

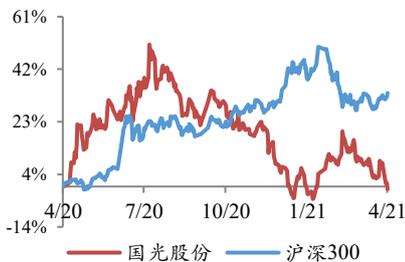
20 年毛利继续实现增长，21Q1 盈利质量高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-30

收盘价（元）	10.10
近 12 个月最高/最低（元）	15.40/9.74
总股本（百万股）	436
流通股本（百万股）	276
流通股比例（%）	63.32
总市值（亿元）	44
流通市值（亿元）	28

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1. 复工复产成效明显，盈利能力恢复
2020-08-31

主要观点：

● 事件描述：

4月30日，国光股份发布2020年年报。据公告，2020年公司实现营业收入11.60亿元，同比增长14.37%；归母净利润1.71亿元，同比下降15.06%；扣非后归母净利润2.23亿元，同比增长13.18%；加权平均ROE为14.90%，同比减少4.76个百分点；经营活动现金流净额为2.09亿元，同比减少2.97%。

公司发布2021年一季度报告。据公告，2021Q1公司实现营业收入1.95亿元，同比增长5.04%；归母净利润0.40亿元，同比下降27.15%；扣非后归母净利润0.39亿元，同比下降28.22%；加权平均ROE为3.07%，同比减少1.74个百分点；经营活动现金流净额为0.31亿元，同比增加1515.87%。

● 20 年毛利保持增长，21Q1 盈利质量高

2020年，公司实现毛利润5.48亿元，同比增加了0.83亿元。公司管理费用0.80亿元，同比增加45.45%，主要因为公司正在办理正式投产前的相关行政许可、备案手续，未正式利用募投项目进行生产，相应的折旧计入管理费用，导致管理费用中的“固定资产折旧”大幅增加；销售费用1.65亿元，同比增长13.01%；研发费用0.47亿元，同比增长11.90%；财务费用-0.07亿元，同比增长8.47%。公司经营活动净现金流2.09亿元，同比减少2.97%；投资活动净现金流为0.12亿元，同比增加108.33%，主要是出售景宏生物和九鼎投资导致本期“投资活动现金流入”大幅增加；筹资活动净现金流为2.2亿元，同比增加515.09%，主要是本年发行可转债导致的增加。公司净现比为1.23，同比增加0.16，盈利质量较高；存货周转天数为127.37天，同比增加17.04天。公司全年购建固定无形长期资产支付的现金（资本开支）为0.55亿元，同比减少41.51%。2021Q1，公司实现营业收入1.95亿元，同比增长5.04%；毛利润0.94亿元，同比增加了0.05亿元；归母净利润0.40亿元，同比下降27.15%，营收与毛利同比增长，但是归母净利润有所下降，主要由于利息费用大幅增长且利息收入大幅减少导致财务费用大幅增加。公司2021Q1净现比为0.79，同比增加0.76，是历史同期的最高水平，盈利质量高。

● 农药、化肥板块营收双增，登记证不断丰富

农药方面，2020年公司农药业务总体实现营业收入8.09亿元，同比增长7.09%，营收占比69.74%。其中除草剂业务实现营业收入0.69亿元，营收占比6.00%；杀虫剂业务实现营业收入1.01亿元，营收占比8.73%；杀菌剂业务实现营业收入2.13亿元，营收占比18.40%；调节剂业务实现营业收入4.26亿元，营收占比36.74%。公司2020年的农药业务有所增长，主要是因为公司的研发活动坚持植物生长调节剂战略定位，坚持以作物为研究对

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，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。登记证数量方面，公司现拥有公司拥有农药原药、制剂登记证 188 个，较 2019 年增加 27 个，其中，植物生长调节剂登记证 78 个，较 2019 年增加 7 个。此外，公司还拥有杀菌剂原药登记证 3 个、制剂登记证 49 个，较 2019 年增加 10 个制剂登记证；除草剂原药登记证 5 个、制剂登记证 29 个；杀虫剂制剂登记证 29 个，较 2019 年增加 13 个。

肥料方面，2020 年公司肥料业务总体实现营收 2.69 亿元，同比增长 5.12%，营收占比 23.22%。其中复合肥业务实现营收 0.91 亿元，营收占比 7.84%；水溶肥业务实现营收 1.78 亿元，营收占比 15.38%。公司 2020 年的肥料业务有所增长。目前，公司拥有肥料登记证 73 个，较上一年度增加 20 个。公司从事水溶肥生产销售的时间较早，在水溶肥行业积累了丰富的技术和应用经验，水溶性肥料产品丰富，尤其是含氨基酸水溶肥料在细分行业内竞争优势较强；此外，公司水溶肥产品与公司优势产品植物生长调节剂打造“水肥调一体化”解决方案，提升了水溶肥竞争力。总体上看，公司在水溶性肥料行业处于领先地位。

● 内生式发展与外延式发展并举，在丰富产品品种上创新求变

公司在产品研发、销售上围绕植物生长调节剂，采取了多项措施助力长期成长。(1) 通过股权投资整合品牌，形成多品牌共存发展，未来公司将形成“国光”（经济作物）、“依尔双丰”（块根块茎）、“浩之大”（大田作物）三个品牌共存共发展。(2) 通过扩能、建厂增加产能，打通产业链。继实施 IPO 项目后，公司 2020 年实施了再融资，同时，拟自筹资金投资 1.9 亿元在重庆万盛经开区建设原药及中间体生产线。(3) 根据终端消费特点，优化营销体系。为了提升专业化服务能力，公司在已有的全资子公司四川国光农资有限公司的基础上，于 2020 年新设了三家全资子公司。通过新设公司，根据终端用户市场的特点进行专业化的经营，为公司未来发展筑牢坚实基础。

2020 年，公司取得一个农药新产品登记证，取得 10 个产品的（扩作）登记证，取得了 11 个肥料登记证（其中扩作登记 5 个）还获得 5 件专利授权（其中发明专利 2 件）。2020 年 11 月，公司通过控股浩之大，增加 29 个农药登记证（其中植物生长调节剂登记证 6 个）、9 个肥料登记证、5 件授权专利。

● 新一期股权激励落地，投资设立芸领农业

公司于 21 年 3 月通过新一期限限制性股票激励计划，向 208 名激励对象授予 548.373 万股限制性股票。激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干，分阶段业绩考核目标为 21、22、23 年公司营收分别为 2020 年营收的 1.17、1.37 和 1.6 倍。涉及的定增股份已于 3 月 30 日正式上市。股权激励的实施，绑定公司与员工利益，可以使公司保持创新活力，提升员工积极性。

公司与技术人员实控、高管参股的冠顶农业合资设立控股子公司芸领农业，其中公司出资 255 万元，持股 51%。芸领农业将以作物和调控技术

为核心，为规模化种植户提供更好的服务，助力公司产品推广和品牌建设。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.87、3.35、4.24 亿元，同比增速为 67.8%、16.7%、26.8%。对应 PE 分别为 15.37、13.17、10.38 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产品价格波动的风险，下游需求不达预期的风险，环保及安全生产的风险，项目建设进度不及预期的风险，季节性需求变动影响。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1160	1372	1534	1870
收入同比 (%)	14.4%	18.2%	11.8%	21.9%
归属母公司净利润	171	287	335	424
净利润同比 (%)	-15.1%	67.8%	16.7%	26.8%
毛利率 (%)	47.3%	47.5%	47.9%	48.5%
ROE (%)	13.4%	18.4%	17.7%	18.3%
每股收益 (元)	0.40	0.66	0.77	0.97
P/E	27.89	15.37	13.17	10.38
P/B	3.74	2.82	2.33	1.90
EV/EBITDA	13.66	11.01	8.98	5.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。