太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-17

公司点评报告

买入/维持

中旗股份(300575)

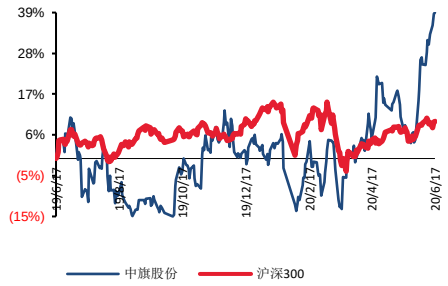
目标价：45.4

昨收盘：37.35

材料 材料II

中旗股份：拟建15500吨新型农药原药项目，成长空间打开

■ 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)	4,931/3,043
12 个月最高/最低(元)	37.35/22.91

相关研究报告：

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

执业资格证书编码：

事件：继6月9日，公司发布公告与安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地管委会在南京签订了《投资合作意向书》后，6月17日公司发布公告拟与江苏依斯特投资管理有限公司共同投资设立项目公司，初始注册资本3亿元，其中公司出资占比97%，依斯特出资占比3%。项目公司负责年产15500吨新型农药原药及相关产品项目的建设及建成后的运营。项目总投资约20亿元，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，预计建设期为六年，分为两期建设。项目用地位于安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地，用地约417亩。

主要观点：

1、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。

2、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。

3、新产能建设促成长

（1）氰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，总投资额 20 亿，在安徽新型煤化工合成材料基地内。打开公司新的成长空间。另外新基地布局有利分散公司生产集中风险。

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 2.54 亿、3.13 亿和 3.91 亿，EPS 分别为 1.84 元、2.27 元和 2.83 元，对应 PE 分别为 20.3 倍、16.5 倍和 13.2 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，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	254	313	391
(+/-%)	-28.4%	69.8%	23.2%	24.9%
摊薄每股收益(元)	1.08	1.84	2.27	2.83
市盈率(PE)	34.4	20.3	16.5	13.2

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

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	62	78	98
存货	280	382	481	609
其他流动资产	103	103	103	103
流动资产合计	1,043	1,222	1,393	1,612
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**	**2,756**	**3,284**	**3,864**
短期借款	163	168	173	178
应付票据	70	70	70	70
应付账款	278	380	478	605
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	768	883	1,031
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**	**1,077**	**1,201**	**1,357**
归属母公司所有者权益	1,282	1,536	1,850	2,241
少数股东权益	8	3	-4	-12
所有者权益合计	1,290	1,539	1,846	2,229
负债和股东权益	**2,240**	**2,617**	**3,046**	**3,585**

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	314	430	542
现金收益	250	381	492	621
存货影响	-25	-102	-99	-128
经营性应收影响	79	-72	-67	-87
经营性应付影响	-42	114	110	142
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	1,638	2,061	2,611
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	301	370	460
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	174	295	363	454
所得税	27	46	57	71
净利润	147	249	307	383
少数股东损益	-3	-5	-7	-8
归属母公司净利润	150	254	313	391
NOPLAT	163	251	309	385
EPS（摊薄）	1.08	1.84	2.27	2.83

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%	54.4%	23.1%	24.8%
归母公司净利润增长率	-28.4%	69.8%	23.2%	24.9%
获利能力				
毛利率	23.6%	24.9%	24.7%	24.5%
净利率	9.3%	11.4%	11.2%	11.1%
ROE	11.7%	16.5%	16.9%	17.5%
ROIC	10.9%	13.3%	13.5%	14.3%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	41.2%	39.4%	37.8%
债务权益比	38.6%	33.2%	28.4%	24.1%
流动比率	160.6%	159.1%	157.7%	156.5%
速动比率	117.5%	109.4%	103.3%	97.4%
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	1.84	2.27	2.83
每股经营现金流	1.87	2.28	3.11	3.93
每股净资产	9.29	11.13	13.40	16.23
估值比率				
P/E	34.4	20.3	16.5	13.2
P/B	4.0	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	20.4	13.2	10.3	8.2

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	李洋洋	18616341722	liyangyang@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	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。