

## 新洋丰 (000902)

公司研究/动态报告

# 成本渠道优势突出，有望受益于磷复肥行业复苏

—新洋丰 (000902) 动态报告

动态研究报告/基础化工

2018 年 09 月 25 日

### 报告摘要：

#### ● 公司是国内最大的磷复肥生产企业，盈利能力持续改善

公司具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、硝酸 15 万吨/年。受益于供给侧去化、公司市占率提升以及产品结构不断优化，公司业绩自 2017 年先于行业回暖，收入和净利润都出现了较快速度增长。我们认为，在国内供给侧改革以及国际磷肥新增产能投放放缓的背景下，受新兴发展中国家人口增长、国际原油价格中枢上涨带来的对农产品的需求拉动，磷复肥的供需关系不断好转，行业景气度有望持续上升。公司作为国内最大的磷复肥生产企业，盈利能力有望得到持续改善。

#### ● 磷复肥供给格局改善，行业景气度持续上升

从需求端来看，国内下游整体需求平稳，玉米供需改善，玉米价格有望触底回升，有望带来磷肥需求增量；磷肥零关税和复合肥降税政策拉动磷肥出口，印度国内化肥补贴增加、零售价不断上调，政策层面持续利好印度磷肥进口；受益汇率贬值与大豆出口需求增加，南美农业种植面积持续增长，拉动对于化肥的需求。供给端来看，受环保限产及“以渣定产”的影响，国内磷肥产量出现下滑，短期内全球磷肥行业新增产能有限，供给格局不断好转。

#### ● 公司一体化布局，成本和渠道优势突出

公司拥有磷矿-磷肥-复合肥产业链一体化优势，还是国内仅有的 5 家有钾肥自营进口权的企业之一。公司实施“洋丰”、“澳特丰”同步推进的双品牌和双渠道战略，目前全国设有县级代理 4500 余家，乡镇网络 60000 余家，强大的营销网络遍及中国乡镇村的各个角落。公司积极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。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 105.6、111.1、114.9 亿元，归母净利润分别为 8.8、10.3、10.9 亿元，EPS 分别为 0.66、0.77、0.82 元，对应 PE 为 13.8X、11.8X、11.1X，参考申万化工指数动态约 16.8 倍 PE 水平，给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示：

磷肥价格大幅下跌及出口不及预期；国内环保限产不及预期；海外磷肥需求不及预期；模型及推算过程中存在一定的局限性

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 9,032 | 10,563 | 11,108 | 11,487 |
| 增长率 (%)          | 9.1%  | 17.0%  | 5.2%   | 3.4%   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 680   | 879    | 1,029  | 1,093  |
| 增长率 (%)          | 20.8% | 29.2%  | 17.1%  | 6.2%   |
| 每股收益 (元)         | 0.52  | 0.66   | 0.77   | 0.82   |
| PE (现价)          | 17.5  | 13.8   | 11.8   | 11.1   |
| PB               | 2.1   | 1.8    | 1.6    | 1.4    |

## 推荐

维持评级

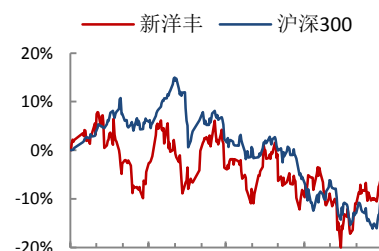
当前价格： 9.09 元

### 交易数据

2018-9-21

|                  |            |
|------------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 10.68/7.76 |
| 总股本 (百万股)        | 1,305      |
| 流通股本 (百万股)       | 1,173      |
| 流通股比例 (%)        | 89.91      |
| 总市值 (亿元)         | 119        |
| 流通市值 (亿元)        | 107        |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009  
电话： 010-85127892  
邮箱： taoyigong@mszq.com

### 研究助理：曹莉莉

执业证号： S0100117100029  
电话： 18701586180  
邮箱： caolili@mszq.com

### 研究助理：薛聪

执业证号： S0100118060011  
电话： 17698099528  
邮箱： xuecong@mszq.com

### 相关研究

1. 主业稳步增长，继续推进向现代农业转型
2. 新洋丰 (000902) 公司点评：收购江苏绿港，布局现代农业服务全产业链

## 目录

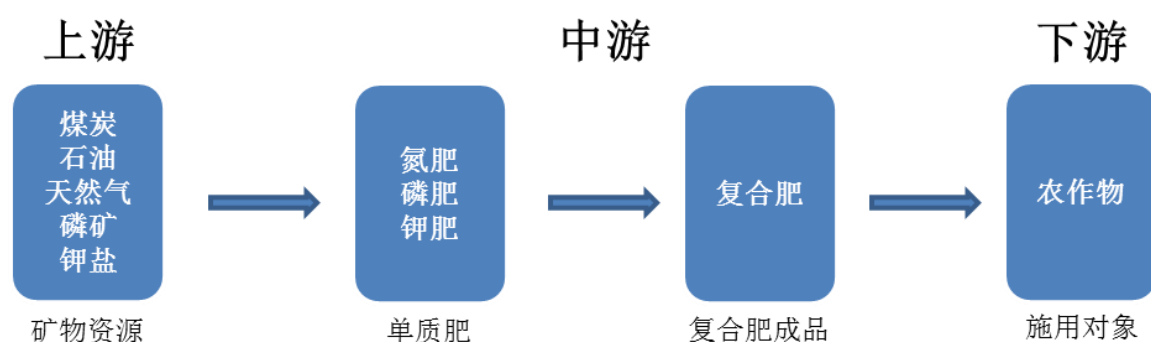
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 一、公司是国内最大的磷复肥生产企业.....                 | 3  |
| (一) 公司主营磷复肥业务, 业绩表现优异.....             | 3  |
| (二) 磷酸一铵与复合肥价格回暖, 公司盈利能力有望持续改善.....    | 4  |
| 二、磷复肥供给格局改善, 行业景气度持续上升.....            | 6  |
| (一) 需求端: 国内下游需求稳定, 海外市场带来增量.....       | 6  |
| 1、国内整体需求平稳, 玉米供需改善有望带来磷肥需求增量.....      | 6  |
| 2、零关税政策拉动磷肥出口, 东南亚和拉丁美洲是我国主要磷肥出口地..... | 7  |
| (二) 供给端: 环保政策持续收紧, 未来产能投放有限.....       | 9  |
| 1、磷矿主产地大幅限产, 原料压缩推动磷肥产能出清.....         | 9  |
| 2、环保政策持续升级, “以渣定产”倒逼产业减量降负.....        | 11 |
| 三、公司一体化布局, 成本和渠道优势突出.....              | 13 |
| (一) 公司产业链一体化优势突出, 区域优势显著.....          | 13 |
| (二) 公司品牌过硬, 销售渠道粘性强.....               | 14 |
| (三) 公司产业链条有序延伸, 现代农业转型加速推进.....        | 15 |
| 四、盈利预测.....                            | 16 |
| 五、风险提示.....                            | 16 |
| 插图目录.....                              | 18 |
| 表格目录.....                              | 18 |

## 一、公司是国内最大的磷复肥生产企业

### (一) 公司主营磷复肥业务，业绩表现优异

新洋丰公司主营磷复肥、新型肥料的研发、生产和销售，公司总部位于湖北荆门，目前拥有十大磷复肥生产基地，具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、硝酸 15 万吨/年，是国内最大的磷复肥生产企业。

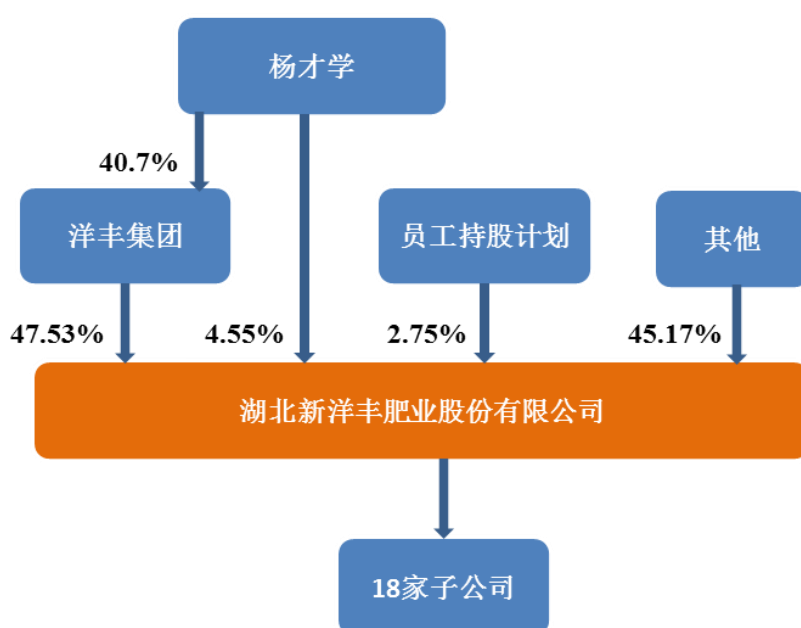
图 1：复合肥产业链



资料来源：民生证券研究院整理

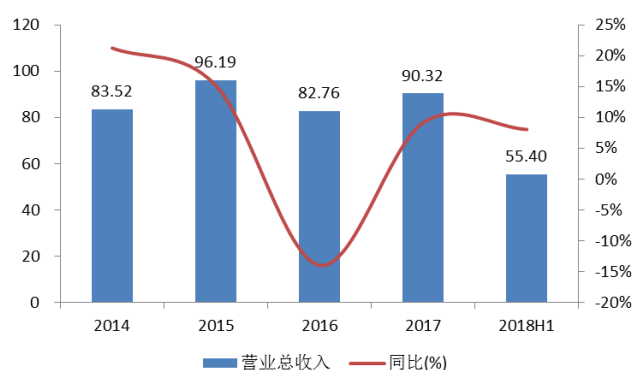
公司第一大股东为河北洋丰集团股份有限公司，实际控制人为杨才学先生，其供给持有公司 23.89% 股份，其中 4.55% 为直接持有，19.34% 为通过洋丰集团间接持有，公司目前拥有 18 家子公司。

图 2：新洋丰股权架构

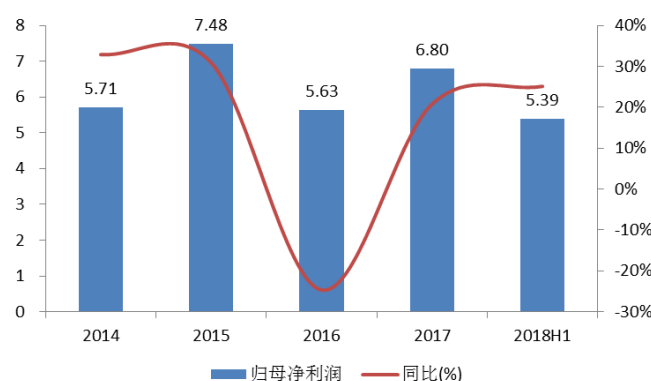


资料来源：公司公告，民生证券研究院

受益于供给侧小产能出清、公司磷复肥市占率提升，2017 年公司实现营收 90.32 亿元，同比增长 9.14%，归母净利 6.8 亿元，同比增长 20.79%。2018 年上半年，公司业绩继续保持增长态势，实现营收 55.4 亿元，同比增长 8.4%，毛利率 19.64%，同比增长 1.22 个百分点，归母净利 5.39 亿元，同比增长 25.12%。

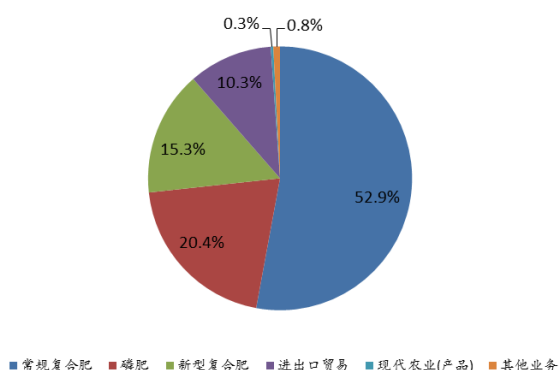
**图 3：公司 2014-2018H1 营收及同比变化（亿元）**


资料来源：Wind，民生证券研究院

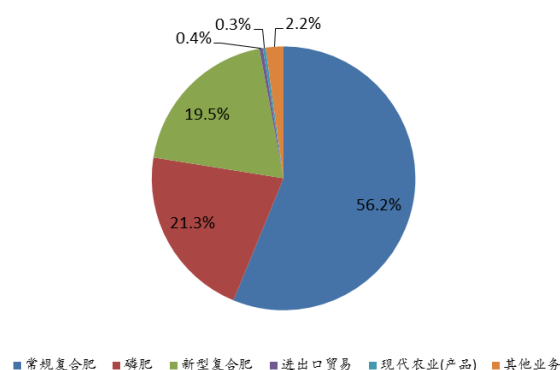
**图 4：公司 2014-2018H1 归母净利及同比变化（亿元）**


资料来源：Wind，民生证券研究院

从公司收入和毛利结构来看，2018 年上半年磷复肥业务贡献了公司 88.6% 的营业收入和 97.1% 的毛利润。其中，常规复合肥、磷肥和新型复合肥分别贡献了 56.2%（6.12 亿元）、21.3%（2.32 亿元）和 19.5%（2.12 亿元）的毛利润，与 2017 年相比，新型复合肥毛利润占比上升了 3.54 个百分点。

**图 5：2018H1 公司磷复肥收入占比 88.6%**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 6：2018H1 公司磷复肥毛利占比 97.1%**


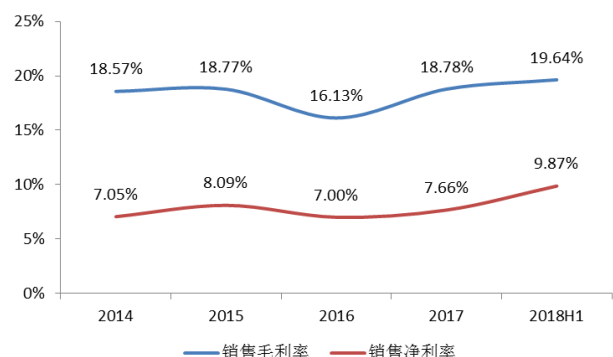
资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）磷酸一铵与复合肥价格回暖，公司盈利能力有望持续改善

受益于供给侧去化、公司市占率提升以及产品结构不断优化，公司业绩自 2017 年先于行业回暖，收入和净利润都出现了较快速度增长。公司 2017 年共销售磷复肥 491.82 万吨，同比增长 11%，毛利率 18.78%，同比增长 2.65 个百分点。2018 年上半年，公司毛利率继续上升，同时公司的销售费用、管理费用和财务费用均出现同比下降，财务费用更是达到负数，直接带动公司的销售净利率大幅提升。2018 年上半年公司销售净利率为 9.87%，同比上升 1.28

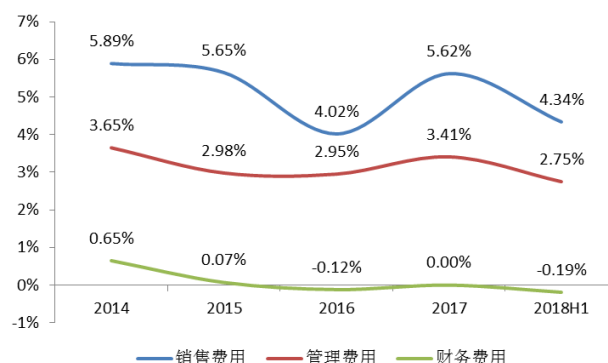
个百分点。

图 7: 公司毛利率和净利率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

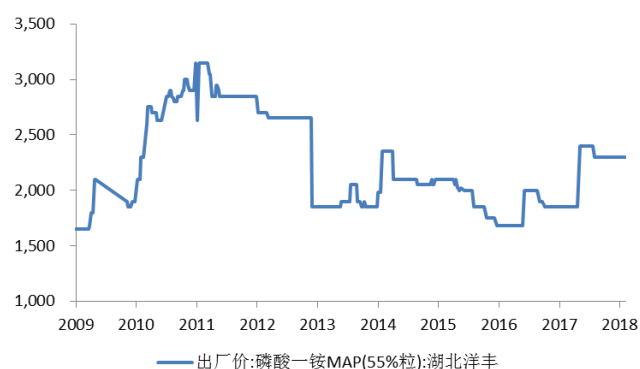
图 8: 公司期间费用率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

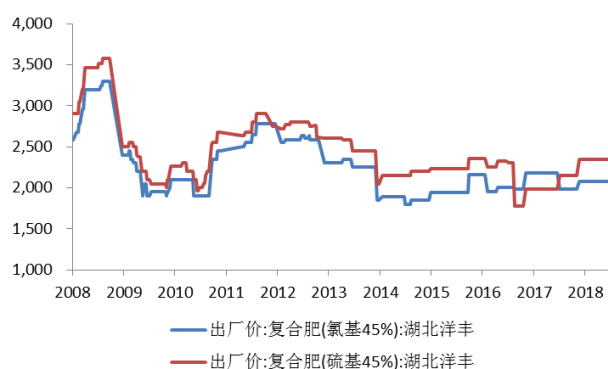
受环保从严、供给侧持续改革影响, 磷酸一铵和复合肥价格自 2016 年以来持续回暖, 价格震荡上扬, 价格中枢不断提高, 尤其进入 2018 年以来, 磷肥产业景气度回升明显。其中, 磷酸一铵的价格从 2016 年下半年的 1700 元/吨上涨至目前的 2300 元/吨, 而硫基复合肥价格则从 1780 元/吨涨至 2380 元/吨, 涨幅均超过 30%。我们认为, 在国内供给侧改革以及国际磷肥新增产能投放放缓的背景下, 受新兴发展中国家人口增长、国际原油价格中枢上涨带来的对农产品的需求拉动, 磷复肥的供需关系不断好转, 行业景气度有望持续上升。公司作为国内最大的磷复肥生产企业, 盈利能力有望得到持续改善。

图 9: 新洋丰磷酸一铵出厂价 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 10: 新洋丰复合肥出厂价 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

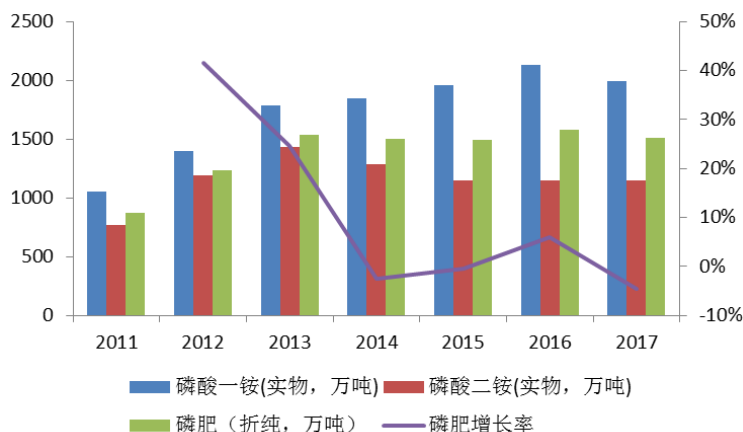
## 二、磷复肥供给格局改善，行业景气度持续上升

### (一) 需求端：国内下游需求稳定，海外市场带来增量

#### 1、国内整体需求平稳，玉米供需改善有望带来磷肥需求增量

2015 年，农业部印发《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，在化肥使用量方面，计划在 2015-2019 年间，逐步将化肥使用量年增长率控制在 1% 以内，力争到 2020 年实现主要农作物化肥使用量零增长。2011-2015 年，我国磷肥表观消费量由 880 万吨增加至 1500 万吨，CAGR 达到 11.3%，2017 年我国磷肥表观消费量 1520 万吨，同比下降 5%。短期内磷肥在我国国内的增长有限，但由于下游农产品的刚性需求仍在，尤其是玉米种植面积对我国磷肥市场影响显著。

图 11：我国磷肥表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

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，扩种大豆杂粮薯类和饲草作物。2016、2017 年我国玉米播种面积分别为 55152、53168 万亩，分别同比减少 2027、1984 万亩，已经十分接近 5000 万亩的。玉米种植对我国肥料市场影响显著，2016 和 2017 年玉米种植面积的大幅下降直接影响了复合肥产品的需求。

**玉米库存消化顺利，供需基本面改善：**随着玉米种植面积大幅调减削减供给，乙醇汽油等政策刺激存粮消化，目前玉米 14 年存化粮基本消化完，15 年存粮正逐步降低。从宏观统计来看，农业农村部 5 月报告指出玉米 17/18、18/19 年度期末库存预计分别下降 642 万吨、2007 万吨，我们预计 2018 年价格中枢上移 50 元。

表 1：国家临储拍卖已基本消化完 14 年存粮

|          | 年初结余  | 今年已拍卖粮 | 最新结余  |
|----------|-------|--------|-------|
| 2014 年以前 | 5320  | 3903   | 1417  |
| 2015     | 12543 | 863    | 11680 |
| 合计       | 17863 | 4766   | 13097 |

资料来源：中国农业信息网，民生证券研究院，玉米市场年度为当年 10 月份至下年 9 月份

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告

6

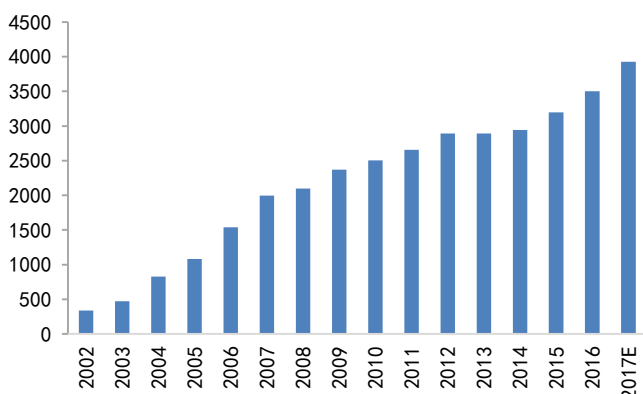
表 2: 中国玉米供需平衡表, 17/18 市场年度结余将出现下滑

|              | 2016/17 | 2017/18   | 2018/19   |
|--------------|---------|-----------|-----------|
| 播种面积(千公顷)    | 36768   | 35445     | 34950     |
| 收获面积(千公顷)    | 36768   | 35445     | 34950     |
| 单产(公斤/千公顷)   | 5971    | 6091      | 5995      |
| 产量(万吨)       | 21955   | 21589     | 20953     |
| 进口(万吨)       | 246     | 150       | 150       |
| 消费(万吨)       | 21072   | 22361     | 23060     |
| 损耗及其他(万吨)    | 1001    | 983       | 980       |
| 出口(万吨)       | 8       | 20        | 50        |
| 结余变化(万吨)     | 1121    | -642      | -2007     |
| 国内产区批发价(元/吨) | 1631    | 1650-1750 | 1650-1750 |
| 进口玉米到岸价(元/吨) | 1698    | 1580-1680 | 1600-1700 |

资料来源: 中国农业信息网, 民生证券研究院, 玉米市场年度为当年 10 月份至下年 9 月份

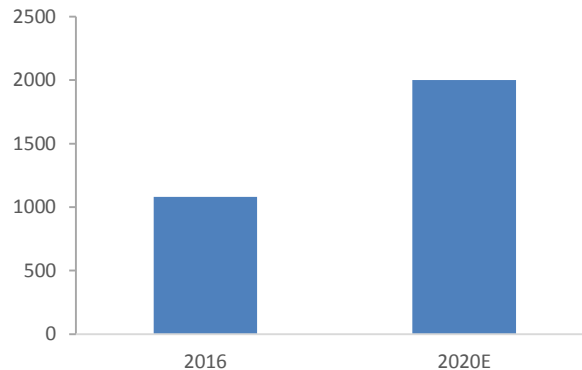
**玉米淀粉、玉米乙醇等深加工方式产能建设火热, 下游需求稳步提升:** 国内玉米淀粉和玉米乙醇产能稳步提升, 下游需求强劲。至 2017 年我国玉米淀粉产能预计超 3900 万吨/年, 按每吨玉米能够生产 760 千克淀粉计算, 最高将消耗逾 5000 万吨玉米; 当前我国玉米酒精产能约 1080 万吨/年, 随着国家燃料乙醇政策推进, 至 2020 年产能有望达到 2000 万吨/年, 按每吨玉米生产 330 千克乙醇计算, 至 2020 年玉米乙醇消耗玉米最高将超 6000 万吨/年。

图 12: 我国玉米淀粉加工能力逐步走高(万吨)



资料来源: 布瑞克咨询, 民生证券研究院

图 13: 玉米乙醇(酒精)产能(万吨)



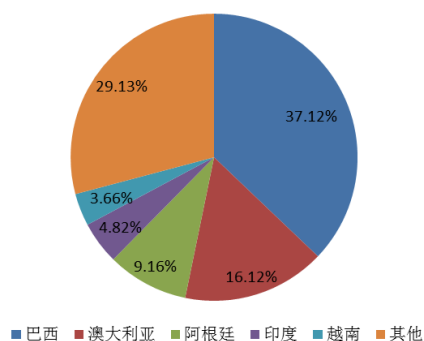
资料来源: 布瑞克咨询, 民生证券研究院

## 2、零关税政策拉动磷肥出口, 东南亚和拉丁美洲是我国主要磷肥出口地

2017 年 12 月, 财政部发布的《2018 年关税调整方案》中指出我国磷肥出口维持 2017 年的零关税政策, 氮磷钾三元复合肥出口关税由此前按 20% 税率从价征收变为按 100 元/吨从量征收, 关税的利好有望驱动我国磷肥出口持续向好。

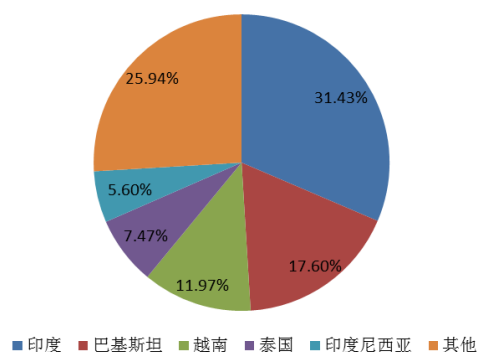
从出口地区来看, 我国 MAP 的 50% 以上出口拉丁美洲, 巴西、澳大利亚、阿根廷是 MAP 前三大出口国, 2017 年我国 MAP 出口巴西 101 万吨, 出口占比为 37%。我国 DAP 主要出口东南亚国家, 印度是我国最大的出口市场, 2017 年我国 DAP 出口印度 201 万吨, 出口占比为 31%。

图 14: 国内 MAP 出口地区



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

图 15: 国内 DAP 出口地区



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

**印度化肥进口补贴增加, 刺激磷肥进口使用需求:** 印度是全球磷肥的最大需求国, 贸易量占全球贸易总量的 30% 以上, 目前印度国内磷肥供需缺口约为 550 万吨。2018 年由于印度国内化肥补贴增加、零售价不断上调, 政策层面持续利好印度磷肥进口; 同时 2018 年印度磷酸合同价连续上涨, 国内生产成本不断增加, 二铵产量下滑幅度严重, 进一步刺激磷肥的进口需求。

表 3: 印度 DAP 进口补贴额 (卢比/吨)

| 年度      | 补贴额   | 同比变动    |
|---------|-------|---------|
| 2011/12 | 19763 |         |
| 2012/13 | 14350 | -27.39% |
| 2013/14 | 12350 | -13.94% |
| 2014/15 | 12350 | 0.00%   |
| 2015/16 | 12350 | 0.00%   |
| 2016/17 | 8945  | -27.57% |
| 2017/18 | 8937  | -0.09%  |
| 2018/19 | 10402 | 16.39%  |

资料来源: 民生证券研究院整理

根据中国农资导报网数据, 2018 年印度已经进口 370 万吨 DAP, 在今年用肥结束之前, 印度仍有 180 万吨以上 DAP 的进口需求。基于目前的补贴及零售价政策, 印度市场采购意向价 CFR 为 425-430 美元/吨。印度磷肥整体受刚需支撑, 我国是印度 DAP 第一大进口国, 下半年我国 DAP 出口需求仍然强劲。

**受益汇率贬值与大豆出口需求增加, 南美农业种植面积持续增长:** 拉丁美洲是我国 MAP 的主要出口市场, 其中巴西和阿根廷是拉丁美洲的代表性国家, 整个拉丁美洲 90% 以上大豆和 95% 以上玉米均产自这两个国家。今年以来, 由于巴西和阿根廷汇率持续贬值, 其国内粮食价格暴涨, 农户销售收入增加, 种植积极性显著提高进而拉动对于化肥的需求。与此同时, 由于中美贸易摩擦持续, 美国大豆价格上升, 中国对南美大豆的进口需求将显著增加, 南美大豆的种植面积将有望继续增长。

**表 4：2014-2019 巴西、阿根廷大豆种植面积及产量**

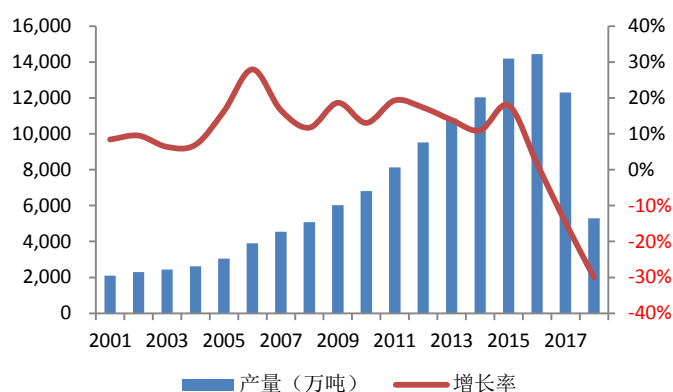
| 年度       | 巴西大豆种植面积<br>(万公顷) | 巴西大豆产量(万<br>吨) | 阿根廷大豆种植面<br>积(万公顷) | 阿根廷大豆产量(万吨) |
|----------|-------------------|----------------|--------------------|-------------|
| 2014/15  | 3194              | 9620           | 2050               | 6000        |
| 2015/16  | 3322              | 9540           | 2000               | 5680        |
| 2016/17  | 3403              | 11390          | 1940               | 5780        |
| 2017/18  | 3509              | 11920          | 1800               | 3700        |
| 2018/19E | 3650              | 12300          | 1850               | 5600        |

资料来源：Soybeans and corn, Conab, 美国农业部, 国际谷物理事会, 民生证券研究院

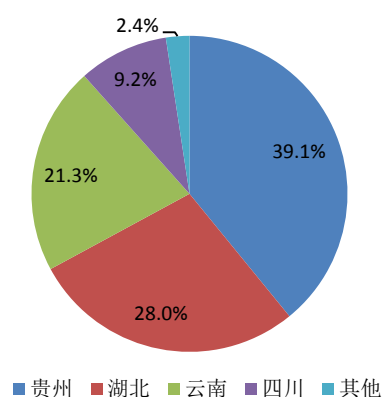
## (二) 供给端：环保政策持续收紧，未来产能投放有限

### 1、磷矿主产地大幅限产，原料压缩推动磷肥产能出清

我国磷矿的总体特点是总量大、富矿少、地域分布集中、开采和使用难度大。2001-2015 年间我国磷矿石产量稳健增长，年产量从 2100 万吨增长至 14204 万吨，复合增长率达 14.6%。2016 年我国开启以环保督查为核心的供给侧改革，加之下游磷肥价格低迷，磷矿石年产量 14440 万吨，同比增速降至 1.7%。2017 年由于环保形势及资源管控更加严格，全国磷矿石产量仅为 12313 万吨，同比下降 14.7%，自 2000 年以来产量首次出现下滑。

**图 16：2001-2018 年我国磷矿石产量及增长率**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

**图 17：2017 年我国磷矿产量分布**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

我国磷矿石产量的 97% 以上集中于贵州、湖北、云南、四川四省，2018 年 1-6 月中国磷矿石产量仅为 5300 万吨，和 2017 年同期的 7600 万吨相比，下滑了 2300 万吨，同比降幅为 30%。造成磷矿石产量下滑主要是由于国内环保高压态势持续，2017 年 7 月，国土资源部印发《自然保护区内矿业权清理工作方案》的通知，各磷矿主产地随即纷纷颁布相关政策措施。今年以来国内已有 12 家磷矿企业因环保督查而停采，随着环保督查“回头看”行动开展以及未来三年的第二轮环保督查实施，预计磷矿石的供给将会持续受限。

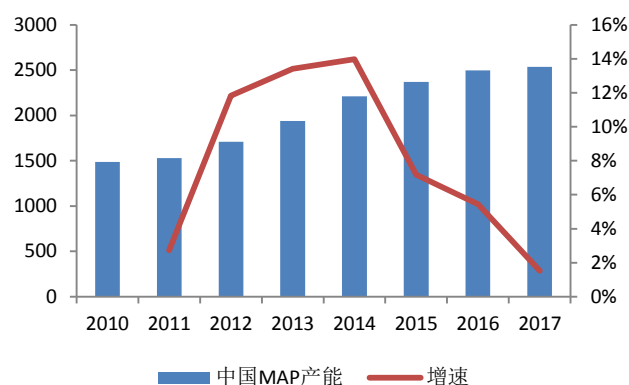
表 5: 阿根廷大豆、豆粕和豆油出口税政策

| 省份 | 上半年产量                 |
|----|-----------------------|
| 湖北 | 产量为 1555 万吨, 同比下降 36% |
| 贵州 | 产量为 2239 万吨, 同比下降 17% |
| 四川 | 产量为 200 万吨, 同比下降 71%  |
| 云南 | 产量为 1071 万吨, 基本与去年持平  |

资料来源: 民生证券研究院整理

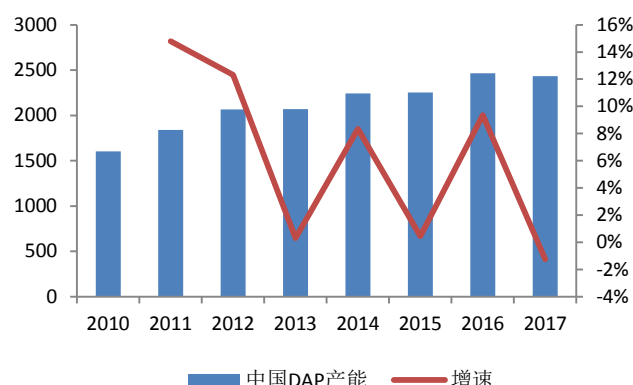
磷矿石限产减产将推动下游磷肥等产业产能出清, 不具备磷矿资源的下游磷化工企业将面临较高的原材料成本压力逐渐退出。我国 MAP 和 DAP 行业分布略有不同, 磷酸一铵作为复合肥的原材料, 2018 年产能 2536 万吨, CR10 在 55% 左右, 分布与下游复合肥企业靠近, 较为分散, 企业普遍接受外采磷矿石。磷酸二铵企业的集中度较高, 产能 2434 万吨, CR10 在 80% 左右, 由于单耗更高, 磷酸二铵产能主要集中在磷矿石产区。就磷酸二铵产能而言, 不具备自有磷矿的产能大约在 400-500 万吨, 这将是受磷矿石涨价冲击最大的部分。

图 18: 我国 MAP 产能及增速 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

图 19: 我国 DAP 产能及增速 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

我国复合肥产能严重过剩, 2016 年总产能超过 2 亿吨/年, 实际年产量仅为 6000-6500 万吨, 开工率不足 35%。近两年一方面由于开展以环保督查为核心的供给侧改革, 另一方面受行业盈利能力下降的影响, 复合肥行业的整合大幕已经拉开, 一部分中小产能企业主动关停或被兼并重组, 也有一部分企业因开工不足而破产、倒闭。截至目前, 国内复合肥产能约 1.2 亿吨, 行业 CR10 为 30%, 产能过剩情况依旧严重, 行业集中度仍有较大提升空间。

表 6：国内前十复合肥企业（万吨/年）

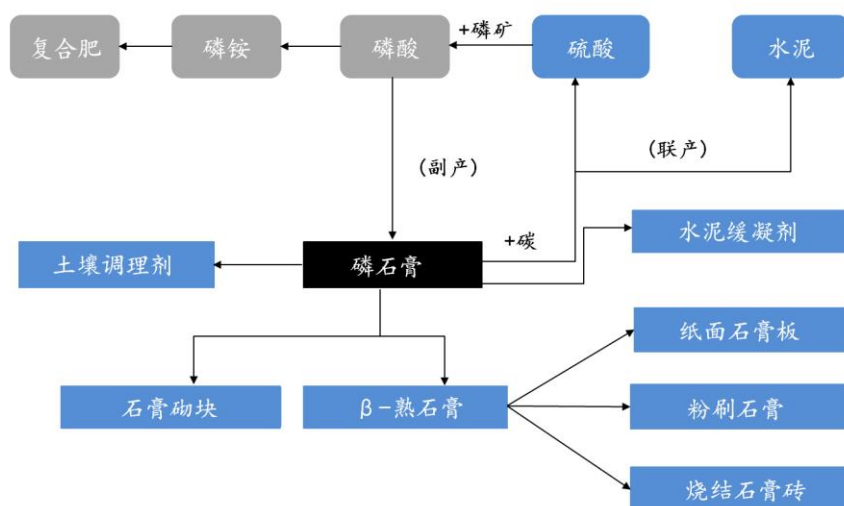
| 地区 | 复合肥企业 | 产能  |
|----|-------|-----|
| 山东 | 金正大   | 700 |
| 四川 | 云图控股  | 560 |
| 山东 | 史丹利   | 520 |
| 湖北 | 新洋丰   | 520 |
| 江苏 | 绿陵化工  | 300 |
| 江西 | 开门子   | 225 |
| 安徽 | 司尔特   | 200 |
| 江苏 | 江苏华昌  | 200 |
| 江苏 | 江苏中东  | 200 |
| 山东 | 鲁西    | 200 |

资料来源：民生证券研究院整理

## 2、环保政策持续升级，“以渣定产”倒逼产业减量降负

磷肥生产中也会产生大量磷石膏，形成复杂的环保消化和安全堆存问题。现阶段，磷石膏的处理以堆存为主，其次是倾倒、减排和资源化利用。资源化利用一方面是利用磷石膏自身属性，作为天然石膏的替代品发挥其剩余经济价值，另一方面则将其其中磷、硫、钙等营养元素进一步资源化，以调节土壤或富集制酸等。

图 20：磷石膏资源化利用



资料来源：北极星电力网，民生证券研究院

理论上讲，每生产 1 吨湿法磷酸副产约 4.5 吨磷石膏，就磷肥现有产能来看，磷石膏消纳问题今后大概率会成为促进磷肥产业减量降负的重要驱动力。2016 年，工信部发布《工业绿色发展规划（2016-2020 年）》提出到 2020 年磷石膏利用率需达 40%，随后各主产区陆续出台地方限制性政策强化实施。今年 4 月，贵州省和湖北省相继提出了 2018-2020 年磷石膏增量控制目标，对磷化工企业采取“以渣定产”措施，从终端推进磷肥产能的整合出清。在该政策的推行下，2018 年上半年我国 MAP 总产量约 880 万吨，较去年同期 1200 万吨下滑

26%，行业整体产量收缩，开工率处于低位。

表 7：关于磷石膏利用的地方限制性政策

| 时间     | 部门    | 政策                              | 相关内容                                                                                                                                            |
|--------|-------|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2018.4 | 贵州省政府 | 《关于加快磷石膏资源综合利用的意见》              | 2018 年全面实施“以用定产”，实现产销平衡，争取无增量；<br>2019 年起消大于产，年消纳量不低于 10% 递增，直至全省存量消纳完毕；<br>2020 年综合利用产业链基本形成，综合利用规模水平大幅提升                                      |
| 2018.4 | 宜昌市政府 | 《宜昌市磷石膏综合利用三年行动计划（2018-2020 年）》 | 2018 年产量比 2017 年下降 5%，综合利用率不低于 40%（约 470 万吨）；<br>2019 年产量比 2018 年下降 10%，综合利用率不低于 50%（约 50 万吨）；<br>2020 年产量比 2019 年下降 15%，综合利用率不低于 65%（约 590 万吨） |
| 2017.7 | 德阳市政府 | 《关于加快推进磷石膏综合利用工作的实施意见》          | 2018 年增量利用率达到 100%，实现产销平衡，并逐步消纳存量                                                                                                               |

资料来源：地方政府网，民生证券研究院

公司始终坚持环保先行的发展理念，既要抓生产也要抓环保。公司从 2005 年起就投入巨资兴建磷石膏渣场。目前共投入 3 亿元建有 4 个磷石膏渣场。同时公司拟投资 1 亿元积极进行磷石膏的综合利用，能够有效保护环境以及进行资源的再利用。

### 三、公司一体化布局，成本和渠道优势突出

#### （一）公司产业链一体化优势突出，区域优势显著

公司拥有磷矿-磷肥-复合肥产业链一体化优势，具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、硝酸 15 万吨/年，是国内最大的磷复肥生产企业。

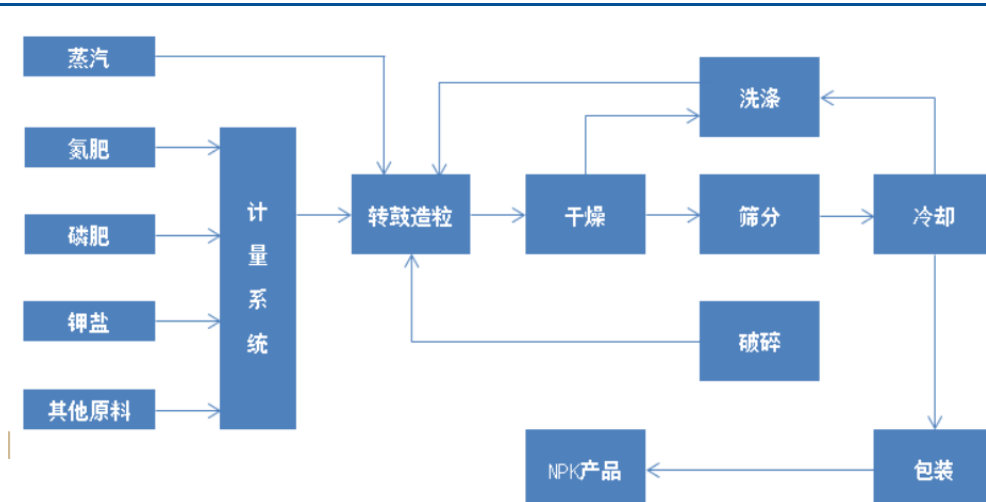
表 8：新洋丰磷复肥产能（万吨/年）

| 生产基地 | 磷酸一铵 | 复合肥          |
|------|------|--------------|
| 湖北荆门 | 10   | 195          |
| 湖北钟祥 | 40   | 60           |
| 湖北宜昌 | 80   |              |
| 四川雷波 | 50   |              |
| 山东菏泽 |      | 85           |
| 河北徐水 |      | 60           |
| 广西宾阳 |      | 60           |
| 江西九江 |      | 120（一期已建 80） |
| 吉林扶余 |      | 100          |
| 合计   | 180  | 640          |

资料来源：民生证券研究院整理

复合肥企业主要通过采购氮肥、磷肥和钾肥等单质肥，经掺合、干燥、造粒等工艺加工为成品后对外出售。三种单质肥中，钾肥依赖进口，公司是国内仅有的 5 家有钾肥自营进口权的企业之一；氮肥国内供给充足，公司按照市场价在市场中采购；磷酸一铵是生产复合肥的重要原材料，公司是国内最大的磷酸一铵生产企业，公司生产的磷酸一铵约 1/3 自用，每吨复合肥因此可以较同行获得显著的成本优势。

图 21：复合肥生产工艺



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

公司总部位于湖北江汉平原，地处中国的中心地带，辐射面广、运距近、运价低，具有

先天的区位优势。周边水路、铁路、公路四通八达，产品能够快速销往全国各地，特别是在铁路运力紧张、运价不断上调的背景下，公司拥有的铁路专用线、水运码头等基础设施，使得运输优势越发明显。

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，从而有效加快供货反应速度，降低原料采购和物流运输成本，实现产能布局全面优化，有助于公司充分发挥规模效应，提升公司整体竞争优势和持续盈利能力。

图 22：公司磷复肥生产基地



资料来源：公司公告，民生证券研究院

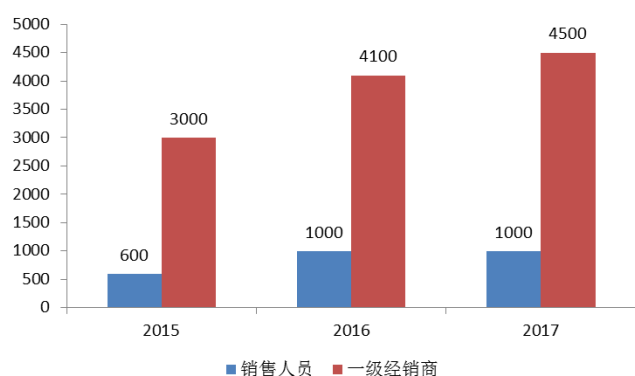
## （二）公司品牌过硬，销售渠道粘性强

公司实施“洋丰”、“澳特”两大品牌的双品牌和双渠道战略。一直以来，坚持以“工匠”精神夯实产品体系，高度重视品牌价值和影响的提升。“洋丰”品牌先后获得“中国名牌产品”、“中国驰名商标”、“国家免检产品”等荣誉称号，“澳特”品牌先后获得“国家免检产品”、“湖北著名商标”等荣誉称号。公司还获有“全国守合同重信用企业”、“全国厂务公开管理先进单位”、“长江质量奖提名奖”、“中国石油和化工民营企业百强”、“中国磷复肥企业 100 强”、“十佳肥料品牌”、“上市公司口碑榜最具技术创新”等荣誉称号，被国家海关总署评定为“A 类企业”，在各级政府和职能部门、银行及客户等合作单位中一直享有良好的企业信誉。

公司现有营销人员 1000 余名，一级代理商 4500 多家，终端零售商 60000 多家，现有营销网络稳定性好、执行力强、覆盖面广，销售网络遍布中国大陆所有省、市和自治区，具备业内网络分布最密、专业水平居高的营销队伍。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、

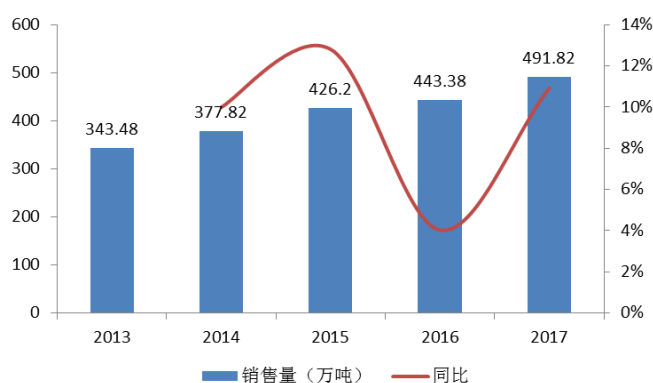
区域服务中心模式、多元化直营模式、迪智成模式、第三方渠道共享等创新模式，充分激活渠道效益，深度提升代理合作与终端消费粘性。依托合理的网络布局和科学的渠道创新，公司围绕终端用户有序开展各类知识宣传、主题传播活动，持续推出贴近农户的农化服务和促销；围绕客户群体建立经销商数据库，对经销商、用户定期拜访及回访，实现对营销网络的精细化管理；针对客户群体进行分层管理，“大客户重管控，中小客户重成长”，跟进渠道粘性及其生长，不断提升经销商团队对终端市场的自主管理及服务意识；借助精准会议营销，深层传递产品价值与合作意义，在巩固现有渠道的基础上进一步挖掘潜在合作，主动引领市场风向。

图 23：公司销售渠道建设情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：公司复合肥销量及同比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### （三）公司产业链条有序延伸，现代农业转型加速推进

在种植端，洛川新洋丰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 2017 年第三届果业品牌大会上，洛川果业获得了“2017 年中国果业服务商十大品牌企业”称号。报告期内，公司设立雷波新洋丰果业，在种植端将品类扩大到柑橘领域，针对雷波脐橙精品小产区的特点，在优势地段自建脐橙种植基地，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。同时，与四川省农科院达成战略合作，为后续现代脐橙产业园区的战略规划推进打造了良好开端。

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。在全国建立七个销售大区，迅速形成品牌农产品的营销网络。通过参加第十届亚洲国际果蔬展、第三届果品流通协会品牌大会等权威会议，对品牌和 VI 系统进行全面梳理，沛瑞品牌得到了业界和市场的充分认可，连续斩获“2017 果业十大品牌”、“最具行业推荐奖”等。

此外，公司在澳洲的牧场所饲养的牛羊陆续出栏；江苏绿港在设施蔬菜 PPP 项目方面取得实质性进展；与象辑科技合作开发农业保险产品，为经销商提供增值服务。与深圳道格资

本管理有限公司共同设立 10 亿元规模的产业并购基金，投资现代农业产业链上的优质产业资源，构建上市公司资源整合的项目储备平台。

## 四、盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 105.6、111.1、114.9 亿元，归母净利分别为 8.8、10.3、10.9 亿元，EPS 分别为 0.66、0.77、0.82 元，对应 PE 为 13.8X、11.8X、11.1X，参考申万化工指数动态约 16.8 倍 PE 水平，给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

磷肥价格大幅下跌及出口不及预期；国内环保限产不及预期；海外磷肥需求不及预期；模型及推算过程中存在一定的局限性

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 9,032 | 10,563 | 11,108 | 11,487 |
| 营业成本      | 7,336 | 8,518  | 8,803  | 9,073  |
| 营业税金及附加   | 35    | 51     | 50     | 53     |
| 销售费用      | 508   | 537    | 585    | 598    |
| 管理费用      | 308   | 344    | 368    | 378    |
| EBIT      | 845   | 1,113  | 1,302  | 1,385  |
| 财务费用      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 资产减值损失    | 10    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 17    | 15     | 15     | 15     |
| 营业利润      | 865   | 1,127  | 1,318  | 1,400  |
| 营业外收支     | (5)   | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额      | 860   | 1,128  | 1,316  | 1,399  |
| 所得税       | 168   | 226    | 261    | 279    |
| 净利润       | 692   | 902    | 1,055  | 1,120  |
| 归属于母公司净利润 | 680   | 879    | 1,029  | 1,093  |
| EBITDA    | 1,135 | 1,434  | 1,650  | 1,762  |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1278 | 2473  | 3669  | 4961  |
| 应收账款及票据     | 676  | 747   | 793   | 818   |
| 预付款项        | 559  | 588   | 629   | 641   |
| 存货          | 2061 | 2167  | 2261  | 2323  |
| 其他流动资产      | 444  | 444   | 444   | 444   |
| 流动资产合计      | 5213 | 6520  | 7914  | 9305  |
| 长期股权投资      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 2719 | 3018  | 3268  | 3534  |
| 无形资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产合计     | 3532 | 3463  | 3293  | 3118  |
| 资产合计        | 8745 | 9983  | 11207 | 12423 |
| 短期借款        | 10   | 10    | 10    | 10    |
| 应付账款及票据     | 950  | 1060  | 1106  | 1136  |
| 其他流动负债      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 2791 | 3127  | 3296  | 3391  |
| 长期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 117  | 117   | 117   | 117   |
| 非流动负债合计     | 117  | 117   | 117   | 117   |
| 负债合计        | 2909 | 3245  | 3413  | 3509  |
| 股本          | 1333 | 1333  | 1333  | 1333  |
| 少数股东权益      | 154  | 177   | 202   | 230   |
| 股东权益合计      | 5837 | 6739  | 7793  | 8914  |
| 负债和股东权益合计   | 8745 | 9983  | 11207 | 12423 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 9.1%  | 17.0% | 5.2%  | 3.4%  |
| EBIT 增长率        | 20.2% | 31.7% | 17.0% | 6.3%  |
| 净利润增长率          | 20.8% | 29.2% | 17.1% | 6.2%  |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 18.8% | 19.4% | 20.8% | 21.0% |
| 净利率             | 7.5%  | 8.3%  | 9.3%  | 9.5%  |
| 总资产收益率 ROA      | 7.8%  | 8.8%  | 9.2%  | 8.8%  |
| 净资产收益率 ROE      | 12.0% | 13.4% | 13.6% | 12.6% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.9   | 2.1   | 2.4   | 2.7   |
| 速动比率            | 1.1   | 1.4   | 1.7   | 2.1   |
| 现金比率            | 0.5   | 0.8   | 1.1   | 1.5   |
| 资产负债率           | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 3.1   | 2.8   | 2.9   | 2.9   |
| 存货周转天数          | 95.5  | 92.9  | 93.8  | 93.5  |
| 总资产周转率          | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.5   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 每股净资产           | 4.3   | 4.9   | 5.7   | 6.5   |
| 每股经营现金流         | 0.7   | 1.1   | 1.0   | 1.1   |
| 每股股利            | 0.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 17.5  | 13.8  | 11.8  | 11.1  |
| PB              | 2.1   | 1.8   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA       | 9.3   | 6.6   | 5.0   | 3.9   |
| 股息收益率           | 2.2%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 692   | 902   | 1,055 | 1,120 |
| 折旧和摊销       | 300   | 321   | 348   | 377   |
| 营运资金变动      | (65)  | 236   | (29)  | (3)   |
| 经营活动现金流     | 915   | 1,444 | 1,360 | 1,481 |
| 资本开支        | 373   | 252   | 179   | 204   |
| 投资          | (21)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | 118   | (237) | (164) | (188) |
| 股权募资        | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | (272) | (12)  | 0     | 0     |
| 现金净流量       | 762   | 1,195 | 1,196 | 1,292 |

## 插图目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 复合肥产业链 .....                        | 3  |
| 图 2: 新洋丰股权架构 .....                       | 3  |
| 图 3: 公司 2014-2018H1 营收及同比变化 (万亿) .....   | 4  |
| 图 4: 公司 2014-2018H1 归母净利及同比变化 (万亿) ..... | 4  |
| 图 5: 2018H1 公司磷复肥收入占比 88.6% .....        | 4  |
| 图 6: 2018H1 公司磷复肥毛利占比 97.1% .....        | 4  |
| 图 7: 公司毛利率和净利率变化情况 (%) .....             | 5  |
| 图 8: 公司期间费用率变化情况 (%) .....               | 5  |
| 图 9: 新洋丰磷酸一铵出厂价 (元/吨) .....              | 5  |
| 图 10: 新洋丰复合肥出厂价 (元/吨) .....              | 5  |
| 图 11: 我国磷肥表观消费量 (万吨) .....               | 6  |
| 图 12: 我国玉米淀粉加工能力逐步走高 (万吨) .....          | 7  |
| 图 13: 玉米乙醇 (酒精) 产能 (万吨) .....            | 7  |
| 图 14: 国内 MAP 出口地区 .....                  | 8  |
| 图 15: 国内 DAP 出口地区 .....                  | 8  |
| 图 16: 2001-2018 年我国磷矿石产量及增长率 .....       | 9  |
| 图 17: 2017 年我国磷矿产量分布 .....               | 9  |
| 图 18: 我国 MAP 产能及增速 (万吨) .....            | 10 |
| 图 19: 我国 DAP 产能及增速 (万吨) .....            | 10 |
| 图 20: 磷石膏资源化利用 .....                     | 11 |
| 图 21: 复合肥生产工艺 .....                      | 13 |
| 图 22: 复合肥生产工艺 .....                      | 14 |
| 图 23: 公司销售渠道建设情况 .....                   | 15 |
| 图 24: 公司复合肥销量及同比变化 .....                 | 15 |

## 表格目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表 1: 国家临储拍卖已基本消化完 14 年存粮 .....          | 6  |
| 表 2: 中国玉米供需平衡表, 17/18 市场年度结余将出现下滑 ..... | 7  |
| 表 3: 印度 DAP 进口补贴额 (卢比/吨) .....          | 8  |
| 表 4: 2014-2019 巴西、阿根廷大豆种植面积及产量 .....    | 9  |
| 表 5: 阿根廷大豆、豆粕和豆油出口税政策 .....             | 10 |
| 表 6: 国内前十复合肥企业 (万吨/年) .....             | 11 |
| 表 7: 关于磷石膏利用的地方限制性政策 .....              | 12 |

## 分析师与研究助理简介

**陶贻功**，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

**曹莉莉**，中山大学应用化学理学学士，杜克大学工程管理硕士，2017年9月加入民生证券化工团队。

**薛聪**，清华大学化学专业硕士，2018年5月加入民生证券化工团队。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。