

公司调研点评

新洋丰 (000902)

化工 | 化学制品

受“三磷”整治影响处于短期阵痛期，长期依旧看好

2019年11月28日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 维持

合理区间 **9.0-10.6元**

交易数据

当前价格(元)	7.93
52周价格区间(元)	7.51-11.88
总市值(百万)	10344.92
流通市值(百万)	9305.82
总股本(万股)	130452.93
流通股(万股)	117349.50

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
新洋丰	-8.43	-28.88	-13.47
化学制品	-1.77	-0.23	12.05

丁蕾蕾

分析师

执业证书编号: S0530519070002
dingll@cfzq.com

0731-89955741

相关报告

1 《新洋丰: 新洋丰(000902.SZ) 公司年报及一季报点评: 归母净利同增22%, 磷复肥景气上行助力业绩稳增》 2019-04-15

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	9032.40	10030.62	9529.09	10100.84	10908.90
净利润(百万元)	680.15	818.84	726.16	835.47	962.79
每股收益(元)	0.52	0.63	0.56	0.64	0.74
每股净资产(元)	4.36	4.77	5.05	5.43	5.93
P/E	15.55	12.92	14.57	12.66	10.99
P/B	1.86	1.70	1.60	1.49	1.37

资料来源: 贝格数据, 财富证券

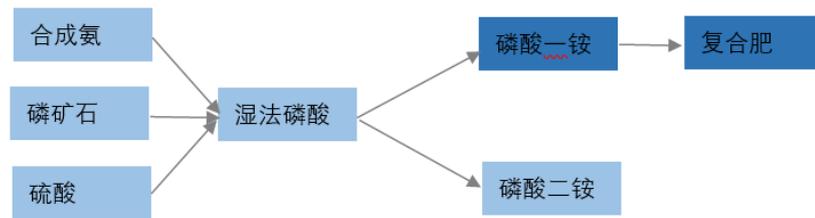
投资要点:

- 事件:** 近期, 我们就新洋丰 2019 三季度经营情况以及未来发展计划对公司进行了实地调研。
- 国内磷复肥龙头, 成本、渠道优势明显。** 新洋丰是我国磷复肥行业龙头企业, 磷酸一铵产能规模稳居行业第一, 复合肥产品连续多年产销量排名第二。公司具备“磷铵-复合肥”一体化产业链优势, 且拥有钾肥进口权, 因而较其他国内复合肥企业, 拥有较明显的成本优势; 此外公司在全国拥有十大磷复肥生产基地, 产地临近下游市场, 因而可以节省更多运输成本。渠道方面, 公司现有一级经销商 5000 多家(较年初增加 200 余家), 终端零售商 7 万多家, 较去年末均有所提升, 渠道广阔且粘性高。目前国内复合肥企业已经进入成本、技术、品牌、服务和资源整合全面角力的关键阶段, 具备资本优势、资源优势与市场渠道优势的创新型企业将在这一轮整合阶段获得更多的优质经销商资源和市场份额, 我们看好公司在此过程中加速提高市场占有率。
- “三磷”整治力度空前, 阵痛过后磷肥景气有望上升。** 2019 年 4 月份, 生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》, 贵州、四川、湖北等重要磷肥生产大省也相继提出磷石膏“以用定产”的政策, “三磷整治”的开展标志着磷肥行业的环保供给侧改革开启。随着“三磷整治”的逐步深入, 行业准入条件和污染物防控标准将不断提升, 预计磷肥的产量将继续下滑。尽管短期企业承担阵痛, 但长期看, 环保优势明显、资源优势凸显的企业将显著受益于磷肥行业的供给收缩。阵痛过后磷复肥景气有望上升, 依旧看好公司长期发展。
- 盈利预测与投资评级:** 目前包括公司在内的整个磷酸一铵和复合肥行业都处于较难受的盈利低点, 行业产能出清速度可能高于预期, 且未来磷复肥价格有望在“三磷”整治过程中有所上涨。预计公司 2019、2020、2021 年实现营业收入分别为 95.29、101.01、109.09 亿元, 归母净利润分别为 7.26、8.35、9.63 亿元, 对应 EPS 分别为 0.56、0.64、0.74 元/股, 参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2020 年底 14~16 倍估值, 对应目标价 8.96-10.24 元, 维持公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 三磷整治力度不及预期; 新型复合肥增长低于预期。

1 国内磷复肥龙头，成本、渠道优势明显

新洋丰是我国磷复肥龙头，产品覆盖磷肥(包括磷酸一铵与过磷酸钙)、常规复合肥、新型复合肥三大板块多个系列，具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力和 320 万吨低品位磷矿洗选能力，配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年。公司在湖北荆门、宜昌、钟祥、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江、吉林扶余、新疆昌吉以上十地建有大型的现代化磷复肥生产基地。

图 1：新洋丰产品图示（深色为外售产品）



资料来源：公司公告，财富证券

公司近年经营情况稳中向好，2014-2018 年营收复合增速为 4.69%，归母净利润复合增速为 9.44%。2019 年前三季度，公司营收 81.21 亿元，同比下滑 3.29%，归母净利润 6.42 亿元，同比下滑 12.77%，公司业绩下滑主要受“三磷”整治影响，公司的磷酸一铵产量短期受影响，导致磷酸一铵业务收入下滑；此外，因市场环境的影响，硫磺、钾肥等重要原材料的价格在 8 月-9 月期间出现短期大幅急跌的情况，一方面导致磷酸一铵与复合肥的产品价格短期承压，另一方面公司需消耗前期高价库存。

图 2：公司近年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

图 3：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

我国复合肥行业近年来呈现产能过剩、行业集中度低的特点，复合肥企业已经进入成本、技术、品牌、服务和资源整合全面角力的关键阶段，具备资本优势、资源优势与市场渠道优势的创新型企业将在这一轮整合阶段获得更多的优质经销商资源和市场份额，加速提升市场占有率。公司作为我国磷复肥行业龙头企业，相较于其他同行业复合肥企

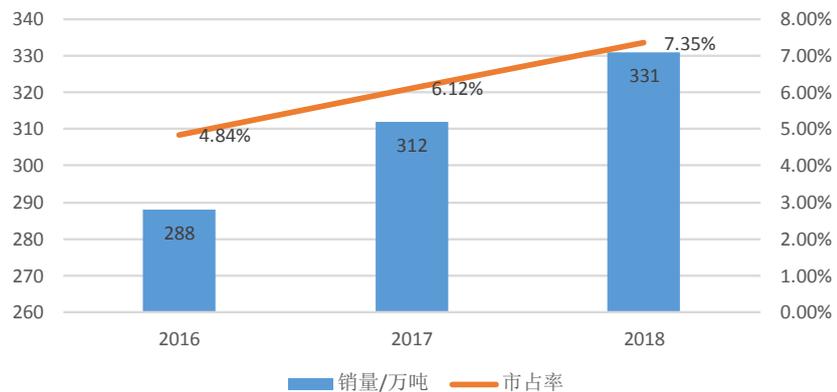
业，公司成本、渠道优势显著。

公司成本优势主要来自于：a.公司拥有“磷酸一铵-复合肥”一体化产业链，磷酸一铵无需外购；b、公司拥有钾肥进口权，相较其他无进口权的复合肥企业，拥有更低的钾肥成本；c、公司在全国拥有 10 大磷复肥生产基地，产地临近下游市场，因而可以节省更多运输成本。

渠道方面，公司现有一级经销商 5000 多家（较年初增加 200 余家），终端零售商 7 万多家，较去年末均有所提升，渠道广阔且粘性高。

因此，我们看好公司在复合肥行业整合过程中加速提高市场占有率。

图 4：公司复合肥行业市场占有率不断提高



资料来源：公司公告，财富证券

2 “三磷”整治力度空前，阵痛过后磷肥景气有望上升

近年来，国家和地方政府陆续出台多项政策治理“三磷”问题，2019 年 4 月份，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》全国性文件，明确了长江“三磷”专项排查整治行动的总体要求和工作安排。经环保部排查，截止到 2019 年 8 月，692 家“三磷”企业（矿、库）中有 276 家存在生态环境问题，占比 40%。其中，磷石膏库问题最为突出，53.61%的磷石膏库存在环境问题；其次是磷肥企业，问题率高达 47.62%，“三磷”问题治理空间巨大。目前，贵州、四川、湖北等重要磷肥生产大省相继提出磷石膏“以用定产”的政策：以今年产生的磷石膏量来决定明年磷肥的生产量，由此对磷石膏的循环利用转化率明确提出了要求，即 2019 年上半年相关省市完成排查，制定限期整改方案并实施整改，2020 年年底对排查整治情况进行监督检查和评估。以湖北为例，2019 年 7 月 8 日，湖北省环境监察总队公布，湖北省已完成“三磷”专项排查，并即将进入整治阶段，计划到 2020 年基本完成“三磷”整治任务。

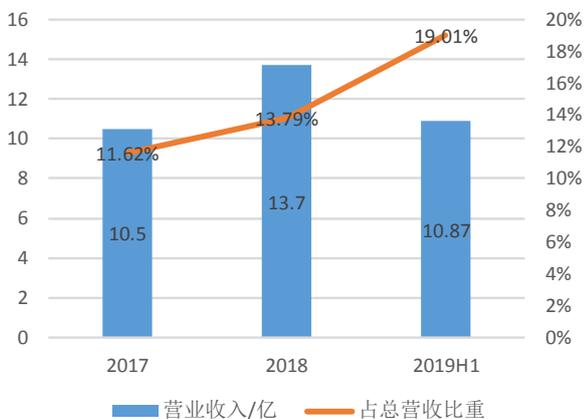
“三磷整治”的开展标志着磷肥行业的环保供给侧改革开启。据国家发展与改革委员会公布的数据显示，2019 年上半年，我国磷肥产量同比下降 5%。随着“三磷整治”的逐步深入，行业准入条件和污染物防控标准将不断提升，预计磷肥的产量还将继续下滑。尽管短期企业承担阵痛，但长期看，环保优势明显、资金实力雄厚、资源优势凸显的企业将显著受益于磷肥行业的供给收缩。

3 新型肥料前景广阔，板块毛利占比不断提升

我国复合肥行业转型升级被列为化肥行业“十三五”规划的重点，着眼于营养提高、功能改善、减量增效、环境友好等需求的新颖肥料，将具有广阔的市场前景。新型肥主要用在经济作物上，但随着土地流转的深入开展，规模效应提升，大田作物区也开始尝试使用新型肥。根据中国化工信息中心的数据，未来 5 年，新型肥市场规模的复合增长率将达到 10% 以上。

新型肥不仅有渠道壁垒，还有技术壁垒、品牌壁垒、服务壁垒。因此，新型肥主要是中大型复合肥在竞争。公司在 2017 年底开始组建技术服务团队，持续加码新型肥研发和技术服务，在 2019 年开始收到了丰厚的回报。2019 年上半年新成立的力赛诺团队，专注于新型肥，2020 年开始也会贡献销量。

图 5：近年公司新型复合肥营收及占比



资料来源：公司公告，财富证券

图 6：近年公司新型复合肥毛利及占比



资料来源：公司公告，财富证券

4 盈利预测与投资评级

目前包括公司在内的整个磷酸一铵和复合肥行业都处于较难受的盈利低点，行业产能出清速度可能高于预期，且未来磷复肥价格有望在“三磷”整治过程中有所上涨。预计公司 2019、2020、2021 年实现营业收入分别为 95.29、101.01、109.09 亿元，归母净利润分别为 7.26、8.35、9.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.64、0.74 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2020 年底 14-16 倍估值，对应目标价 8.96-10.24 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

国内“三磷”治理力度低于预期；

公司部分产能环保不达标遭限产；

新型复合肥增长低于预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438