CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

中旗股份 300575.SZ

目标估值：31.95-33.02 元
当前股价：28.49 元
2019 年 12 月 23 日

国瑞化工复产在即公司步入正轨，新增产能弹性较大

事件：江苏省苏淮高新技术产业开发区安全环保整治提升领导小组办公室发布了淮安国瑞化工有限公司拟复产公示。

- **淮安工厂复产获得批准，公司生产将恢复正轨。**受响水爆炸事件影响，江苏省化工行业整治力度巨大，公司所在的园区也受到很大影响，子公司淮安国瑞化工开工负荷很低，极大影响了 19 年二、三季度业绩。2019 年 12 月 20 日，江苏省苏淮高新技术产业开发区安全环保整治提升领导小组办公室发布公示，根据《全省化工产业安全环保整治提升方案》关于“严格停产整改企业复产验收程序”的要求，园区组织相关部门和专业机构对淮安国瑞化工有限公司提出的复产申请进行了现场检查复核，拟同意该企业复产。随着淮安工厂复产，南京工厂的原料供应得到解决，开工负荷也会增加，公司生产将步入正轨。
- **新增产能弹性大，公司主打的低毒高效农药符合行业发展趋势。**公司 2018 年年报中，固定资产 5.36 亿、在建工程 4.60 亿，在建工程和固定资产相当；2019 年三季报，固定资产 8.47 亿、在建工程 2.41 亿，由于环保监管影响，转固的在建工程基本没有开工。19 年 3 月 22 日，公司发布公告拟建设两大新型农药项目：（1）氰氟草酯等十个原药及相关产品扩建项目，拟投资 4.62 亿元，实施主体中旗股份厂区，本项目建成投产后，预计实现年均收入 16 亿元、年均税后利润 2.66 亿元；（2）年产 5700 吨农药原药技改项目，拟投资 5.95 亿元，实施主体淮安国瑞厂区，本项目建成投产后，预计实现年均收入 31.28 亿元、年均税后利润 2.68 亿元。公司未来产能投性的弹性很大。农药行业未来集中度会不断提升，低毒高效农药会逐步替代高毒低效农药，公司对于小品种先进农药的选择性较强，主打产品符合农药行业发展趋势。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.64 亿、2.81 亿、3.93 亿，EPS 分别为 1.24 元、2.13 元、2.97 元，对应 PE 分别为 23 倍、13 倍、10 倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：订单被下游客户转移的风险、新建项目进展不及预期的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1295	1650	1884	2502	3215
同比增长	44%	27%	14%	33%	28%
营业利润(百万元)	135	243	196	335	468
同比增长	48%	81%	-19%	71%	40%
净利润(百万元)	110	203	164	281	393
同比增长	42%	85%	-19%	71%	40%
每股收益(元)	1.50	2.77	1.24	2.13	2.97
PE	19.0	10.3	23.0	13.4	9.6
PB	2.1	1.7	2.7	2.3	2.0

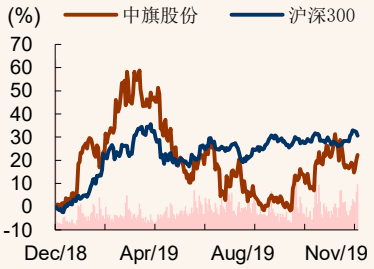
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	2963
总股本（万股）	13203
已上市流通股（万股）	6454
总市值（亿元）	38
流通市值（亿元）	18
每股净资产（MRQ）	9.6
ROE（TTM）	15.6
资产负债率	41.2%
主要股东	吴耀军
主要股东持股比例	30.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-2	28
相对表现	-8	-6	-2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中旗股份（300575）—化工整治影响二季度业绩，长期成长轨迹未变》2019-08-21

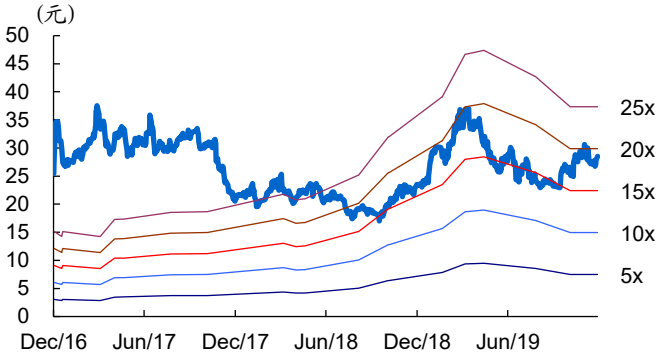
2、《中旗股份（300575）—业绩超出预期，成长空间较大》2019-01-22

周铮
S1090515120001

段一帆
0755-83081536
duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

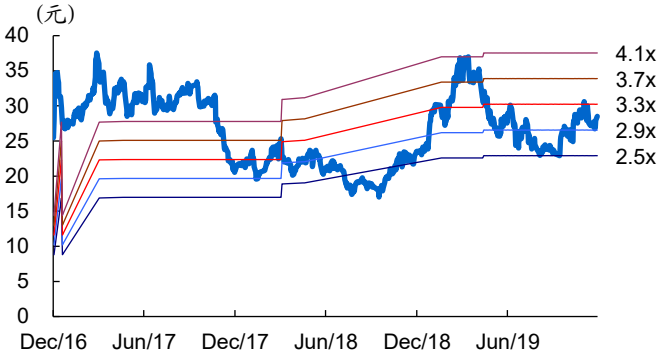
钟浩
S1090518040001

图 1：中旗股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中旗股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

1、《中旗股份(300575)-化工整治影响二季度业绩，长期成长轨迹未变》2019/8/21

2、《中旗股份(300575)-业绩超出预期，成长空间较大》2019/1/22

3、《招商证券农药行业深度报告：估值位于底部，集中度不断提升》2018/12/28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1055	1136	999	1268	1654
现金	574	543	339	405	554
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	32	38	44	58	74
应收款项	201	179	184	244	314
其它应收款	0	4	4	6	7
存货	177	254	292	376	476
其他	71	118	136	179	229
非流动资产	666	1102	1224	1333	1431
长期股权投资	7	0	0	0	0
固定资产	395	536	666	781	884
无形资产	59	65	58	52	47
其他	205	502	501	500	500
资产总计	**1721**	**2238**	**2224**	**2601**	**3085**
流动负债	597	773	572	717	892
短期借款	138	222	0	0	0
应付账款	320	407	482	620	786
预收账款	47	21	25	33	42
其他	93	122	65	65	65
长期负债	116	257	257	257	257
长期借款	106	222	222	222	222
其他	10	36	36	36	36
负债合计	**713**	**1030**	**829**	**975**	**1149**
股本	73	73	132	132	132
资本公积金	472	472	472	472	472
留存收益	463	652	779	1011	1320
少数股东权益	0	11	11	11	11
归属于母公司所有者权益	1008	1197	1384	1616	1925
负债及权益合计	**1721**	**2238**	**2224**	**2601**	**3085**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	160	280	262	322	440
净利润	110	203	164	281	393
折旧摊销	56	57	67	80	92
财务费用	11	6	15	15	15
投资收益	(1)	1	1	(1)	(1)
营运资金变动	(15)	14	10	(66)	(74)
其它	(1)	(1)	6	13	14
投资活动现金流	(200)	(452)	(193)	(192)	(192)
资本支出	(196)	(452)	(193)	(193)	(193)
其他投资	(4)	0	(1)	1	1
筹资活动现金流	119	97	(273)	(64)	(99)
借款变动	172	113	(280)	0	0
普通股增加	0	0	59	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(37)	(37)	(37)	(49)	(84)
其他	(17)	21	(15)	(15)	(15)
现金净增加额	79	(74)	(204)	66	148

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1295	1650	1884	2502	3215
营业成本	1020	1253	1484	1910	2421
营业税金及附加	3	3	4	5	7
营业费用	19	27	34	38	48
管理费用	99	84	109	143	180
研发费用	0	35	41	58	77
财务费用	20	5	15	15	15
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	1	(1)	(1)	1	1
营业利润	135	243	196	335	468
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	134	241	195	334	466
所得税	24	38	31	52	73
净利润	110	203	164	281	393
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	110	203	164	281	393

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	44%	27%	14%	33%	28%
营业利润	48%	81%	-19%	71%	40%
净利润	42%	85%	-19%	71%	40%
获利能力					
毛利率	21.2%	24.1%	21.3%	23.7%	24.7%
净利率	8.5%	12.3%	8.7%	11.2%	12.2%
ROE	10.9%	17.0%	11.9%	17.4%	20.4%
ROIC	9.7%	12.2%	11.0%	16.0%	18.9%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	46.0%	37.3%	37.5%	37.3%
净负债比率	16.9%	22.4%	10.0%	8.5%	7.2%
流动比率	1.8	1.5	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.1	1.2	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	1.0	1.0
存货周转率	5.8	5.8	5.4	5.7	5.7
应收帐款周转率	5.7	7.3	8.5	9.4	9.3
应付帐款周转率	3.4	3.4	3.3	3.5	3.4
每股资料（元）					
EPS	1.50	2.77	1.24	2.13	2.97
每股经营现金	2.19	3.82	1.98	2.44	3.32
每股净资产	13.74	16.32	10.45	12.21	14.54
每股股利	0.50	0.50	0.37	0.64	0.89
估值比率					
PE	19.0	10.3	23.0	13.4	9.6
PB	2.1	1.7	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	20.7	14.2	15.3	9.9	7.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年 2 月加入招商证券，曾供职于太平洋证券，4 年证券行业研究经验，1 年大宗商品研究经验。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年 3 月加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券，4 年证券行业研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。