018-2020 年肥料销量分别为 33000/44000/66000 吨，不含税价格均为 5866 元/吨，毛利率均为 55%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
农药	收入	553.00	669.84	803.87	937.85
	增速	18.67%	21.13%	20.01%	16.67%
	成本	269.00	328.22	393.90	459.54
	毛利率	51.36%	51.00%	51.00%	51.00%
肥料	收入	183.00	193.58	258.10	387.15
	增速	24.49%	5.78%	33.33%	50.00%
	成本	83.00	87.11	116.15	174.22
	毛利率	54.64%	55.00%	55.00%	55.00%
其他	收入	1.32	2.00	2.00	2.00
	增速	-34.00%	51.52%	0.00%	0.00%
	成本	0.32	1.00	1.00	1.00
	毛利率	58.69%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	737.32	865.42	1063.97	1327.00
	增速	19.89%	17.37%	22.94%	24.72%
	成本	352.32	416.33	511.04	634.76
	毛利率	52.22%	51.89%	51.97%	52.17%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	737.32	865.42	1063.97	1327.00	净利润	185.30	233.79	286.94	360.48
营业成本	352.48	416.33	511.04	634.76	折旧与摊销	5.09	5.36	5.36	5.36
营业税金及附加	1.95	2.08	2.45	2.92	财务费用	-4.28	-7.27	-7.87	-8.49
销售费用	114.39	126.06	151.72	185.78	资产减值损失	0.96	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.95	67.94	82.37	101.65	经营营运资本变动	152.38	-30.77	-32.03	-42.17
财务费用	-4.28	-7.27	-7.87	-8.49	其他	-147.86	-10.74	-9.73	-10.01
资产减值损失	0.96	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	191.58	190.36	242.66	305.17
投资收益	3.55	10.00	10.00	10.00	资本支出	-34.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	129.73	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	95.23	10.00	10.00	10.00
营业利润	217.24	270.29	334.26	420.39	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.22	3.97	2.39	2.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.46	274.26	336.65	422.94	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	32.16	40.48	49.71	62.46	支付股利	-225.00	-199.32	-273.50	-348.00
净利润	185.30	233.79	286.94	360.48	其他	-5.65	7.27	7.87	8.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-230.65	-192.05	-265.62	-339.51
归属母公司股东净利润	185.30	233.79	286.94	360.48	现金流量净额	56.16	8.31	-12.96	-24.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	589.33	597.64	584.68	560.34	成长能力				
应收和预付款项	59.81	72.08	89.16	109.77	销售收入增长率	20.03%	17.37%	22.94%	24.72%
存货	119.98	143.05	175.88	219.14	营业利润增长率	34.64%	24.42%	23.67%	25.77%
其他流动资产	51.58	60.54	74.43	92.83	净利润增长率	33.07%	26.17%	22.74%	25.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.07%	23.08%	23.61%	25.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	86.58	82.95	79.33	75.71	毛利率	52.20%	51.89%	51.97%	52.17%
无形资产和开发支出	31.53	29.81	28.09	26.37	三费率	23.06%	21.58%	21.26%	21.02%
其他非流动资产	46.70	46.69	46.67	46.66	净利率	25.13%	27.01%	26.97%	27.17%
资产总计	985.51	1032.76	1078.24	1130.81	ROE	21.64%	26.25%	31.74%	39.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.80%	22.64%	26.61%	31.88%
应付和预收款项	106.98	117.97	147.35	183.97	ROIC	51.46%	71.50%	78.10%	85.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.57%	31.01%	31.18%	31.44%
其他负债	22.32	24.11	26.76	30.23	营运能力				
负债合计	129.30	142.08	174.12	214.20	总资产周转率	0.74	0.86	1.01	1.20
股本	75.00	219.32	219.32	219.32	固定资产周转率	47.22	62.25	103.49	199.25
资本公积	330.64	186.32	186.32	186.32	应收账款周转率	33.11	34.47	33.83	34.43
留存收益	450.58	485.04	498.49	510.98	存货周转率	2.90	3.10	3.15	3.17
归属母公司股东权益	856.21	890.68	904.13	916.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.77%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	856.21	890.68	904.13	916.61	资产负债率	13.12%	13.76%	16.15%	18.94%
负债和股东权益合计	985.51	1032.76	1078.24	1130.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.02	6.74	5.72	4.87
					速动比率	6.00	5.63	4.63	3.78
					股利支付率	121.43%	85.26%	95.31%	96.54%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.07	1.31	1.64
					每股净资产	3.90	4.06	4.12	4.18
					每股经营现金	0.87	0.87	1.11	1.39
					每股股利	1.03	0.91	1.25	1.59
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	218.05	268.38	331.75	417.25					
PE	23.44	18.57	15.13	12.05					
PB	5.07	4.88	4.80	4.74					
PS	5.89	5.02	4.08	3.27					
EV/EBITDA	3.89	13.78	11.19	8.95					
股息率	5.18%	4.59%	6.30%	8.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn