

主业底部复苏，转型进展顺利

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年年报, 报告期内实现营业收入 90.32 亿元, 同比增长 9.14%; 实现归母净利润 6.80 亿元, 同比增长 20.79%; 实现经营性现金流为 9.15 亿元, 同比增长 21.96%。此外, 公司公告利润分配预案, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税)。
- **2017 年公司磷复肥量价齐升。** 受益于环保趋严, 自 2017 年 3 季度开始磷复肥的原材料大幅上涨, 其中硫磺价格自 2017 年 9 月的 853 元/吨最高上涨至 1717 元/吨, 涨幅高达 101%; 液氨价格自 2017 年 9 月的 2412 元/吨最高上涨至 3310 元/吨, 涨幅高达 37%。由于成本的大幅上涨, 磷肥价格大幅提价, 其中磷酸一铵价格自 9 月的 1861 元/吨最高上涨至 2475 元/吨, 涨幅达 33%; 磷酸二铵价格自 9 月的 2300 元/吨最高上涨至 2700 元/吨, 涨幅达 17%。公司作为国内磷复肥龙头, 拥有年产各类高浓度磷复肥 800 万吨的生产能力和 320 万吨低品位矿洗选能力, 配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年和硝酸 15 万吨/年, 具备成本优势, 充分受益“价”的提升, 导致毛利率得以提升, 报告期内, 公司磷复肥毛利率为 20.5%, 同比增长 1 个百分点; 此外, 公司凭借强大的营销渠道和品牌优势, 享受“量”的提升, 报告期内, 公司实现磷复肥销量 492 万吨, 同比增长 10.9%。
- **看好磷复肥底部持续复苏。** 受益于供给侧改革, 磷复肥原材料硫磺、磷矿等价格中枢有望逐步上移, 为磷复肥价格上涨提供成本支撑; 此外, 受益于农产品价格持续上行提振, 玉米等农作物种植面积有望提升带来需求向好、磷复肥出口持续向好和肥料复合化率逐步提升, 磷复肥需求有望底部向上; 而供给端, 据行业统计, 未来暂无产能新建计划, 考虑到落后产能退出因素, 预计未来磷复肥产能将进入负增长阶段。且在成本抬升下, 落后产能多数亏损导致开工率向上弹性不足。我们认为, 磷复肥行业有望底部持续复苏, 公司作为一体化的行业龙头, 有望充分受益行业回暖。
- **坚定向现代农业服务商转型。** 根据 2018 年农业“一号文件”, 农业发展方向由“农业供给侧结构性改革”到“乡村振兴战略”, 公司紧跟中国农业发展的方向和趋势, 以“内生+外延”方式, 积极向现代农业发展。公司通过自主研发和牵手德国康朴专家, 推出新型肥料, 调整产品结构; 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。报告期内, 公司现代农业板块实现 2058 万元, 同比大增 1837%, 验证公司向现代农业服务转型已初见成效。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.66 元、0.84 元、1.00 元, 对应 PE 分别为 15 倍、12 倍和 10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 农产品价格大幅下跌的风险、磷复肥价格大幅波动的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	9032.40	10541.78	12436.90	14796.67
增长率	9.14%	16.71%	17.98%	18.97%
归属母公司净利润 (百万元)	680.15	864.99	1092.52	1304.17
增长率	20.79%	27.18%	26.30%	19.37%
每股收益 EPS (元)	0.52	0.66	0.84	1.00
净资产收益率 ROE	11.85%	13.49%	14.89%	15.48%
PE	19	15	12	10
PB	2.23	2.00	1.74	1.52

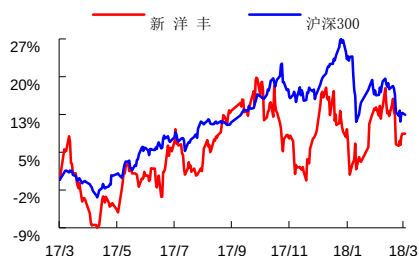
数据来源: Wind, 西南证券

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

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)	11.68
52 周内股价区间(元)	8.25-10.68
总市值(亿元)	126.80
总资产(亿元)	87.45
每股净资产(元)	4.36

相关研究

1. 新洋丰 (000902): 看好公司向农业服务商转型 (2017-10-31)

关键假设:

假设 1: 预计 2018-2019 年, 公司磷复肥不含税售价分别为 1980 元/吨、2100 元/吨, 销量分别为 550 万吨和 600 万吨, 毛利率分别为 21%和 21.5%;

假设 2: 预计公司进出口贸易业务维持平稳; 现代农业(果业)板块营收收入增速较快, 预计 2018-2020 年, 增速为 200%、100%和 100%, 毛利率稳定, 为 30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 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		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	9032.4	10541.8	12436.9	14796.7
	增速	9.1%	16.7%	18.0%	19.0%
	成本	7336.2	8477.0	9901.7	11744.1
	毛利率	18.8%	19.6%	20.4%	20.6%
磷肥	收入	7872.54	9447.05	11336.46	13603.75
	增速	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	6257.09	7463.17	8899.12	10678.94
	毛利率	20.5%	21.0%	21.5%	21.5%
进出口贸易	收入	1029.61	926.65	880.32	880.32
	增速	-34.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%
	成本	1010.56	915.53	869.75	869.75
	毛利率	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%
其他业务	收入	117.21	128.93	141.82	156.01
	增速	25.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	59.71	70.91	78.00	85.80
	毛利率	49.1%	45.0%	45.0%	45.0%
现代农业	收入	13.05	39.15	78.30	156.60
	增速		200.0%	100.0%	100.0%
	成本	8.74	27.41	54.81	109.62
	毛利率	33.5%	30.0%	30.0%	30.0%

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)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9032.40	10541.78	12436.90	14796.67	净利润	691.75	879.74	1111.15	1326.42
营业成本	7336.24	8477.01	9901.69	11744.12	折旧与摊销	290.31	226.28	424.35	617.01
营业税金及附加	35.35	47.80	58.39	102.10	财务费用	0.01	-94.88	-111.93	-133.17
销售费用	507.67	632.51	746.21	887.80	资产减值损失	10.14	0.00	0.00	0.00
管理费用	308.27	368.96	435.29	517.88	经营营运资本变动	-95.58	-38.34	-214.68	-273.47
财务费用	0.01	-94.88	-111.93	-133.17	其他	18.56	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	10.14	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	915.20	972.81	1210.90	1535.79
投资收益	16.95	0.00	0.00	0.00	资本支出	-135.78	-50.00	-5050.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	254.17	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	118.39	-50.00	-5050.00	-20.00
营业利润	865.24	1110.37	1407.25	1677.94	短期借款	0.14	-9.80	3051.95	-1194.48
其他非经营损益	-5.10	3.23	-0.72	1.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	860.14	1113.60	1406.52	1679.01	股权融资	-62.70	0.00	0.00	0.00
所得税	168.39	233.86	295.37	352.59	支付股利	0.00	-136.03	-173.00	-218.50
净利润	691.75	879.74	1111.15	1326.42	其他	-209.48	36.90	111.93	133.17
少数股东损益	11.60	14.75	18.64	22.25	筹资活动现金流净额	-272.03	-108.93	2990.89	-1279.81
归属母公司股东净利润	680.15	864.99	1092.52	1304.17	现金流量净额	769.16	813.88	-848.22	235.98
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1278.03	2091.91	1243.69	1479.67	成长能力				
应收和预付款项	1430.08	1482.59	1792.56	2132.81	销售收入增长率	9.14%	16.71%	17.98%	18.97%
存货	2061.00	2381.48	2779.72	3298.32	营业利润增长率	19.91%	28.33%	26.74%	19.24%
其他流动资产	444.23	518.46	611.67	727.73	净利润增长率	19.38%	27.18%	26.30%	19.37%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.42%	7.46%	38.48%	25.71%
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	2829.36	2666.70	7305.97	6722.58	毛利率	18.78%	19.59%	20.38%	20.63%
无形资产和开发支出	514.27	504.50	494.73	484.96	三费率	9.03%	8.60%	8.60%	8.60%
其他非流动资产	188.26	184.41	180.56	176.71	净利率	7.66%	8.35%	8.93%	8.96%
资产总计	8745.22	9830.06	14408.90	15022.77	ROE	11.85%	13.49%	14.89%	15.48%
短期借款	9.80	0.00	3051.95	1857.47	ROA	7.91%	8.95%	7.71%	8.83%
应付和预收款项	2456.50	2814.85	3340.47	3959.28	ROIC	13.30%	15.05%	13.03%	11.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.79%	11.78%	13.83%	14.61%
其他负债	442.42	492.97	556.08	637.71	营运能力				
负债合计	2908.72	3307.82	6948.50	6454.47	总资产周转率	1.09	1.14	1.03	1.01
股本	1332.90	1304.53	1304.53	1304.53	固定资产周转率	3.42	3.92	2.49	2.11
资本公积	600.22	628.58	628.58	628.58	应收账款周转率	119.00	114.52	125.09	121.62
留存收益	3691.79	4420.75	5340.27	6425.93	存货周转率	3.82	3.82	3.84	3.86
归属母公司股东权益	5682.88	6353.86	7273.38	8359.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.39%	—	—	—
少数股东权益	153.62	168.38	187.01	209.26	资本结构				
股东权益合计	5836.50	6522.24	7460.39	8568.31	资产负债率	33.26%	33.65%	48.22%	42.96%
负债和股东权益合计	8745.22	9830.06	14408.90	15022.77	带息债务/总负债	0.34%	0.00%	43.92%	28.78%
					流动比率	1.87	2.03	0.94	1.21
					速动比率	1.13	1.28	0.53	0.68
					股利支付率	0.00%	15.73%	15.83%	16.75%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	1155.55	1241.77	1719.67	2161.79	每股收益	0.52	0.66	0.84	1.00
PE	18.64	14.66	11.61	9.72	每股净资产	4.36	4.87	5.58	6.41
PB	2.23	2.00	1.74	1.52	每股经营现金	0.70	0.75	0.93	1.18
PS	1.40	1.20	1.02	0.86	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
EV/EBITDA	9.98	8.41	8.34	5.97					
股息率	0.00%	1.07%	1.36%	1.72%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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