

深化产业一体布局，调节剂龙头盈利能力坚韧

国光股份（002749.SZ）半年报点评

证券研究报告

2022年09月04日

核心结论

事件：2022H1 公司实现营收 8.75 亿元，同比+34.16%；实现归母净利润为 1.40 亿元，同比-3.67%。其中 22Q2 实现营收 6.37 亿元，同比+39.09%，环比+166.45%；实现归母净利润为 1.00 亿元，同比-5.89%，环比+143.57%。

22H1 上游原料成本高涨，公司盈利阶段性承压。分品类来看，2022H1 公司农药/肥料营收分别为 6.05/ 2.28 亿元，分别占比总营收 69.12%/ 26.06%。**1)** 22H1 公司农药毛利率为 42.65%，同比-5.54 个 pct。公司所产农药需要向上游外购多种原药，22H1 农药原药指数平均为 170.98 点，同比+52.27%。**2)** 22H1 公司肥料毛利率为 32.79%，同比减少 15.31 个 pct。目前农药原药、肥料原料价格回落，公司盈利能力有望逐步恢复。

控股鹤壁，加强上游原药供应能力、丰富产品矩阵。报告期内公司控股鹤壁全丰，2022 年 4 月并表。鹤壁全丰以植物生长调节剂原药生产为主，具有各类农药登记证共 79 个，肥料登记证 7 个。公司通过控股鹤壁全丰进一步保障了公司的原药供应，充实了公司的产品矩阵。鹤壁有望和公司其他子公司形成良好业务协同，持续增厚业绩。

两大募投产线搬迁技改项目持续推进中，农药、肥料产能预计成倍扩张。公司 2020 年可转债募资 3.2 亿元，用于老厂农药制剂、水溶肥分产线搬迁技改项目，截至 2022H1 均处于建设初期，均预计于 2023Q1 完成建设。新产能的落地有助于公司强化产业一体布局，进一步提高公司产品竞争力和市场占有率，巩固公司行业龙头地位。

投资建议：产能扩张下，我们预测公司 22-24 年营收分别为 15.90/18.83/21.63 亿元，考虑到中短期内公司仍然存在上游原料成本压力，我们预计公司 22-24 年归母净利润预测为 2.93/3.48/4.07 亿元，EPS 分别为 0.67/0.80/0.94 元，目前股价对应当前 PE 分别为 15.2/12.8/10.9x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动，产能释放不及预期，下游需求不及预期。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,160	1,358	1,590	1,883	2,163
增长率	14.4%	17.1%	17.1%	18.4%	14.9%
归母净利润（百万元）	171	206	293	348	407
增长率	-15.3%	20.7%	42.1%	18.9%	16.9%
每股收益（EPS）	0.39	0.47	0.67	0.80	0.94
市盈率（P/E）	26.1	21.6	15.2	12.8	10.9
市净率（P/B）	3.5	3.2	2.6	2.1	1.8

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

增持

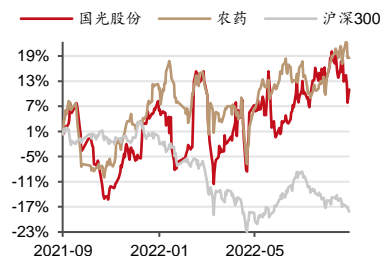
股票代码 002749.SZ

前次评级 增持

评级变动 维持

当前价格 10.23

近一年股价走势



分析师

黄侃 S0800522070001

18818400628

huangkan@research.xbmail.com.cn

相关研究

国光股份：营业收入稳步增长，募投项目通过安全竣工验收—国光股份（002749.SZ）近期事件点评 2022-03-05

国光股份：产业链布局逐步完善，募投新项目稳步推进—国光股份（002749.SZ）2021 半年报点评 2021-08-11

国光股份：丰富产品矩阵，产能瓶颈有望突破—国光股份（002749.SZ）2020 年报&2021 一季报点评 2021-04-30

索引

内容目录

一、22H1 营收延续高增长，盈利阶段性承压.....	3
二、渠道扩张减轻成本压力，盈利能力韧性凸显.....	3
三、控股鹤壁加强原药供应，改造产线扩张产能.....	4
四、投资建议.....	5
五、风险提示.....	6

图表目录

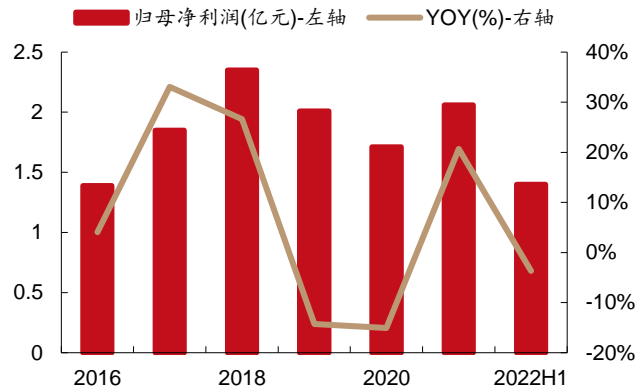
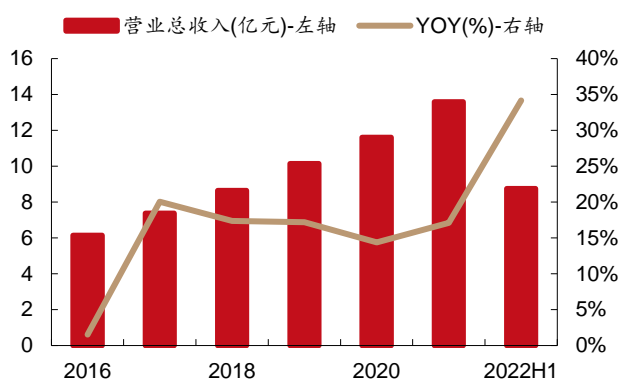
图 1: 2022H1 营收同比增长 34.16%.....	3
图 2: 2022H1 净利润同比下降 3.67%.....	3
图 3: 2022H1 公司盈利能力略有下降.....	3
图 4: 2022H1 公司费用率总体较为稳定.....	3
图 5: 21H2-22H1 农药原药指数位于高位.....	4
图 6: 公司农药营收及毛利率变化.....	4
图 7: 磷酸二氢钾价格变化.....	4
图 8: 磷酸一铵价格变化.....	4
表 1: 公司子公司农药登记产品分布.....	5
表 2: 可转债募投项目（万元）.....	5

一、22H1营收延续高增长，盈利阶段性承压

公司上半年营收延续较高增速，盈利能力稍有下滑。2022H1 公司实现营收 8.75 亿元，同比+34.16%；实现归母净利润为 1.40 亿元，同比-3.67%；实现扣非归母净利润为 1.31 亿元，同比-8.89%。其中 22Q2 实现营收 6.37 亿元，同比+39.09%，环比+166.45%；实现归母净利润为 1 亿元，同比-5.89%，环比+143.57%。

图 1：2022H1 营收同比增长 34.16%

图 2：2022H1 净利润同比下降 3.67%



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

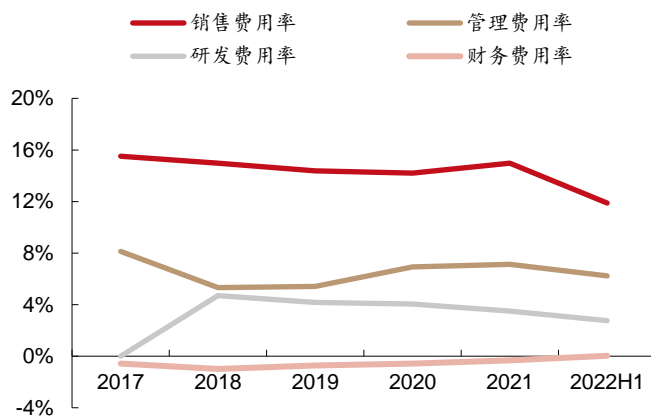
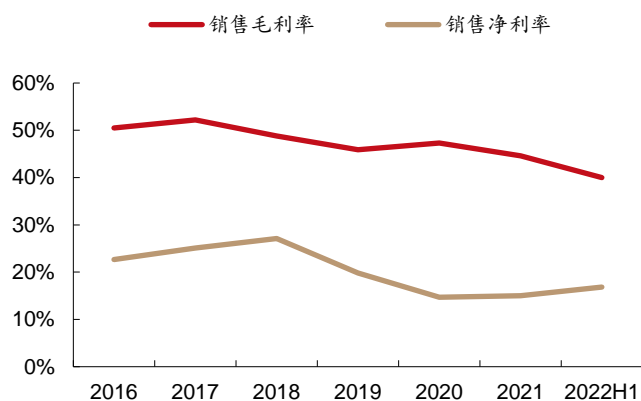
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2022H1 公司销售毛利率为 40.00%，同比-8.61 个 pct；销售净利率为 16.85%，同比-5.35 个 pct。其中 22Q2 毛利率为 41.19%，同比-7.50 个 pct，环比+4.35 个 pct；净利率为 16.81%，同比-6.33 个 pct，环比-0.14 个 pct。

公司费用率总体较为稳定。2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.88%/ 6.24%/ 2.75%/0.03%，同比-1.19/ -0.64/ -0.31/ +0.60 个 pct。

图 3：2022H1 公司盈利能力略有下降

图 4：2022H1 公司费用率总体较为稳定



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

资料来源：公司财报，西部证券研发中心

二、渠道扩张减轻成本压力，盈利能力韧性凸显

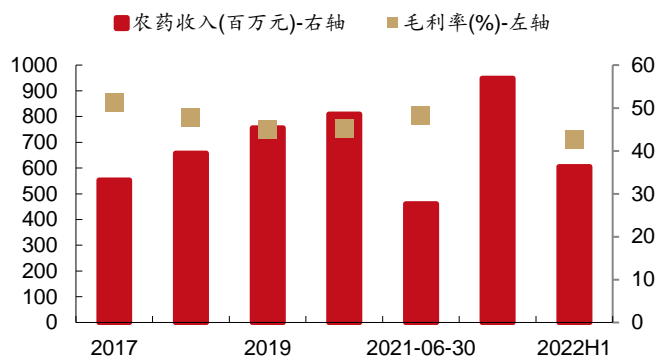
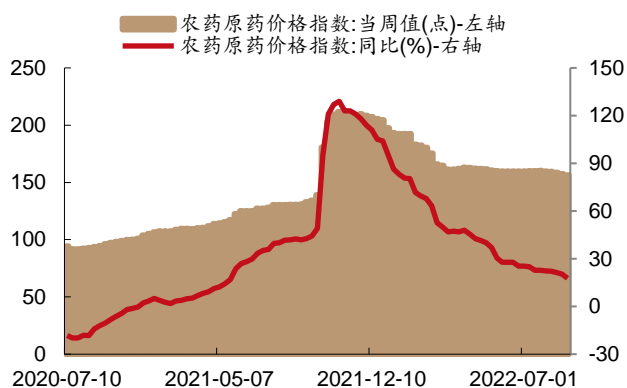
公司聚焦调节剂、水溶肥优势品类，原料成本高位压力下，方显细分行业龙头盈利韧性。分品类来看，2022H1 公司农药/肥料营收分别为 6.05/ 2.28 亿元，分别占比总营收 69.12%/ 26.06%。

1) 22H1 公司农药营收 6.05 亿元，同比+31.24%；毛利率为 42.65%，同比-5.54 个 pct。

公司所产农药位于行业中游环节，需要向上游外购多种原药，具体包括多效唑、磷酸二氢钾、啶啉、多菌灵、恶霸灵等品种。据 I find 数据，22H1 农药原药指数平均为 170.98 点，同比+52.27%，原料价格上行下公司盈利能力承压，但品牌效应叠加强大的渠道销售能力，部分对冲了产品成本压力，2022H1 公司渠道客户较 2021 年末（不含鹤壁全丰）新增了 10.5%。目前上游农药原药价格下行，公司成本端压力减轻，农药产品盈利能力有望逐步恢复。

图 5：21H2-22H1 农药原药指数位于高位

图 6：公司农药营收及毛利率变化



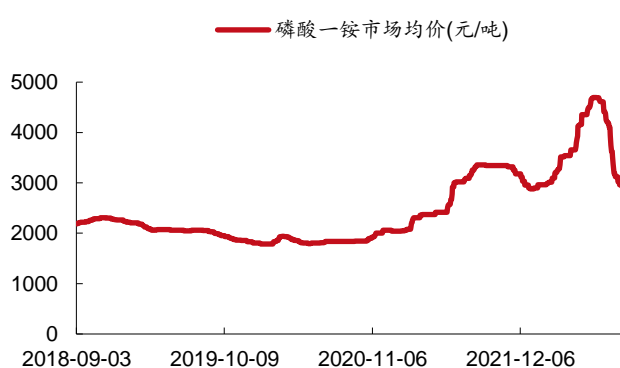
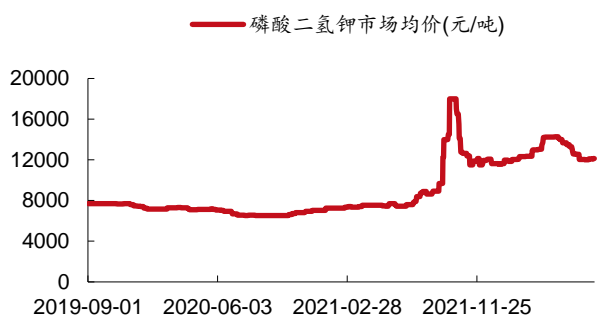
资料来源：I find，西部证券研发中心

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2) 22H1 公司肥料营收 2.28 亿元，同比+46.65%；毛利率为 32.79%，同比-15.31 个 pct。公司肥料分为定位较为高端的水溶肥、普通复合肥，22H1 营收分别占比 61.40%/ 38.60%，毛利率分别为 42.26%/ 17.80%，同比分别-13.52/ -15.62 个 pct。产品营收大幅增长主要系下游需求旺盛，毛利率下降主要系上游原料（磷酸二氢钾、磷酸一铵等）价格 2021 年底开始大幅上行。目前，肥料原料价格开始高位回落，考虑到产品价格传导存在一定时滞，预计下半年公司肥料盈利能力会得到一定修复。

图 7：磷酸二氢钾价格变化

图 8：磷酸一铵价格变化



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

三、控股鹤壁加强原药供应，改造产线扩张产能

控股鹤壁，加强上游原药供应能力、丰富产品矩阵。2022 年 3 月 21 日，公司投资 2.7 亿元收购鹤壁全丰 51% 股权，自 2022 年 4 月 1 日起纳入合并范围。鹤壁全丰以植物生长调节剂原药生产为主，具有各类农药登记证共 79 个，肥料登记证 7 个。截止 2022 年 6 月 30 日，鹤壁全丰资产总额 3.38 亿元、负债 1.27 亿元、净资产 2.11 亿元；2022 年 4-6 月营业收入 1.07 亿元、利润总额 0.19 亿元、净利润 0.16 亿元。公司通过控股鹤壁全丰进

一步保障了公司的原药供应，充实了公司的产品矩阵。鹤壁有望和公司其他子公司形成良好业务协同，持续增厚业绩。

表 1：公司子公司农药登记产品分布

登记证持有人/生产企业	农药登记证(个)					小计	肥料登记证(个)
	调节剂	杀菌剂	杀虫剂	除草剂	其他		
四川润尔科技有限公司	55	39	15	8	3	120	51
重庆依尔双丰科技有限公司	23	6	1	29	-	59	26
山西浩之大生物科技有限公司	6	10	12	-	1	28	12
鹤壁全事生物科技有限公司	30	14	21	1	13	79	7
合计	114	69	49	38	17	286	85

资料来源：公司半年报，西部证券研发中心

1) IPO 项目 2021 年底投产，将在 2022 年增收创利。2021 年底，公司 IPO 募投项目已经通过安全设施竣工验收。“年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线、1.9 万吨环保型农药制剂生产线、1 万吨园林花卉养护品生产线、6000 吨植物营养产品生产线技改扩能项目”2022 上半年已处于正式生产阶段。其中 2100 吨植物生长调节剂原药的投产，有助于加强公司上游原药供给稳定性。

2) 两大募投产线搬迁技改项目持续推进中，农药、肥料产能成倍扩张。公司 2020 年可转债募资 3.2 亿元，用于老厂农药制剂、水溶肥分产线搬迁技改项目，截至 2022H1 均处于建设初期，均预计于 2023Q1 完成建设。

3) 公司重庆润尔万盛年产 3.5 万吨原药及中间体合成生产项目仍在建中，形成远期提高原料自供率预期。

新产能的落地有助于公司强化产业一体布局，进一步提高公司产品竞争力和市场占有率，巩固公司行业龙头地位。

表 2：可转债募投项目（万元）

承诺投资项目	承诺投资总额	截至期末投资进度	项目达到预定可使用状态日期	预计新增净利润(万元/年)
1、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	14,500	8.71%	2023 年 3 月 31 日	9663.4
2、年产 50,000 吨水溶肥料（专用肥）生产搬迁技改项目	9,500	4.29%	2023 年 3 月 31 日	5883.8

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

四、投资建议

产能扩张下，我们预测公司 22-24 年营收分别为 15.90/18.83/21.63 亿元，考虑到中短期内公司仍然存在上游原料成本压力，我们预计公司 22-24 年归母净利润预测为 2.93/3.48/4.07 亿元，EPS 分别为 0.67/ 0.80/ 0.94 元，目前股价对应当前 PE 分别为 15.2/12.8/10.9x，维持“增持”评级。

五、风险提示

原材料价格波动，产能释放不及预期，下游需求不及预期。

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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	947	1,155	899	1,358	1,744	营业收入	1,160	1,358	1,590	1,883	2,163
应收款项	85	92	86	81	78	营业成本	612	753	814	958	1,100
存货净额	242	261	488	364	396	营业税金及附加	4	5	6	7	8
其他流动资产	13	18	19	17	18	销售费用	165	203	238	282	324
流动资产合计	1,286	1,525	1,493	1,820	2,236	管理费用	127	144	180	215	249
固定资产及在建工程	344	331	495	560	585	财务费用	(7)	(4)	1	(0)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	53	16	1	3	5
无形资产	77	64	189	195	200	营业利润	207	241	351	419	485
其他非流动资产	40	55	201	165	159	营业外净收支	0	(0)	(1)	(1)	(1)
非流动资产合计	460	450	886	919	944	利润总额	207	241	350	418	484
资产总计	1,746	1,975	2,378	2,739	3,180	所得税费用	37	37	58	71	79
短期借款	10	13	42	35	30	净利润	170	204	292	347	406
应付款项	186	241	261	301	349	少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(1)	(2)
其他流动负债	1	2	1	1	1	归属于母公司净利润	171	206	293	348	407
流动负债合计	198	256	304	337	380	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	255	271	290	280	270	盈利能力					
其他长期负债	12	32	47	37	39	ROE	14.3%	15.4%	18.7%	18.3%	17.8%
长期负债合计	267	303	337	317	309	毛利率	47.3%	44.6%	48.8%	49.1%	49.1%
负债合计	465	559	640	654	689	营业利润率	17.8%	17.7%	22.1%	22.2%	22.4%
股本	431	436	435	435	435	销售净利率	14.7%	15.0%	18.4%	18.4%	18.7%
股东权益	1,282	1,416	1,738	2,085	2,491	成长能力					
负债和股东权益总计	1,746	1,975	2,378	2,739	3,180	营业收入增长率	14.4%	17.1%	17.1%	18.4%	14.9%
						营业利润增长率	-11.4%	16.5%	45.7%	19.3%	15.9%
						归母净利润增长率	-15.3%	20.7%	42.1%	18.9%	16.9%
						偿债能力					
						资产负债率	26.6%	28.3%	26.9%	23.9%	21.7%
						流动比	6.50	5.97	4.91	5.40	5.88
						速动比	5.28	4.95	3.31	4.32	4.84
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.39	0.47	0.67	0.80	0.94
						BVPS	2.93	3.23	3.97	4.77	5.71
						估值					
						P/E	26.1	21.6	15.2	12.8	10.9
						P/B	3.5	3.2	2.6	2.1	1.8
						P/S	3.8	3.3	2.8	2.4	2.1

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%

联系地址

- 联系地址：** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 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。