资源与环境研究中心

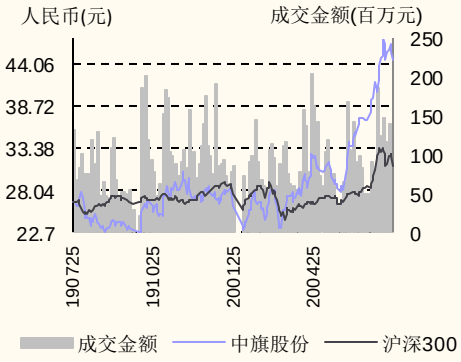
中旗股份 (300575.SZ) 买入（上调评级）

公司点评

市场价格（人民币）：44.72 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.38
已上市流通 A 股(亿股)	.81
总市值(亿元)	61.74
年内股价最高最低(元)	47.36/37.98
沪深 300 指数	4506
创业板指	2628



相关报告

1.《建设新型原药项目，长期成长确定-【国金基化】中旗股份点评》，2020.6.17
2.《新型农药项目落地，助力长期成长-【国金基化】中旗股份点评报告》，2020.6.10
3.《业绩持续改善，看好长期成长-【国金基化】》，2020.4.28
4.《短期业绩迎来修复，看好公司长期成长-【国金基化】中旗股份年报...》，2020.3.21

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荥 联系人
yangyiying@gjzq.com.cn

业绩持续修复，看好长期成长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,650	1,569	2,153	2,748	3,182
营业收入增长率	27.40%	-4.90%	37.21%	27.63%	15.79%
归母净利润(百万元)	209	150	280	373	471
归母净利润增长率	78.27%	-28.40%	87.20%	32.92%	26.48%
摊薄每股收益(元)	2.852	1.134	2.123	2.823	3.570
每股经营性现金流净额	3.83	1.93	2.29	2.87	3.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.47%	11.68%	19.34%	22.27%	24.10%
P/E	15.01	24.38	21.06	15.84	12.53
P/B	2.62	2.85	4.07	3.53	3.02

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 2020 年 7 月 25 日发布 2020 年半年度报告，公司 2020 年上半年实现收入 10.07 亿元，同比增加 13%，归母净利润 1.23 亿元，同比增加 26%；其中 2 季度单季实现收入 5.5 亿元，环比增加 20%，归母净利润约 7400 万元，环比增加 47%，业绩大幅改善。

经营分析

- **产能利用率爬坡，预计下半年收入环比将持续提升。**公司 2 季度收入同比增加 20%，这意味着公司 2 季度产能利用率相较于 1 季度而言持续爬坡，预计下半年，随着公司年产 400 吨 HPPA 及 600 吨 HPPA-ET 项目、年产 300 吨 98%氟酰脲原药及年产 300 吨 96%螺甲螨酯原药项目、年产 500 吨 97%甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97%甲咪唑烟酸原药项目的逐步达产，在不增加新产能的前提下，我们预计公司的收入仍将进一步提升。
- **2020 年 2 季度业绩接近 2019 年 1 季度高点，经营情况大幅改善。**公司 2020 年 2 季度单季归母净利润约 7400 万元，接近 2019 年 1 季度高点，从销售毛利率来看，公司 2020 年 2 季度整体毛利率达到 27.14%，相较于 2019 年 1 季度同比提升 1 个百分点。在整体农药价格下行的背景下，公司的销售毛利率不断提升，我们认为，一方面公司的销售渠道端多为跨国公司定制原药，其价格相对市场价格稳定；其次得益于另外公司产品结构持续优化；此外，我们认为随着公司车间产能利用率的提升，公司的整体毛利率仍有进一步提升的空间，公司业绩在今年下半年仍会实现环比增长。
- **新项目落地，公司将进入发展新阶段。**公司拟投资 20 亿元建设年产 15500 吨新型农药原药及相关产品项目，此次新型农药项目落地有利于公司进一步扩大产能，提升盈利能力，打开公司的成长空间。

盈利预测与投资建议

- 安徽项目落地，公司长期成长落地，我们上调 2022 年盈利预测 11%，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.8 亿元、3.73 亿元和 4.71 亿元；EPS 分别为 2.1 元、2.8 元和 3.6 元，对应 PE 为 21/15.8/12.5，上调至“买入”评级。

风险提示

- 全球农药需求下滑；农药产品价格下跌； 产能建设及投放进度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,295**	**1,650**	**1,569**	**2,153**	**2,748**	**3,182**
增长率		27.4%	-4.9%	37.2%	27.6%	15.8%
主营业务成本	-1,020	-1,253	-1,199	-1,623	-2,046	-2,313
%销售收入	78.8%	75.9%	76.4%	75.4%	74.5%	72.7%
毛利	275	397	370	530	701	869
%销售收入	21.2%	24.1%	23.6%	24.6%	25.5%	27.3%
营业税金及附加	-3	-3	-5	-6	-8	-9
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-19	-27	-23	-32	-41	-48
%销售收入	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-99	-84	-106	-129	-165	-191
%销售收入	7.6%	5.1%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	0	-35	-44	-62	-82	-99
%销售收入	0.0%	2.1%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
息税前利润（EBIT）	154	248	193	300	405	522
%销售收入	11.9%	15.0%	12.3%	13.9%	14.7%	16.4%
财务费用	-20	-5	-13	6	8	6
%销售收入	1.6%	0.3%	0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	0	1	-7	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	4	2	2	2
%税前利润	0.6%	n.a	2.3%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	142	249	180	328	437	553
营业利润率	11.0%	15.1%	11.5%	15.3%	15.9%	17.4%
营业外收支	-1	-1	-6	1	1	1
税前利润	141	247	174	330	438	555
利润率	10.9%	15.0%	11.1%	15.3%	16.0%	17.4%
所得税	-24	-38	-27	-49	-66	-83
所得税率	17.0%	15.4%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	117	209	147	280	373	471
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	**117**	**209**	**150**	**280**	**373**	**471**
净利率	9.1%	12.7%	9.5%	13.0%	13.6%	14.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	117	209	147	280	373	471
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
非现金支出	56	56	92	113	139	161
非经营收益	9	6	16	23	23	31
营运资金变动	-22	10	0	20	11	-5
经营活动现金净流	**161**	**281**	**255**	**436**	**546**	**658**
资本开支	-196	-452	-155	-128	-409	-409
投资	-7	-3	-57	0	0	0
其他	3	3	4	2	2	2
投资活动现金净流	**-200**	**-452**	**-207**	**-126**	**-407**	**-407**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	113	187	-24	-56	194	75
其他	1	-88	-73	-134	-176	-223
筹资活动现金净流	**113**	**99**	**-96**	**-190**	**18**	**-148**
现金净流量	**74**	**-72**	**-48**	**120**	**157**	**103**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	574	543	471	592	749	852
应收款项	233	221	174	252	324	375
存货	177	254	280	362	434	491
其他流动资产	71	118	144	161	176	186
流动资产	1,055	1,136	1,069	1,366	1,683	1,904
%总资产	61.3%	50.8%	47.7%	53.6%	53.6%	52.7%
长期投资	7	0	2	2	2	2
固定资产	560	996	1,085	1,107	1,369	1,610
%总资产	32.6%	44.5%	48.4%	43.4%	43.6%	44.6%
无形资产	67	70	67	76	86	95
非流动资产	666	1,102	1,171	1,184	1,457	1,707
%总资产	38.7%	49.2%	52.3%	46.4%	46.4%	47.3%
资产总计	**1,721**	**2,238**	**2,240**	**2,551**	**3,140**	**3,611**
短期借款	186	280	197	161	345	410
应付款项	374	437	396	567	715	810
其他流动负债	38	56	57	82	105	123
流动负债	597	773	649	809	1,165	1,343
长期贷款	106	222	270	280	290	300
其他长期负债	10	36	31	4	4	4
负债	**713**	**1,030**	**950**	**1,093**	**1,459**	**1,647**
普通股股东权益	**1,008**	**1,197**	**1,282**	**1,450**	**1,673**	**1,956**
其中：股本	73	73	132	191	191	191
未分配利润	405	570	643	812	1,035	1,318
少数股东权益	0	11	8	8	8	8
负债股东权益合计	**1,721**	**2,238**	**2,240**	**2,551**	**3,140**	**3,611**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.600	2.852	1.134	2.123	2.823	3.570
每股净资产	13.744	16.321	9.712	10.979	12.672	14.814
每股经营现金净流	2.191	3.832	1.934	2.288	2.866	3.451
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.588	0.782	0.989
回报率						
净资产收益率	11.64%	17.47%	11.68%	19.34%	22.27%	24.10%
总资产收益率	6.82%	9.34%	6.68%	10.99%	11.87%	13.05%
投入资本收益率	9.84%	12.25%	9.25%	13.44%	14.87%	16.60%
增长率						
主营业务收入增长率	44.14%	27.40%	-4.90%	37.21%	27.63%	15.79%
EBIT增长率	66.16%	60.70%	-22.25%	55.87%	34.93%	28.93%
净利润增长率	52.06%	78.27%	-28.40%	87.20%	32.92%	26.48%
总资产增长率	19.71%	30.04%	0.09%	13.85%	23.10%	14.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.1	42.0	37.5	37.5	37.8	37.8
存货周转天数	63.4	62.9	81.3	82.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	68.5	68.0	78.5	79.0	79.0	79.0
固定资产周转天数	111.3	118.6	190.2	176.3	146.4	131.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.99%	-3.44%	-2.32%	-12.10%	-8.31%	-8.53%
EBIT利息保障倍数	7.7	53.1	15.2	-46.9	-53.2	-81.8
资产负债率	41.43%	46.02%	42.41%	42.86%	46.46%	45.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**2.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-19	增持	23.72	36.04～36.04
2	2020-03-21	增持	25.78	N/A
3	2020-04-28	增持	32.30	N/A
4	2020-06-10	增持	34.48	N/A
5	2020-06-17	增持	37.25	N/A

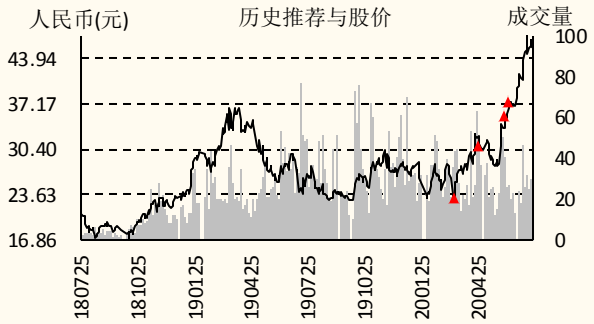
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH