

业绩符合预期，一体化优势显著

——新洋丰（000902）点评

2018年04月27日

强烈推荐/维持

新洋丰

财报点评

廖鹏飞	分析师	执业证书编号：S1480517090001
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554019	
刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030	
张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017	
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn 010-66554047	

事件：

公司发布 2018 年一季报，报告期内实现营收 28.7 亿，同比+8.5%，实现归母净利润 2.8 亿，同比+25.3%；其中扣非后归母净利润 2.78 亿，同比+25.1%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	1681.86	1533.36	2645.63	2481.75	2108.38	1796.64	2870.48
增长率（%）	-36.11%	-0.60%	0.52%	2.17%	25.36%	17.17%	8.50%
毛利率（%）	15.02%	13.02%	17.52%	19.39%	20.76%	17.47%	19.08%
期间费用率（%）	7.62%	11.12%	6.85%	7.75%	10.64%	12.15%	6.65%
营业利润率（%）	6.74%	0.83%	10.74%	10.61%	9.97%	5.99%	12.33%
净利润（百万元）	73.34	18.85	228.19	212.48	165.47	85.61	284.58
增长率（%）	-68.37%	-85.05%	00.96%	-18.65%	125.61%	354.09%	24.71%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.02	0.17	0.16	0.12	0.07	0.21
资产负债率（%）	27.15%	32.32%	30.50%	32.32%	32.28%	33.26%	28.59%
净资产收益率（%）	1.34%	0.35%	4.10%	3.80%	2.88%	1.47%	4.65%
总资产收益率（%）	0.98%	0.24%	2.85%	2.57%	1.95%	0.98%	3.32%

观点：

- 磷酸一铵价差拉大是业绩增长主要贡献。公司具有年产各类高浓度磷复肥800万吨的生产能力（含180万吨磷酸一铵产能）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、硝酸15万吨/年。分析公司盈利能力与产品价格关系可见公司毛利率与磷酸一铵价差相关性较为显著，一铵与液氨、磷矿石及硫磺价差16年Q4触底并随后持续提升至今，公司单季度毛利率也于16Q4触底（13.0%）并自17年开始持续提升，18Q1单季度毛利率19.1%，同比提升1.6个百分点；我们

测算一按税后价差同比提升约100-150元/吨（视公司原材料自给率而不同），是一季报增速靓丽的主要贡献；换个角度讲，成本推动型的复合肥价格上涨，公司直接受益于上游的一体化配套。量上来看，我们此前曾发布复合肥行业深度报告，我们认为行业18年有望走出底部，农产品价格回暖是中短期直接催化，化肥零增长倒逼化肥利用率、复合化率提升长期有效，判断公司一季度销量处于复苏态势。

- 磷矿石产量收缩有望推升磷化工产业链景气。受环保、政策及品位等因素影响，国内17年磷矿石产量同比下滑15%至1.23亿吨，且18年有望持续；18年3月国内磷矿原矿进口首次突破，海关数据显示3月份自摩洛哥进口6万吨磷矿石原矿，可以验证国内供给持续收缩。环保高压常态化下，今年安全生产再添把火，矿石开采行业首当其冲，磷矿石-磷酸-磷肥（-复合肥）的磷化工产业链有望在磷矿收缩下迎来产业链的整体收缩与价格景气，4月下旬国内磷酸价格已开始反弹，一铵、二铵价格由于春耕旺季步入尾声价格暂时较弱，全年依然较为乐观；海外来看，印度二季度磷酸折纯合同价环比上涨52美元/吨至730美元/吨，国内出口有望改善。政策方面：4月17日国内磷矿石大省贵州省政府关于磷石膏综合利用的意见：2018年，全面实施磷石膏“以用定产”，实现磷石膏产销平衡，争取新增堆存量为零；湖北宜昌作为长江流域最大的磷矿基地之一，则自16年以来连续第三次下调磷矿开采总量的约束性指标，18年磷矿开采量将控制在1000万吨。
- 与广西田园生化签署战略合作协议，现代农业战略持续推进。公司和广西田园生化基于共同加强双方在作物营养与作物保护领域强大的竞争优势，建立战略合作伙伴关系，签署《战略合作协议》。本次合作一方面可以通过广西田园生化在农药制剂生产技术领域和作物植保领域积淀的行业领先技术，快速构筑双方在药肥产业领域强大的竞争优势，一方面可以弥补双方推动渠道商转型农业服务商时缺少的装备和产品，可以为双方服务装备和配套产品的销售增加一条强大的销售渠道，对进一步提升公司主营产品市场占有率有着良好的促进作用和重要意义；另一方面，也是公司紧跟农业现代化发展趋势，建立健全公司现代农业服务体系的重要举措，利于公司长远发展。
- 产能扩张，布局西北。公司设立全资子公司新疆新洋丰，目前工商注册登记手续已办理完毕，并取得营业执照。公司设立新疆新洋丰并拟新建大量元素水溶肥项目，将充分利用当地优势条件，加快供货反应速度，降低物流运输成本，有助于公司完善市场布局，充分发挥规模效应，提升公司整体竞争优势和持续盈利能力。

结论：

预计公司2018~2020年归母净利润分别为8.1、9.5和10.4亿，当前股价对应PE分别为14、12和11倍，给予公司2018年18倍PE，维持“强烈推荐”评级。

风险：

原材料价格大幅波动；新项目进度不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元						利润表						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
流动资产合计	4037	5213	6094	7099	8210	营业收入	8276	9032	10016	10734	11527												
货币资金	537	1278	1801	2563	3379	营业成本	6997	7372	8110	8601	9216												
应收账款	56	95	106	113	122	营业税金及附加	56	35	39	42	45												
其他应收款	36	196	615	652	699	营业费用	333	508	563	603	648												
预付款项	380	559	217	233	250	管理费用	244	308	342	366	393												
存货	1779	2061	2267	2404	2576	财务费用	-10	0	-22	-32	-44												
其他流动资产	1249	1024	1087	1134	1185	资产减值损失	1.18	10.14	0.00	0.00	0.00												
非流动资产合计	3852	3532	3485	3325	3136	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00												
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	10.19	16.95	0.00	0.00	0.00												
固定资产	2566.8	2716.9	2694.4	2597.4	2430.8	营业利润	722	852	1023	1195	1314												
无形资产	484	514	502	489	477	营业外收入	16.54	2.17	0.00	0.00	0.00												
其他非流动资产	802	301	289	239	228	营业外支出	6.01	7.26	0.00	0.00	0.00												
资产总计	7889	8745	9579	10425	11346	利润总额	732	860	1023	1195	1314												
流动负债合计	2453	2791	3069	3271	3508	所得税	153	168	200	234	257												
短期借款	10	10	10	10	10	净利润	579	692	823	961	1057												
应付账款	927	950	1045	1109	1188	少数股东损益	-16	-12	-12	-12	-13												
预收款项	1214	1398	1550	1661	1784	归属母公司净利润	563	680	811	949	1043												
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	706	849	990	1151	1256												
非流动负债合计	97	117	117	117	117	EPS（元）	0.42	0.51	0.61	0.71	0.78												
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率																	
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E												
负债合计	2550	2909	3186	3389	3626	成长能力																	
少数股东权益	154	154	165	178	191	营业收入增长	-13.96	9.14%	10.89%	7.17%	7.39%												
实收资本(或股本)	1343	1333	1333	1333	1333	营业利润增长	-24.43	18.03%	20.10%	16.86%	9.90%												
资本公积	652	600	600	600	600	归属于母公司净利润	-24.68	20.79%	19.24%	16.99%	9.93%												
未分配利润	3190	3750	4294	4925	5596	获利能力																	
归属母公司股东权	5186	5683	6227	6858	7530	毛利率(%)	15.46%	18.39%	19.03%	19.88%	20.05%												
负债和所有者权	7889	8745	9579	10425	11346	净利率(%)	7.00%	7.66%	8.21%	8.96%	9.17%												
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润（%）	1.29%	7.14%	7.78%	8.47%	9.10%											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	11.17%	12.17%	13.21%	14.02%	14.03%											
经营活动现金流	750	915	1038	1206	1281	偿债能力																	
净利润	563	680	811	949	1043	资产负债率(%)	32%	33%	33%	33%	32%												
折旧摊销	269.04	286.95	304.04	316.87	326.43	流动比率	1.65	1.87	1.99	2.17	2.34												
财务费用	-10	0	-22	-32	-44	速动比率	0.92	1.13	1.25	1.44	1.61												
应付帐款的变化	407	738	357	243	295	营运能力																	
预收帐款的变化	540	326	290	202	237	总资产周转率	2.43	2.45	2.85	3.15	3.57												
投资活动现金流	-1355	118	-257	-157	-137	应收账款周转率	157	119	99	98	98												
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.82	9.05	9.30	9.35	19.41												
长期股权投资减少	-667	-374	-257	-157	-137	每股指标（元）																	
投资收益	10	17	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.51	0.61	0.71	0.78												
筹资活动现金流	-137	-272	-257	-286	-328	每股净现金流(最新	-0.55	0.57	0.39	0.57	0.61												
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.86	4.23	4.67	5.15	5.65												
长期借款增加	10	0	0	0	0	估值比率																	
普通股增加	0	2	0	0	0	P/E	20.88	17.28	14.50	12.39	11.27												
资本公积增加	-627	-52	0	0	0	P/B	2.28	2.08	1.89	1.71	1.56												
现金净增加额	-737	769	523	762	816	EV/EBITDA	11.61	9.24	7.70	6.27	5.30												

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。