

看好公司向农业服务商转型

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现营业收入 72.36 亿, 同比增长 7.31%, 归母净利润 5.93 亿, 同比增长 10.50%, EPS0.45 元。
- **公司是国内磷复肥龙头。** 公司具有年产各类高浓度磷复肥 700 万吨的生产能力和 320 万吨低品位矿洗选能力, 配套合成氨 15 万吨、硫酸 280 万吨、硝酸 15 万吨的生产能力。公司按照“基础肥料靠近资源地, 二次加工肥靠近市场终端”的原则, 在湖北宜昌、湖北钟祥、四川雷波建立大型基础肥料(磷酸一铵)生产基地, 在湖北荆门、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江和吉林扶余建有大型的二次加工肥生产基地, 有效降低了原料采购和运输等成本, 增强了产品的竞争力。公司产品涵盖磷酸一铵、硫酸钾复合肥、尿基复合肥等八大系列 200 多个品种, 具有“洋丰”、“澳特尔”两大品牌, 目前全国有县级代理经销商 4100 余家, 乡镇经销网点 60000 余家。
- **原料成本推动产品价格和毛利率提升, 期间费用率也增加。** 由于合成氨、硫磺价格在三季度大涨(港口硫磺价格从 8 月中旬 970 元/吨涨到 1000 元/吨以上, 湖北地区合成氨到厂价从 8 月中旬 2700 元/吨涨到 2750 元/吨), 磷酸一铵价格在三季度迎来大涨, 截至目前已经涨到 2000 元/吨以上, 超过 2015 年的水平, 公司毛利率在今年前三季度达到 19.10%, 同比增加 2.26 个百分点。不过由于管理费用率和销售费用率的提升, 公司的期间费用率也相应增加。
- **公司聚焦现代农业服务, 向现代农业服务商转型。** 公司全资子公司澳大利亚新洋丰持续探索澳洲农业开发的新模式, 收购 Kendorwal 农场, 为国际市场提供优质牛羊肉持续储备资源; 公司现金收购江苏绿港现代农业发展有限公司部分股权, 利用江苏绿港在蔬菜种子、椰糠无土栽培、水肥一体自动灌溉装置方面的领先技术, 以及在蔬菜种植产业链的集成能力, 探索现代设施农业发展之路; 洛川果业公司在陕西洛川和甘肃庆阳两地积极试点苹果产业各个环节的综合服务: 以“四优体系”和“公司+合作社+农户”的运营模式, 提供果品整体种植解决方案, 直接收购果品并在沛瑞品牌下打造小产区生态精品概念, 借助国内大型果品流通渠道和线上生鲜电商渠道销售, 最终实现优果优价; 参股象辑科技, 布局农业气象服务领域; 和领先生物农业股份有限公司建立战略合作伙伴关系, 协同开展高效、环保型新型肥料产品的研发、生产和推广, 完善新洋丰现有产品体系和产品套餐组合, 支撑新洋丰复合肥料产品上档升级, 满足市场多样化需求。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.52 元、0.62 元、0.75 元, 未来三年归母净利润将保持 22.45% 的复合增长率, 参考目前国内复合肥行业龙头企业金正大和史丹利的动态估值水平, 我们给予公司 2017 年 25 倍估值, 对应目标价 13 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险, 磷复肥需求下降的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8276.34	10180.43	10536.13	11422.72
增长率	-13.96%	23.01%	3.49%	8.41%
归属母公司净利润(百万元)	563.09	678.33	802.65	975.93
增长率	-24.68%	20.47%	18.33%	21.59%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.52	0.62	0.75
净资产收益率 ROE	10.85%	11.89%	12.59%	13.57%
PE	24	20	17	14
PB	2.61	2.38	2.13	1.89

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

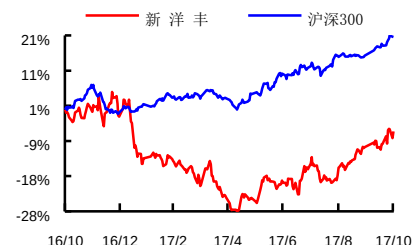
分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
 电话: 010-57631196
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
 电话: 0755-23605349
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



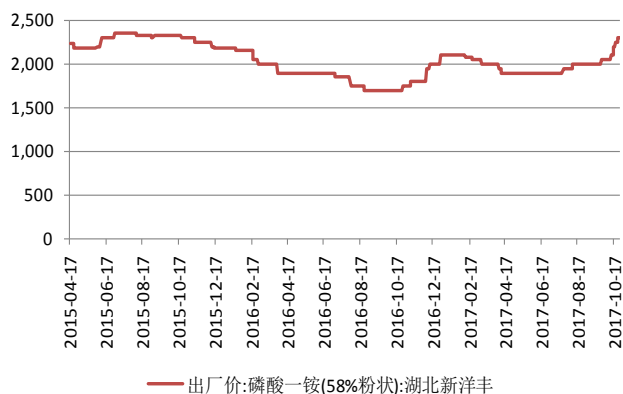
数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.05
流通 A 股(亿股)	11.69
52 周内股价区间(元)	8.25-12.04
总市值(亿元)	138.28
总资产(亿元)	84.95
每股净资产(元)	4.28

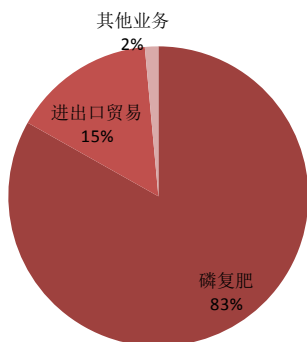
相关研究

图 1: 磷酸一铵三季度价格回升



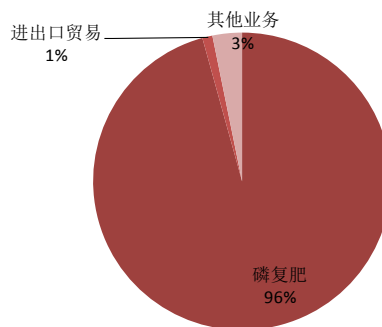
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 公司 2017 年上半年主营业务结构情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

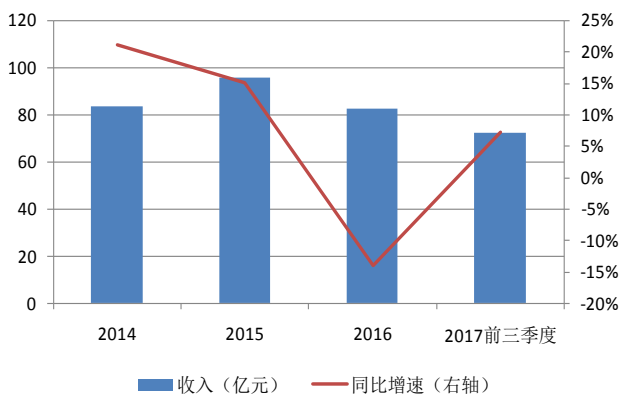
图 3: 公司 2017 年上半年主营业务毛利情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

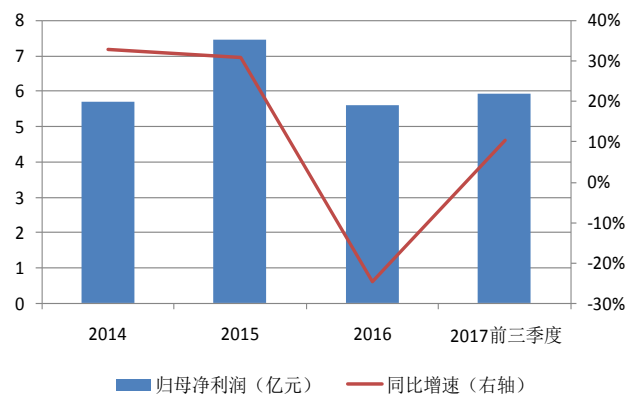
从上面可以看出, 包括德司达在内, 染料和中间体业务是公司收入和盈利的主要来源。

图 4: 近几年来的营业收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 近几年来的归母净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

关键假设：

假设 1：2017-2019 年，公司磷复肥不含税售价分别为 1930 元/吨、1980 元/吨、2100 元/吨，销量分别为 440 万吨、445 万吨、460 万吨，毛利率分别为 19%、20.5%、22%；

假设 2：公司进出口贸易业务维持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	8276.3	10180.4	10536.1	11422.7
	增速	-14.0%	23.0%	3.5%	8.4%
	成本	6941.0	8517.5	8678.6	9244.2
	毛利率	16.1%	16.3%	17.6%	19.1%
磷复肥	收入	6623.76	8492.00	8811.00	9660.00
	增速	-17.2%	28.2%	3.8%	9.6%
	成本	5,333.96	6878.52	7004.75	7534.80
	毛利率	19.5%	19.0%	20.5%	22.0%
进出口贸易	收入	1559.44	1590.62	1622.44	1654.89
	增速	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	1,542.74	1571.54	1602.97	1635.03
	毛利率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
其他业务	收入	93.15	97.80	102.69	107.83
	增速	-7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	64.30	67.49	70.86	74.40
	毛利率	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8276.34	10180.43	10536.13	11422.72	净利润	579.43	698.02	825.95	1004.26
营业成本	6941.00	8517.54	8678.57	9244.23	折旧与摊销	272.10	399.83	603.62	796.28
营业税金及附加	55.79	42.36	49.08	78.82	财务费用	-9.56	-91.62	-94.83	-102.80
销售费用	332.69	483.57	500.47	542.58	资产减值损失	1.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	243.84	356.32	368.76	399.80	经营营运资本变动	-188.30	-454.57	20.16	-88.16
财务费用	-9.56	-91.62	-94.83	-102.80	其他	95.57	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	1.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	750.43	551.66	1356.90	1608.58
投资收益	10.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-659.70	-50.00	-5050.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-695.47	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1355.16	-50.00	-5050.00	-20.00
营业利润	721.58	872.27	1034.07	1260.10	短期借款	9.66	56.61	3769.51	-1442.20
其他非经营损益	10.53	11.30	11.43	11.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	732.11	883.57	1045.50	1271.22	股权融资	28.37	0.00	0.00	0.00
所得税	152.68	185.55	219.56	266.96	支付股利	-197.77	-112.62	-135.67	-160.53
净利润	579.43	698.02	825.95	1004.26	其他	23.03	35.53	94.83	102.80
少数股东损益	16.35	19.69	23.30	28.33	筹资活动现金流净额	-136.71	-20.48	3728.67	-1499.92
归属母公司股东净利润	563.09	678.33	802.65	975.93	现金流量净额	-736.74	481.17	35.57	88.66
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	536.87	1018.04	1053.61	1142.27	成长能力				
应收和预付款项	974.22	1192.25	1222.97	1321.04	销售收入增长率	-13.96%	23.01%	3.49%	8.41%
存货	1779.05	2183.14	2222.41	2368.39	营业利润增长率	-24.43%	20.88%	18.55%	21.86%
其他流动资产	746.74	918.54	950.63	1030.63	净利润增长率	-25.51%	20.47%	18.33%	21.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-22.11%	19.95%	30.70%	26.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2829.65	2495.45	6957.46	6196.82	毛利率	16.13%	16.33%	17.63%	19.07%
无形资产和开发支出	483.73	472.11	460.50	448.88	三费率	6.85%	7.35%	7.35%	7.35%
其他非流动资产	538.75	534.73	530.71	526.70	净利率	7.00%	6.86%	7.84%	8.79%
资产总计	7889.01	8814.27	13398.30	13034.72	ROE	10.85%	11.89%	12.59%	13.57%
短期借款	9.66	66.27	3835.78	2393.58	ROA	7.34%	7.92%	6.16%	7.70%
应付和预收款项	2251.28	2546.96	2666.74	2885.97	ROIC	11.78%	11.66%	9.67%	9.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.89%	11.60%	14.64%	17.10%
其他负债	288.77	332.42	336.88	352.55	营运能力				
负债合计	2549.70	2945.65	6839.40	5632.09	总资产周转率	1.11	1.22	0.95	0.86
股本	1343.39	1304.53	1304.53	1304.53	固定资产周转率	3.65	4.02	2.23	1.74
资本公积	652.43	691.29	691.29	691.29	应收账款周转率	156.66	180.91	178.26	176.29
留存收益	3207.32	3773.03	4440.01	5255.42	存货周转率	4.17	4.30	3.94	4.02
归属母公司股东权益	5185.66	5695.27	6362.26	7177.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.02%	—	—	—
少数股东权益	153.65	173.34	196.64	224.97	资本结构				
股东权益合计	5339.31	5868.61	6558.90	7402.63	资产负债率	32.32%	33.42%	51.05%	43.21%
负债和股东权益合计	7889.01	8814.27	13398.30	13034.72	带息债务/总负债	0.38%	2.25%	56.08%	42.50%
					流动比率	1.65	1.86	0.81	1.06
					速动比率	0.92	1.10	0.48	0.63
					股利支付率	35.12%	16.60%	16.90%	16.45%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	984.11	1180.48	1542.87	1953.58	每股收益	0.43	0.52	0.62	0.75
PE	24.07	19.98	16.89	13.89	每股净资产	3.98	4.37	4.88	5.50
PB	2.61	2.38	2.13	1.89	每股经营现金	0.58	0.42	1.04	1.23
PS	1.64	1.33	1.29	1.19	每股股利	0.15	0.09	0.10	0.12
EV/EBITDA	13.14	10.25	10.27	7.32					
股息率	1.46%	0.83%	1.00%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn