



Research and
Development Center

一体化布局的复合肥行业龙头，成本与渠道优势明显

—— 新洋丰（000902.sz）跟踪报告

2018年05月03日

郭荆璞 化工行业首席分析师
张燕生 化工行业分析师
李皓 化工行业分析师

一体化布局的复合肥行业龙头，成本与渠道优势明显

2018 年 05 月 03 日

本期内容提要：

- ◆ **复合肥行业龙头，业绩表现优异。**公司主营磷复肥及新型肥料业务，具备 800 万吨/年高浓度磷复肥和 320 万吨/年低品位矿洗选能力，同时配套硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年产能，是复合肥前三甲中唯一实现从原材料到终端产品完整布局的企业。2017 年公司实现营收 90.32 亿元，同比增长 9.14%，归母净利 6.80 亿元，同比增长 20.79%，是行业前三甲中唯一实现业绩增长的企业。业绩逆势增长得益于：1.磷复肥销量同比增长 11%，特别是新型肥料，销量大幅增长；2.原材料磷矿石、尿素、氯化钾价格提升带动公司磷复肥价格上涨，公司一体化布局、降本增效有效抵抗了原材料价格波动影响。2018Q1 公司业绩继续保持良好增长态势，实现营收 28.70 亿元，同比增长 8.50%，毛利率 19.08%，同比增长 1.56 个百分点，归母净利 2.80 亿元，同比增长 25.29%。
- ◆ **复合肥现底部回暖迹象，一铵龙头企业议价权增强。**化肥使用量零增长政策无碍复合肥需求增长，我国 39%的化肥复合率远低于全球平均的 50%和发达国家的 80%，化肥复合化率仍有空间。此外，玉米种植面积调减目标基本实现，价格触底回升，其他农作物价格也稳定运行，市场波动减弱叠加玉米价格修复，将提升农民种粮积极性，进而提升复合肥需求。供给方面，去产能政策叠加环保趋严，17 年全国复合肥产量下降幅度达 10%，为近年最大，行业内企业两极分化日趋严重，龙头企业市占率有望进一步提高。成本端：复合肥价格与基础肥料价格趋势相同，但存在滞后期，基础肥料价格上涨为复合肥涨价提供支撑。一铵方面，16-17 年受环保核查及农作物价格低位影响，国内一铵产量分别同比下滑 2.6%和 4.8%，2016-2017 年一铵实物产量分别为 1443.5 万吨和 1374.2 万吨，行业供需格局好转且集中度逐年提升，TOP10 企业产量占比由 2012 年的 48%提升到 2016 年的 61%，龙头企业议价权增强，有望维持合理利润。
- ◆ **成本与渠道优势明显。**公司拥有从原材料到终端产品的完整产业链布局，一体化带来的成本优势明显。公司在湖北和四川拥有 4 大一铵生产基地，可完全满足自身复合肥生产所需，拥有钾肥进口权，成本较直接在市场采购低 100-200 元，可有力保障钾肥供应，并在全国各地拥有 6 大复合肥生产基地，可有效降低原材料采购和物流成本；公司目前拥有 1000 余名营销人员，4500 多家一级代理商和 6 万家终端零售商，营销网络稳定性好，执行力强。同时，公司大力发展新型肥料业务，产品结构持续优化，2017 年新型肥料占公司营收比重从 9%提升至 12%，未来新型肥料销量继续提升也有望提高公司毛利率水平。
- ◆ **向领先的现代农业产业解决方案提供商转型。**公司通过内生和外延式发展，向现代农业产业延伸，整合可信任优质农产品产业链，打造果蔬、牛羊肉等从种植生产、收购到渠道销售的综合服务，同时促进肥料的销售；此外公司还在农业设施、农业装备领域进行布局。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别达到 100.16 亿元、113.57 亿

证券研究报告

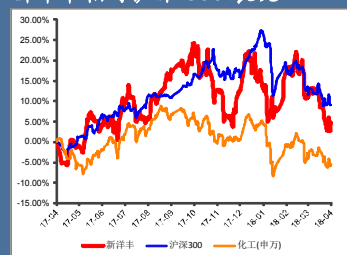
公司研究——跟踪报告

新洋丰 (000902.sz)



上次评级：买入，2018.04.04

新洋丰相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.05.02)

收盘价 (元)	9.39
52 周内股价波动区间 (元)	7.82-10.76
最近一月涨跌幅 (%)	-3.40
总股本 (亿股)	13.05
流通 A 股比例 (%)	89.54
总市值 (亿元)	122.50

资料来源：信达证券研发中心
信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 行业分析师

执业编号：S1500517050001

联系电话：+86 10 83326708

邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

李皓 行业分析师

执业编号：S1500515070002

联系电话：+86 10 83326852

邮箱：lihao1@cindasc.com

相关研究

《营销体系改革推动营收增长，稳步向现代农业企业转型》2017.09

《第三季度业绩大幅增长 134%，与康朴专家合作优化产品结构》2017.10

《肥料销量逆势增长，成本优势助推盈利改善》2018.04

元和 125.58 亿元，归属母公司的净利润分别为 8.53 亿元、10.61 亿元和 12.72 亿元，2018-2020 年摊薄的 EPS 分别达到 0.65 元、0.81 元和 0.98 元，对应 2018 年 05 月 02 日收盘价（9.39 元/股）的动态 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险；涉足新型领域带来的经营风险；农作物价格低迷风险；环保检查等政策风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,276.34	9,032.40	10,016.41	11,356.56	12,558.05
增长率 YoY %	-13.96%	9.14%	10.89%	13.38%	10.58%
归属母公司净利润(百万元)	563.09	680.15	853.27	1,061.30	1,272.17
增长率 YoY%	-24.68%	20.79%	25.45%	24.38%	19.87%
毛利率%	16.13%	18.78%	20.22%	21.35%	22.41%
净资产收益率 ROE%	11.41%	12.52%	14.27%	15.59%	15.96%
每股收益 EPS(元)(摊薄)	0.43	0.52	0.65	0.81	0.98
市盈率 P/E(倍)	22	18	14	12	10
市净率 P/B(倍)	2.36	2.16	1.95	1.67	1.42

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 05 月 02 日收盘价

目 录

一、2017 年公司业绩逆势增长，2018Q1 持续良好态势	2
二、复合肥现底部回暖迹象，一铵龙企议价权加强	3
（一）复合肥行业底部回暖迹象明显	3
（二）一铵行业集中度稳步提高，龙头企业议价权加强	8
三、一体化布局的复合肥行业龙头，成本与渠道优势明显	11
（一）成本与渠道优势明显，力保公司销量逐年增长	11
（二）新型肥料推广效果明显，产品结构持续优化	13
（三）现代农业转型加速推进	14
（四）看好公司发展前景，第一期员工持股计划实施完成	15
四、盈利预测与投资评级	16
五、风险因素	16

表 目 录

表 1：我国化肥行业去产能相关政策及内容	6
----------------------	---

图 目 录

图 1：公司历年营收及同比变化（亿元）	2
图 2：公司历年归母净利及同比变化（亿元）	2
图 3：公司历年毛利率及净利率变化情况	3
图 4：公司历年期间费用率变化情况	3
图 5：我国农作物亩均化肥使用量变化（公斤/亩）	4
图 6：我国历年化肥复合化率变化	4
图 7：我国玉米平均收购价与进口玉米价格对比（元/吨）	5
图 8：我国历年玉米播种面积变化情况（亿亩）	5
图 9：主要农产品国内外价格变化走势	5
图 10：磷复肥协会统计范围内我国复合肥产量及同比变化情况	7
图 11：我国复合肥行业开工率变化情况（%）	7
图 12：复合肥与尿素价格走势变化（元/吨）	8
图 13：复合肥与一铵价格走势变化（元/吨）	8
图 14：复合肥与氯化钾价格走势变化（元/吨）	8
图 15：复合肥行业前三甲 2017 年业绩同比变化情况	9
图 16：新洋丰磷酸一铵出厂价（元/吨）	9
图 17：我国历年磷酸一铵产量及同比变化情况（万吨）	9
图 18：我国历年磷酸一铵出口量变化情况（万吨）	9
图 19：我国磷酸一铵前 10 名企业产量合计占比	10
图 20：一铵 Top 10 企业产量（2015 年）	10
图 21：磷肥价格及价差走势	10
图 22：公司复合肥生产基地布局	11
图 23：复合肥产业链	12
图 24：磷酸一铵产业链	12
图 25：公司历年营销渠道建设情况	13
图 26：公司磷复肥历年销量及同比变化情况（万吨）	13
图 27：公司分业务营收占比情况	14
图 28：公司分业务毛利率变化情况	14
图 29：洛川果业子公司运营模式	14
图 30：公司股权结构（截止到 2018.03.31）	16

一、2017 年公司业绩逆势增长，2018Q1 持续良好态势

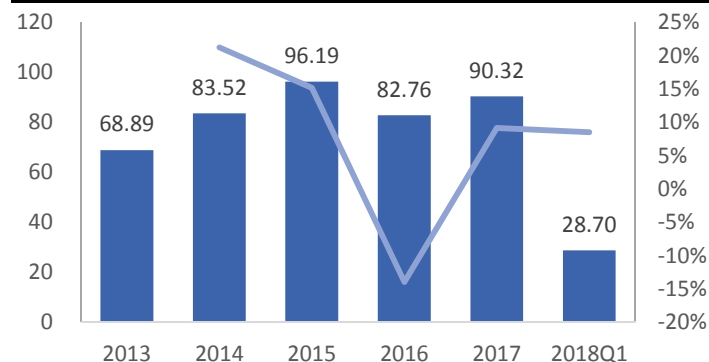
新洋丰主营磷复肥及新型肥料业务，具备高浓度磷复肥 800 万吨/年和 320 万吨/年低品位矿洗选能力，同时配套硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年产能，是复合肥行业前三甲中唯一实现从基础原材料到终端产品完整产业链布局的企业。在做大做强肥料主业的同时，公司坚定不移向现代农业产业延伸，特别是现代设施农业、农业智能装备和可信任优质农产品的生产、种植和流通领域，致力于成为领先的现代农业产业解决方案提供商。

2017 年，公司实现营业收入 90.32 亿元，同比增长 9.14%，实现归属于上市公司股东的净利润 6.80 亿元，同比增长 20.79%，扣非后归母净利润 6.72 亿元，同比增长 21.21%，折合基本每股收益 0.52 元/股，同比增长 20.93%，是复合肥行业前三甲中唯一实现业绩增长的企业。

其中，磷肥、常规复合肥和新型复合肥营收分别同比增长 33.56%、8.90%和 46.38%至 21.15、47.07 和 10.50 亿元。2017 年公司整体磷复肥销量同比增长 10.93%至 491.82 万吨，特别是新型肥料，受益推广力度增加，销量大幅增长。价格方面，原材料磷矿石、尿素、氯化钾等价格上涨带动公司磷肥及复合肥价格提升，公司一体化产业链布局及降本增效有效抵抗了原材料价格波动的影响，毛利率同比增长 2.65 个百分点至 18.78%，回到 2014-15 年水平。2017 年，公司加大营销和技术推广，销售费用率和管理费用率分别同比增长 1.6pct 和 0.46pct 至 5.62 和 3.41%。

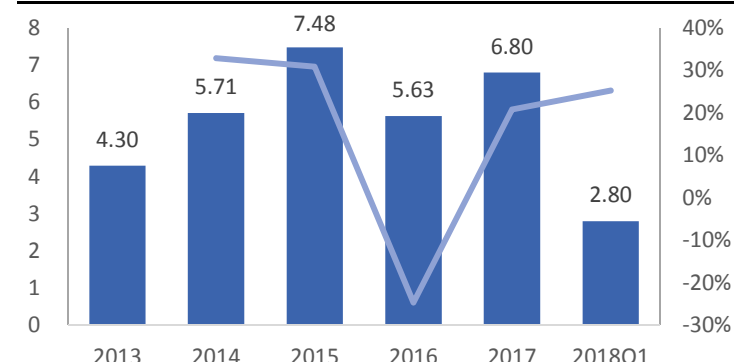
2018 年一季度，公司业绩继续保持良好增长态势，实现营业收入 28.70 亿元，同比增长 8.50%，毛利率 19.08%，同比增长 1.56 个百分点，归母净利 2.80 亿元，同比增长 25.29%。

图 1：公司历年营收及同比变化（亿元）



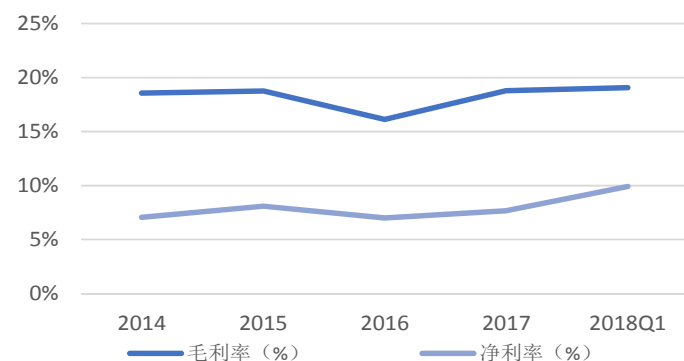
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年归母净利及同比变化（亿元）



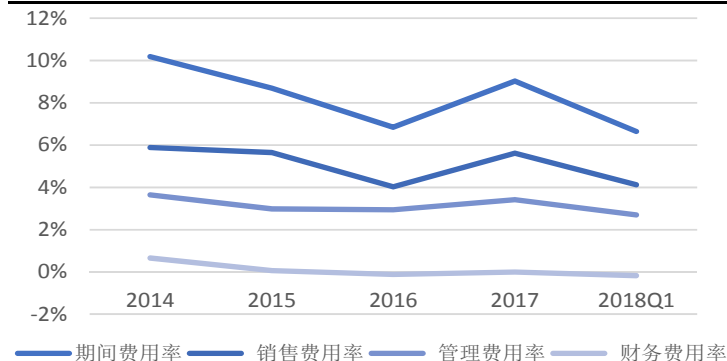
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司历年毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司历年期间费用率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、复合肥现底部回暖迹象，一铵龙企议价权加强

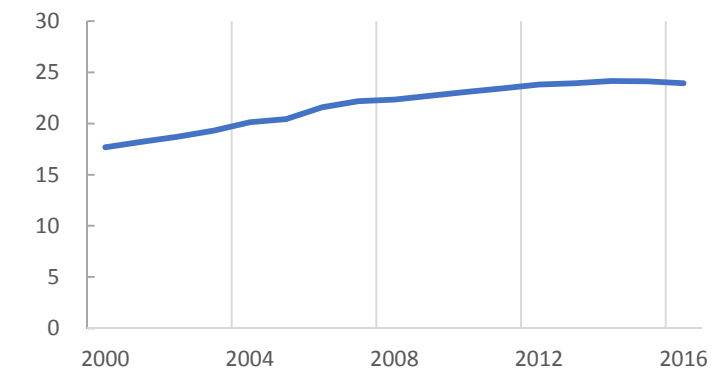
（一）复合肥行业底部回暖迹象明显

需求侧：化肥复合化率仍有增长空间，玉米价格修复有望提升农民积极性

目前我国化肥不合理使用现象仍较为突出。近年来，我国农作物亩均化肥使用量保持稳步增长，2016 年亩均化肥使用量为 23.94 公斤/亩，明显高于全球平均水平的 8 公斤/亩。重氮肥、轻磷钾肥；重大量元素肥料、轻中微量元素肥料；重化肥、轻有机肥的“三重三轻”问题突出。农业部于 2015 年提出《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，截止 2017 年，我国化肥已实现使用量负增长，提前三年完成目标。

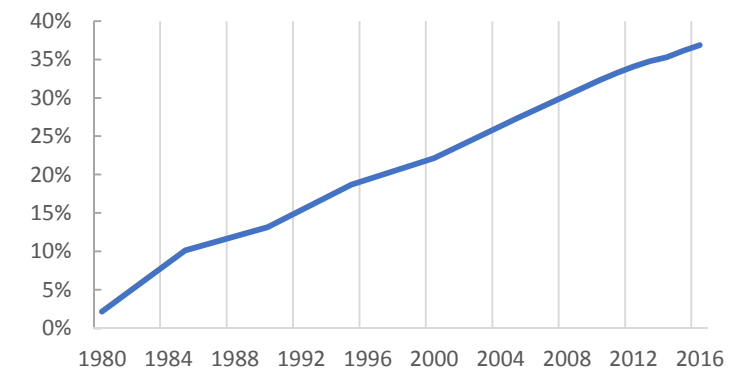
但我们认为化肥使用量零增长方案并不阻碍复合肥增长。从化肥复合化率来看，自上世纪 80 年代我国开始使用复合肥以来，化肥复合化率持续快速提升，2016 年化肥复合化率为 38.88%。但从全球来看，全球平均化肥复合化水平在 50%左右，发达国家化肥复合化水平甚至可达 80%，我国化肥复合化率仍有提升空间。

图 5：我国农作物亩均化肥使用量变化（公斤/亩）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 6：我国历年化肥复合化率变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

复合肥下游直接面向农业市场，受农业政策、农产品价格和农民种粮积极性影响较大。我国自 2007 年开始实施玉米临时收储政策，玉米收购价格要高于市场价格，极大的调动了农民种植玉米的积极性，玉米产量快速增长，超过稻谷成为五个粮食品种中数量最大的一个品种。但收储政策也导致国内外价差扩大，国内农民种植的玉米由粮食部门收储，市场中流通的为国外低价玉米，玉米供过于求、库存积压问题逐渐严重。2016 年，东三省和内蒙古将玉米临储政策调整为“市场化收购+补贴”的新机制，玉米收购价大幅回落，并在 2017 年初达到近年低点。

由于玉米市场出现阶段性供大于求，2016 年 4 月，农业部印发《全国种植业结构调整规划（2016-2020 年）》，要求调减“镰刀弯”地区玉米面积 5000 多万亩，改种耐旱耐瘠薄的薯类、杂粮杂豆等以满足市场需求。2016 年我国玉米播种面积为 55152 万亩，较 2015 年减少 2027 万亩，2017 年我国玉米播种面积为 53168 万亩，较 2016 年继续减少 1984 万亩。玉米种植对我国春夏季肥市场影响显著，16-17 年玉米价格及玉米种植面积大幅下降大大影响了复合肥产品的需求。

图 7：我国玉米平均收购价与进口玉米价格对比（元/吨）

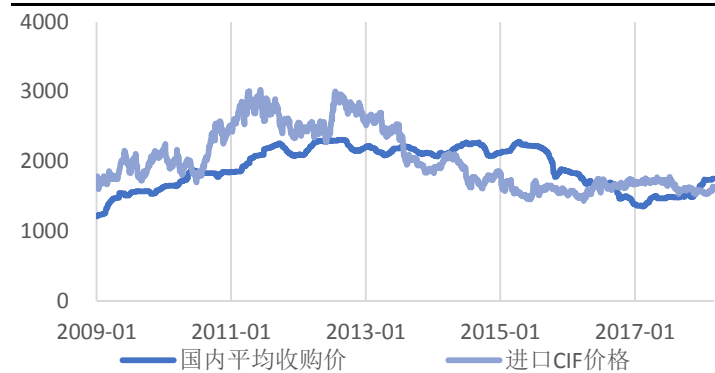
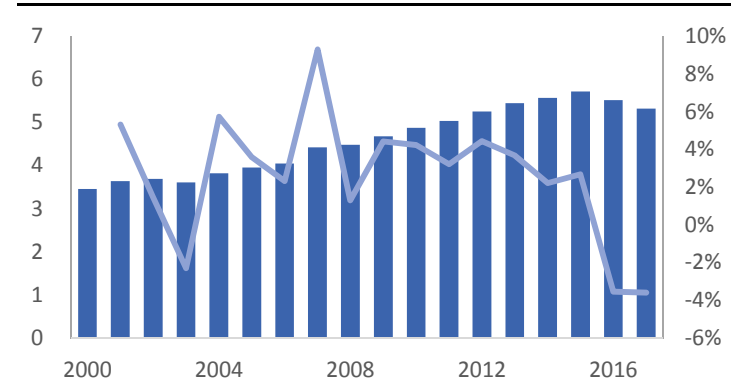
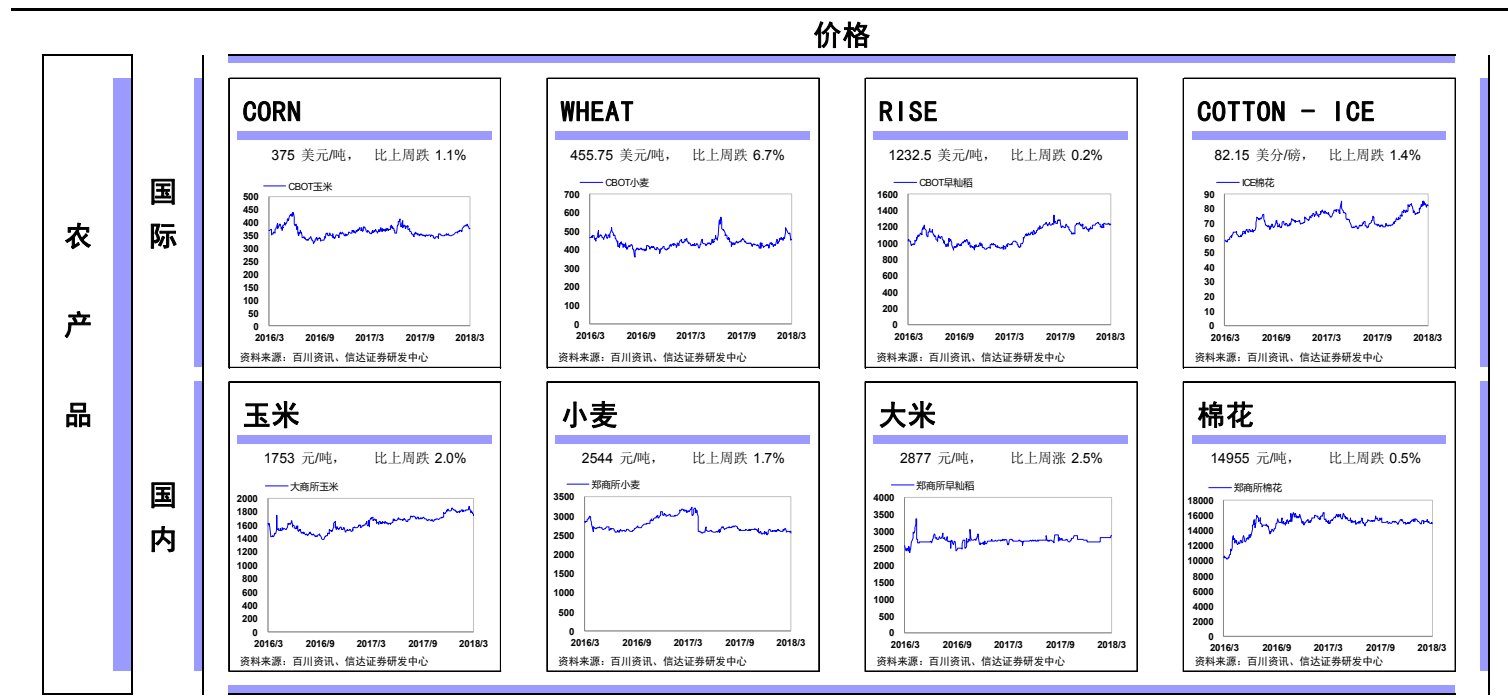


图 8：我国历年玉米播种面积变化情况（亿亩）



未来看，由于 16-17 年玉米种植面积调减数量已接近政策要求的调减 5000 万亩目标，我们预计市场将趋于稳定，波动将减小。同时，我国玉米平均收购价在 2017 年初下滑至近年来低点后开始底部回升，目前我国平均收购价为 1730 元/吨，较去年同期相比增长 17%，玉米收购价与进口玉米价差也明显缩小。其他农作物价格目前也多稳定运行，市场波动减弱叠加玉米价格修复，势必将提升农民种粮积极性，进而提升复合肥需求。

图 9：主要农产品国内外价格变化走势



资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

供给侧: 复合肥产能逐步淘汰, 2017 年产量下降幅度近年最大

由于投资相对较小以及早期地方保护等因素, 我国复合肥行业产能过剩严重, 国内拥有复合肥生产许可证的企业在 5000 家左右, 其中大多数企业产能在 1-5 万吨, 还有一部分为个人作坊性质的企业, 产品多为中低档复合肥。近年来, 国家层面供给侧改革取消原先行业企业享有的用电、用气、运输和税率等多项优惠, 加快行业去产能。

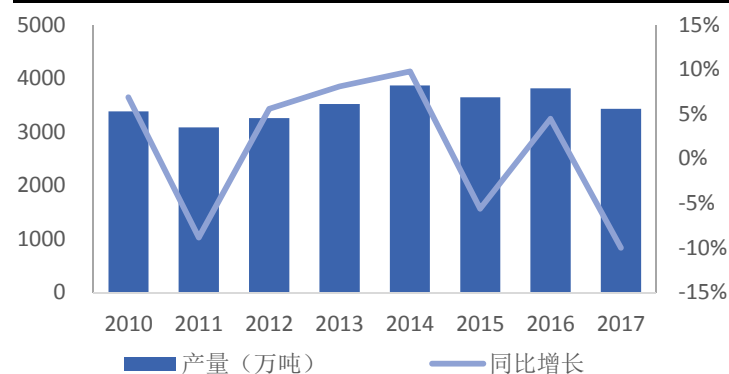
表 1: 我国化肥行业去产能相关政策及内容

政策名称	颁布时间	政策内容
《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》	2015.03	2015 年到 2019 年, 逐步将化肥使用量年增长率控制在 1% 以内; 力争到 2020 年, 主要农作物化肥使用量实现零增长
《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》	2015.04	2016.4.20 起全部取消化肥电价优惠
《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》	2015.01	农用化肥调整为执行 4 号运价, 基价由 0.086 元/吨公里涨至 0.098 元/吨公里
《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》	2015.08	自 2015.9.1 起, 对纳税人销售和进口化肥统一按 13% 税率征收国内进口环节增值税, 其中, 自 2015.9.1 至 2016.6.30 对销售的库存化肥允许依照 3% 征收增值税

2016-2017 年日趋严格的环保核查也对行业产能造成很大的影响。复合肥生产所需的基础肥料含水量较低，往往呈粉碎状不均匀固体，在投料、搅拌、破碎和筛分等工序如缺乏有效密闭措施，将造成较大的粉尘污染。在环保趋严背景下，环保不达标的企业只能选择增加环保投资或面临随时被停产的风险。

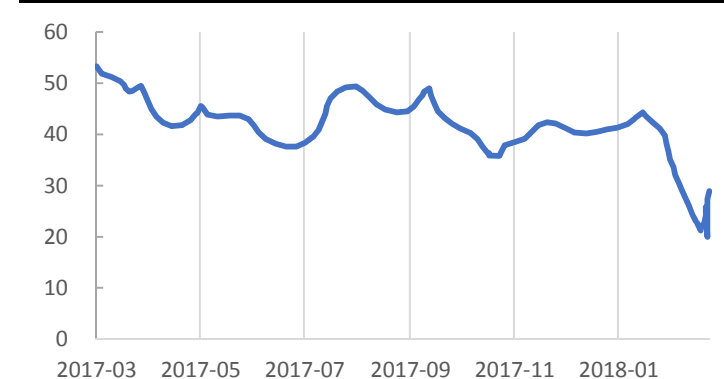
受上述政策及环保因素影响，复合肥行业中小产能及落后产能逐步淘汰，行业开工率维持低位，据中国磷复肥工业协会数据，2017 年我国三元复合肥产量为 3396.8 万吨（协会统计范围约占国内复合肥产量的 60%左右），同比下降 10%，下降幅度为近年来最大。在行业产量大幅下降的情况下，新洋丰 2017 年磷复肥产量同比增长 11.61%至 503.17 万吨，一定程度上也反映了市场集中度在提升。

图 10：磷复肥协会统计范围内我国复合肥产量及同比变化情况



资料来源：中国磷复肥工业协会，信达证券研发中心

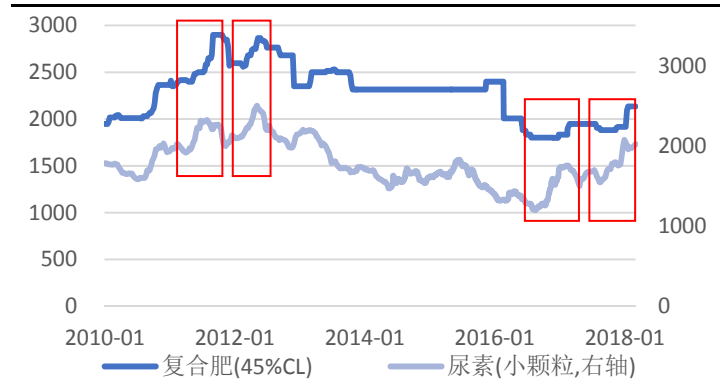
图 11：我国复合肥行业开工率变化情况 (%)



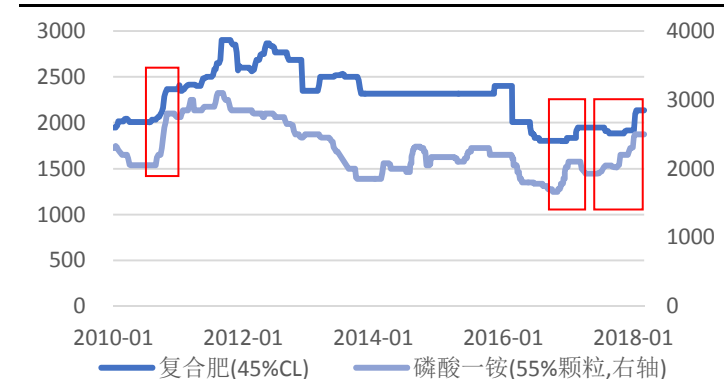
资料来源：中国磷复肥工业协会，信达证券研发中心

成本端：基础肥料价格上涨为复合肥涨价提供支撑

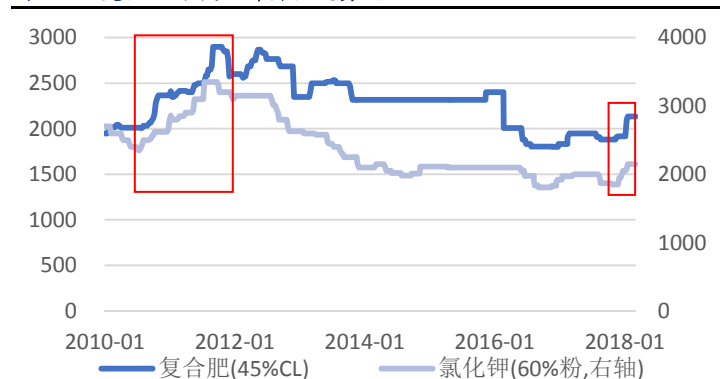
从历史情况看，复合肥价格基本与基础肥料价格涨跌趋势相同，而且存在一定的滞后期。2016 年情况相对特殊，基础肥料价格上涨，但复合肥价格涨幅较小，主要由于粮食价格低位，农民采购意愿不足，市场对复合肥提价接受度不高所致。2017 年，随着玉米价格回升，农民备肥积极性提升，同时尿素价格大幅上涨，复合肥性价比优势得以体现，17 年下半年以来价格上行。

图 12: 复合肥与尿素价格走势变化 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 复合肥与一铵价格走势变化 (元/吨)


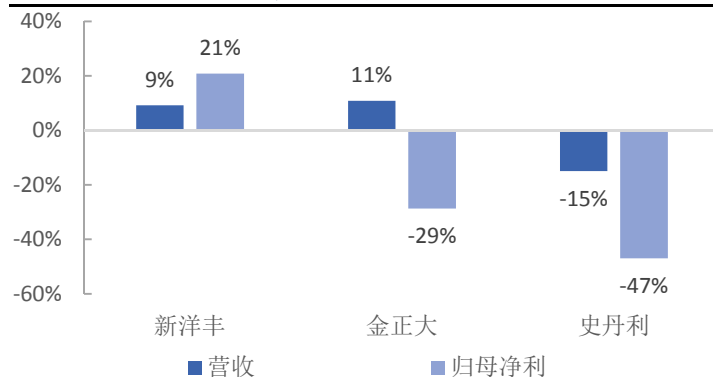
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 复合肥与氯化钾价格走势变化 (元/吨)


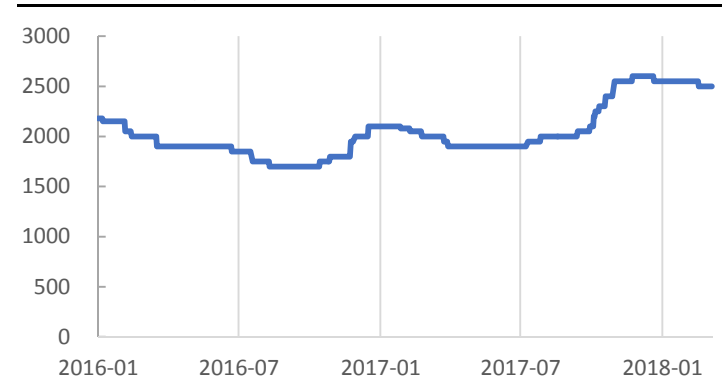
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(二) 一铵行业集中度稳步提高, 龙头企业议价权加强

2017 年公司业绩逆势增长, 我们认为一方面是由于公司销量、特别是毛利率水平较高的新型肥料销量增长, 另一方面则是由于公司一体化产业链布局, 磷肥自给自足有效抵抗了原材料价格波动的影响。未来, 随着一铵供需格局好转、行业集中度逐步提高, 龙头企业有望维持合理利润。

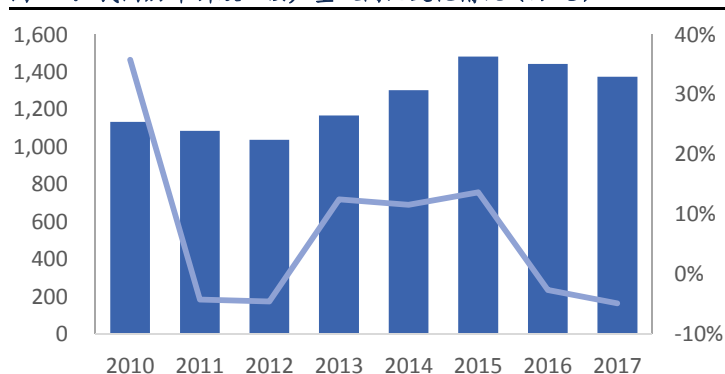
图 15: 复合肥行业前三甲 2017 年业绩同比变化情况


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

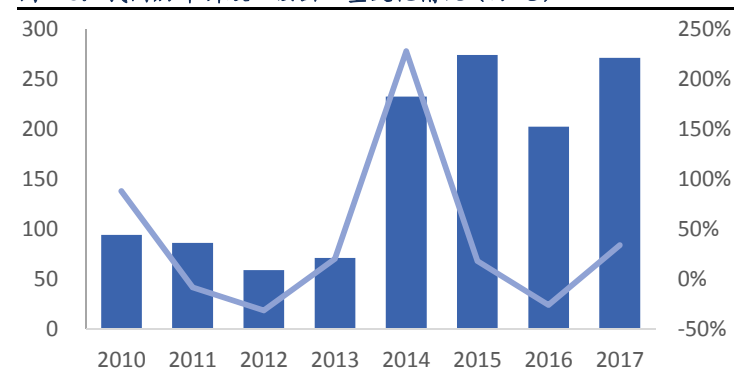
图 16: 新洋丰磷酸一铵出厂价 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2016 年以来, 受国内严格的环保核查以及农作物价格低位、一铵均价下跌影响, 国内一铵产量开始下行。2016 年我国生产一铵 1443.5 万吨 (实物量, 下同), 同比下降 2.6%, 2017 年生产一铵 1374.2 万吨, 同比继续下降 4.8%。同时, 2017 年我国一铵出口达到 271 万吨, 较 2016 年增加 69 万吨, 减轻了国内的供给压力。

图 17: 我国历年磷酸一铵产量及同比变化情况 (万吨)


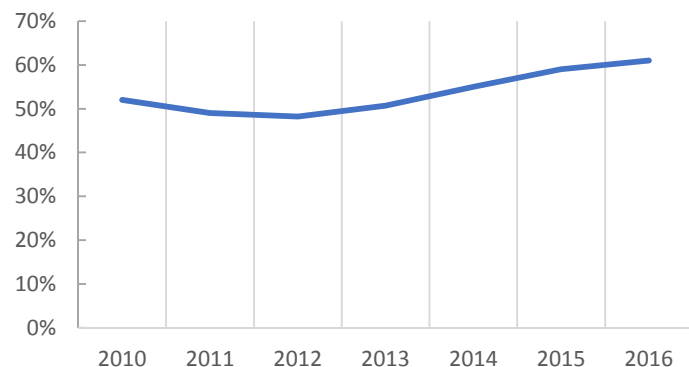
资料来源: 中国磷复肥工业协会, 信达证券研发中心

图 18: 我国历年磷酸一铵出口量变化情况 (万吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

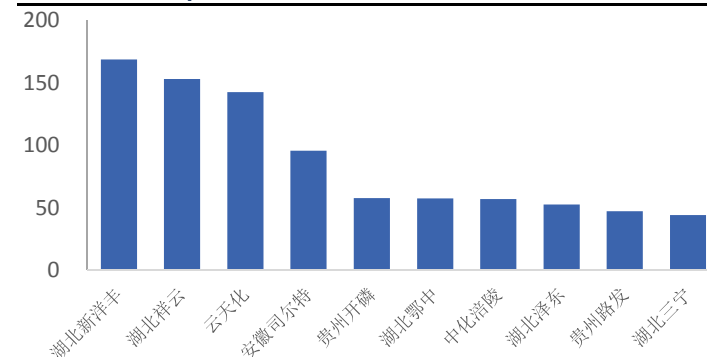
伴随着产量的下滑, 一铵行业集中度逐年提升, 根据磷复肥行业协会统计数据, 一铵行业前 10 名企业产量占比由 2012 年的 48% 提升到 2016 年的 61%, 龙头企业议价权加强, 未来有望维持合理利润。

图 19: 我国磷酸一铵前 10 名企业产量合计占比



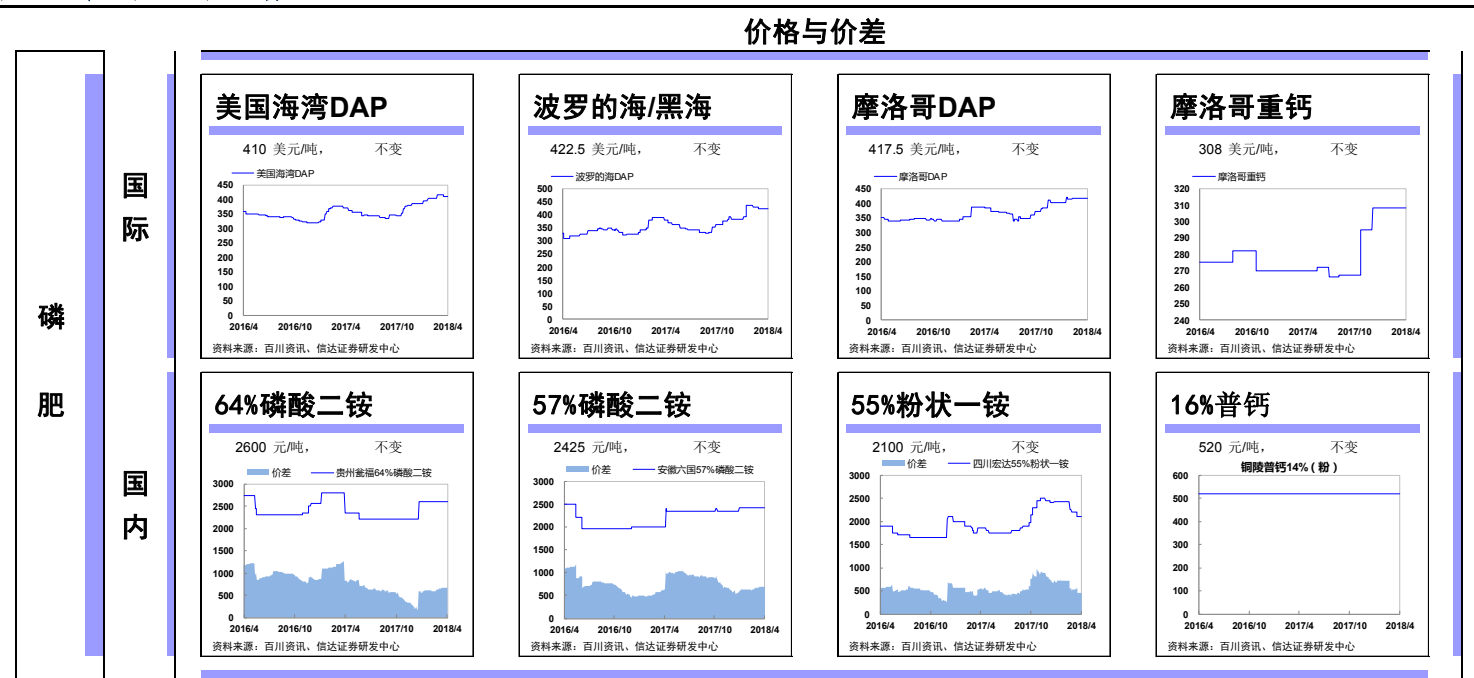
资料来源: 中国磷复肥工业协会, 信达证券研发中心

图 20: 一铵 Top 10 企业产量 (2015 年)



资料来源: 中国磷复肥工业协会, 信达证券研发中心

图 21: 磷肥价格及价差走势



三、一体化布局的复合肥行业龙头，成本与渠道优势明显

公司主营磷复肥及新型肥料业务，具备高浓度磷复肥 800 万吨/年和 320 万吨/年低品位矿洗选能力，同时配套硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年产能，是复合肥行业前三甲中唯一实现从基础原材料到终端产品完整产业链布局的复合肥龙头企业。目前，公司已基本完成全国性布局，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，在湖北荆门、湖北宜昌、湖北钟祥和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复合肥生产基地，有利于公司降低原料采购和物流运输成本，并因地制宜开发针对性产品。

图 22：公司复合肥生产基地布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

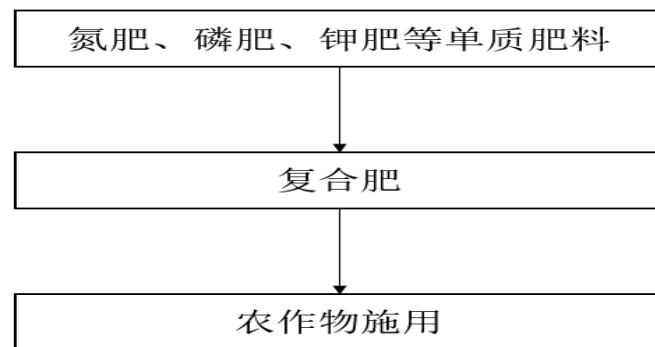
（一）成本与渠道优势明显，力保公司销量逐年增长

配套磷肥及上游原材料产能，拥有钾肥进口权，一体化布局成本优势明显

复合肥行业具有轻资产特点，企业采购氮肥、磷肥和钾肥等基础肥料，经掺合、造粒工艺加工为产品后对外出售，基础肥料采购成本占复合肥生产成本的 80%以上。三种基础肥料中，氮肥（尿素）国内供应充足，主流复合肥企业均以市场价在市场中采购；钾肥依赖进口，复合肥企业需向几家大型钾肥生产商或贸易商采购，公司拥有钾肥进口权，成本较直接在市场采购低 100-200 元/吨，可有力保障钾肥供应；氮肥和钾肥供给特点决定了复合肥企业的成本弹性更多的体现在磷肥上，公司在湖北省和四川省拥有低品位磷矿石合计 320 万吨/年洗选能力，并在湖北宜昌、湖北钟祥、四川雷波三地建设有合计 180 万吨/年的磷酸一铵生产基地，可完全满足自身复合肥生产对磷铵的需求，金正大、史丹利均有向公司采购一铵，此外公司同时拥有配套生产用合成氨 15 万吨/年、硫酸 280 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年和硝酸 15 万吨/年产能，是复合肥行业前三甲中唯一

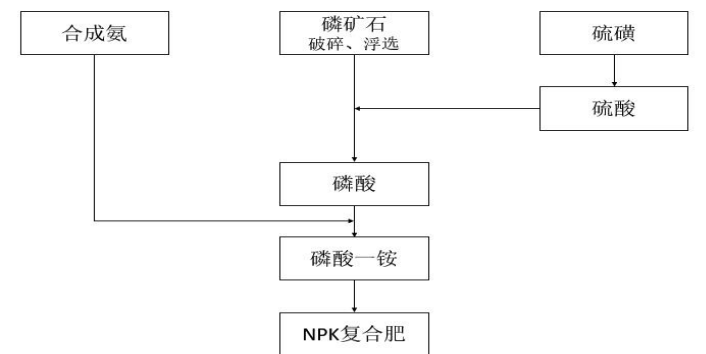
实现从基础原材料到终端产品完整产业链布局的企业，成本优势突出。

图 23: 复合肥产业链



资料来源：信达证券研发中心

图 24: 磷酸一铵产业链

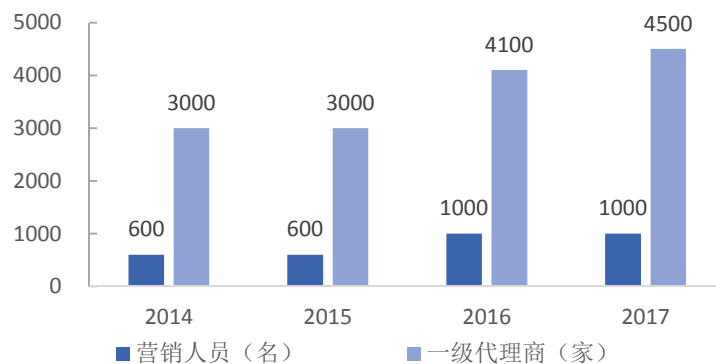


资料来源：信达证券研发中心

增强营销渠道粘性，拥有业内网络分布最密、专业水平居高的营销队伍

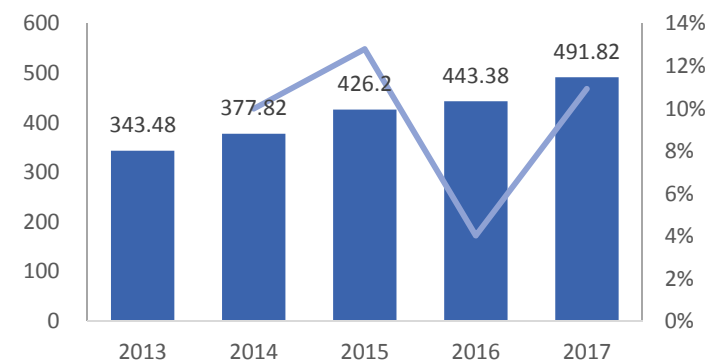
公司上市以来不断加强营销队伍建设，营销人员及一级代理商数量从上市时的 600 余名、3000 多家发展到目前的 1000 余名、4500 多家，并拥有 6 万家终端零售商，营销网络稳定性好、执行力强、覆盖面广。公司实施扁平化渠道管理，在逐步减少经销商传统渠道经营的同时，因地制宜探索渠道模式创新，大力推进公司化运作与批零一体化、区域服务中心模式、多元化直营模式、迪智成模式、第三方渠道共享等创新模式，充分激活渠道效益，深度提升代理合作与终端消费粘性。

图 25: 公司历年营销渠道建设情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 公司磷复肥历年销量及同比变化情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

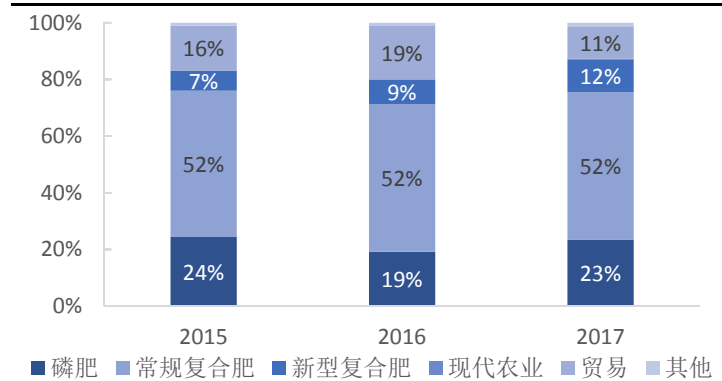
受益于成本与渠道方面的优势, 公司磷复肥销量逐年增长, 特别是在 2016-2017 年行业低迷的情况下, 销量仍保持同比增长态势, 显示出极强的竞争力。2017 年公司磷复肥销售 491.82 万吨, 同比增长 10.93%, 继续回到两位数增长轨道。

(二) 新型肥料推广效果明显, 产品结构持续优化

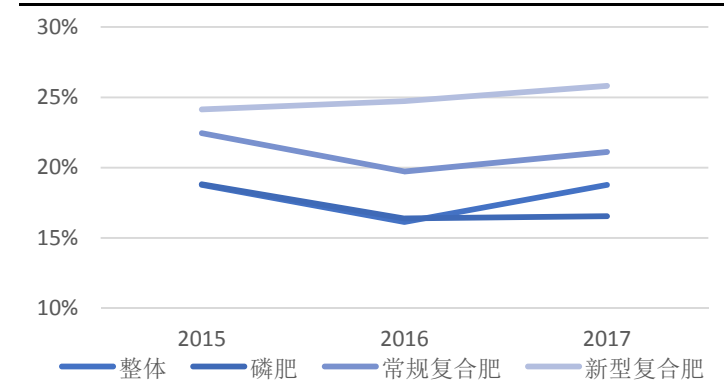
近年来, 随着化肥产品的进步与农民科学种肥意识的提升, 具备营养提高、功能改善、减量增效、土壤改良和环境友好等功能的特种肥料和新型肥料市场广阔。公司在发展传统磷肥、常规复合肥的基础上, 近年来不断加大新型肥料研发与创新力度, 制订了 2018-2020 产品创新战略规划和销量目标, 将新型肥料产品划分为特肥、有机肥+配方肥、缓控释肥、生态级肥和现有新品五大系列, 各系列均有研发、推广和营销人员支撑。公司新型复合肥主要依托子品牌布局市场, 涉及“洋丰正好”作物专用肥、“百倍邦”特种肥料、“水白金”和“简惠”水溶肥、“洋丰硫”生态级肥、“锌磷美”中微量添加复合肥、“机多宝”有机-无机复合肥、“道道”硝硫基肥等系列, 具有极强针对性。

在公司几大业务板块中, 常规复合肥及磷肥营收占比相对稳定, 2017 年分别为 52%和 23%, 而新型复合肥由于销量大幅增长推动其营收同比增长 46.38%至 10.50 亿元, 占公司总营收的比重由 9%上升到 12%, 并且新型复合肥毛利率显著高于其他肥料产品, 未来随着新型肥料销量的继续增长, 公司毛利率也有望提升。

2017 年, 公司与特肥龙头德国康朴专家战略合作, 通过与对方在技术研发、产品营销上的交流, 提升公司对稳定性肥料技术的研发与改进; 并通过本地化生产, 有效优化终端市场产品结构。截至今年 2 月, 相关生产设备及物料已正式投产并达产, 首批订单已发货。

图 27: 公司分业务营收占比情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 公司分业务毛利率变化情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

(三) 现代农业转型加速推进

公司在聚焦农资肥料主业做大做强做优的基础上, 紧跟中国农业发展的方向和趋势, 关注现代生物技术和信息技术与现代农业的结合与应用, 通过战略投资和资源整合, 以内生发展和外延式扩张相结合的方式, 向现代农业方向延伸, 特别是在农业设施、装备、可信任优质农产品的生产、种植和流通领域提供解决方案。

对可信任优质农产品产业链进行整合

2016 年 4 月, 公司投资 2000 万元设立洛川果业公司。在种植端, 洛川果业在陕西洛川和甘肃庆阳两地的苹果示范种植和收储基地开展“百户千亩”示范工程, 积极探索“政府+公司+合作社+农户”的果园托管模式。通过技术提升和组织变革, 为果农生产提供全程全方位的“五统一”技物配套技术方案和追踪式的果园标准化管理方案, 为品牌化提供支撑, 实现对优质资源的逐步控制; 在销售端, 引进国内顶尖营销团队, 设立新洋丰沛瑞(北京)生态农业科技有限公司, 致力于品牌农产品的渠道建设和品牌打造。2017 年上半年, 公司成立雷波果业公司, 在全球最适合种植脐橙的四川金沙江沿岸, 建设大型现代化生态脐橙种植与加工基地, 为雷波县果农提供优质的肥料、先进的橙园管理经验、科学的仓储与物流, 目前已完成千亩规模果园的土地平整、基本建设和树苗订购。

图 29: 洛川果业子公司运营模式

苹果生产

为果农提供包括化肥等在内的果品整体种植解决方案

果品收购

果品成熟后洛川果业直接向果农收购

品牌打造

在沛瑞品牌下打造小产区生态精品概念

渠道销售

借助国内大型果品流通渠道和线上生鲜电商渠道销售

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

同时，公司全资子公司澳大利亚新洋丰收购 Kendorwal 农场，为国际市场提供优质牛羊肉持续储备资源，目前农场的牛羊已陆续出栏；收购江苏绿港股权，开展现代蔬菜生产全产业链服务。

布局农业设施、农业装备领域

公司与农药制剂生产商田园生化合作，推广销售集成双方技术的药肥产品，弥补公司转型中缺少的产品；与农机销售商吉峰农机合作，共享终端客户信息，并代代理对方农机装备，增强终端种植户粘性；与领先生物建立合作伙伴关系，协同生产、销售高效、环保型新型肥料产品；参股象辑科技，布局农业气象服务领域，将对方独家气象数据源及成熟领先的算法与公司海量终端用户及数据资源进行优势互补，开展相关研究，合作开发农业保险产品，为经销商提供增值服务。

此外，公司与深圳道格资本管理有限公司共同设立 10 亿规模的现代农业产业并购基金，构建上市公司资源整合的项目储备平台，为上市公司寻找潜在的合作伙伴、投资储备现代农业产业链上的优质资源并购项目，推动公司从单纯的产品经营向农业综合服务转型。

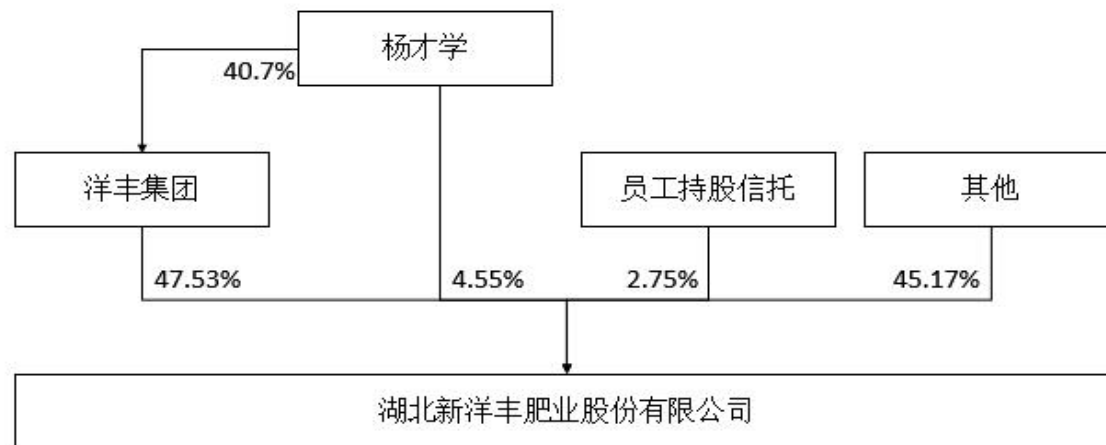
（四）看好公司发展前景，第一期员工持股计划实施完成

公司控股股东为洋丰集团，持有公司 47.53%股权，实际控制人为杨才学先生，其持有公司控股股东洋丰集团 40.70%股权及公司 4.55%股权。

公司 2017 年 6 月发布第一期员工持股计划，涉及包括 16 名董监高在内的合计 1150 名员工，至 2017 年 9 月该持股计划已完成股票购买，以 9.55 元/股的均价合计买入公司 35,901,844 股，占公司总股本的 2.75%。该持股计划锁定期为 1 年，存续期

为 2 年。

图 30: 公司股权结构 (截止到 2018.03.31)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

四、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别达到 100.16 亿元、113.57 亿元和 125.58 亿元, 归属母公司的净利润分别为 8.53 亿元、10.61 亿元和 12.72 亿元, 2018-2020 年摊薄的 EPS 分别达到 0.65 元、0.81 元和 0.98 元, 对应 2018 年 05 月 02 日收盘价 (9.39 元/股) 的动态 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍, 维持“买入”评级。

五、风险因素

原材料价格波动风险; 涉足新型领域带来的经营风险; 农作物价格低迷风险; 环保检查等政策风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,036.88	5,213.33	5,630.77	6,569.18	7,616.11
货币资金	536.87	1,278.03	1,388.19	1,890.04	2,557.44
应收票据	502.03	580.06	643.25	729.31	806.47
应收账款	56.34	95.47	105.87	120.03	132.73
预付账款	379.98	558.82	608.67	680.41	742.20
存货	1,779.05	2,061.00	2,244.83	2,509.43	2,737.31
其他	782.62	639.96	639.96	639.96	639.96
非流动资产	3,852.13	3,531.89	3,963.64	4,441.14	4,985.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,566.78	2,716.97	3,081.86	3,633.87	4,189.47
无形资产	483.73	514.27	481.54	448.82	416.10
其他	801.62	300.66	400.23	358.44	379.89
资产总计	7,889.01	8,745.22	9,594.41	11,010.32	12,601.57
流动负债	2,453.13	2,791.32	3,033.59	3,370.09	3,667.48
短期借款	9.66	9.80	9.80	9.80	9.80
应付账款	926.97	950.25	1,035.01	1,157.00	1,262.07
其他	1,516.51	1,831.27	1,988.78	2,203.29	2,395.60
非流动负债	96.57	117.40	117.40	117.40	117.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.57	117.40	117.40	117.40	117.40
负债合计	2,549.70	2,908.72	3,150.99	3,487.49	3,784.87
少数股东权益	153.65	153.62	168.18	186.28	207.98
归属母公司股东权益	5,185.66	5,682.88	6,275.25	7,336.55	8,608.71
负债和股东权益	7889.01	8745.22	9594.41	11010.32	12601.57

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,276.34	9,032.40	10,016.41	11,356.56	12,558.05
同比	-13.96%	9.14%	10.89%	13.38%	10.58%
归属母公司净利润	563.09	680.15	853.27	1,061.30	1,272.17
同比	-24.68%	20.79%	25.45%	24.38%	19.87%
毛利率	16.13%	18.78%	20.22%	21.35%	22.41%
ROE	11.41%	12.52%	14.27%	15.59%	15.96%
每股收益(元)(摊薄)	0.43	0.52	0.65	0.81	0.98
P/E	22	18	14	12	10
P/B	2.36	2.16	1.95	1.67	1.42
EV/EBITDA	12.30	10.65	9.01	7.38	6.22

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,276.34	9,032.40	10,016.41	11,356.56	12,558.05
营业成本	6,941.00	7,336.24	7,990.60	8,932.45	9,743.60
营业税金及附加	55.79	35.35	39.20	44.44	49.14
营业费用	332.69	507.67	510.39	578.68	639.90
管理费用	243.84	308.27	341.86	387.60	428.60
财务费用	-9.56	0.01	-10.33	-14.79	-18.80
资产减值损失	1.18	10.14	3.83	6.54	8.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.19	16.95	10.36	12.50	13.27
营业利润	721.58	865.24	1,151.23	1,434.15	1,720.17
营业外收入	16.54	2.17	11.28	11.28	11.28
营业外支出	6.01	7.26	5.40	6.22	6.29
利润总额	732.11	860.14	1,157.11	1,439.21	1,725.16
所得税	152.68	168.39	289.28	359.80	431.29
净利润	579.43	691.75	867.83	1,079.40	1,293.87
少数股东损益	16.35	11.60	14.55	18.10	21.70
归属母公司净利润	563.09	680.15	853.27	1,061.30	1,272.17
EBITDA	1,004.95	1,150.89	1,360.81	1,661.41	1,969.64
EPS	0.43	0.52	0.65	0.81	0.98

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	750.43	915.20	997.66	1,190.56	1,443.89
净利润	579.43	691.75	867.83	1,079.40	1,293.87
折旧摊销	272.10	290.31	202.54	221.22	243.41
财务费用	0.74	0.44	1.16	0.99	1.08
投资损失	-10.19	-16.95	-10.36	-12.50	-13.27
营运资金变动	-96.45	-65.47	-68.83	-106.60	-90.85
其它	4.79	15.12	5.32	8.05	9.65
投资活动现金流	-1,355.16	118.39	-625.43	-687.72	-775.41
资本支出	-666.80	-373.38	-635.78	-700.22	-788.68
长期投资	10.19	17.95	10.36	12.50	13.27
其他	-698.55	473.82	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-136.71	-272.03	-262.07	-0.99	-1.08
吸收投资	0.00	1.50	0.00	0.00	0.00
借款	8.43	0.14	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	208.79	198.53	262.07	0.99	1.08
现金净增加额	-736.74	769.16	110.17	501.84	667.40

化工研究小组简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。