太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-22

公司点评报告

买入/维持

中旗股份(300575)

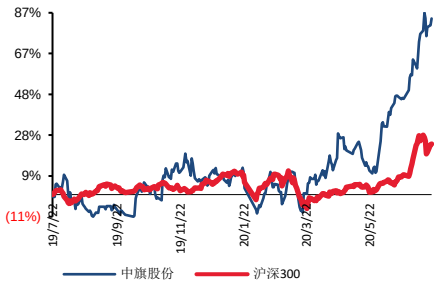
目标价：60.5

昨收盘：46.67

材料 材料II

15500吨新型农药原药项目细节批露，利润有望再上新台阶

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	132/81
总市值/流通(百万元)	6,162/3,803
12 个月最高/最低(元)	47.36/22.91

相关研究报告：

中旗股份（300575）《【太平洋化工】中旗股份：拟建15500吨新型农药原药项目，成长空间打开》--2020/06/17

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

分析师助理：贺顺利

电话：15117964218

E-MAIL：hesl@tpyzq.com

事件：继6月17日公司发布公告，利用自有已授权的发明专利技术和自主开发的非专利专有技术，拟建设年产15500吨新型农药原药及相关产品项目。该项目建设地位于安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地（安徽省四大化工基地之一），用地约417亩，预计建设期为六年，分为两期建设。**公司发布了该项目可行性报告，进一步批露了项目细节。**

主要观点：

1、原有产能扩张、专利到期药储备、创制药研发，拉动公司成长三驾马车

公司披露年产15500万吨新型农药原药产品项目中，可以划分为三类：（1）公司已有多年工业化生产经验，与跨国公司建立稳定供应关系的品种，成本具备优势；从而对原有产能扩展，如氯氟吡氧乙酸异辛酯（3000）、虱螨脲（3000）、噻虫胺（3000）等。（2）专利农药到期后、市场空间有望快速打开，公司亦进行多年的生产技术储备。如苯唑草酮（1000）等。（3）公司进行自主研发、筛选大量药剂，获得创制农药品种，精噁唑甘草胺（1500），具体产品请参见附表。**此项目充分体现公司战略发展路径清晰，中长期成长空间打开。**

公司目前投建项目（1）氯氟草酯等十个原药及相关产品扩建项目，投资额4.62亿元，达产后预计营收为16亿元，净利润为2.66亿元；（2）年产5700吨农药原药技改项目，投资额5.95亿元，达产后预计营收为31.28亿元，净利润为2.68亿元。**（3）年产15500吨新型农药原药及相关产品项目，在安徽新型煤化工合成材料基地内。总投资20.99亿元，其中建设投资17.88亿元（其中一期7.3亿元，二期10.58亿元）、建设期利息1.04亿元、流动资金2.06亿元。预计所得税后IRR为20.84%。完全投产后正常年份，销售收入为41.14亿元（其中一期收入13.99亿元，二期收入27.15亿元）。经济寿命周期内年均销售收入27.98亿元、年均利润总额5.47亿元。公司在销售收入与利润体量上实现跨台阶式的成长。**

2、拥有核心技术，受益跨国巨头向国内转移上游生产环节

公司是国内较早自主掌握氟化、不对称合成和手性技术、相转移催化、氨化等关键性技术的企业。经过十余年的研发，公司自主开发了多种

合成技术，在此基础上开展了多个产品的小试、中试和大生产，形成了完整的产业化能力。在氯氟吡氧乙酸、噻虫胺、虱螨脲等诸多细分产品市场上占据领先地位。公司已成为跨国农药公司科迪华（陶氏杜邦农化）、拜耳、先正达、巴斯夫农化的战略供应商。在战略供应商模式下，跨国公司通常将其生产环节中的某个或某几个中间体或原药交给为数不多的几个厂家生产，因此在确定战略供应关系前，跨国公司会对生产厂家的生产设备、研发能力、生产管理、安全环保和产品质量控制能力进行长达数年的严格考察和遴选。而公司是经过验证的佼佼者。

3、生产环境日益改善，募投项目业绩逐步释放

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等募投项目受 2019 年 3 月响水爆炸事故影响，江苏省环保政策高压及密集检查，公司部分关键化工原料供应不稳定，募投项目生产负荷偏低。同时，由于募投项目所在园区采用最新和更高的安全环保标准，淮安国瑞根据要求整改提升，也造成募投项目产能释放受限。**未来随着关键原材料供应趋稳和客户需求逐渐增长，募投项目开工率有望逐步提升，为公司提供新的利润增长点。**

4、盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.74 亿、3.34 亿和 4.23 亿，EPS 分别为 1.99 元、2.42 元和 3.06 元，对应 PE 分别为 23.5 倍、19.3 倍和 15.2 倍。**考虑跨国巨头向国内转移上游生产环节趋势持续，公司拥有核心技术，募投项目产能逐渐释放，新产能建设促成长，未来成长空间打开，维持“买入”评级。**

风险提示：新产能建设及投产不及预期、需求下滑、产品价格大幅波动、原材料供应稳定性、安全环保生产

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,569	2,182	2,737	3,459
(+/-%)	-4.9%	39.0%	25.5%	26.4%
净利润(百万元)	150	274	334	423
(+/-%)	-28.4%	83.1%	21.8%	26.6%
摊薄每股收益(元)	1.08	1.99	2.42	3.06
市盈率(PE)	43	23.5	19.3	15.2

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

附表：中旗股份新建 15500 吨新型农药原药项目产品情况

类别	产品名称	产能	备注	对应专利	获得专利时间	基本情况	需求空间
除草剂	氯氟吡氧乙酸异辛酯	3000	一期	一种氟草烟中间体 3,5-二 氯-2,4,6-三氟吡啶连续化生产的方法	2019 年 3 月 8 日	该产品公司已有多年工业化生产经验，国际国内市场都已打开，为公司核心产品之一	预计未来 2021 年国内需求有可能达到 2000 吨，2022 年达到 2500 吨，另有长期稳定的跨国公司出口订单。2018 年国际主要市场需求（折百）约 3850 吨。
	丙炔氟草胺	1000	一期	一种 2-（5-氟-2，4-二硝基 苯氧）乙酸酯的制备方法	2018 年 8 月 16 日	PPO 类抑制剂类除草剂中最重要的一员，占 PPO 类除草剂市场份额的 30.9%	2018 年国际主要市场需求（折百）约 2800 吨。
	苯嘧磺草胺	1000	二期	公司自研开发合成工艺	/	苯嘧磺草胺将在防除抗草甘膦杂草方面担纲重要角色，同时其高水准的杂草防除效果和作物的选择性是现有 PPO 类产品中独一无二的，具有广阔的市场及应用前景 2015 年进一步增至 1.80 亿美元。2011—2016 年的复合年增长率为 23.8%，在“其他 PPO 抑制剂类除草剂”增幅榜中居于首位。	2018 年国际主要市场需求（折百）约 730 吨。据巴斯夫公司预测，苯嘧磺草胺可实现 3 亿欧元的年峰值销售额。国内市场用量预计会很快达千吨级。
	苯唑草酮	500	二期	一种苯唑草酮中间体 2，3- 二甲基苯甲硫醚的合成方法	2018 年 5 月 25 日	全球苯唑草酮主要聚焦玉米，并在向谷物、水稻市场等拓展。	2018 年国际主要市场需求（折百）约 360 吨。随着产品专利到期，产品单价随着下降，原烟嘧等玉米除草剂的防效下降，国内市场用量预计会很快达千吨级。
	※精噁唑甘草胺	1500	二期	具有除草活性的 N-取代烷 基芳氧苯氧基丙酰胺类化合 物及其制备与应用	2018 年 12 月 7 日	精噁唑甘草胺作为公司自主研发的新农药品种	水稻上的独特防效且相对安全，预计会迅速达到千吨级的用量。
	异噁唑草酮	1000	二期	5-环丙基-4-【2-甲硫基 -4-(三氟甲基)苯甲酰基】异 恶唑的制备方法	2016 年 3 月 2 日	2014 年达到 2.4 亿美元，2009—2014 年复合年增长率为 18.0%，在世界范围内是推广使用速度较快的除草剂品种，在欧洲一些国家大面积使用。	2018 年国际主要市场需求（折百）约 1300 吨。目前国内前几年稳定年需求在 50 吨左右，随着在玉米田上封闭效果相当好，推广面积也会出现快速增长，预计国内较快会达到 500 吨以上用药。
	唑草酮	500	二期	一种合成唑酮草酯的方法	2017 年 12 月 7 日	唑草酮目前已用于许多作物，如谷物、大豆、马铃薯、油菜、水稻、葡萄、棉花、玉米、甘蔗、梨果、甜菜等	2014 年全球销售额达 1.85 亿美元。2018 年国际主要市场需求（折百）约 670 吨。
杀虫剂	虱螨脲	3000	一期	一种利用连续化反应合成虱 螨脲中间体的方法	2019 年 7 月 2 日	公司已有多年工业化生产经验，与跨国公司深度合作，为公司核心产品之一	2018 年国际主要市场需求（折百）约 800 吨。未来可望继续快速增长。目前国内市场年需求量在 600 吨左右，未来随着虱螨脲在国内的应用普及，逐渐成为常规产品后，在国内需求总量预期在 2021 年达到 1000 吨，2022 年达到 1500 吨。
	螺虫乙酯	1000	一期	一种通过 2，5-二甲基苄卤 合成 2，5-二甲基苯乙酸的 方法	2019 年 7 月 17 日	近年来在中国市场拜耳的螺虫乙酯业务也获得超过两位数字的增长。	预计 2020 年全球销售达 3 亿欧元。2018 年国际主要市场需求（折百）约 650 吨。 目前国内市场总量在 100-200 吨，2021 年预计需求可能达到 300 吨，2022 年大于 500 吨，未来有望达到上千吨。
	噻虫胺	3000	二期	一种烟碱类杀虫剂噻虫胺的 合成方法	2016 年 6 月 1 日	噻虫胺是新烟碱类杀虫剂中的重要品种。公司采用先进生产工艺路线，成本低质量高，达到并超过国内外同类公司的产品质量水平	2018 年国际主要市场需求（折百）约 2400 吨。目前国内年需求总量在 600 吨左右，2021 年需求预期能达到 800 吨，2022 年达到 1000 吨。可以预期在未来两年内公司将有望获得 3000 吨/年的市场份额。

数据来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

附表：盈利预测表

资产负债表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
货币资金	471	476	481	486
应收票据	0	0	0	0
应收账款	143	199	250	316
预付账款	45	61	77	97
存货	280	376	475	600
其他流动资产	103	103	103	103
流动资产合计	1,043	1,216	1,386	1,602
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	818	1,153	1,482	1,810
在建工程	267	294	323	355
无形资产	63	63	63	63
其他非流动资产	22	22	22	22
非流动资产合计	1,171	1,533	1,892	2,252
资产合计	**2,214**	**2,749**	**3,278**	**3,854**
短期借款	163	168	173	178
应付票据	70	70	70	70
应付账款	278	374	472	597
预收款项	32	45	57	71
其他应付款	14	14	14	14
一年内到期的非流动负债	34	34	34	34
其他流动负债	58	58	58	58
流动负债合计	649	763	878	1,022
长期借款	270	278	286	295
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31
非流动负债合计	301	309	317	326
负债合计	**950**	**1,072**	**1,195**	**1,348**
归属母公司所有者权益	1,282	1,556	1,891	2,314
少数股东权益	8	2	-5	-14
所有者权益合计	1,290	1,559	1,886	2,300
负债和股东权益	**2,240**	**2,631**	**3,081**	**3,648**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
经营活动现金流	258	335	451	574
现金收益	250	401	513	652
存货影响	-25	-97	-99	-125
经营性应收影响	79	-72	-67	-86
经营性应付影响	-42	109	109	139
其他影响	-5	-6	-6	-6
投资活动现金流	-175	-488	-537	-591
资本支出	-172	-492	-541	-595
股权投资	2	4	4	4
其他长期资产变化	-6	0	0	0
融资活动现金流	-117	13	13	13
借款增加	-35	13	13	14
财务费用	-13	0	0	-1
股东融资	-65	0	0	0
其他长期负债变化	-5	0	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入	1,569	2,182	2,737	3,459
营业成本	1,199	1,614	2,037	2,574
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	23	32	40	50
管理费用	106	147	185	233
研发费用	44	61	77	97
财务费用	13	0	0	1
资产减值损失	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4	4	4	4
营业利润	180	324	394	497
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	174	318	388	491
所得税	27	50	60	76
净利润	147	269	327	414
少数股东损益	-3	-6	-7	-9
归属母公司净利润	150	274	334	423
NOPLAT	163	271	329	417
EPS（摊薄）	1.08	1.99	2.42	3.06

主要财务比率				
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
成长能力				
营业收入增长率	-4.9%	39.0%	25.5%	26.4%
EBIT增长率	-22.2%	66.4%	21.7%	26.5%
归母公司净利润增长率	-28.4%	83.1%	21.8%	26.6%
获利能力				
毛利率	23.6%	26.0%	25.6%	25.6%
净利率	9.3%	12.3%	12.0%	12.0%
ROE	11.7%	17.6%	17.7%	18.3%
ROIC	10.9%	14.3%	14.4%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	40.8%	38.8%	37.0%
债务权益比	38.6%	32.8%	27.8%	23.4%
流动比率	160.6%	159.4%	158.0%	156.8%
速动比率	117.5%	110.0%	103.8%	98.1%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	33	33	33	33
应付账款周转天数	83	83	83	83
存货周转天数	84	84	84	84
每股指标（元）				
每股收益	1.08	1.99	2.42	3.06
每股经营现金流	1.87	2.42	3.26	4.16
每股净资产	9.29	11.27	13.70	16.76
估值比率				
P/E	43.0	23.5	19.3	15.2
P/B	5.0	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	25.0	15.4	12.1	9.5

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

靖雯 18589058561 zhangjingwen@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。