

调  
研  
简  
报

中旗股份 股票代码：300575.SZ

## 自主研发能力强，产品储备丰富，17 年业绩有望大幅好转

事项：

我们近期赴公司交流，与公司就经营近况进行了交流。

目标价：- RMB

当前股价：54.89RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

### 主要观点

#### 1. 新型低毒农药生产企业，自主研发能力强，产品储备丰富

公司致力于新型低毒农药及中间体的研发生产，产品涵盖除草剂和杀虫剂两大类，以原药销售为主，也销售制剂和中间体。公司出口占比近 60%，与陶氏、拜耳、先正达等农化第一梯队及富美实、科迈农等农化第二梯队的企业均有合作，前五大客户销售收入占比 40%-50%，主要是跨国企业。公司自主研发能力强，有多项自主研发的核心技术，逾百种原药储备，截至 16 年底，共获得 87 项农药登记证和 40 项生产许可证。

#### 2. 受益海外企业补库存，17 年业绩有望大幅好转

经历了 16 年的行业不景气、产品价格下跌，17 年 Q1 受益海外企业补库存业绩大幅好转。公司 17Q1 实现收入 3.23 亿元，同增 59%，实现净利润 0.39 亿元，同增 73.7%，其中前五大客户收入 1.34 亿元，同增 46%，与 16 年相比，共有 3 名客户发生变化。预计上半年实现净利润 0.53-0.65 亿元，同增 30%-60%。由于公司长单业务（定量定价或定量不定价）占比近 70%，根据目前的订单情况，预计全年销量大幅好转。

#### 3. 除草剂产品梯队完善，主要杀虫剂产品噻虫胺颇具发展潜力

根据 16H1 的数据，公司除草剂收入和毛利润占比均过半，其中，最主要品种**氯氟吡氧乙酸**，产能 1200 吨，专线生产，全球需求增速快；重点发展**精恶唑禾草灵**，产能 800 吨，公司作为拜耳唯一外部供应商，有望受益外部订单增加，募投建产重点中间体 **HPPA-ET**，增强供应稳定性；布局**异恶唑草酮**，产能 500 吨，市场关注度低，未来前景好。公司杀虫剂毛利润占比近 1/4，最主要品种**噻虫胺**，产能 1000 吨，国内无竞争对手，与禾草灵逻辑类似，有望受益于拜耳的订单增长；另一重点品种**虱螨脲**产能 400 吨，近年竞争加剧导致毛利率下滑，公司募投在建同类产品**氟啶脲**；此外，在建近年发展迅猛的螺甲螨酯，投产后有望带来良好效益。

#### 4. 投资建议：

我们预计公司 17-18 年净利润分别为 1.19 亿元、1.59 亿元，目前股价对应 PE 分别为 34X、25X，首次覆盖，推荐评级

#### 5. 风险提示：

全球农药需求低迷。

### 证券分析师



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001  
电话：010-66500885  
邮箱：caoling@hcyjs.com



联系人：陈凯茜

电话：010-63214656  
邮箱：chenkaixi@hcyjs.com

### 公司基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 7,335       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 1,835/-     |
| 资产负债率(%)       | 34.5        |
| 每股净资产(元)       | 12.9        |
| 市盈率(倍)         | 42.98       |
| 市净率(倍)         | 4.44        |
| 12 个月内最高/最低价   | 71.23/26.66 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

# 目 录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 一、新型低毒农药生产商，自主研发能力强 .....                    | 4  |
| 二、除草剂：产品梯队完善 .....                           | 6  |
| （一）氯氟吡氧乙酸 .....                              | 7  |
| （二）异噁唑草酮 .....                               | 7  |
| （三）精噁唑禾草灵 .....                              | 8  |
| 三、杀虫剂：噻虫胺发展潜力大 .....                         | 8  |
| （一）噻虫胺 .....                                 | 9  |
| （二）虱螨脲 .....                                 | 9  |
| 四、新项目建设速度快，产业链得到完善 .....                     | 10 |
| （一）在淮安新建 400 吨 HPPA 和 600 吨 HPPA-ET 产能 ..... | 10 |
| （二）在南京新建 300 吨氟酰脲和 300 吨螺甲螨酯 .....           | 10 |
| 五、盈利预测 .....                                 | 11 |

# 图表目录

|       |                                            |    |
|-------|--------------------------------------------|----|
| 图表 1  | 17 年 Q1 收入增速 60%.....                      | 4  |
| 图表 2  | 17 年 Q1 净利润增速 70%.....                     | 4  |
| 图表 3  | 公司现有产能和在建产能.....                           | 4  |
| 图表 4  | 自然人吴耀军、张骥夫妇是公司的控股股东及实际控制人.....             | 5  |
| 图表 5  | 公司现有多项自主研发的核心技术.....                       | 5  |
| 图表 6  | 16H1 除草剂收入细分情况.....                        | 6  |
| 图表 7  | 16H1 除草剂毛利润细分情况.....                       | 6  |
| 图表 8  | 氯氟吡氧乙酸异辛酯工艺链.....                          | 7  |
| 图表 9  | 氯氟吡氧乙酸全球销售额 14 年增速放缓.....                  | 7  |
| 图表 10 | 异噁唑草酮工艺链.....                              | 7  |
| 图表 11 | 异噁唑草酮全球销售额持续增长但增速放缓.....                   | 7  |
| 图表 12 | 精噁唑禾草灵工艺链.....                             | 8  |
| 图表 13 | 精噁唑禾草灵全球销售额 14 年大幅下降.....                  | 8  |
| 图表 14 | 16H1 杀虫剂收入细分情况.....                        | 9  |
| 图表 15 | 16H1 杀虫剂毛利润细分情况.....                       | 9  |
| 图表 16 | 噻虫胺工艺链.....                                | 9  |
| 图表 17 | 噻虫胺受蜂毒影响，12-14 年销量连续下滑.....                | 9  |
| 图表 18 | 虱螨脲工艺链.....                                | 10 |
| 图表 19 | 虱螨脲全球销售额增幅巨大.....                          | 10 |
| 图表 20 | 原定募集资金投资于生产麦草畏、啶酰菌胺和加强技术创新.....            | 11 |
| 图表 21 | 变更后募集资金投资于生产 HPPA、HPPA-ET、氟酰胺、螺甲螨酯等产品..... | 11 |

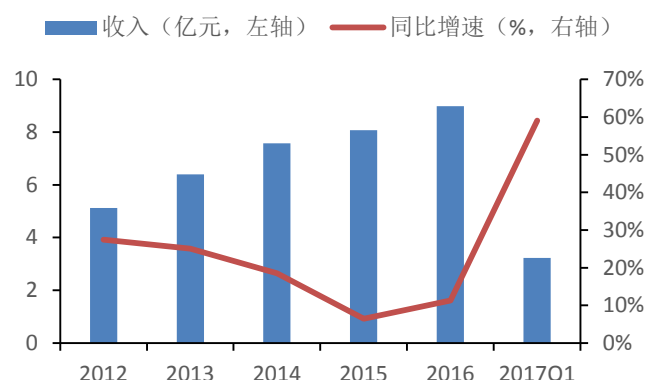
## 一、新型低毒农药生产商，自主研发能力强

公司致力于新型低毒农药及中间体的研发和生产，产品涵盖除草剂和杀虫剂两大类，主要有氯氟吡氧乙酸和噻虫胺等品种。具体来看，公司除草剂产能有：氯氟吡氧乙酸 1200 吨、精噁唑禾草灵 800 吨、磺草酮 200 吨、异噁唑草酮 500 吨、炔草酯 700 吨等，在建中间体 HPPA、HPPA-ET 和原药甲氧咪草烟、甲咪唑烟酸的新产能；杀虫剂产能有：噻虫胺 1000 吨、虱螨脲 400 吨，在建氟吡啶脲和螺甲螨酯的新产能。

16 年收入 9 亿元，同比增长 11%，预计农药贸易业务贡献 2 亿左右，其余均由农药生产销售所贡献；净利润 7716 万元，主要来自农药的生产与销售，受行业不景气，产品价格下滑影响，同比下滑 18.6%。**17Q1 受益海外企业补库存需求及行业回暖，业绩同比大幅增长**，其中前五大客户收入 1.34 亿元，同增 46%，与 16 年相比，共有 3 名客户发生变化。同时预计上半年实现净利润 0.53-0.65 亿元，同增 30%-60%。由于公司长单业务（定量定价或定量不定价）占比近 70%，根据目前的订单情况，预计全年销量大幅好转。

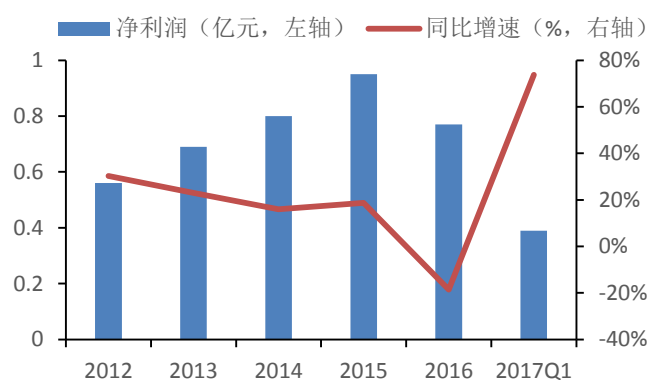
目前公司实际控制人为吴耀军、张骥夫妇，合计控股 36.1%，吴耀军先生任公司董事长兼总经理，张骥女士任公司董事。

图表 1 17 年 Q1 收入增速 60%



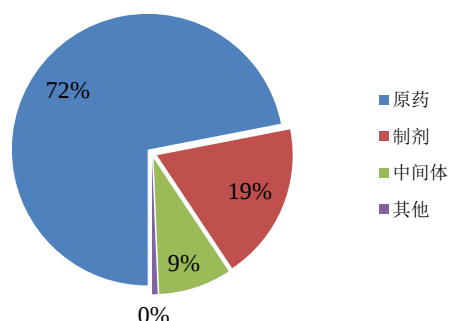
资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 17 年 Q1 净利润增速 70%



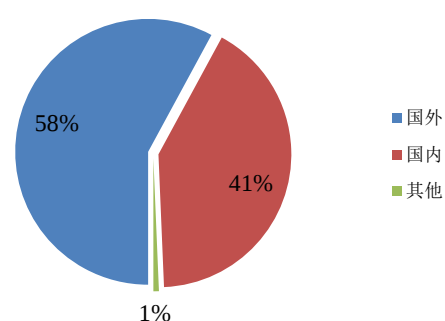
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 16 年原药销售收入占比 72%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 16 年出口业务收入占比为 58%

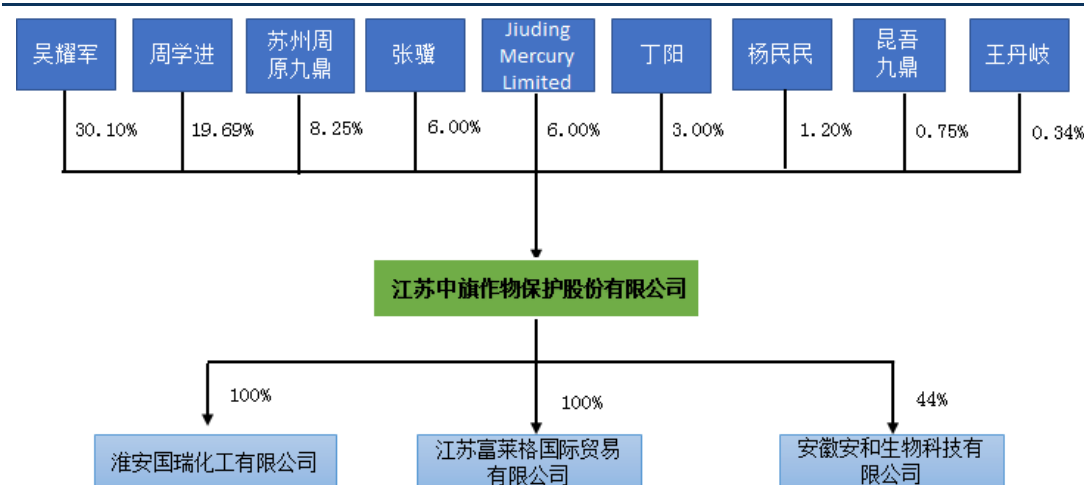


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 5 公司现有产能和在建产能**

| 板块     | 产品            | 现有产能（吨） | 在建产能（吨） |
|--------|---------------|---------|---------|
| 除草剂原药  | 氯氟吡氧乙酸        | 1200    |         |
|        | 精噁唑禾草灵        | 800     |         |
|        | 磺草酮           | 200     |         |
|        | 炔草酯           | 700     |         |
|        | 异噁唑草酮         | 500     |         |
|        | 甲氧咪草烟         |         | 500     |
|        | 甲咪唑烟酸         |         | 500     |
| 除草剂中间体 | HPPA（募资新增）    |         | 400     |
|        | HPPA-ET（募资新增） |         | 600     |
| 杀虫剂原药  | 噻虫胺           | 1000    |         |
|        | 虱螨脲           | 400     |         |
|        | 氟酰脲（募资新增）     |         | 300     |
|        | 螺甲螨酯（募资新增）    |         | 300     |

资料来源：公司公告，华创证券整理

**图表 6 自然人吴耀军、张骥夫妇是公司的控股股东及实际控制人**


资料来源：公司公告，华创证券

公司现有多项自主研发的核心技术，拥有逾百个原药品种储备，截至 16 年底，公司包括子公司共计取得 87 项农药登记证，除公司有生产的品种外，还包括草甘膦、草铵膦、噻虫嗪、啮菌酯等多个品种，并有 40 项生产许可/批准证等。

**图表 7 公司现有多项自主研发的核心技术**

| 主要产品   | 技术名称           | 技术来源 | 对应专利及非专利技术 |
|--------|----------------|------|------------|
| 氯氟吡氧乙酸 | 多氯代吡啶类化合物选择性氟化 | 原始创新 | 非专利技术      |
|        | 吡啶类化合物氟化       | 原始创新 | 非专利技术      |
|        | 脂肪酯的酯交换技术      | 原始创新 | 非专利技术      |

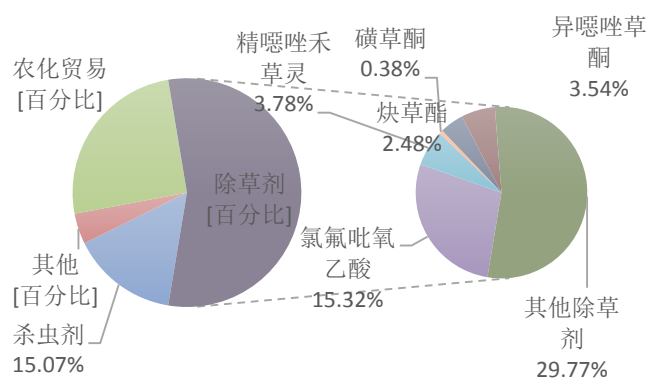
| 主要产品         | 技术名称                                 | 技术来源 | 对应专利及非专利技术       |
|--------------|--------------------------------------|------|------------------|
| 噻虫胺          | 二元复合催化剂催化反应                          | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 连续合成技术                               | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 一种烟碱类杀虫剂噻虫胺的合成方法                     | 原始创新 | ZL201410780575.X |
| 精噻唑禾草灵       | 绿色合成工艺技术                             | 原始创新 | ZL201110262636.X |
| 异噻唑草酮        | 农药除草剂异噻唑草酮的合成方法                      | 原始创新 | 专利申请已受理          |
|              | 一种除草剂异噻唑草酮中间体的生产废液的回收方法              | 原始创新 | 专利申请已受理          |
|              | 5-环丙基-4-[2-甲硫基-4-(三氟甲基)苯甲酰基]异噻唑的制备方法 | 原始创新 | ZL201410823435.6 |
| 磺草酮          | 缚酸剂选择和提纯技术                           | 原始创新 | 非专利技术            |
| 炔草酯          | 多氯代吡啶类化合物选择性氟化                       | 原始创新 | 非专利技术            |
| 虱螨脲          | 六氟丙烯的回收                              | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 硝化和缩合催化技术                            | 原始创新 | 非专利技术            |
| 非针对特定产品的核心技术 |                                      |      |                  |
|              | 不对称合成和手性技术                           | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 相转移催化技术                              | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 氨化技术                                 | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 氧化技术                                 | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 偶联反应技术                               | 原始创新 | 非专利技术            |
|              | 环化合成技术                               | 原始创新 | 非专利技术            |

资料来源：华创证券

## 二、除草剂：产品梯队完善

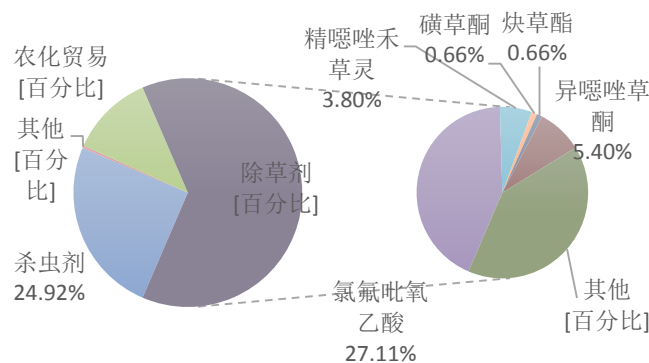
公司开发新型低毒除草剂，除草剂收入和毛利润占比均过半。氯氟吡氧乙酸是其中最主要品种，产能 1200 吨，专线生产，全球需求增速快；重点发展精恶唑禾草灵，产能 800 吨，公司作为拜耳唯一外部供应商，有望受益外部订单增加，募投建产重点中间体 HPPA-ET，增强供应稳定性；布局异恶唑草酮，产能 500 吨，市场关注度低，未来前景好。

图表 8 16H1 除草剂收入细分情况



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 9 16H1 除草剂毛利润细分情况



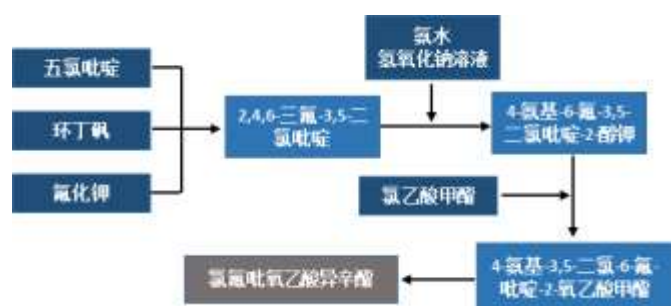
资料来源：招股说明书，华创证券

## （一）氯氟吡氧乙酸

氯氟吡氧乙酸属苯氧乙酸类除草剂，原研为陶氏，1985 年上市，适用于防除小麦、大麦、玉米等禾本科作物田中各种阔叶杂草，该品种 2014 年全球销售金额 2.75 亿美元，12-14 年复合增速 15%。公司现有相关产能 1200 吨，是最主要的除草剂品种，单独的生产线生产。目前国内仅少数厂家生产，公司的主要竞争对手有山东绿霸、利尔化学和重庆双丰。

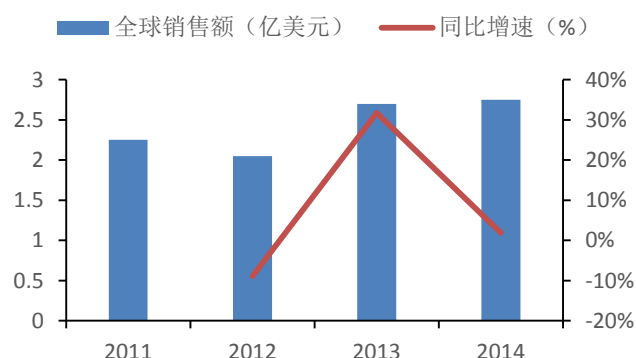
苯氧乙酸类除草剂是世界上第一类商品化生产的激素型选择性除草剂，对环境友好，具有残留期短，对人和其他生物低毒等特点，其中最主要的就是 2,4-D，这类产品的最大优势在于价格低廉。

图表 10 氯氟吡氧乙酸异辛酯工艺链



资料来源：华创证券

图表 11 氯氟吡氧乙酸全球销售额 14 年增速放缓



资料来源：华创证券，农药快讯信息网

## （二）异噁唑草酮

异噁唑草酮属 HPPD（对羟基苯基丙酮酸双氧化酶）抑制剂类，1996 年上市，是用于玉米、甘蔗等旱作物田做土壤处理的有机杂环类选择性内吸收型除草剂，苗前苗后均可施用。该品种 2014 年全球销售金额 2.40 亿美元，12-14 年三年复合增速 12%。公司现有产能 500 吨，目前国内竞争对手是上虞颖泰，海外主要是拜耳生产。

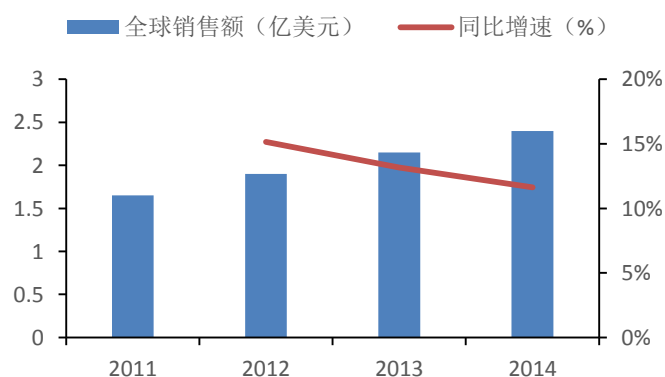
HPPD 是 20 世纪 90 年代确定的除草剂作用新靶标，此类抑制剂具有低毒、活性高、残留低、使用安全的特点，成为了 2016 年跨国公司重点推出的除草剂品种，其中销售额最大的品种为硝磺草酮，异噁唑草酮次之。这个产品目前关注度低，未来用途和市场都会很好。

图表 12 异噁唑草酮工艺链



资料来源：华创证券

图表 13 异噁唑草酮全球销售额持续增长但增速放缓



资料来源：华创证券，农药快讯信息网

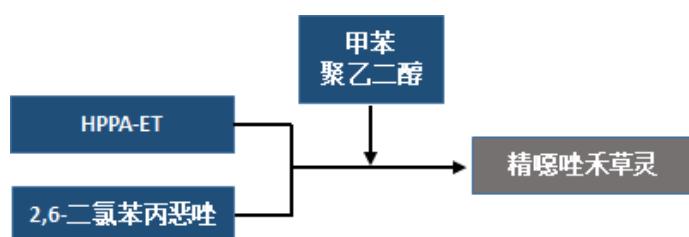
### （三）精噁唑禾草灵

精噁唑禾草灵属芳氧苯氧丙酸酯类除草剂，1988 年上市，广泛应用于大豆、棉花、蔬菜、花生等 60 多种阔叶作物和水稻，加入安全剂可用于小麦田，防治几乎所有禾本科杂草，对硬草、蔺草、野燕麦等恶性杂草和抗性杂草防效优秀，前景巨大，该品种 2014 年全球销售金额 2.25 亿美元，受 14 年销量大幅下降影响，产品近三年复合增速-9%。公司现有相关产能 800 吨，国内主要竞争对手有：江苏天容、安徽丰乐和浙江海正。

芳氧苯氧丙酸酯类除草剂是一类发展较迅速，不断开发出新品种的除草剂类型，是苗后茎叶处理剂，高度安全，具有高效、低毒、低残留、杀草谱广、施药期宽等特点，在使用过程中超过正常用量也不会产生药害，2014 年全球销售额 12.17 亿元，草甘膦抗性禾本科杂草的出现给芳氧苯氧丙酸酯类除草剂发展带来了机遇。主要品种有精吡氟禾草灵、高效吡氟氯禾灵、恶唑禾草灵、精喹禾灵、炔草酯等品种，其中，噁唑禾草灵销售额位于首位，销售额在 2008 年达到峰值，后出现缓慢下降，拜耳相关产品占全球的销售 90% 以上。

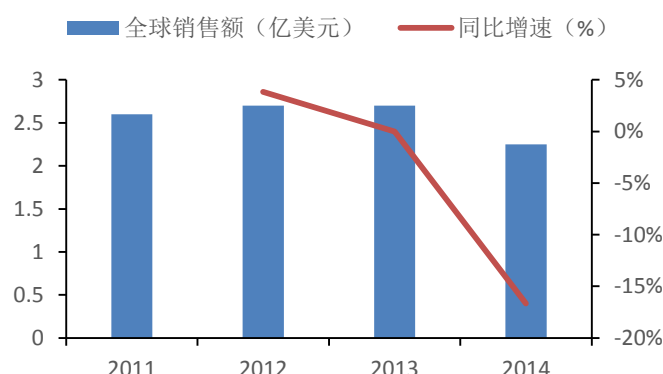
噁唑禾草灵上市之初，主要用于大豆田，随着安万特（现属拜耳）开发的加入了安全剂的“骠马”，应用范围扩大，广泛在北美、澳大利亚、拉美、欧洲、亚洲等国际小麦田市场使用，每年使用量在 3000 吨（商品量）以上，并每年保持 5%-10% 的增长率；不含安全剂的制剂产品“威霸”，在全球大豆、棉花、蔬菜等阔叶作物市场大量应用，同拿捕净、高效盖草能等并驾齐驱，市场占有率在 15% 以上，需求量表现出较快增长势头。中旗目前是唯一一家拜耳登记的外部供应商，中旗的相应产品以出口为主。

图表 14 精噁唑禾草灵工艺链



资料来源：华创证券

图表 15 精噁唑禾草灵全球销售额 14 年大幅下降

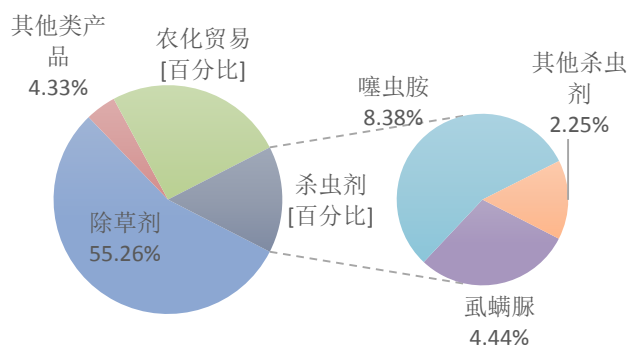


资料来源：华创证券，农药快讯信息网

### 三、杀虫剂：噻虫胺发展潜力大

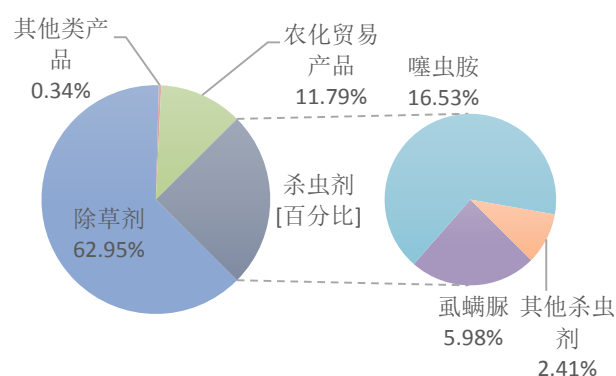
公司杀虫剂毛利润占比近 1/4，噻虫胺是最主要产品，产能 1000 吨，国内无竞争对手，与禾草灵逻辑类似，有望受益于拜耳的订单增长；另一重点品种虱螨脲产能 400 吨，近年竞争加剧导致毛利率下滑，公司募投在建同类产品氟吡啶脲。

图表 16 16H1 杀虫剂收入细分情况



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 17 16H1 杀虫剂毛利润细分情况



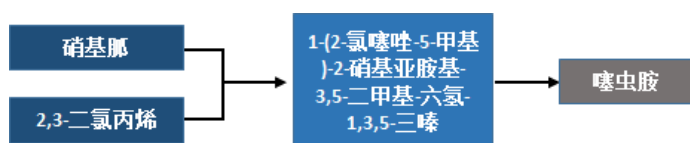
资料来源：招股说明书，华创证券

### (一) 噻虫胺

噻虫胺属新烟碱类杀虫剂，主要用于水稻、蔬菜、果树及其他作物上，防治蚜虫、叶蝉、蓟马、飞虱等半翅目、鞘翅目、双翅目和某些鳞翅目类害虫。日本住友 2002 年开发，2014 年全球销售额 460 亿美元，12-14 年销售连年下滑，复合增速-5%。公司现有相关产能 1000 吨，国内无竞争对手，海外主要是拜耳和住友生产。

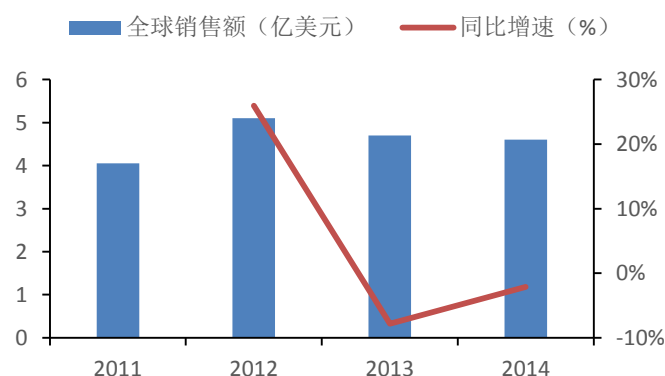
新烟碱类杀虫剂具有高效、内吸、低毒、用量少、药效持久、对作物无害、与常规农药无交互抗性等特点，成为目前全球份额最大的杀虫剂。该产品按化学结构不同分为三个代际，吡虫啉和啉虫脒为第一代，噻虫啉和噻虫胺为第二代，呋虫胺为第三代。吡虫啉、噻虫啉、噻虫胺等品种由于对蜜蜂存在毒性，已被欧盟等地禁用，对销量造成影响，呋虫胺相较前两代产品水溶性更好，蜂毒较低，且随着 14 年 10 月专利到期，产品市场规模有望进一步扩大。但公司作为拜耳噻虫胺唯一的外部供应商，有望受益于拜耳订单增长。

图表 18 噻虫胺工艺链



资料来源：华创证券

图表 19 噻虫胺受蜂毒影响，12-14 年销量连续下滑



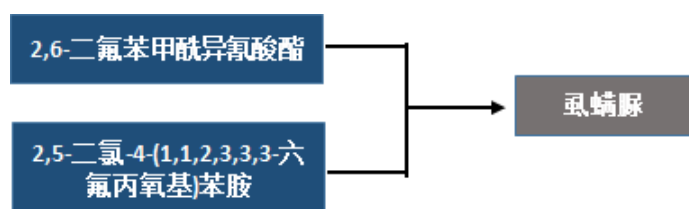
资料来源：华创证券，农药快讯信息网

### (二) 虱螨脲

虱螨脲属苯甲酰脲类杀虫剂，1993 年上市，对多种作物鳞翅目害虫有高效，特别对夜蛾类害虫如甜菜夜蛾、斜纹夜蛾、棉铃虫等（尤其是有抗性的）有优异的药效，是一种持效期长、具有多重杀卵作用、对哺乳动物安全的全新功能型杀虫剂。该品种 2014 年全球销售金额 2.05 亿美元，近三年复合增速 21%。由于新增企业较多，市场竞争加剧，产品毛利率近年下滑厉害，公司现有产能 400 吨，国内主要竞争对手有浙江世佳科技和连云港埃森。

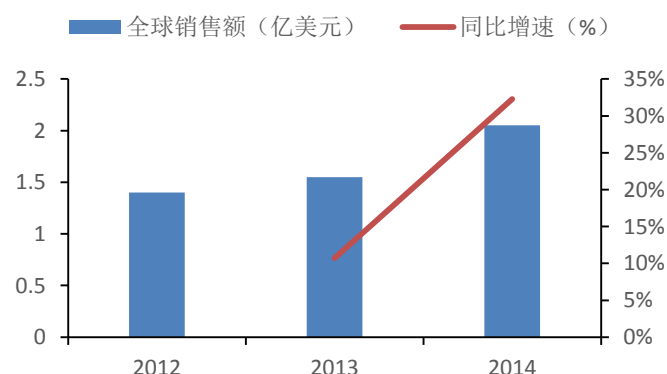
苯甲酰脲类杀虫剂为昆虫调节生长剂，通过抑制几丁质合成来阻止昆虫外骨骼的进一步生长，该产品无内吸性，具有胃毒作用，对幼虫脱皮阶段最有效，是杀虫剂中的小众品种。整个品类 14 年全球销售额 7.19 亿美元，增速为 22.9%，主要品类包括虱螨脲、氟苯脲、氟酰脲等，其中虱螨脲的销售额位列第一。

图表 20 虱螨脲工艺链



资料来源：华创证券

图表 21 虱螨脲全球销售额增幅巨大



资料来源：华创证券，农药快讯信息网

## 四、新项目建设速度快，产业链得到完善

公司 IPO 时，拟将募投资金投向除草剂麦草畏、杀菌剂啉酰菌胺及新型农药制剂，后续根据公司发展战略的转变及行业未来发展趋势，对募投项目进行了变更，目前已公开的项目包括 HPPA 及 HPPA-ET 项目、氟酰脲原药及螺甲螨酯原药项目以及甲氧咪草烟原药及甲咪唑烟酸原药项目。

### （一）在淮安新建 400 吨 HPPA 和 600 吨 HPPA-ET 产能

公司拟在淮安国瑞化工新建年产 400 吨 HPPA 和 600 吨 HPPA-ET 的合成车间，HPPA、HPPA-ET 分别是炔草酯、精噁唑禾草灵的中间体，项目已接近建设尾期，有望于 2017 年三季度投产，预计项目完全达产后，年收入有望达到 1.12 亿元，净利润有望达到 3389 万元。两个产品不仅国内需求好，国际市场也供不应求。合成工艺路线是国内、国外通用路线，为最基本合成单元反应，能耗低、生产质量稳定，预计未来的生产成本分别为 7.8 万元/吨和 8.8 万元/吨，主要原料为国内大量生产的 L-乳酸甲酯、对苯二酚、烧碱等。

### （二）在南京新建 300 吨氟酰脲和 300 吨螺甲螨酯

公司拟在南京化学工业园建设年产氟酰脲和螺甲螨酯各 300 吨的生产车间，项目有望于 2018 年投产，完全达产后，年收入有望达 2.25 亿元，净利润有望达 2900 万元。

氟酰脲属苯甲酰脲类杀虫剂，是该类别中的第三大产品，关于苯甲酰脲杀虫剂的详细情况已在上文进行介绍。氟酰脲靶标柑橘、果树和蔬菜等，防治鳞翅目、鞘翅目和双翅目害虫的幼虫，现由多家公司在许多国家开发登记，用于众多作物。2014 年全球销售额 1 亿美元，2009-2014 年复合增速达到 9%，销售单价约 24 万元/吨，主要原材料为 3,4-二氯硝基苯，单耗 0.55 吨。

螺甲螨酯是拜耳开发的新型螺环季酮酸杀虫杀螨剂，2004 年上市，通过抑制害虫脂肪生物制备起到杀虫作用。螺甲螨酯对有益生物安全，适合害虫综合防治，残效优异，植物相容性好，对环境安全。2014 年全球销售额为 0.95 亿元，2009-2014 年复合增速达到 25.9%，销售单价约 62 万元/吨，主要原材料为甲苯、环戊酮和氰化钠，单耗分别为 0.04 吨、0.27 吨和 0.16 吨。

**图表 22 原定募集资金投资于生产麦草畏、啶酰菌胺和加强技术创新**

| 序号 | 项目名称             | 项目明细                      | 预计投资额（万元） |
|----|------------------|---------------------------|-----------|
| 1  | 淮安国瑞化工有限公司新型农药项目 | 新建年产 300 吨杀菌剂 96%啶酰菌胺原药项目 | 25,550.77 |
|    |                  | 新建年产 2000 吨除草剂 98%麦草畏原药项目 |           |
|    |                  | 新建年产 5500 吨环保型绿色制剂项目      |           |
| 2  | 研发中心项目           |                           | 5,000.00  |
| 3  | 补充流动资金           |                           | 6,000.00  |
|    | 合计               |                           | 36,550.77 |

资料来源：公司公告，华创证券

**图表 23 变更后募集资金投资于生产 HPPA、HPPA-ET、氟酰胺、螺甲螨酯等产品**

| 序号 | 项目名称                                    | 投资情况（万元）  |          |           |
|----|-----------------------------------------|-----------|----------|-----------|
|    |                                         | 总投资金额     | 实际已投入金额  | 拟募集资金投入   |
| 1  | 年产 400 吨 HPPA 和 600 吨 HPPA-ET 项目        | 10,749.47 | 1,219.94 | 5,744.81  |
| 2  | 年产 300 吨 98%氟酰胺原药及 300 吨 96%螺甲螨酯原药项目    | 9,712.58  | 140      | 9,572.58  |
| 3  | 年产 500 吨 97%甲氧咪草烟原药及 500 吨 97%甲氧唑烟酸原药项目 | 10,373.38 | 140      | 10,233.38 |
|    | 合计                                      | 30,835.43 | 1,499.94 | 25,550.77 |

资料来源：公司公告，华创证券

## 五、盈利预测

我们预计公司 17-18 年净利润分别为 1.19 亿元、1.59 亿元，目前股价对应 PE 分别为 34X、25X，首次覆盖，推荐评级。

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金           | 535          | 604          | 709          | 841          |
| 应收票据           | 4            | 4            | 4            | 4            |
| 应收账款           | 218          | 317          | 411          | 514          |
| 预付账款           | 4            | 6            | 8            | 10           |
| 存货             | 177          | 250          | 324          | 406          |
| 其他流动资产         | 22           | 22           | 22           | 22           |
| 流动资产合计         | 961          | 1,203        | 1,480        | 1,797        |
| 其他长期投资         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 362          | 310          | 265          | 227          |
| 在建工程           | 34           | 34           | 34           | 34           |
| 无形资产           | 60           | 60           | 60           | 60           |
| 其他非流动资产        | 21           | 21           | 21           | 21           |
| 非流动资产合计        | 477          | 425          | 380          | 342          |
| <b>资产合计</b>    | <b>1,438</b> | <b>1,628</b> | <b>1,860</b> | <b>2,140</b> |
| 短期借款           | 64           | 64           | 64           | 64           |
| 应付票据           | 133          | 133          | 133          | 133          |
| 应付账款           | 154          | 217          | 282          | 353          |
| 预收款项           | 18           | 26           | 33           | 42           |
| 其他应付款          | 9            | 9            | 9            | 9            |
| 一年内到期的非流动负债    | 48           | 48           | 48           | 48           |
| 其他流动负债         | 33           | 33           | 33           | 33           |
| 流动负债合计         | 458          | 529          | 602          | 680          |
| 长期借款           | 67           | 67           | 67           | 67           |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债        | 7            | 7            | 7            | 7            |
| 非流动负债合计        | 74           | 74           | 74           | 74           |
| <b>负债合计</b>    | <b>532</b>   | <b>603</b>   | <b>676</b>   | <b>755</b>   |
| 归属母公司所有者权益     | 906          | 1,025        | 1,184        | 1,385        |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>906</b>   | <b>1,025</b> | <b>1,184</b> | <b>1,385</b> |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,438</b> | <b>1,628</b> | <b>1,860</b> | <b>2,140</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2016        | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|----------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>121</b>  | <b>93</b>  | <b>133</b> | <b>167</b> |
| 现金收益           | 114         | 194        | 232        | 274        |
| 存货影响           | -16         | -72        | -75        | -81        |
| 经营性应收影响        | -60         | -100       | -97        | -105       |
| 经营性应付影响        | 72          | 71         | 73         | 79         |
| 其他影响           | 10          | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-101</b> | <b>-1</b>  | <b>-1</b>  | <b>0</b>   |
| 资本支出           | -118        | -1         | -1         | 0          |
| 股权投资           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| 其他长期资产变化       | 17          | 0          | 0          | 0          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>364</b>  | <b>-23</b> | <b>-27</b> | <b>-34</b> |
| 借款增加           | 4           | 0          | 0          | 0          |
| 财务费用           | 2           | -23        | -27        | -34        |
| 股东融资           | 357         | 0          | 0          | 0          |
| 其他长期负债变化       | 2           | 0          | 0          | 0          |

资料来源：公司报表、华创证券

### 利润表

| 单位：百万元          | 2016       | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>898</b> | <b>1,303</b> | <b>1,694</b> | <b>2,117</b> |
| 营业成本            | 712        | 1,003        | 1,304        | 1,630        |
| 营业税金及附加         | 3          | 4            | 6            | 7            |
| 销售费用            | 13         | 19           | 25           | 32           |
| 管理费用            | 77         | 108          | 137          | 169          |
| 财务费用            | -2         | 23           | 27           | 34           |
| 资产减值损失          | 4          | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益        | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益            | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>     | <b>91</b>  | <b>145</b>   | <b>194</b>   | <b>245</b>   |
| 营业外收入           | 3          | 0            | 0            | 0            |
| 营业外支出           | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>     | <b>94</b>  | <b>145</b>   | <b>194</b>   | <b>245</b>   |
| 所得税             | 17         | 26           | 35           | 44           |
| <b>净利润</b>      | <b>77</b>  | <b>119</b>   | <b>159</b>   | <b>201</b>   |
| 少数股东损益          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>77</b>  | <b>119</b>   | <b>159</b>   | <b>201</b>   |
| NOPLAT          | 76         | 138          | 182          | 229          |
| EPS(摊薄) (元)     | 1.05       | 1.62         | 2.17         | 2.74         |

### 主要财务比率

|                | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入增长率        | 11.3%  | 45.0%  | 30.0%  | 25.0%  |
| EBIT 增长率       | -16.3% | 80.9%  | 32.0%  | 26.0%  |
| 归母净利润增长率       | -18.6% | 54.1%  | 33.9%  | 26.1%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 20.8%  | 23.0%  | 23.0%  | 23.0%  |
| 净利率            | 8.6%   | 9.1%   | 9.4%   | 9.5%   |
| ROE            | 8.5%   | 11.6%  | 13.4%  | 14.5%  |
| ROIC           | 7.2%   | 11.7%  | 13.6%  | 14.9%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 37.0%  | 37.0%  | 36.3%  | 35.3%  |
| 债务权益比          | 20.5%  | 18.1%  | 15.7%  | 13.4%  |
| 流动比率           | 210.0% | 227.6% | 246.0% | 264.2% |
| 速动比率           | 171.3% | 180.4% | 192.1% | 204.6% |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.6    | 0.8    | 0.9    | 1.0    |
| 应收帐款周转天数       | 87     | 87     | 87     | 87     |
| 应付帐款周转天数       | 78     | 78     | 78     | 78     |
| 存货周转天数         | 90     | 90     | 90     | 90     |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 1.05   | 1.62   | 2.17   | 2.74   |
| 每股经营现金流        | 1.65   | 1.27   | 1.81   | 2.27   |
| 每股净资产          | 12.35  | 13.97  | 16.14  | 18.88  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 52     | 34     | 25     | 20     |
| P/B            | 4      | 4      | 3      | 3      |
| EV/EBITDA      | 32     | 19     | 16     | 13     |

## 化工组分析师介绍

### 华创证券组长、首席分析师：曹令

工学硕士。2011 年加入华创证券研究所。2013 年、2016 年新财富最佳分析师第四名，2016 年金牛最佳分析师第三名。

### 华创证券高级分析师：柳强

清华大学工学硕士。曾任职于中国寰球工程公司。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

### 华创证券分析师：陈凯茜

上海财经大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士。2015 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职 务           | 办公电话          | 企业邮箱                   |
|---------|-----|---------------|---------------|------------------------|
| 北京机构销售部 | 崔文涛 | 销售副总监         | 010-66500827  | cuiwentao@hcyjs.com    |
|         | 温雪姣 | 销售经理          | 010-66500852  | wenxuejiao@hcyjs.com   |
|         | 刘蕾  | 销售经理          | 010-63214683  | liulei@hcyjs.com       |
|         | 黄旭东 | 销售助理          | 010-66500801  | huangxudong@hcyjs.com  |
|         | 杜飞  | 销售助理          | 010-66500827  | dufei@hcyjs.com        |
|         | 王小婷 | 销售助理          | 010-63214683  | wangxiaoting@hcyjs.com |
|         | 杜博雅 | 销售助理          | 010-63214683  | duboya@hcyjs.com       |
| 广深机构销售部 | 张娟  | 所长助理兼广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com    |
|         | 郭佳  | 高级销售经理        | 0755-82871425 | guojia@hcyjs.com       |
|         | 王栋  | 高级销售经理        | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com     |
|         | 汪丽燕 | 销售经理          | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com    |
|         | 李梦雪 | 销售经理          | 0755-82027731 | limengxue@hcyjs.com    |
|         | 罗颖茵 | 销售助理          | 0755 83479862 | luoyingyin@hcyjs.com   |
| 上海机构销售部 | 石露  | 销售副总监         | 021-20572595  | shilu@hcyjs.com        |
|         | 李茵茵 | 高级销售经理        | 021-20572582  | liyinyin@hcyjs.com     |
|         | 沈晓瑜 | 高级销售经理        | 021-20572589  | shenxiaoyu@hcyjs.com   |
|         | 朱登科 | 高级销售经理        | 021-20572548  | zhudengke@hcyjs.com    |
|         | 张佳妮 | 销售经理          | 021-20572585  | zhangjiani@hcyjs.com   |
|         | 陈晨  | 销售经理          | 021-20572597  | chenchen@hcyjs.com     |
|         | 何逸云 | 销售助理          | 021-20572591  | heyiyun@hcyjs.com      |
|         | 张敏敏 | 销售助理          | 021-20572592  | zhangminmin@hcyjs.com  |
|         | 柯任  | 销售助理          | 021-20572590  | keren@hcyjs.com        |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明：

**强推：**预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
**推荐：**预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%；  
**中性：**预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间；  
**回避：**预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明：

**推荐：**预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；  
**中性：**预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；  
**回避：**预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部                              | 广深分部                                     | 上海分部                             |
|-----------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------|
| 地址：北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海浦东银城中路 200 号<br>3402 室 华创证券 |
| 邮编：100033                         | 邮编：518034                                | 邮编：200120                        |
| 传真：010-66500801                   | 传真：0755-82027731                         | 传真：021-50581170                  |
| 会议室：010-66500900                  | 会议室：0755-82828562                        | 会议室：021-20572500                 |