

业绩符合预期，在建项目稳步推进，看好公司成长

国光股份 (002749.SZ) 中报点评

核心结论

事件：公司发布2020年中报，上半年公司实现营收6.04亿元(同比+6.73%)、归母净利润1.52亿元(同比+7.92%)、扣非归母净利润1.51亿元(同比+7.13%)。其中Q2公司实现营收4.18亿元(同比+6.66%)、归母净利润0.97亿元(同比+4.15%)。业绩符合市场预期。

克服疫情影响，盈利能力迅速恢复。因公司快速推进复工复产，Q2 营收恢复迅速，叠加原药供应紧张有所缓解，2020 年 Q2 毛利率为 48.97% (环比+1.2 pct, 同比+1.7 pct)。上半年农药、化肥毛利率较 2019 年提升 2.43 pct、4.75 pct。品牌效应提升带来费用优化显现，2020 H1 销售费用率 11.7% (较 2019 年下降 2.68 pct)、销售期间费用率 18.77% (较 2019 年下降 4.44%)。

营销团队建设超预期，产学研一体化模式继续完善。2019校园招聘到岗人数较近年平均数增加了约1倍，3月底至4月初新员工已进入岗位实习、7月中旬至8月中旬集中培训后已分配到各销售区域，我们预计公司营销力量将有较大程度增强。2020年6月4日公司完成国光现代农业职业技能培训学校的设立，产学研一体化模式继续完善，看好公司营销团队建设向业绩转化兑现的潜力。

在建项目稳步推进。公司拟投资 1.9 亿元于重庆万盛建设 3.5 万吨原药及中间体生产项目。我们预计本项目可有效利用依尔双丰及润尔科技原药登记证优势，提高公司原药自供能力，为制剂产品放量打下基础。公司 IPO 项目计划在年底前完成各种备案、验收工作，此外已完成公开发行可转债用于制剂、水溶肥产能建设。伴随未来 IPO 及转债项目的投用，产能瓶颈问题有望解决。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.59/3.17/3.93 亿元。植调剂行业为赛道优质的利基市场，公司为国内龙头，营销网络下沉，产品矩阵丰富，新投产能及并购产能利用率将逐步上升，维持公司“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期；环保政策影响生产；产品登记进度不及预期

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	865	1,014	1,203	1,484	1,849
增长率	17.4%	17.2%	18.6%	23.4%	24.6%
归母净利润 (百万元)	235	201	259	317	393
增长率	26.6%	-14.3%	28.9%	22.4%	23.7%
每股收益 (EPS)	0.54	0.47	0.60	0.74	0.91
市盈率 (P/E)	25.7	29.9	23.2	19.0	15.3
市净率 (P/B)	3.2	4.7	3.7	3.0	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	买入
股票代码	002749
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	13.96

近一年股价走势



分析师

杨晖 S0800520010003
 yanghui@research.xbmail.com.cn

联系人

陈默
 chenmo@research.xbmail.com.cn

相关研究

国光股份：快速推进复工复产，持续优化成本，助力单季业绩增长—国光股份 (002749.SZ) 2020 年一季报点评 2020-04-30
 国光股份：业绩符合预期，产能有望释放，看好植调剂龙头成长—国光股份 (002749.SZ) 2019 年年报点评 2020-04-28
 国光股份：营收增速稳健，成本压力及产能瓶颈有望缓解—国光股份 (002749.SZ) 三季报点评 2019-10-25

索引

内容目录

业绩符合预期，克服疫情影响、盈利能力回暖	3
现金流及负债情况延续改善	4
在建项目稳步推进，看好公司成长	4
投资建议	4
风险提示	4

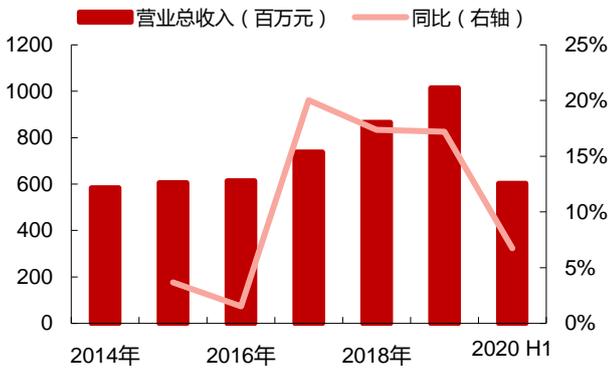
图表目录

图 1：公司上半年营收同比增长 6.73%	3
图 2：公司上半年归母扣非利润增长 7.13%	3
图 3：Q2 公司经营情况已回暖	3
图 4：上半年农药、肥料产品毛利率均有所改善	3
图 5：公司现金流情况持续改善	4
图 6：公司资产负债率有望所下降	4

业绩符合预期，克服疫情影响、盈利能力回暖

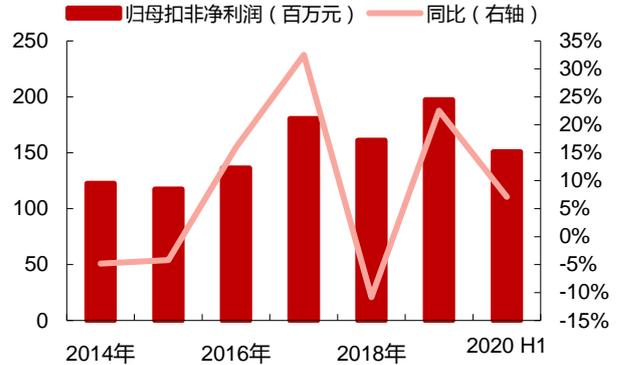
公司发布 2020 年中报，上半年公司实现营收 6.04 亿元（同比+6.73%）、归母净利润 1.52 亿元（同比+7.92%）、扣非归母净利润 1.51 亿元（同比+7.13%）。其中 Q2 公司实现营收 4.18 亿元（同比+6.66%）、归母净利润 0.97 亿元（同比+4.15%）。业绩符合市场预期。

图 1：公司上半年营收同比增长 6.73%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

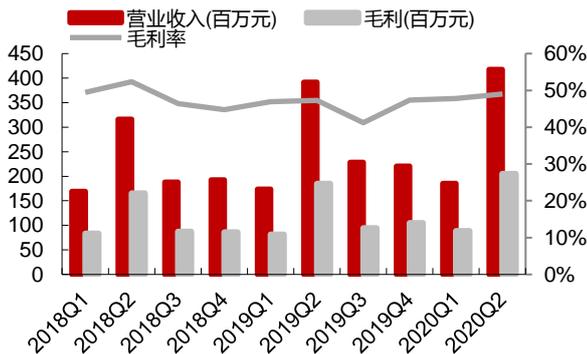
图 2：公司上半年归母扣非净利润增长 7.13%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

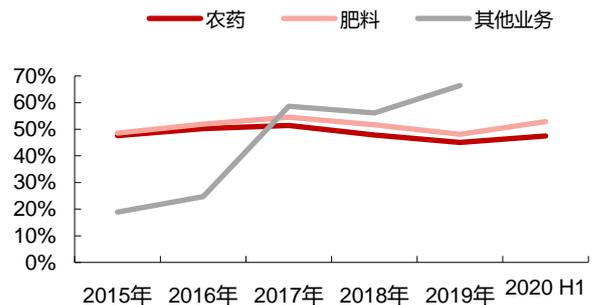
公司季度盈利能力逐步回暖。2018-2019 年受制于外采原药成本上升，公司毛利率短期小幅下滑，自 2019 年 Q4 起持续回暖。由于公司快速推进复工复产，Q2 营收恢复迅速，叠加原药供应紧张有所缓解，2020 年 Q2 毛利率为 48.97%（环比+1.2 pct，同比+1.7 pct）。上半年公司农药业务实现毛利 2.22 亿元、毛利率为 47.47%，肥料业务实现毛利 0.78 亿元、毛利率为 52.85%，均有显著恢复。品牌效应提升带来的销售费用优化逐步显现，2020 H1 销售费用率 11.7%（较 2019 年下降 2.68 pct）、销售期间费用率 18.77%（较 2019 年下降 4.44 pct）。

图 3：Q2 公司经营情况已回暖



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 4：上半年农药、肥料产品毛利率均有所改善



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

产品登记证继续增长。截止 2020 年 6 月 30 日，公司拥有植调剂原药登记证 17 个、制剂登记证 55 个（较 2019 年增加 1 个），为国内原药及制剂登记证数量最多的行业龙头。

上半年营销团队建设超预期，产学研一体化模式继续完善。2019 年的校园招聘到岗的应届毕业生有 200 多人，较近年平均数增加了约 1 倍。3 月底至 4 月初新员工完成网上培训后已直接进入岗位实习，7 月中旬至 8 月中旬在集中培训完成后已分配到各销售区域。公司于 2020 年 6 月 4 日完成成都市国光现代农业职业技能培训学校的设立，公司产学研一体化模式继续完善，看好公司营销团队建设向业绩转化兑现的潜力。

现金流及负债情况延续改善

公司现金流情况延续改善，上半年实现经营性现金流 1.16 亿元，同比提升 47.31%，在手现金净增加 518 万元，资产负债率下降至 14.42% 为 2018 年来的低位。

图 5：公司现金流情况持续改善



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：公司资产负债率有望有所下降



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

在建项目稳步推进，看好公司成长

落子万盛经开区，开启发展新阶段。公司 8 月 14 日公告，拟投资 1.9 亿元于重庆万盛经开区建设 3.5 万吨原药及中间体生产项目，其中一期项目预计于 2021 年 3 月建设、2023 年 3 月投产；二期项目于 2023 年 6 月建设、2024 年 12 月投产。我们预计本项目可有效利用依尔双丰及润尔科技原药登记证优势，继续提高公司原药自供能力，为未来制剂产品继续放量打下基础。

IPO 及转债项目稳步推进。上半年公司 IPO 项目克服建设过程中的政策及配套工程问题，5 月简阳平泉工业园双回路电源已建设完成，已经建设完成的募投项目已于 7 月取得排污许可证，计划在年底前完成各种备案、验收工作。此外公司公开发行可转换公司债券募集资金用于年产 22,000 吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目、年产 50,000 吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目、企业技术中心升级改造项目已完成债券发行。伴随未来 IPO 及转债项目的建设投入，公司产能瓶颈问题有望解决。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利 2.59/3.17/3.93 亿元，目前股价对应 PE 23.2/19.0/15.3x。植调剂行业为赛道优质的利基市场，公司为国内龙头，营销网络下沉，产品矩阵丰富，新投产能及并购产能利用率将逐步上升，维持公司“买入”评级。

风险提示

1. 产能释放不及预期
2. 环保政策影响生产
3. 产品登记进度不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	487	509	686	855	1,072	营业收入	865	1,014	1,203	1,484	1,849
应收款项	86	70	98	120	142	营业成本	443	549	629	778	971
存货净额	145	191	213	263	332	营业税金及附加	2	2	3	3	4
其他流动资产	81	27	53	54	45	销售费用	129	146	173	213	266
流动资产合计	799	797	1,050	1,292	1,592	管理费用	87	97	115	142	177
固定资产及在建工程	186	336	416	523	665	财务费用	(9)	(7)	(9)	(11)	(14)
长期股权投资	25	25	17	22	21	其他费用/(-收入)	(56)	(5)	(10)	(10)	(10)
无形资产	31	51	56	63	74	营业利润	269	233	301	369	455
其他非流动资产	85	132	88	102	107	营业外净收支	(2)	(0)	(2)	(2)	(2)
非流动资产合计	326	545	577	710	867	利润总额	266	233	300	367	454
资产总计	1,125	1,342	1,627	2,002	2,458	所得税费用	32	31	40	50	61
短期借款	1	1	1	1	1	净利润	235	201	259	317	393
应付款项	159	181	209	263	322	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	235	201	259	317	393
流动负债合计	160	182	209	263	323	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	17	45	25	29	33	ROE	26.0%	19.5%	20.7%	20.5%	20.6%
长期负债合计	17	45	25	29	33	毛利率	48.8%	45.9%	47.7%	47.6%	47.5%
负债合计	177	227	234	292	356	营业利润率	31.0%	23.0%	25.1%	24.8%	24.6%
股本	219	372	372	372	372	销售净利率	27.1%	19.8%	21.6%	21.4%	21.2%
股东权益	948	1,115	1,393	1,710	2,103	成长能力					
负债和股东权益总计	1,125	1,342	1,627	2,002	2,458	营业收入增长率	17.4%	17.2%	18.6%	23.4%	24.6%
						营业利润增长率	23.6%	-13.3%	29.4%	22.3%	23.5%
						归母净利润增长率	26.6%	-14.3%	28.9%	22.4%	23.7%
						偿债能力					
						资产负债率	15.7%	16.9%	14.4%	14.6%	14.5%
						流动比	5.00	5.02	5.02	4.91	4.93
						速动比	4.09	3.33	4.00	3.91	3.90
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.54	0.47	0.60	0.74	0.91
						BVPS	2.20	2.59	3.23	3.97	4.88
						估值					
						P/E	25.7	29.9	23.2	19.0	15.3
						P/B	3.2	4.7	3.7	3.0	2.5
						P/S	7.0	5.9	5.0	4.1	3.3

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。