

2020年07月01日

募投项目进入收获期，拟建项目助力未来成长

中旗股份(300575)

事件概述

2020年6月17日，公司宣布与伊斯特共同设立项目公司，初始注册资本30,000万元，其中公司占出资比例97%，公司拟投资20亿元，用于项目公司新建15500吨新型农药原药及相关产品，预计项目建设期为六年，分为两期建设。

分析判断：

► 全球农药销售进入持续景气周期，细分龙头价值凸显

2016年以来，全球农药市场重回增长通道，持续景气，其中除草剂仍占据农药行业主要地位，市场份额进一步提升。公司成立以来瞄准细分农药市场，在氯氟吡氧乙酸、异噁唑草酮、炔草酯等小众除草剂领域，与国内传统除草剂龙头错位竞争，在细分领域极具优势。同时，大类杀虫剂噻虫胺在国内无竞争对手，虱螨脲产能亦位居国内第一。

► 国内市场成功开拓，单季销售情况持续向好

公司自上市以来加大对国内市场的开拓，2015-2019年公司国内营业收入由2.31亿元增长至8.72亿元，占比由28.67%提升至55.60%。同时，2019年三季度以来，江苏响水事件的影响逐步消退，公司2020年Q1单季度实现营业收入4.57亿元，环比增长25.21%，净利润0.50亿元，环比大幅增长77.72%。结合下游市场与相关产品价格行情，预计公司二季度业绩将持续向好。

► 募投项目持续落地，新拟建项目建设助成长

公司前期募投项目已于2019年完成试生产，2020年处于产能爬坡阶段，随着产能的释放我们预计2020年公司业绩将持续向好；同时，公司投资20亿新建15500吨新型农药项目为长远的发展奠定了坚实基础。

投资建议

预计公司2020-2022年营业收入分别为22.13/28.11/34.01亿元，同比增长41.0%、27.0%、21.0%，归母净利润分别为2.59/3.34/4.29亿元，同比

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	39.91
股票代码：	300575
52周最高价/最低价：	39.91/22.91
总市值(亿)	55.10
自由流通市值(亿)	32.52
自由流通股数(百万)	81.48



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

实习生冀裕对报告基础数据的整理亦有贡献

增长 72.9%、28.8%、28.5%，EPS 分别为 1.88/2.42/3.11 元，目前股价对应 PE 分别为 21/17/13 倍。公司作为农药行业细分龙头，近期募投产品处于产能爬坡阶段，远期新建项目作为发展动力，我们看好公司未来成长，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

产品价格下跌、新产能释放不及预期、安全环保等风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,650	1,569	2,213	2,811	3,401
YoY (%)	27.4%	-4.9%	41.0%	27.0%	21.0%
归母净利润(百万元)	209	150	259	334	429
YoY (%)	78.3%	-28.4%	72.9%	28.8%	28.5%
毛利率 (%)	24.1%	23.6%	23.9%	24.8%	25.3%
每股收益 (元)	1.52	1.08	1.88	2.42	3.11
ROE	17.5%	11.7%	16.7%	17.6%	18.4%
市盈率	26.34	36.79	21.28	16.52	12.85

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 全球农药持续景气，细分龙头后来居上	4
2. 虱螨脲：草地贪夜蛾推荐用药，保障粮食安全	6
3. 国内销售占比大幅提升，单季度环比持续向好	7
4. 募投项目逐步落地，新拟建项目为成长蓄力	8
5. 盈利预测与估值	9
6. 风险提示	10

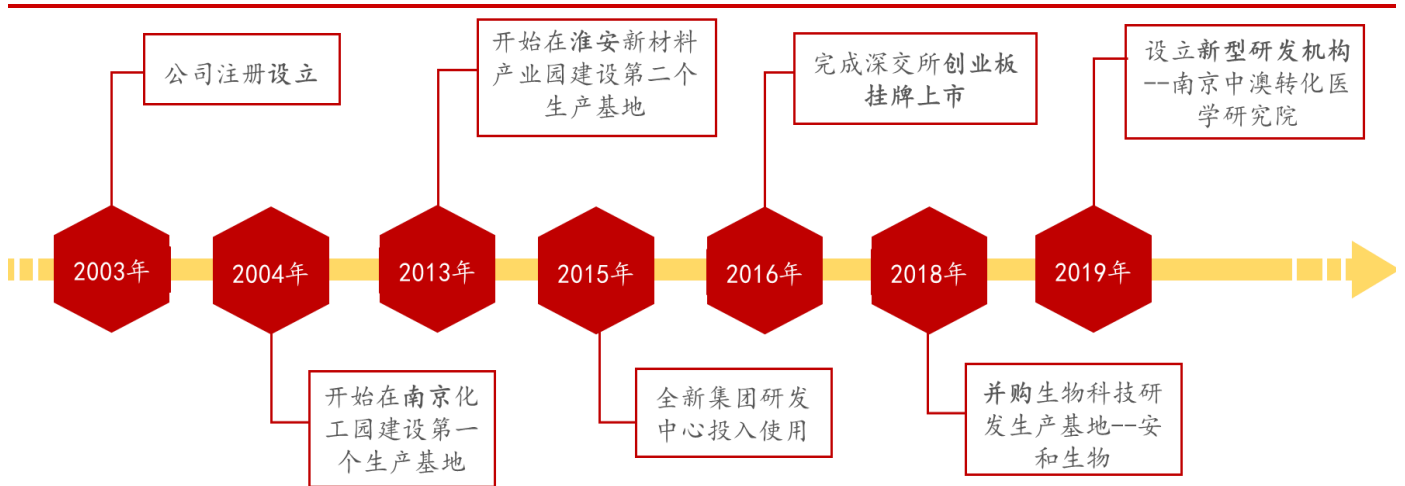
图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 中旗股份股权结构	4
图 3 全球农药销售额及增速（百万美元；%）	5
图 4 2019 年全球细分农药销售额占比（%）	5
图 5 全球除草剂市场销售规模及份额（亿美元；%）	5
图 6 全球杀虫剂市场销售规模及份额（亿美元；%）	6
图 7 全球杀菌剂市场销售规模及份额（亿美元；%）	6
图 8 公司农药产销量（吨）	8
图 9 国内外销售占比（%）	8
图 10 2019 年以来单季度营业收入	8
图 11 2019 年以来单季度归母净利润	8
表 1 公司主要产品现有产能	6
表 2 2020 年草地贪夜蛾应急防治用药推荐名单	7
表 3 公司主要在建产品介绍	9
表 4 可比公司估值表	9

1. 全球农药持续景气，细分龙头后来居上

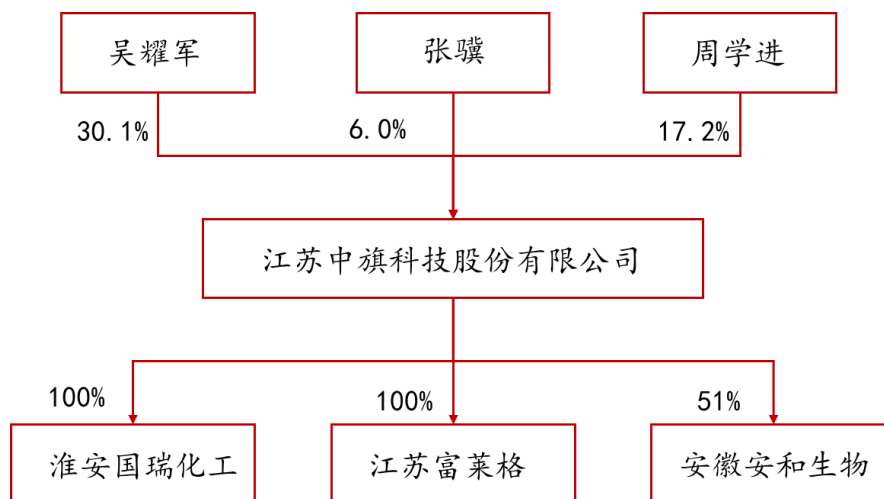
中旗股份（300575）在 2003 年设立，于 2015 年在深交所创业板挂牌上市。公司主要业务为新型高效低毒农药的研发、生产和销售。主要产品为化学农药、中间体，在氯氟吡氧乙酸、噻虫胺、虱螨脲等诸多细分产品市场上占据领先地位。吴耀军和张骥夫妇合计持有公司 36.1% 的股权，为公司的实际控制人。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 中旗股份股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

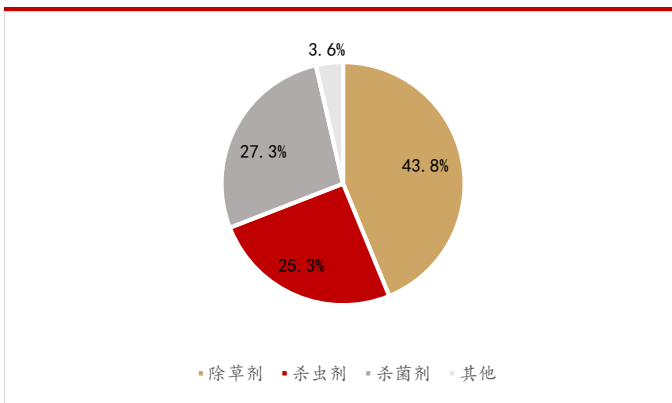
2015 年由于全球主要农产品价格下行，农药需求低迷，全球农药市场出现下滑。自 2016 年开始，全球农药市场重回增长通道。根据 Phillips McDougall 统计数据，2019 年全球作物用农药市场的销售额为 598.27 亿美元，较 2018 年基本持平，全球包括非作物用农药在内的销售总额达 676.29 亿美元，同比增长 3.9%。2019 年，除草剂仍然占据全球农药市场的主要地位，销售额达 261.75 亿美元，市场占比 43.8%，较去年提升 1.55 个百分点；其次是杀菌剂，销售额达 163.56 亿美元，市场占比 27.3%；杀虫剂市场销售额为 151.46 亿美元，市场份额 25.3%。

图 3 全球农药销售额及增速（百万美元；%）



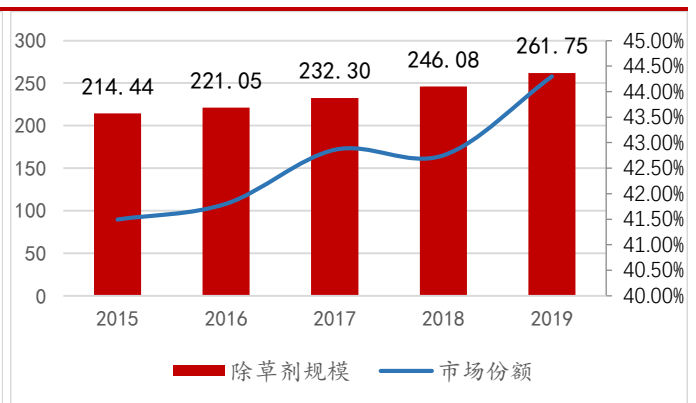
资料来源：Phillips McDougall，现代农药，华西证券研究所

图 4 2019 年全球细分农药销售额占比 (%)



资料来源：Phillips McDougall，现代农药，华西证券研究所

图 5 全球除草剂市场销售规模及份额 (亿美元;%)



资料来源：Phillips McDougall，现代农药，华西证券研究所

图 6 全球杀虫剂市场销售规模及份额（亿美元；%）

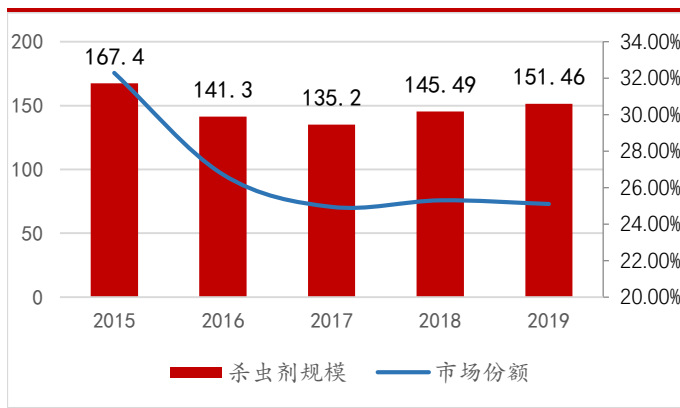
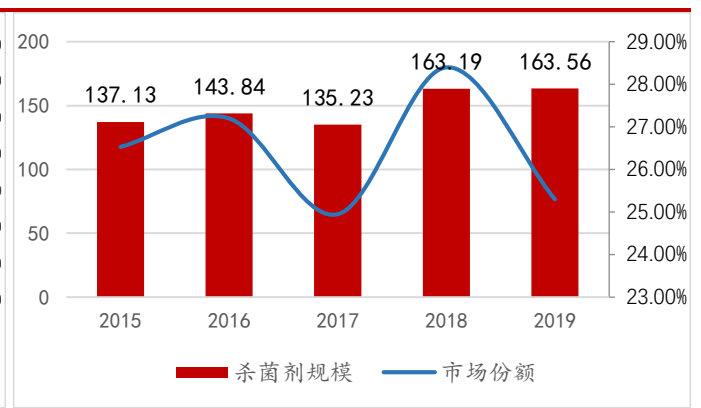


图 7 全球杀菌剂市场销售规模及份额（亿美元；%）



资料来源：Phillips McDougall，现代农药，华西证券研究所

资料来源：Phillips McDougall，现代农药，华西证券研究所

根据公司 2019 年年报显示，截至 2019 年底，公司拥有 46 件专利，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、氯化等关键性技术的企业。公司及子公司在境内共计取得 100 余项农药登记证书、55 项生产许可证/批准证书；在境外主要市场与客户联合登记取得多个登记证书，许可证资源丰富。目前，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。

根据公司招股说明书显示，公司主要产品为氯氟吡氧乙酸、异噁唑草酮、炔草酯等小众除草剂，与国内传统除草剂龙头错位竞争，在细分领域极具优势。同时，大类杀虫剂噻虫胺在国内无竞争对手，虱螨脲产能也位居国内第一。

表 1 公司主要产品现有产能

种类	产品名称	化学机构或作用机理类别	现有产能(吨/年)
除草剂	氯氟吡氧乙酸	苯氧乙酸类	1200
	精噁唑禾草灵	芳氧苯氧丙酸酯类	800
	异噁唑草酮	对羟基苯基丙酮酸双氧化酶（HPPD）抑制剂类	500
	磺草酮	对羟基苯基丙酮酸双氧化酶（HPPD）抑制剂类	200
	炔草酯	芳氧苯氧丙酸酯类	700
杀虫剂	噻虫胺	新烟碱类	1000
	虱螨脲	苯甲酰脲类	400

资料来源：招股说明书，公司公告，华西证券研究所

2. 虱螨脲：草地贪夜蛾推荐用药，保障粮食安全

草地贪夜蛾，又名秋黏虫，原产于北美洲中东部以及南美洲的热带和亚热带地区，是世界性重大迁飞性农业害虫，该虫按寄主偏好可分为“玉米型”和“水稻型”，“玉米型”偏好玉米、高粱和棉花等，“水稻型”偏好水稻等，目前入侵我国的主要为“玉米型”，其寄主广泛，包括玉米、甜玉米、甘蔗、高粱等将近 200 多种作物。2016 年该虫首次在非洲出现，两年内入侵非洲 44 个国家，造成玉米年减产 830 万至 2060 万吨，对非洲粮食安全造成了极大的影响。

农业农村部 2 月 20 日印发《2020 年全国草地贪夜蛾防控预案》(以下简称《预案》), 指出 2020 年草地贪夜蛾发生态势更加严峻, 防控任务更加艰巨。自 2019 年 1 月草地贪夜蛾首次入侵我国云南地区后, 11 月至 2020 年 1 月已在西南、华南六省玉米种植区发生危害, 全国 25 个省份发现草地贪夜蛾, 见虫面积超过 1600 万亩; 今年境内虫害发生时间提前, 同时境外虫源持续迁入, 预测 2020 年草地贪夜蛾危害将大幅增加, 预计威胁玉米种植区域 50% 以上, 影响面积 1 亿亩左右, 西南华南地区甘蔗、高粱, 及黄淮以南地区冬小麦亦有受害风险。从危害态势与发生面积来看, 今年草地贪夜蛾对我国农业的潜在危害远大于非洲蝗灾, 为避免草地贪夜蛾爆发成灾, 实现“防控处置率 90% 以上、总体危害损失 5% 以内”的目标, 选择防治效果好的杀虫剂将成为 2020 年我国粮食生产确保安全的重中之重。

此次《预案》草地贪夜蛾应急防治用药推荐名单中, 包括虱螨脲等 8 种单剂, 甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·虱螨脲等 14 种复配制剂。根据中农立华数据显示, 截至 2020 年 6 月 24 日, 虱螨脲原药市场报价维持在 35 万元/吨的高位, 下游市场需求高度景气。

表 2 2020 年草地贪夜蛾应急防治用药推荐名单

品类	具体品种
单剂 (8)	甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、茚虫威、四氯虫酰胺、氯虫苯甲酰胺、虱螨脲、虫螨腈、乙基多杀菌素、氟苯虫酰胺
复剂 (14)	甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·茚虫威、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·氟铃脲、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·高效氯氟菊酯、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·虫螨腈、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·虱螨脲、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·虫酰肼、氯虫苯甲酰胺·高效氯氟菊酯、除虫脲·高效氯氟菊酯、氟铃脲·茚虫威、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·甲氧虫酰肼、氯虫苯甲酰胺·阿维菌素、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐·杀铃脲、氯苯虫酰胺·甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、甲氧虫酰肼茚虫威
生物制剂 (6)	甘蓝夜蛾核多角体病毒、苏云金杆菌、金龟子绿僵菌、球孢白僵菌、短稳杆菌、草地贪夜蛾性引诱剂

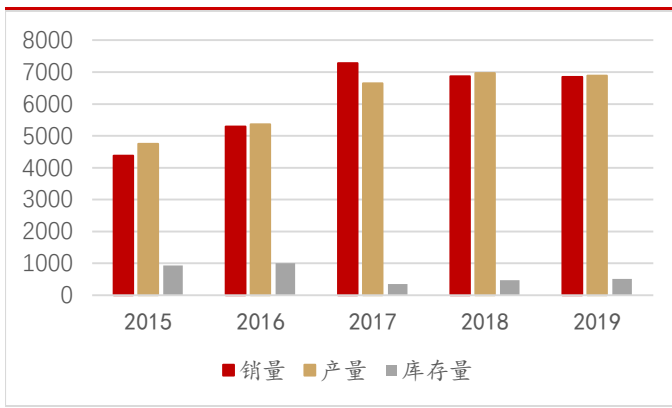
资料来源: 《2020 年全国草地贪夜蛾防控预案》, 华西证券研究所

3.国内销售占比大幅提升, 单季度环比持续向好

公司上市以来, 农药产品产销量持续增长, 库存始终保持较低水平。近年来公司加大了对国内市场的开拓, 国内营业收入和占比持续攀升, 2015-2019 年公司国内营业收入由 2.31 亿元增长至 8.72 亿元, 占比由 28.67% 提升至 55.60%。国内市场的成功开拓为公司发展成为小众细分产品龙头奠定了坚实的基础。

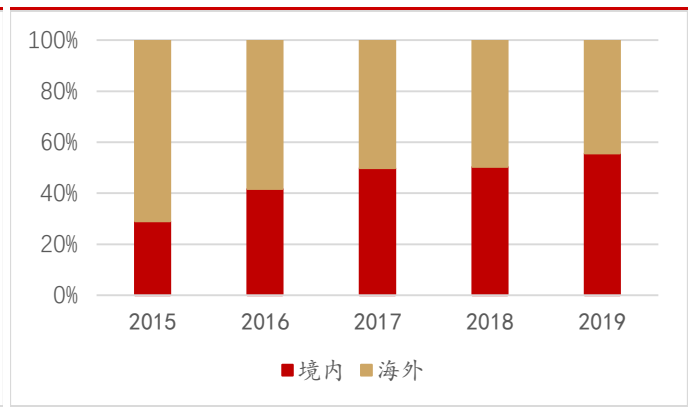
2019 年 3 月底响水爆炸事故导致江苏省环保形势异常严峻, 严重延缓了公司募投项目试生产实施、验收和达产计划, 各类装置开工情况受到限制。2019 年 3 季度起公司各类业务逐步恢复, 同时 2019 年 12 月公司淮安基地复产, 2019 年 Q3-2020 年 Q1 单季度营业收入与净利润环比持续向好。2019 年 Q3-2020 年 Q1 公司单季度分别实现营业收入 3.16/3.65/4.57 亿元, 单季度归母净利润分别为 0.23/0.28/0.50 亿元。

图8 公司农药产销量（吨）



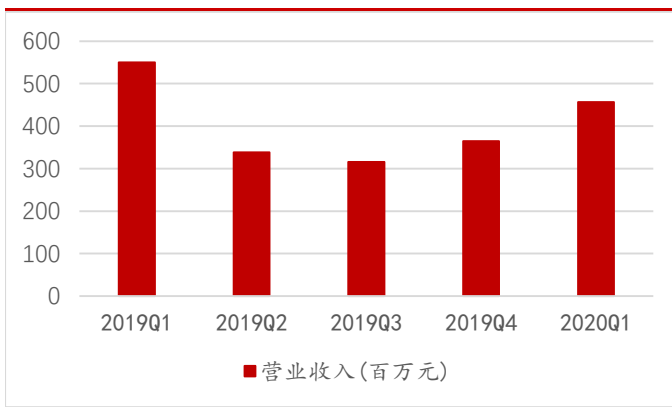
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图9 国内外销售占比（%）



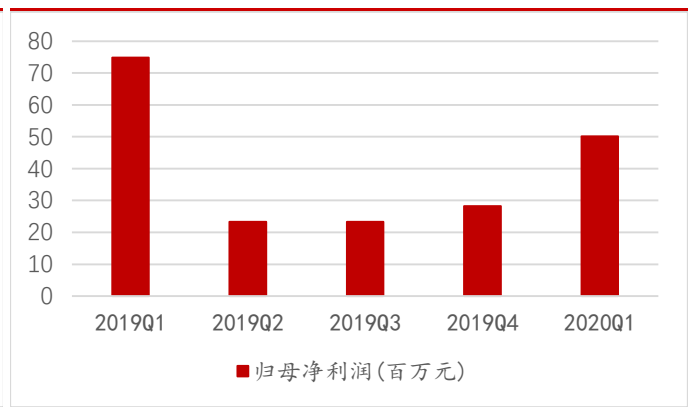
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图10 2019年以来单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图11 2019年以来单季度归母净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.募投项目逐步落地，新拟建项目为成长蓄力

根据2020年5月8日公告显示，氟酰胺原药和螺甲螨酯原药以及甲氧咪草烟原药、甲咪唑烟酸原药均于2019年完成了试生产，目前正处于产能爬坡阶段。而HPPA和HPPA-ET主要系公司自主配套中间体，该中间体产品历史上多次供应紧张价格高企，公司建设该项目的主要目的是为了保障下游产品中间体供应安全，目前该产品市场价格下跌较快，公司采取了外采的方式，同时优化自身工艺。

2020年6月17日公司宣布与伊斯特共同设立项目公司，初始注册资本30,000万元，其中公司占出资比例97%，伊斯特占出资比例3%。公司拟投资20亿元，用于项目公司新建15500吨新型农药原药及相关产品，预计项目建设期为六年，分为两期建设。未来随着募投产品产能持续爬坡，同时新项目的建设，公司盈利能力将进一步增强，进一步打开成长空间。

表 3 公司主要在建产品介绍

种类	产品名称	用途及特点	产能 (吨/年)	开工情况
除草剂	HPPA	炔草酯、精恶唑禾草灵的 中间体，用于合成炔草酯原药产品。	400	调试优化
	HPPA-ET	炔草酯、精恶唑禾草灵的 中间体，用于合成精恶唑禾草灵原药产品。	600	
	甲氧咪草烟原药	广谱防控玉米、油菜、苜蓿、豆类等作物中的杂草。	500	产能爬坡阶段
	甲咪唑烟酸原药	超高效、广谱、低毒除草剂氰胺公司称此类产品将成为市场上最有前景的除草剂。	500	
杀虫剂	氟酰脲原药	是苯甲酰脲类杀虫剂中重要的一种高效低毒杀虫剂，对人畜比较友善，且有极高的生物活性	300	产能爬坡阶段
	螺甲螨酯原药	抑制害虫脂肪生物制备起 到杀虫作用。主要用于水果和蔬菜、玉米、棉花和观赏植物。	300	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.盈利预测与估值

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.13/28.11/34.01 亿元，同比增长 41.0%、27.0%、21.0%，归母净利润分别为 2.59/3.34/4.29 亿元，同比增长 72.9%、28.8%、28.5%，EPS 分别为 1.88/2.42/3.11 元，目前股价对应 PE 分别为 21/17/13 倍。公司作为农药行业细分龙头，近期募投产品处于产能爬坡阶段，远期新建项目作为发展动力，我们看好公司未来成长，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4 可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
	2020/7/1	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
利尔化学	97.17	0.59	0.9	1.11	1.21	31.41	20.59	16.69	15.31
扬农化工	252.58	3.77	4.05	4.84	5.71	21.62	20.12	16.84	14.27
利民股份	52.41	1.12	1.21	1.47	1.79	12.56	11.63	9.57	7.86
海利尔	49.01	1.33	1.61	1.93	2.13	15.52	12.82	10.69	9.69
安道麦 A	220.43	0.11	0.34	0.46	0.56	81.91	26.50	19.59	16.09
均值						32.60	18.33	14.68	12.65
中旗股份	55.10	1.08	1.88	2.42	3.11	36.79	21.28	16.52	12.85

资料来源：Wind，华西证券研究所；利尔化学 /扬农化工/利民股份预测来自华西化工报告，其他公司预测来自 wind 一致预期。

6.风险提示

产品价格下跌风险：未来若下游需求不及预期、供需格局恶化等因素均可能导致产品价格下跌。

新产能释放不及预期风险：募投产能于去年完成调试生产，今年处于产能爬坡期，未来有可能产能释放进度不及预期。

安全环保风险：未来安全环保趋严，不排除公司生产经营会受到相应的影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,569	2,213	2,811	3,401	净利润	147	255	328	422
YoY (%)	-4.9%	41.0%	27.0%	21.0%	折旧和摊销	85	90	96	94
营业成本	1,199	1,685	2,115	2,539	营运资金变动	0	-10	-10	-10
营业税金及附加	5	6	8	9	经营活动现金流	255	365	453	556
销售费用	23	34	42	51	资本开支	-155	-226	-510	-337
管理费用	106	122	166	197	投资	-57	0	0	0
财务费用	13	8	10	18	投资活动现金流	-207	-219	-502	-327
资产减值损失	-7	-20	-25	-23	股权募资	0	6	0	0
投资收益	4	7	8	10	债务募资	367	-43	300	500
营业利润	180	304	389	501	筹资活动现金流	-95	-53	278	462
营业外收支	-6	0	1	1	现金净流量	-49	92	229	691
利润总额	174	304	390	502					
所得税	27	49	62	80	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	147	255	328	422	成长能力				
归属于母公司净利润	150	259	334	429	营业收入增长率	-4.9%	41.0%	27.0%	21.0%
YoY (%)	-28.4%	72.9%	28.8%	28.5%	净利润增长率	-28.4%	72.9%	28.8%	28.5%
每股收益	1.08	1.88	2.42	3.11	盈利能力				
					毛利率	23.6%	23.9%	24.8%	25.3%
					净利率	9.3%	11.5%	11.7%	12.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	6.7%	9.8%	9.7%	9.4%
货币资金	471	564	793	1,483	净资产收益率 ROE	11.7%	16.7%	17.6%	18.4%
预付款项	45	62	78	94	偿债能力				
存货	280	376	479	572	流动比率	1.65	2.01	2.10	2.62
其他流动资产	273	363	415	480	速动比率	1.15	1.36	1.44	1.95
流动资产合计	1,069	1,364	1,765	2,630	现金比率	0.73	0.83	0.94	1.48
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	42.4%	41.4%	45.3%	49.0%
固定资产	818	873	954	968	经营效率				
无形资产	63	97	136	174	总资产周转率	0.70	0.83	0.81	0.75
非流动资产合计	1,171	1,290	1,686	1,914	每股指标 (元)				
资产合计	2,240	2,655	3,450	4,544	每股收益	1.08	1.88	2.42	3.11
短期借款	163	0	0	0	每股净资产	9.29	11.23	13.69	16.85
应付账款及票据	348	509	630	760	每股经营现金流	1.85	2.64	3.28	4.02
其他流动负债	138	170	210	245	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	649	679	841	1,005	估值分析				
长期借款	270	390	690	1,190	PE	36.79	21.28	16.52	12.85
其他长期负债	31	31	31	31	PB	2.98	3.55	2.92	2.37
非流动负债合计	301	421	721	1,221					
负债合计	950	1,100	1,562	2,226					
股本	132	138	138	138					
少数股东权益	8	4	-1	-8					
股东权益合计	1,290	1,555	1,889	2,318					
负债和股东权益合计	2,240	2,655	3,450	4,544					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。