

强区位及产业链一体化优势下，农业必需品
复合肥龙头逐步迎来黄金发展期
买入（首次）

2018 年 10 月 18 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,032	10,461	11,889	13,263
同比（%）	9.1%	15.8%	13.7%	11.6%
归母净利润（百万元）	680	820	989	1,173
同比（%）	20.8%	20.6%	20.5%	18.6%
每股收益（元/股）	0.52	0.63	0.76	0.90
P/E（倍）	15.9	13.2	11.0	9.2

投资要点

- **强区位及产业链一体化复合肥龙头。**新洋丰作为复合肥行业龙头之一，目前拥有 800 万吨各类高浓度磷复肥产能，生产基地全国化布局，其中主产能布局湖北及周边省市，与磷矿资源分布重叠，区位优势明显。公司具有复合肥原料磷酸一铵产能 180 万吨，居行业首位，原料布局深厚。公司控股股东洋丰集团旗下子公司新洋丰矿业拥有磷矿资源探明储量 5.87 亿吨，后续磷矿资源将根据公司上市时承诺陆续注入上市公司，产业链一体化将进一步完善。17 年公司实现营收 90.3 亿，净利润 6.8 亿，净利率达 7.5%（同期金正大、史丹利净利率分别为 3.6%、5.2%），复合肥销量 312 万吨，市占率达到 6.1%。
- **基于强区位及产业链一体化资源把控力，新洋丰成本优势明显。**17 年公司磷酸一铵 180 万吨左右销量中约 1/3 自用，根据外销部分毛利 300 元/吨左右估算（预计 18H1 约 450 元/吨），可节约成本 1.8 亿；同时公司拥有钾肥进口额度，17 年采购约 60 万吨钾肥，其中进口占一半左右，按国内外价差 400 元/吨测算，预计节约成本 1.2 亿。按 17 年复合肥销量 312 万吨计算，综合来看原料采购节约单吨成本近 96 元，贡献利润率近 2.7pct。另一方面，公司全国化复合肥产能布局，并在农业产区腹地湖北布局主要产能，据我们测算单吨运输成本可节约至少 23.5 元，并结合水运、铁路专线以及包装费用节约等方式，我们预计单吨成本节约可达 50 元/吨左右。
- **成本优势助力终端激励强化，龙头有望量价齐升。**基于公司的成本优势，单吨毛利高于行业水平，以及良好的财务状况和现金流，公司在终端经销商激励和营销方面具备较大空间，从而稳定经销商团队。同时，公司加大新型复合肥推广及营销品牌投入，提升农化服务水平来增强农户黏性。通过强化经销商激励，提升营销服务水平，带动终端销量提升，抢占市场份额。14-17 年公司销量市占率从 4.33%稳步提升至 6.12%。同时复合肥作为农业必需品，价格受到下游农产品景气度影响较大。目前农产品价格处于相对底部，后期向下空间较小，行业有望回暖，预计复合肥单价将稳步提升。
- **团队稳定进取性、扎实的财务基础进一步保障公司在未来发展中把握先机。**公司管理团队在实际生产和产业发展方面具有深厚积淀，进取性突出。同时公司通过上市公司及控股公司股权深度绑定上下利益，并利用员工持股及后续激励计划进一步完善激励，彰显公司发展信心。18Q3 公司资产负债率仅为 28.62%，在重资产的复合肥行业表现突出。同时公司 17 年经营性现金流 9.15 亿，账面现金 12.8 亿，现金流状况良好，有利于在原料价格上涨趋势下的资源储备布局，以及流动性、员工激励等方面做出更多选择，保证公司的稳健良好运行。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 18-20 年公司实现营收 104.61/118.89/132.63 亿，同增 15.8%/13.7%/11.6%；归母净利 8.20/9.89/11.73 亿，同增 20.6%/20.5%/18.6%。当前股价对应 PE 为 13.2X/11.0X/9.2X，基于公司的成本优势以及良好的财务状况，具备更大的终端激励提升空间，拥有良好的长期成长性，且目前估值处于历史较低水平，给予“买入”评级！
- **风险提示：**原材料价格波动，下游需求不及预期，环保力度超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.31
一年最低/最高价	7.73/10.54
市净率(倍)	1.76
流通 A 股市值(百万元)	9746.72

基础数据

每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	28.62
总股本(百万股)	1304.53
流通 A 股(百万股)	1172.89

相关研究

无

内容目录

1. 全产业链布局的复合肥行业龙头	4
1.1. 磷复肥行业翘楚，产业链布局完善	4
1.2. 股权高度绑定上下利益，团队稳定性、进取性突出	5
2. 复合肥行业低迷，强区位优势、资源掌控下新洋丰优势突出	6
2.1. 化肥“零增长”，复合为大势，新洋丰产品结构优化	6
2.2. 复合肥低迷期叠加环保趋严下供给侧改革，行业集中度提升趋势明显	7
2.3. 原料为王：掌控上游原料企业抗周期性明显	9
2.4. 产业链一体化+产能全国化，成本优势显著	11
3. 磷酸一铵价格高位上行，新洋丰成本优势显著	14
3.1. 上游磷矿石供给趋紧，资源属性凸显	14
3.2. 磷酸一铵供需格局向好，看好价格高位维稳	16
3.3. 国家区域环保高压常态化，新洋丰前瞻布局有望领先	17
4. 农业必需品，复合肥具消费属性	18
4.1. 成本优势助力激励强化，提升渠道活力	18
4.2. 性价比为核心之一，多品类满足专业化需求	19
4.3. 开启战略南移，区位优势明显推广基础良好	20
5. 农产品回暖，复合肥价格有望提升	21
6. 盈利预测与投资评级	22
6.1. 核心假设及收入拆分	22
6.2. 盈利预测及投资评级	23
7. 风险提示	24

图表目录

图 1: 新洋丰股权结构	5
图 2: 2002-2016 年化肥、复合肥施用量	7
图 3: 2000-2017 年肥料制造业、农业销售利润率走势	8
图 4: 复合肥 (45%S) 市场均价走势 (元/吨)	8
图 5: 玉米、粳稻、油料花生现货价格走势 (元/吨)	8
图 6: 复合肥各企业盈利状况对比	8
图 7: 复合肥产业链	9
图 8: 国内外钾肥价差 (元/吨)	10
图 9: 新洋丰发展历程及产能投放进程	11
图 10: 新洋丰产能布局	12
图 11: 世界磷矿资源储量	14
图 12: 世界磷矿石产量	14
图 13: 磷矿企业数量变化 (个)	15
图 14: 磷矿石价格指数变化	15
图 15: 中国主要磷矿储存分布	15
图 16: 磷酸一铵产量 (实物量) 变化	16
图 17: 全国前十大磷酸一铵企业产能	16
图 18: 磷酸一铵平均开工率	16
图 19: 2018 年 9 月磷酸一铵主要生产企业的开工率	16
图 20: 磷酸一铵(55%粒)市场价 (元/吨)	17
图 21: 磷酸一铵社会库存情况	17
图 22: “四位一体”激活终端活力	19
图 23: 主要农产品价格走势 (元/吨)	21
图 24: 主要农产品库存/消费量	21
图 25: 复合肥价格与农产品价格相关性 (元/吨)	22
表 1: 2013-2017 年公司重点财务数据一览	4
表 2: 2017 年三家化肥龙头企业复合肥收入对比	5
表 3: 新洋丰部分高管简历	6
表 4: 复合肥行业 CR3 市占率	9
表 5: 各复合肥企业产业链布局对比	9
表 6: 新洋丰原材料节约成本测算	10
表 7: 磷酸一铵单吨运输成本节约测算	13
表 8: 新洋丰矿业磷矿资源及注入上市公司情况	14
表 9: 鄂、贵、滇、川四省相关环保政策	18
表 10: 各复合肥企业广告宣传费用对比	19
表 11: 各复合肥企业营销渠道对比	20
表 12: 部分农作物每亩化肥折纯用量	20
表 13: 新洋丰分地区收入占比 (亿元)	21
表 14: 新洋丰收入预测拆分	23
表 15: 可比公司估值对比	24

1. 全产业链布局的复合肥行业龙头

1.1. 磷复肥行业翘楚，产业链布局完善

产业链一体化的磷复肥龙头。新洋丰 2014 年通过借壳实现上市，主要从事磷复肥和新型肥料的研究、开发、生产与销售，以及现代农业相关技术、设施、装备、产品和服务的供应。目前公司具有 800 万吨左右各类高浓度磷复肥产能(其中磷酸一铵产能 180 万吨，居行业首位)，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。一体化的产业链布局帮助公司获得超越行业的成本优势。

业绩稳健增长，财务表现靓丽。在行业增速平淡的背景下，受益于完善的产业链、以及市占率提升，13-17 年新洋丰销量、净利润维持较快增长(2016 年受行业开征增值税影响收入利润出现下滑)。2017 年，公司实现营收 90.32 亿(+9.14%)，净利润 6.80 亿(+20.79%)，磷复肥销量达 491.82 万吨(+10.92%)。其中，磷肥 21.15 亿(+33.56%)，销量 179.55 万吨(其中外销 2/3，约 120 万吨)；复合肥 57.57 亿(+14.23%)，销量 312.27 万吨。此外，过去几年报表显示公司 ROE、现金流等均表现优异。

表 1：2013-2017 年公司重点财务数据一览

亿元	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	68.89	83.52	96.19	82.76	90.32
YOY	-	21.24%	15.17%	-13.96%	9.14%
其中：磷肥	12.24	15.03	23.42	15.84	21.15
YOY	-	22.81%	55.77%	-32.36%	33.56%
毛利率	13.42%	15.91%	18.83%	16.39%	16.55%
销量(万吨，含自用)	-	117.74	152.67	155.86	179.55
其中：复合肥	55.60	54.26	56.60	50.40	57.57
YOY	-	-2.41%	4.32%	-10.96%	14.23%
毛利率	19.24%	21.94%	22.66%	20.44%	21.98%
销量(万吨)	-	251.48	260.67	287.52	312.27
单价(元/吨)	-	2157.46	2171.29	1752.87	1843.61
毛利率	18.76%	18.57%	18.77%	16.13%	18.78%
销售费用率	5.10%	5.89%	5.65%	4.02%	5.62%
管理费用率	4.43%	3.65%	2.98%	2.95%	3.41%
财务费用率	1.32%	0.65%	0.07%	-0.12%	0.00%
归母净利润	4.30	5.71	7.48	5.63	6.80
YOY	-	32.89%	30.91%	-24.68%	20.79%
净利率	6.24%	6.84%	7.77%	6.80%	7.53%
资产负债率	50.82%	43.71%	28.25%	32.32%	33.26%
应收账款	0.04	0.20	0.49	0.56	0.95
预付款项	3.76	6.59	4.65	3.80	5.59
应付账款	4.17	5.13	7.04	9.27	9.50
预收款项	8.49	11.41	8.73	12.14	13.98
经营性现金流净额	8.87	6.52	6.44	7.50	9.15
投资性现金流净额	-2.23	-0.19	-9.09	-8.53	2.85
资本开支	3.14	3.45	6.49	6.67	3.74
ROE	20.67%	21.87%	19.68%	11.53%	12.56%
最高PE	-	17.28	30.26	35.87	22.81
最低PE	-	8.62	12.18	25.48	15.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所

成本优势助力高性价比策略。就复合肥领域前三强金正大、新洋丰、史丹利（具体销量参见下表）来看，由于具有 180 万吨的磷酸一铵产能以及接近 30 万吨钾肥进口权，新洋丰成本优势显著，在品牌同属第一梯队的情况下，单价略低于另两家行业龙头企业史丹利、金正大以拓展市场份额，新洋丰复合肥产品毛利率仍然达到 21.98%，高于史丹利及金正大。2017 年公司净利润 6.8 亿(+20.8%);净利率达 7.53%，高于史丹利(5.15%)和金正大（3.61%）。

表 2：2017 年三家化肥龙头企业复合肥收入对比

（亿元）	新洋丰	史丹利	金正大
复合肥产品收入	57.57	46.99	140.40
毛利率	21.98%	21.76%	17.02%
销量(万吨)	312.27	210.11	689.21
单价(元/吨)	1843.61	2236.65	2037.16
其中：常规复合肥收入	47.07	-	77.40
新型复合肥收入	10.50	-	63.00
归母净利润	6.80	2.71	7.15
净利率	7.53%	5.15%	3.61%

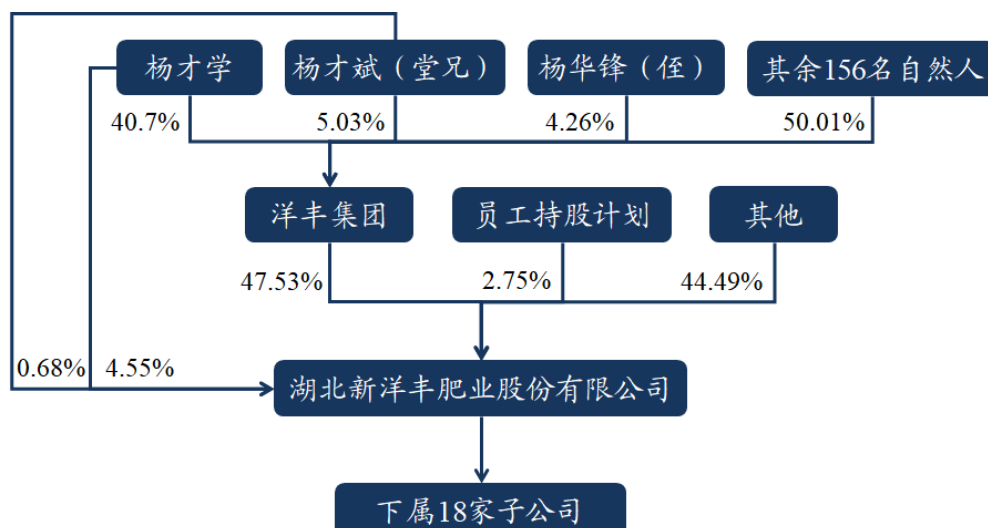
注：史丹利未按该方式披露；金正大新型复合肥包含控释、硝基、水溶、植保肥

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 股权高度绑定上下利益，团队稳定性、进取性突出

杨氏家族控股，股权相对稳定。公司实际控制人杨才学（1964 年出生，1988 年开始承包新洋丰前身镇办石桥驿磷肥厂），直接持有上市公司 4.55%股份，持有洋丰集团 40.7%股权从而间接控股上市公司 47.53%股权（直接和间接持有上市公司股权合计 23.89%）；一致行动人、杨才学之堂兄杨才斌以及侄杨华峰分别持有洋丰集团 5.03%与 4.26%的股份，三人合计持有洋丰集团股份达 49.99%，股权相对稳定。

图 1：新洋丰股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上下利益高度绑定，彰显发展信心。新洋丰控股公司洋丰集团，除杨氏三人外其余156人持股达50.01%，包括董事、总裁、市场总监、总工程师等高管，上下利益高度一致。并且，2017年6月，上市公司推出员工持股计划，董监高及员工共1150人持股比例占总股本2.75%，合计金额3.43亿；2018年8月，公司将员工持股计划锁定期延期至2019年9月，彰显公司发展信心。

2018年8月，公司公告拟回购不超过1亿金额，按回购价格上限将回购占总股本不超过0.77%的股份用于股权激励计划，并在未来合适时机推行。同时，公司控股股东洋丰集团、公司实控人杨才学承诺于12个月内不减持公司股份，充分体现管理层对公司未来发展的信心。

表3：新洋丰部分高管简历

姓名	职务	学历	出生年份	持有新洋丰股权	持有洋丰集团股权	个人简历
杨小红	董事，财务总监	硕士	1977	0.09%	0.49%	高级经济师，历任湖北洋丰督办审计室副主任、人事处处长、财务部副部长、财务部部长、副总经理(分管财务)
汤三洲	总工程师	本科	1968	0.08%	0.59%	高级工程师，历任湖北洋丰技术员、发展部主任、董事、总工程师、新洋丰董事
韦万成	市场总监	专科	1976	0.05%	0.25%	历任新洋丰山东、吉林销售分公司经理、市场部部长、东北大区经理
赵程云	副总裁	专科	1971	0.05%	0.15%	历任湖北新洋丰肥业股份有限公司销售公司经理、市场部部长、总经理助理
宋帆	董事，副总裁	本科	1971	0.04%	0.42%	高级经济师，历任湖北洋丰办公室主任、物资部部长、宜昌新洋丰副总经理、湖北新洋丰副总经理兼四川雷波洋丰总经理
苏斌	副总裁	专科	1972	0.04%	0.33%	历任新洋丰副总经理、宜昌新洋丰总经理、新洋丰监事、总裁助理兼生产调度部部长
王革	监事会主席、监事	本科	1978	-	0.29%	历任湖北新洋丰磷铵厂职工、厂办主任、公司内审员、党政办副主任、人事处处长、党政办主任、审计监察部部长等职

数据来源：Wind，东吴证券研究所

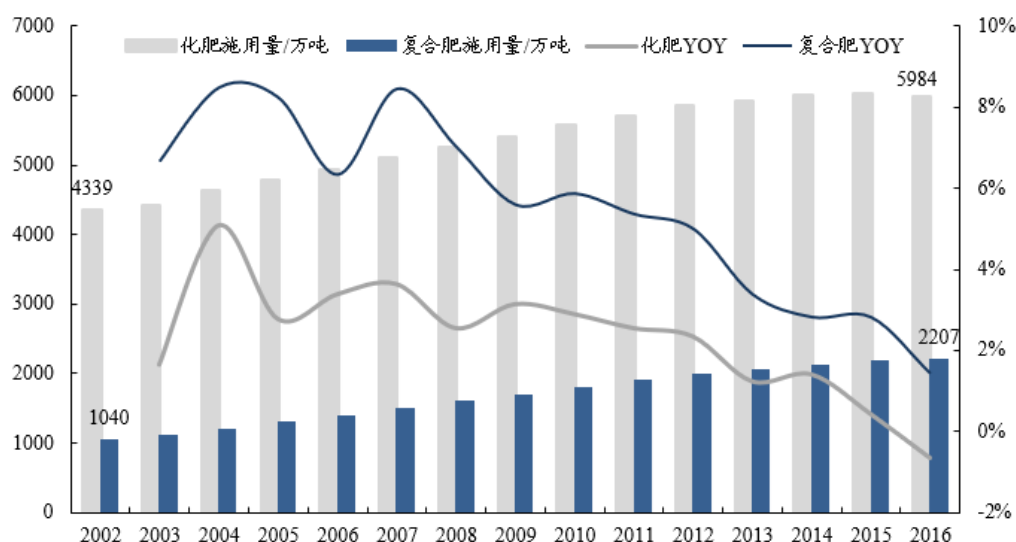
2. 复合肥行业低迷，强区位优势、资源掌控下新洋丰优势突出

2.1. 化肥“零增长”，复合为大势，新洋丰产品结构优化

下游行业低景气，化肥行业增长趋缓。我国化肥施用仍以较为传统的单质肥为主，2016 年全国化肥施用量 5984 万吨，02-16 年 CAGR=2.32%；其中复合肥施用量 2207 万吨，02-16 年 CAGR=5.52%，复合肥施用比率从 1980 年的 2% 左右上升至 2016 年的 36.9%。受近年来农产品价格低迷、尤其是 2016 年化肥行业开始征收增值税影响，行业总用量基本无增长。

复合肥替代率不断上升。随着 2015 年农业部下发《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，由于复合肥省时省力、供肥时效性长、减少化肥成分浪费等优越性，增加复合肥、高效肥施用量乃行业发展方向，复合肥对单质肥的替代将进一步不断加大，与发达国家的 80% 左右的比例比较仍有较大提升空间。

图 2：2002-2016 年化肥、复合肥施用量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

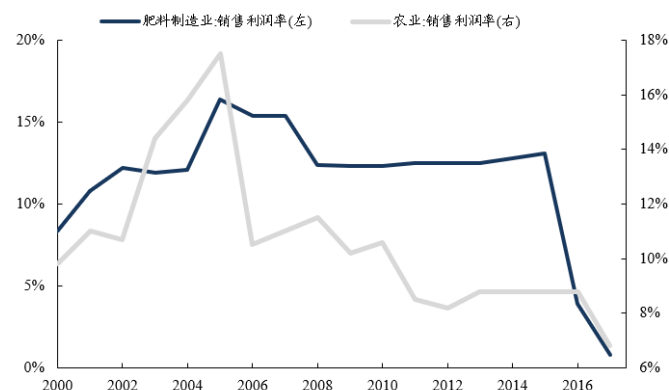
产品结构优化升级。近年来，新洋丰加大新型复合肥产品研发创新，通过产学研结合的方式，与中国农大、田园生化等开展合作，积极研发推广了专用配方肥、硝硫基复合肥、缓控释复合肥、水溶肥、生物有机肥、生态级肥料等新型肥料，产品结构持续优化升级。

2.2. 复合肥低迷期叠加环保趋严下供给侧改革，行业集中度提升趋势明显

下游需求不景气，复合肥行业低迷。2016 年以来，受农产品价格下降，农业利润率持续走低，下游需求受阻等影响，复合肥行业利润率下滑明显，主要复合肥产品价格持续走低。17 年肥料行业平均销售净利率仅 0.8%，部分中小企业处于亏损状态，

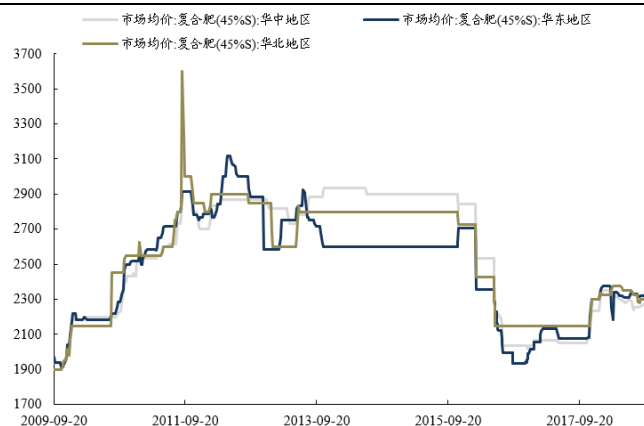
行业持续低迷。

图 3：2000-2017 年肥料制造业、农业销售利润率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

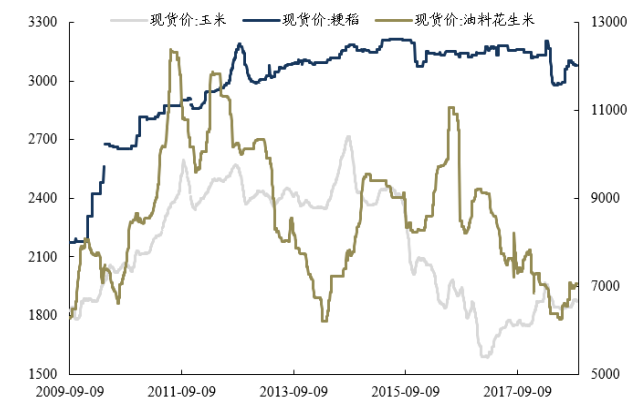
图 4：复合肥（45%S）市场均价走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

价格传导不畅，缺乏原料布局企业盈利下滑。16-17 年主要农产品玉米、花生等价格持续走低，而由于农业生产对价格敏感性较高，原料尿素、磷酸一铵、钾肥价格集体上涨导致复合肥行业生产成本迅速走高，无法通过大幅涨价充分传导给下游。受上下游行业挤压，16-17 复合肥龙头企业史丹利收入出现负增长，利润率下滑明显，至 18H1 仍处较低水平；金正大收入增速放缓，年净利润率下降明显，盈利能力下滑。相比之下，拥有原料布局的新洋丰除 16 年受行业开征增值税影响营收下滑外，17-18H1 毛利率维持较高水平，净利率持续走高（据我们测算 17 年原料成本优势贡献净利率达 2.7pct），盈利表现良好。

图 5：玉米、粳稻、油料花生现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：复合肥各企业盈利状况对比

	(亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
新洋丰	营业收入	68.89	83.52	96.19	82.76	90.32	55.40
	YOY	-	21.24%	15.17%	-13.96%	9.14%	8.04%
	毛利率	18.76%	18.57%	18.77%	16.13%	18.78%	19.64%
	净利率	6.24%	6.84%	7.77%	6.80%	7.53%	9.72%
史丹利	营业收入	53.45	56.54	70.47	62.37	52.69	29.26
	YOY	-	5.77%	24.64%	-11.49%	-15.53%	4.15%
	毛利率	19.40%	20.73%	21.71%	22.89%	20.07%	18.58%
	净利率	7.43%	8.76%	8.80%	8.22%	5.15%	5.76%
金正大	营业收入	119.92	135.54	177.48	187.36	198.34	137.70
	YOY	-	13.03%	30.94%	5.57%	5.86%	10.38%
	毛利率	14.76%	17.63%	16.07%	15.80%	16.15%	16.80%
	净利率	5.54%	6.39%	6.27%	5.43%	3.61%	6.08%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

成本优势下终端激励空间更大，市场集中度提升。下游需求受阻叠加供给侧改革和环保大势，复合肥行业小产能出清，市场集中度逐步提升，2014-2017 年 CR3 市占率从 15.56% 增至 23.73%。其中，新洋丰作为行业三大龙头中产业链一体化最为完善的翘楚，据我们测算单吨复合肥综合成本较行业低至少 125 元左右（其中原料成本节约近 100 元/吨，运输成本节约近 25 元/吨），给予渠道的激励具有更大的空间，经销商团队稳定，终端活力更强，复合肥销量从 14 年的 251.48 万吨增至 17 年的 312.27 万吨，市占率也

从 4.33% 提升至 6.12%。

表 4：复合肥行业 CR3 市占率

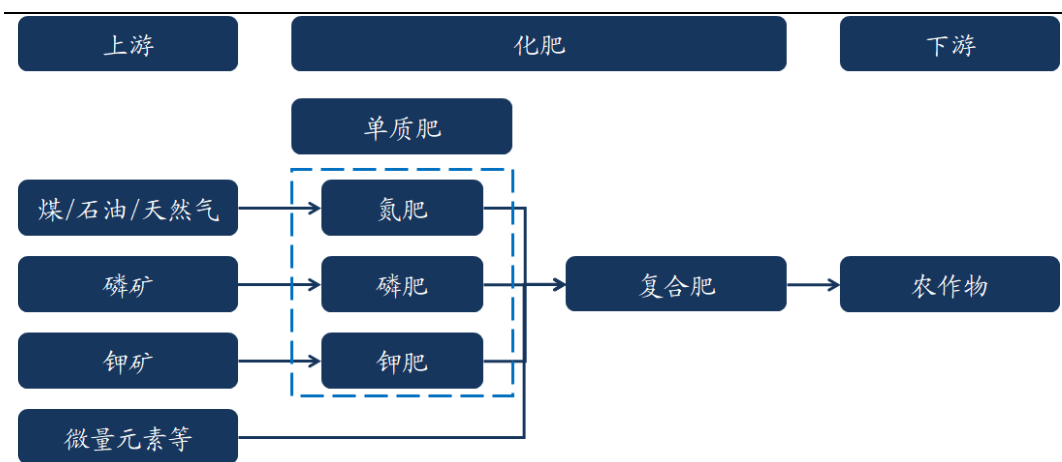
	2014	2015	2016	2017
复合肥消费量/万吨	5801.969	6130.802	5908.201	5104.837
新洋丰销量/万吨	251.48	260.67	287.52	312.27
市占率	4.33%	4.25%	4.87%	6.12%
史丹利销量/万吨	204.36	242.9	255.81	210.11
市占率	3.52%	3.96%	4.33%	4.12%
金正大销量/万吨	446.93	537.34	617.75	689.21
市占率	7.70%	8.76%	10.46%	13.50%
CR3	15.56%	16.98%	19.65%	23.73%

数据来源：卓创资讯，公司公告，东吴证券研究所

2.3. 原料为王：掌控上游原料企业抗周期性明显

复合肥是由氮、磷、钾的单质肥按照不同配比混合而成，其上游是对应的矿产资源：煤/石油/天然气通过合成氨反应生产尿素、硫酸铵等氮肥；2 吨磷矿则能生产约 1 吨磷肥（主要为磷酸一铵、磷酸二铵）；我国钾矿资源较为匮乏，资源主要依赖进口。复合肥企业按照下游农作物所需肥料成分的不同，生产元素含量不同的产品。

图 7：复合肥产业链



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

资源端布局深厚，未来成长可期。从各复合肥龙头企业的产业链布局来看，新洋丰产业链一体化程度高，在原料端布局深厚，拥有独一无二的资源优势。而金正大、史丹利由于欠缺资源优势，只能倚重于品牌和营销渠道建设，在 2015 年之前农产品价格景气周期阶段发展速度较快。随着磷矿资源的日益紧缺，新洋丰这一资源优势将不断放大，产品性价比凸显，在渠道品牌建设上投入逐渐加强，长期成长可期。

表 5：各复合肥企业产业链布局对比

	磷矿	磷酸一铵	复合肥	农业
	✓	✓	✓	✓
新洋丰	洋丰集团，优先供给新洋丰，后续注入上市公司	180万吨产能	640万吨产能	布局现代农业，为农资、农产品生产、种植、流通提供解决方案
	-	✓	✓	✓
金正大	-	15万吨产能	740万吨产能	现代农业服务平台金丰农服，提供土壤改良、作物营养解决方案、农作物品质提升、农技培训指导、土地托管等农业服务
	-	-	✓	✓
史丹利	-	-	520万吨产能	布局农化服务，进行产业转型升级

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

原料占比成本高，掌控资源成本优势显著。从复合肥的成本构成来看，原材料占比达到 80%-85%左右，是影响毛利率的最关键因素。新洋丰作为在原料端布局深厚的产业链一体化企业，其原材料成本占比较为稳定。随着后续磷矿资源注入上市公司，原料成本优势将持续加大。

磷酸一铵自用+钾肥进口，单吨成本大幅节约。利用 17 年公司销量、各原料市场价格等，我们对新洋丰磷酸一铵自用及钾肥进口所能获得的单吨原材料成本节约进行测算：

1) 17 年公司磷酸一铵自用占总量 1/3，约 60 万吨。根据外销磷酸一铵单吨毛利约 300 元/吨，在不考虑下游客户需支付外销磷酸一铵的包装成本与运输成本的情况下，节约成本总额已达 1.8 亿。

2) 根据洋丰集团短融募集说明书及评级报告，17 年新洋丰采购钾肥约 60 万吨，其中约一半进口。按 17 年国内外钾肥价差均价 400 元/吨，进口钾肥可节约总成本 1.2 亿。

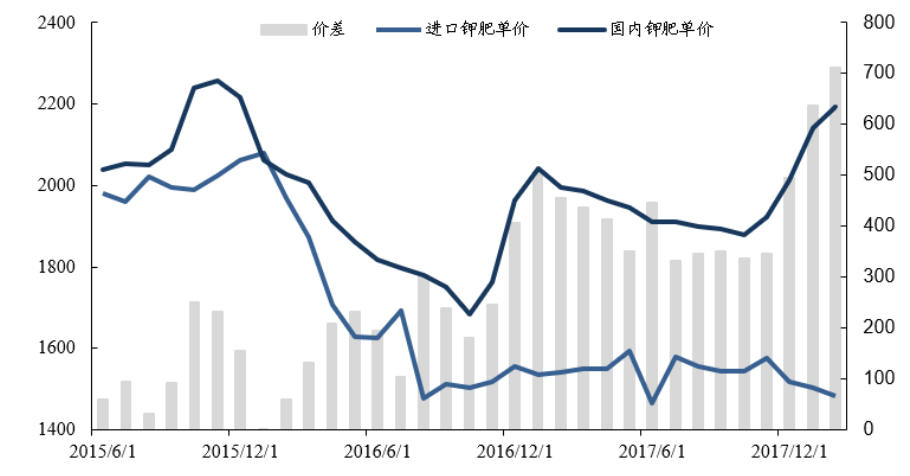
以 17 年复合肥销量 312.27 万吨计，估算磷酸一铵自用及钾肥进口可节约复合肥成本约 96 元/吨。2017 年公司归母净利润 6.8 亿，预计原料成本节约部分能提升利润率达 2.7pct（考虑所得税影响）。若后续原料价格持续提升，新洋丰将获得更大超越行业的成本优势。

表 6：新洋丰原材料节约成本测算

	自用量/万吨	单吨原料节约成本/元	各类原料节约总额/亿元
磷酸一铵	60	300	1.80
钾肥	60（进口 30）	400	1.20
节约总成本/亿元		3.00	
单吨复合肥节约成本/元		96.07	

数据来源：Wind，洋丰集团短融募集书，东吴证券研究所

图 8：国内外钾肥价差（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 产业链一体化+产能全国化，成本优势显著

自 1988 年现任董事长杨才学获得经营权以来，通过三个主要阶段、近三十年的发展，新洋丰逐步从一个乡镇级磷肥厂逐步成为国内复合肥龙头企业之一：

(1) 1988-2002 年，公司从单质肥起步，逐步向复合肥发展，初步确立了后期公司原料布局深厚，主力发展复合肥的基调。

(2) 2002-2014 年，上市之前，公司利用十年左右的时间完成改制，并先后在全国多省市进行复合肥基地的投建，并配套磷酸一铵、硫酸、合成氨等原料，开启产业链一体化+全国化的布局，为长期发展奠定资源基础。

(3) 2014 年至今，通过上市、定增之后的资金优势，公司加快产能投放进程，完善原有产能布局，增强区位优势。同时，通过产研结合以及战略合作的方式，加大新型复合肥投入，进行产品结构升级。并且顺应农业现代化发展，产业链向下游延伸至现代农业，产业结构进一步完善。

图 9：新洋丰发展历程及产能投放进程

初创探索阶段（1982-1988）

- 1982年，公司前身石桥驿磷肥厂成立，当时仅有资产50万元，员工20余人，年产肥料2000吨；
- 1988年，石桥驿磷肥厂负债累累，濒临倒闭，被迫改革，实行租赁经营。5月1日，公司现任董事长杨才学通过竞标获得经营权；

发展跨越阶段（1988-2002）

- 1994年，投资兴建12万吨/年的过磷酸钙生产线，即磷肥二分厂；
- 1995年，投资兴建10万吨/年钙镁磷肥厂；
- 1996年，投资兴建6万吨/年的小硫酸厂，逐步实现原材料配套；
- 1997年，投资兴建两条磷酸一铵生产线，实现低浓度肥向高浓度肥转变的跨越和复合肥原料布局的奠基；
- 1999年，投资兴建20万吨/年硫酸钾复合肥生产线，实现单质肥向复合肥转轨的跨越；

一体化+全国化布局阶段（2002-2014）

- 2002年，公司由乡镇集体企业改制为国有民营股份制企业；
- 2003年，与澳大利亚肥料资深企业克氏集团合资成立湖北澳特化工，高浓度复合肥年产能达50万吨；
- 2003年，兼并荆门佳源化工，更名为佳源分公司，通过技改使其合成氨产能达到6万吨/年；
- 2004年，在湖北宜昌投建生产基地，先后建成70万吨/年磷酸一铵及配套的磷酸、硫酸、选矿及磷石膏渣场项目；
- 2004年，在山东菏泽投建生产基地，先后建成80万吨/年复混肥生产项目；
- 2005年，在湖北钟祥投建生产基地，先后建成120万吨/年采选矿、30万吨/年磷酸一铵及其配套的磷酸、硫酸项目；
- 2008年，在四川雷波投建生产基地，先后建成60万吨/年磷酸一铵及配套的磷酸、硫酸及选矿项目；
- 2010年，与中国农业大学成立中国农大—新洋丰新型肥料研发中心；
- 2011年，在河北徐水投建生产基地，先后建成40万吨/年复混肥生产项目；
- 2011年，与四川大学合作成立磷化工研发中心，致力于磷精细化产品的研发和推广；
- 2012年，在广西宾阳投建生产基地，先后建成40万吨/年复混肥生产项目；
- 2013年，成立北京丰盈兴农业有限公司，专业经营氮、磷、钾等工业肥料及进出口贸易；

完善布局+转型升级阶段（2014-至今）

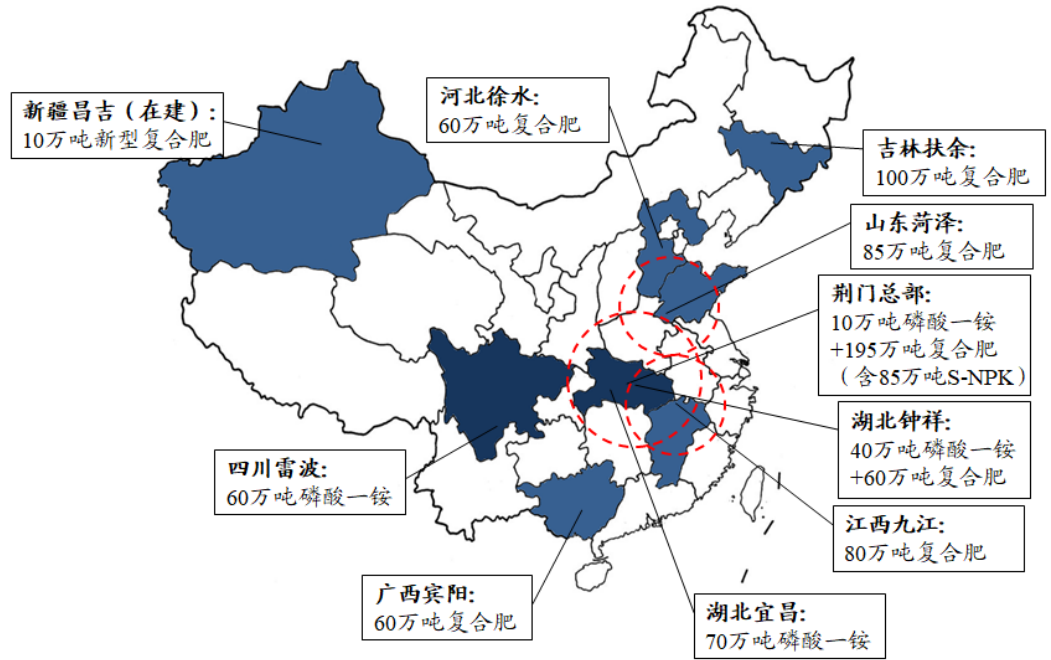
- 2013年12月，实现重组上市。
- 2014年9月，广西20万吨尿基复合肥项目二期开建；
- 2014年12月，湖北荆门15万吨硫酸钾投产；
- 2016年1月，江西120万吨新型复合肥项目投产；
- 2016年2月，成立多家子公司，向互联网+化工+农业+金融多元化升级；
- 2016年3月，在吉林投资兴建80万吨/年新型复合肥生产项目；
- 2016年9月，荆门60万吨硝基复合肥投产；
- 2017年8月，与特肥巨头、德国康朴专家签署战略合作协议，就稳定性肥料业务展开战略合作；
- 2018年3月，在新疆昌吉投建10万吨/年新型复合肥生产项目；
- 2018年10月，在湖北宜昌建成磷石膏综合利用一期项目并投入运行，日产水泥缓凝剂800多吨，综合利用磷石膏一万余吨，预计全年可基本解决30万吨磷石膏废渣量；

数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

原料一体化布局合理，产能全国化节约物流成本。目前公司在全国8个省布局有10个产能基地，年复合肥产能可达800多万吨，并配套生产硫酸280万吨/年、合成氨15万吨/年、硫酸钾15万吨/年、硝酸15万吨/年。其中在四川雷波、湖北荆门、湖北钟祥以及湖北宜昌四地建有磷酸一铵产能基地，年产能180万吨，位居国内首位。从原料一体化以及产品物流圈两方面来看，均具有较大优势：

- (1) **原料一体化：**荆门和钟祥作为目前公司最大的复合肥生产基地，均配有磷酸一铵产能，不存在运输成本；荆门距钟祥基地仅20公里，距宜昌也仅140公里，能以低成本实现原料跨基地补给；雷波基地紧挨金沙江（长江上游），宜昌及九江基地都紧挨长江，水运成本更低。
- (2) **产品物流圈：**公司主要复合肥产能集中在湖北、山东菏泽、江西九江，能够覆盖华中、华北以及华东大部分地区，将主要粮食产区囊括在物流配送圈中，有效节约了运输成本。公司吉林扶余基地则能够对东北地区实现覆盖，并且拥有专用铁路线，降低物流成本。

图 10：新洋丰产能布局



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

复合肥产能贴近原料产区，区位优势显著。我国磷酸一铵主产区位于鄂贵云川地区，新洋丰主要产能布局在湖北，荆门、钟祥、宜昌三地复合肥总产能达 255 万吨。而九江基地与湖北接壤，若计算这部分产能，则紧邻磷酸一铵主产区的复合肥总产能达 335 万吨，超过新洋丰复合肥产能的一半以上。相较于主产能布局于山东的史丹利和金正大，新洋丰具有较强的区位优势。我们对主产区布局所能节约的磷酸一铵运输成本进行测算：

- 1) 假定生产 1 吨复合肥需磷酸一铵 0.3 吨，则根据就近运输原则，钟祥基地磷酸一铵除基地内部自用外，剩余部分供给荆门总部复合肥生产。钟祥至荆门距离 22 公里，假定单吨公路运输成本 10 元；宜昌至荆门距离 140 公里，假定单吨运输成本 50 元。则满产 255 万吨复合肥所需磷酸一铵运输成本 270 万元。
- 2) 若 255 万吨复合肥产能布局于山东，根据 12306 运费，宜昌至济南磷酸一铵单吨铁路运费约 200 元，则满产 255 万吨复合肥（需磷酸一铵 76.5 万吨）共需运费 1.53 亿元。

通过我们测算可知，主产能布局湖北可比山东节约近 1.5 亿元，按总产能 640 万吨折算，可节省运输成本约 23.5 元/吨。由于实际情况中公司全国布局还能够依靠水运、专有铁路线进行运输，并且在不满产的情况下部分基地磷酸一铵自给率更高，实际单吨运输成本节约将超过 23.5 元/吨（预计实际节约可达 50 元/吨左右）。

表 7：磷酸一铵单吨运输成本节约测算

生产基地	磷酸一铵 产能/万吨	复合肥产能/万吨	满产需磷酸 一铵量/万吨	磷酸一铵外运	运输距离 /公里	单吨运输 成本/元
湖北荆门	10	110万吨常规、新型复合肥 +85万吨硫酸钾复合肥	33	-	-	-
湖北钟祥	40	60	18	22万吨至荆门	22	10
湖北宜昌	70	-	-	1万吨至荆门	140	50

注：硫酸钾复合肥直接使用磷矿生产
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

磷矿资源储量丰富，发展长期可持续。上市公司控股股东洋丰集团旗下子公司新洋丰矿业，在四川、湖北等地先后整合 7 家磷矿企业，合计具有约 5.87 亿吨磷矿储量，与新洋丰产能基地布局较近，并且承诺优先保障上市公司生产所需。在后期稳定生产能力后新洋丰矿业部分磷矿资源将注入上市公司体内，预计年产能可达 268 万吨（具体见下表），从而形成矿产资源到现代农业的全产业链布局，进一步强化成本优势。

表 8：新洋丰矿业磷矿资源及注入上市公司情况

磷矿名称	新洋丰矿业 持股比例	储量 (亿吨)	设计年产能 (万吨)	所处阶段	备注:
雷波新洋丰矿业投资有限公司巴姑磷矿	100%	0.49	90	试采阶段	承诺注入
保康堰坪洋丰磷化有限公司磷矿	50%	0.29	30	试采阶段	豁免注入
湖北昌达洋丰磷化有限公司黑良山矿	49%	0.78	150	试采阶段	-
保康竹园沟矿业游戏公司竹园沟矿	34%	0.84	120	探转采阶段	承诺注入
远安昌达洋丰磷化有限公司磷矿	45%	3.3	400	探转采阶段	-
宜昌市长益矿产品有限公司何家扁矿	50%	0.17	28	探转采阶段	承诺注入
宜昌新洋丰矿业有限公司磷矿	70%	未知	待定	-	-
磷矿名称	洋丰集团持 股比例	储量 (亿吨)	设计年产能 (万吨)	所处阶段	备注:
荆门市放马山中磷矿业有限公司一期	50%	-	-	正式开采	-
荆门市放马山中磷矿业有限公司二期	50%	-	-	探转采阶段	-

数据来源：洋丰集团短融募集说明书，东吴证券研究所

3. 磷酸一铵价格高位上行，新洋丰成本优势显著

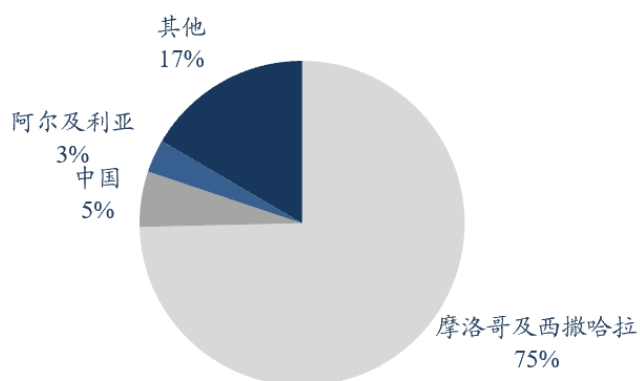
3.1. 上游磷矿石供给趋紧，资源属性凸显

磷矿石是生产复合肥的重要资源。复合肥的主要原材料为磷酸一铵，占比成本 30%。磷矿石是生产磷酸一铵的主要原材料，每生产 1 吨磷酸一铵需要消耗 2 吨的磷矿石，约占成本 35%左右。

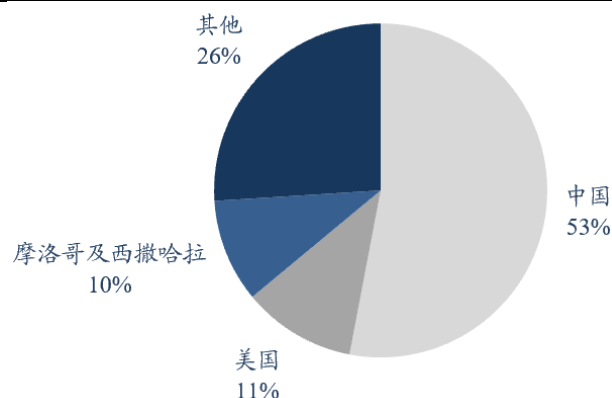
我国磷矿储量有限，减产或将成为大势。据产业信息网数据，从世界范围来看，磷矿资源分布不均衡，排名世界第一的摩洛哥磷矿基础储量高达 500 亿吨（占比 75%），而排第二的我国却仅有 33 亿吨基础储量（占比全球基础储量 5%；全国磷矿探明储量超 200 亿吨），且生产着全球 53%的磷矿石（2017 年产量 1.23 亿吨）。由于早期粗放式的开采，磷矿资源浪费较为严重。随着磷矿资源属性逐步凸显，国家逐步收紧开采与出口政策，减产将成为大势所趋。

图 11：世界磷矿资源储量

图 12：世界磷矿石产量



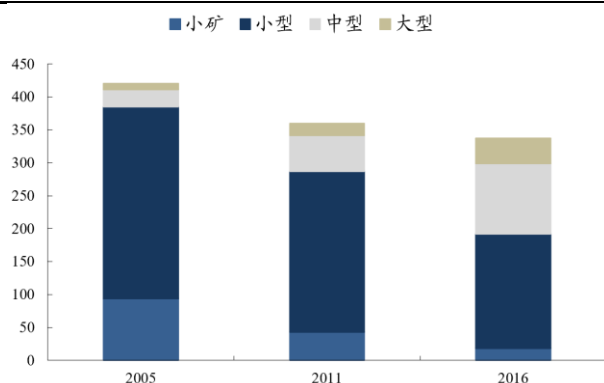
数据来源: USGS, 东吴证券研究所



数据来源: USGS, 东吴证券研究所

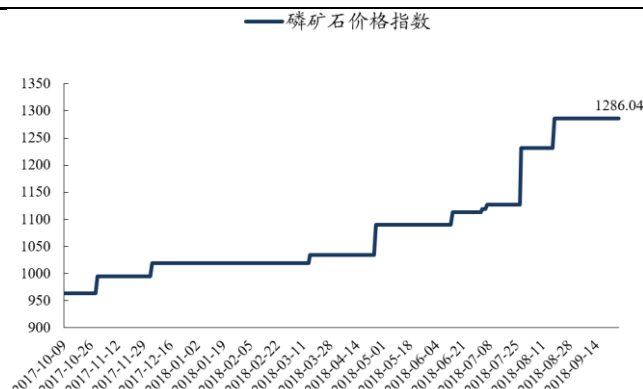
环保推动集中度提升, 供给趋紧刺激价格上涨。我国磷矿资源贸易政策实施出口配额制度, 2017 和 2018 年对磷矿石出口配额均只有 80 万吨; 而由于进口磷矿石到岸价大幅高于国内价格, 每年磷矿石进口量极少, 因此国内磷矿石价格主要由国内供需关系决定。磷矿开采属重污染行业, 本轮环保加码下落后小产能被不断淘汰, 同时政府严控新矿开采, 导致行业集中度不断提高: 2005 年至 2016 年, 年产超过 50 万吨的大中型磷矿企业占比从 8.3% 提高到 43%, 预计这一趋势仍将继续。2017 年下半年以来, 磷矿石前期富余库存基本消耗殆尽, 供需缺口日益扩大, 推动价格持续上涨 (2018 年 1-9 月价格指数累计涨幅达 26.22%)。

图 13: 磷矿企业数量变化 (个)



数据来源: 中国国土资源统计年鉴, 东吴证券研究所

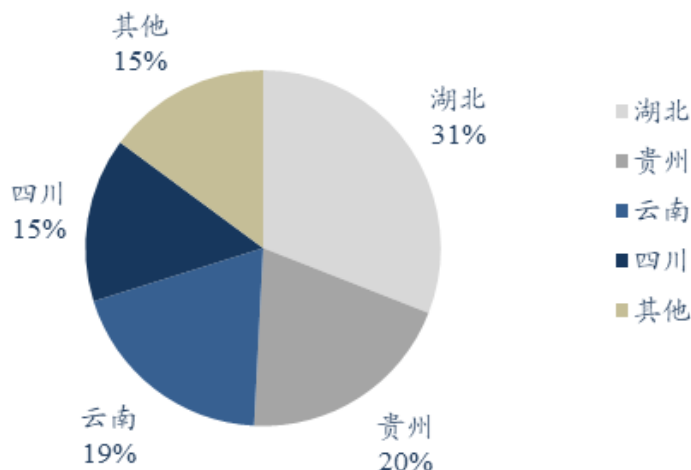
图 14: 磷矿石价格指数变化



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

资源属性凸显, 下游企业贴近式布局。我国磷矿资源主要分布在湖北、贵州、云南和四川这四个省份, 全部位于长江沿线上, 其总基础存储量占比全国达 85%。生产磷酸一铵的下游企业往往围绕磷矿资源丰富的地区进行布局, 以更便捷地获取原料、节约运输成本。

图 15: 中国主要磷矿储存分布

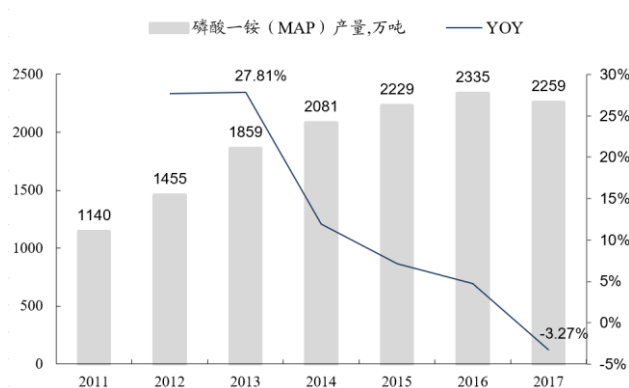


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.2. 磷酸一铵供需格局向好，看好价格高位维稳

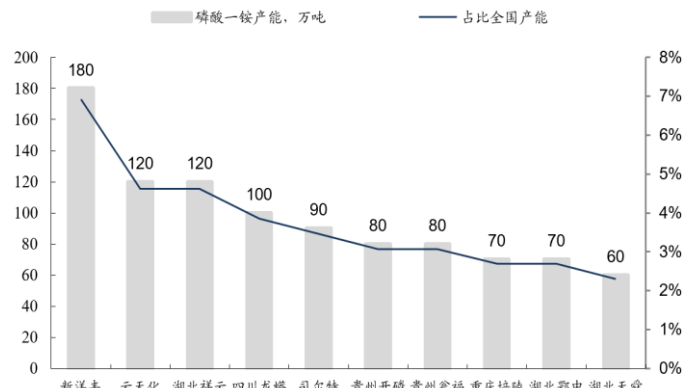
原料高位+环保高压，集中度有望提升。当前我国磷酸一铵行业集中度较高，前十大企业的产能合计达到 970 万吨（其中新洋丰以 180 万吨位居首位），CR10 达 37.3%。自 2013 年以来磷酸一铵产量增速逐年下降，并在 2017 年首次出现负增长，同比下降 3.3%，主要原因是：（1）近年来，在上游磷矿石价格上涨、环保压力加大双重因素下，规模较小、环保不达标的磷酸一铵小产能陆续出清，行业整体开工率较低；（2）政府已不再批准磷酸一铵新产能投放。从龙头表现来看，2018 年 9 月龙头开工率普遍高于 73%，其中新洋丰高达 91.25%（考虑到可能存在例行检修情况，实际开工率更高），大幅高于行业整体的 56%，表明龙头实现了逆势扩张，未来行业集中度有望进一步提升。

图 16：磷酸一铵产量（实物量）变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

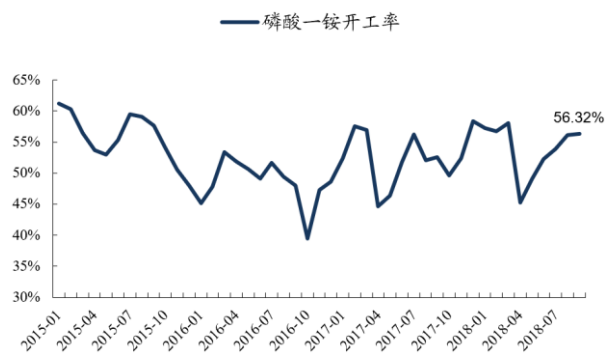
图 17：全国前十大磷酸一铵企业产能



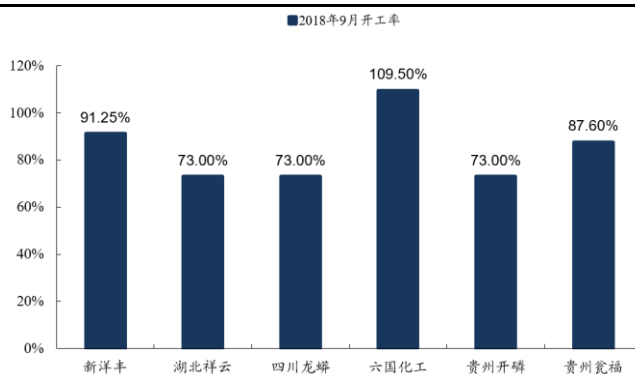
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：磷酸一铵平均开工率

图 19：2018 年 9 月磷酸一铵主要生产企业的开工率



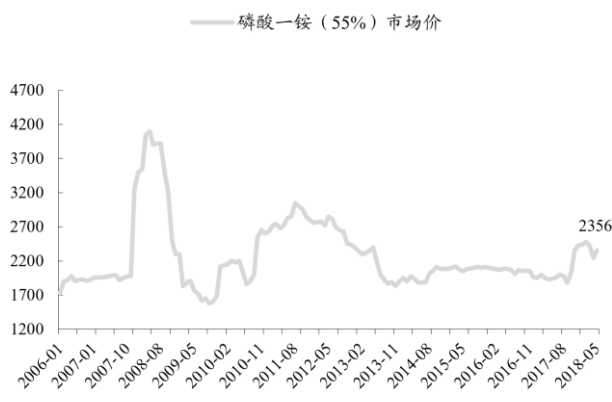
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

库存消化殆尽，需求提振有力支撑价格高位。从近三年的磷酸一铵价格走势和社会库存情况来看，受产能过剩及下游需求疲软影响，2017 年磷酸一铵价格一度下跌至近 1700 元/吨，下游补库存热情高涨，价格迅速回升；伴随 2018 年上半年行业开工率急剧下滑和减产，磷酸一铵价格居高不下。截止 7 月底，磷酸一铵社会库存量已经急剧下滑至 13.21 万吨，随着农产品逐渐回暖，短期来看将支撑其价格维持高位。中长期来看，历史上磷酸一铵的价格表现约以 2-3 年为一个周期，而根据联合国粮农组织的预测，2016-2020 年亚洲的需求量将保持 2.1% 的年均增长率，我们判断当前磷酸一铵仍处于本轮周期的价格上升通道，看好其价格向上弹性。

图 20：磷酸一铵(55%粒)市场价 (元/吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：磷酸一铵社会库存情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 国家区域环保高压常态化，新洋丰前瞻布局有望领先

2016 年我国开启“不搞大开发，共抓大保护”的长江大保护活动。两年来，各地分别出台相关性政策，为其提供实践依据。2013 年，政府开始出台关于磷矿的环保政策，并在 2017 和 2018 年集中出台一系列的政策法规，加大了环保的力度。随着近年在环保的预防、监管、信息公开等方面逐步被贯彻落实，惩罚和追责力度逐步加大的情况下，环保持续高压将成为新常态，预计磷酸一铵行业供给仍将持续收紧。

公司环保布局领先于行业。新洋丰在 2005 年就开始了环保建设，近年来更是在循

环利用磷石膏（磷矿产生的固废，对环境危害大）方面走在了行业前列。例如，宜昌新洋丰于2018年7月正式开工建设磷石膏综合利用一期项目，在8月25日建成并投入运行。该项目以磷石膏为原材料，日产水泥缓凝剂800多吨，综合利用磷石膏一万余吨，预计全年可基本解决30万吨磷石膏废渣量。未来公司拟再投资1亿元积极进行磷石膏的综合循环再利用，能够有效保护环境以及进行资源的再利用，彰显超前意识和战略眼光。

表9：鄂、贵、滇、川四省相关环保政策

时间	湖北省相关政策	相关内容	颁布单位
2017年1月	《湖北长江经济带生态保护和绿色发展总体规划》	关闭产能小于50万吨/年的小磷矿，开展磷石膏、磷渣仓储标准化管理，推进磷石膏综合利用。	湖北省人民政府
2017年12月	《宜昌市总磷污染控制工作方案》	优化磷化工产业布局，开展磷化工企业污染治理，计划到2021年关闭18家磷企，加强长江流域总磷防控	宜昌市人民政府
2018年4月	《宜昌市磷石膏综合利用三年行动计划（2018-2020）》	2018年，磷石膏副产量比2017年下降5%（全市产量控制在1180万吨以内），当年综合利用率不低于40%（全市约470万吨）；2019年，磷石膏副产量比2018年下降10%，当年综合利用率不低于50%（全市约530万吨）；2020年，磷石膏副产量比2019年下降15%，当年综合利用率不低于65%（全市约590万吨）。	宜昌市人民政府
2018年6月	《湖北省沿江化工企业关改搬转工作方案》	2020年12月31日前，完成沿江1公里范围内化工企业关改搬转（含关闭、改造、搬迁或转产	湖北省经信委
2018年7月	《湖北省固体废物污染治理工作方案》	摸清固废存量与污染现状，强化环境监管执法，依法严厉打击各类“污染转移”行为	湖北省人民政府
时间	贵州省相关政策	相关内容	颁布单位
2013年1月	《贵州省能矿资源深加工产业重大生产力布局规划（2013-2020年）》	要通过严格执行准入标准，淘汰一批落后产能。到2020年，磷复肥产能控制在1050万吨以内，规划布局净化湿法磷酸107万吨	贵州省发改委
2017年12月	《贵州省贯彻落实中央第七环境保护督察组督察反馈意见整改方案》	实行最严格的生态环境保护制度，形成生态环保长效机制，持续改善生态环境质量的工作目标。	湖北省人民政府
2017年8月	《贵州省磷化工产业转型升级方案》	“以渣定产”，严控排污总量。2018年实现磷石膏产销平衡，2019年起在实现磷石膏增量为零的基础上，实现不低于10%的速度消减存量。2020年，攻克一批磷石膏减量化的前沿技术并基本实现产业化，建成一批规模大、附加值高的磷石膏资源综合利用示范项目	贵州省人民政府
2018年4月	《关于加快磷石膏资源综合利用的意见》	按照“谁排渣谁治理，谁利用谁受益”原则，将磷石膏产生企业消纳磷石膏情况与磷酸等产品生产挂钩，倒逼企业加快磷石膏资源综合利用，确保全省磷石膏新增堆存量为零	贵州省人民政府
时间	云南省相关政策	相关内容	颁布单位
2017年5月	《长江经济带发展云南实施规划》	全面停止和整顿小矿山开发，积极参与沿江产业承接转移和分工协作，优化长江沿岸产业布局，推动新旧动能转换和经济高质量发展。	云南省人民政府
2017年7月	《云南矿产资源总体规划（2016-2020）》	对磷矿开采实施总量调控，禁止新建小型磷矿矿山，已有的矿山设立最低开采标准，并实施矿山地质环境恢复工程。	云南省人民政府
2018年6月	《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案（2018-2020）》	至2020年末，滇池流域新增污染负荷削减量为化学需氧量589吨。同时对磷矿去矿山进行修复。	昆明市人民政府
时间	四川省相关政策	相关内容	颁布单位
2017年1月	《四川省污染防治“三大战役”实施方案》	推进涉磷工业污染防治，建立工业磷污染源清单，加强涉磷重点工业企业磷原材料（场地）环境规范管控，完成全省涉磷磷渣场的防渗、防洪、防风等规范化处置。	四川省环保厅
2017年12月	《四川矿产资源总体规划开发整合总体方案》	改变磷矿上“多、小、散”的局面，逐步解决大矿小开、一矿多开的问题。	四川省人民政府
2018年6月	《四川省环境保护条例》	强化各地地方人民政府及其部门对排污企业的监管，加大了惩处和责任追究力度。明确确立损害环境终身追责，政府也追究责任的制度。	四川省人民政府

数据来源：各省环保厅、政府官网，东吴证券研究所

4. 农业必需品，复合肥具消费属性

4.1. 成本优势助力激励强化，提升渠道活力

强化终端激励，稳定经销商团队，带动销量稳步提升。基于公司成本方面的优势，以及良好的财务状况和现金流表现，公司在对于终端经销商的激励上有更大的空间。16年公司与核心经销商达成战略合作协议，向终端提供更多的营销支持，包括品牌推广、技术支持、农化服务等，从而稳定经销商团队，提升市场份额，并通过增强服务来提升农户黏性。随着经销商激励机制逐步完善，公司同步推行超额任务完成奖励和营销优胜奖励。在经理层和业务员层面推行差异化绩效管理，并实行末位淘汰制度。通过加强经销商激励，提升农化服务水平，有效带动终端销量持续提升。

增强渠道激活，推进营销创新。公司通过“公司化”、“批零一体化”、“区域服务中心模式”、“终端活跃模式”（以“一店两户三会”为主导，一店：直营店+规模较大的零售、直营终端，两户：示范户和亮点户，三会：渠道分销会、示范观摩会和终端促销会）等模式整合管理，激活渠道活力。并通过在东北地区与中石油合作进行渠道共享、建设作物营养解决方案示范区、新型营销模式样板区等方式积极探索营销模式创新。

图 22：“四位一体”激活终端活力

公司化	批零一体化	区域服务中心模式	终端活跃模式
咸阳模式	红河模式	一店两户三会模式	
• 办公楼、大型肥料展厅、大容量仓储； • 组建财务、运输、农化、业务等齐全的团队； • 配备专业洋丰车队； • 一户两会、直营店等规范营销模式；	• 强化营销职能：形成仓储配送、渠道网络建设、市场管理与农化服务功能，完善经销商职能； • 完善服务设施：强化软硬件服务设施，如宣传车、人员配置等； • 构建全方位农化服务：增强新型肥料销售能力，提升服务以培育用户忠诚度； • 规范财务管理：科学财务管理，提升管理效益； • 促销常态化：持续保持品牌市场活跃度，加深用户记忆；	• 一店：零售门店标准化建设，展示品牌形象； • 两户：示范户+亮点户，梳理渠道标杆； • 三会：经销商分会、农民促销会、示范观摩会，增强促销效果；	

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

营销投入加大，渠道网点持续加密。从广告宣传费用投入情况看，新洋丰早期侧重于资源的掌控，在渠道投入方面不及史丹利和金正大，随着资源布局的逐步完善，新洋丰开始在渠道方面展开追赶，加大品牌营销宣传力度，广告费用投入占比从 13 年的 0.68% 提升至 17 年的 2.13%，一级经销商从 2000 家提升至 4500 家，终端零售商由 25000 家增加至 60000 余家，覆盖所有省、市、自治区。

表 10：各复合肥企业广告宣传费用对比

	亿元	2013	2014	2015	2016	2017
新洋丰	广告宣传及市场开发费	4.72	1.05	1.75	1.37	1.92
	占收入比	0.68%	1.26%	1.82%	1.65%	2.13%
史丹利	广告宣传及市场开发费	2.09	1.74	2.28	2.24	1.68
	占收入比	3.91%	3.07%	3.23%	3.60%	3.20%
金正大	广告宣传及市场开发费	1.75	3.77	4.24	3.90	4.66
	占收入比	1.46%	2.78%	2.39%	2.08%	2.35%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 性价比为核心之一，多品类满足专业化需求

农业生产作为对价格较为敏感的产业，对于农资产品的性价比要求很高。近年来受农产品价格持续低迷的影响，并且在土地流转政策施行之后，土地生产集中度提升，对于复合肥价格的敏感度增强。另一方面，由于我国各地区土质差异以及各类农作物对化肥元素需求的差异，农业生产对于复合肥专业化的要求也越来越高。

高性价比+多品类，满足农业生产核心需求。对比三家复合肥龙头企业，新洋丰在在产品价格和复合肥品类方面具有较大的优势。成本优势使得新洋丰性价比策略能够顺利开展，满足农民对于复合肥性价比的需求。另一方面，新洋丰产品种类多达 200 余种，

覆盖专用配方肥、硝硫基复合肥、缓控释复合肥、水溶肥、生物有机肥、生态级肥料等，满足农产品生产专业化需求。

表 11：各复合肥企业营销渠道对比

	新洋丰	史丹利	金正大
营销团队	1000+人	1300+人	1800+人
覆盖范围	所有省、市、自治区	31个省、市、自治区	-
一级经销商	4500+	3000+	5000+
终端零售商	60000+	100000+	100000+
渠道创新	公司化、批零一体化、区域服务中心模式、终端活跃模式(一店两户三会)，与中石油在东北开展渠道共享等	销售渠道由三级压缩为两级	密集分销：重点销售市场达到人员密集、网点密集、宣传推广密集；与中邮、新疆农资集团合作开展借网营销模式
主要品牌	洋丰、澳特、特、磷美、水白金、海露丰、简惠、道道、机多宝、茵磷天下等	三安、特利、第四元素、劲素等	金正大、沃夫特、金大地、奥磷丹、诺泰尔、亲土1号等
产品品类	200余种产品	110余种产品	12大类100余种产品
产品价格	较低	较高	较高
农化服务	联合中国农大打造全国测土配方施肥示范网络；种植技术专题培训；合作试验田等	作物种植管理、营养方案等，配备农化服务中心和农化服务车；开通农化服务热线等	金丰农服平台，土壤改良、全程作物营养解决方案、农作物品质提升、农技培训指导、土地托管等

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

4.3. 开启战略南移，区位优势明显推广基础良好

产品需求契合，推广基础良好。从南北方农作物的差异来看，南方多果蔬茶叶等经济作物，北方以大田粮食作物为主。对于不同的农作物，蔬菜、甘蔗等经济作物对于钾肥的需求量相较于玉米、小麦等大田作物更大。新洋丰硫酸钾复合肥为主要产品之一，2016年（披露口径更改前）硫酸钾复合肥营收 14.36 亿，占比总收入 17.4%，毛利率高于其他产品，达 25.1%。同时公司着力推广新型复合肥，能够满足南方经济作物专业化需求大的情况。从产品与市场需求契合度来说，新洋丰在南方具有较好的市场推广基础。

表 12：部分农作物每亩化肥折纯用量

2016年，单位：公斤	蔬菜平均	甘蔗	稻谷	棉花	苹果	甜菜	大豆	花生	玉米	油菜籽	小麦
每亩化肥折纯用量:钾肥	12.29	7.14	1.44	1.13	1.04	0.63	0.59	0.57	0.21	0.19	0.03
每亩化肥折纯用量:氯化钾	12.00	7.12	1.41	1.10	0.99	0.46	0.59	0.52	0.19	0.19	0.02
每亩化肥折纯用量:复合肥	28.15	23.10	12.22	21.33	43.71	22.59	6.46	15.31	13.84	8.22	17.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所

开启战略南移，抢占南方市场。从产能布局的角度来说，公司在湖北、江西、广西布局有 120 万吨磷酸一铵以及 395 万吨复合肥产能（含 85 万吨硫酸钾复合肥），能够覆盖华南主要作物产区，区位优势较史丹利、金正大显著，有助于更好切入南方市场。2014-2017 年新洋丰南方区域收入占比自 12.80%提升至 14.76%。

表 13：新洋丰分地区收入占比（亿元）

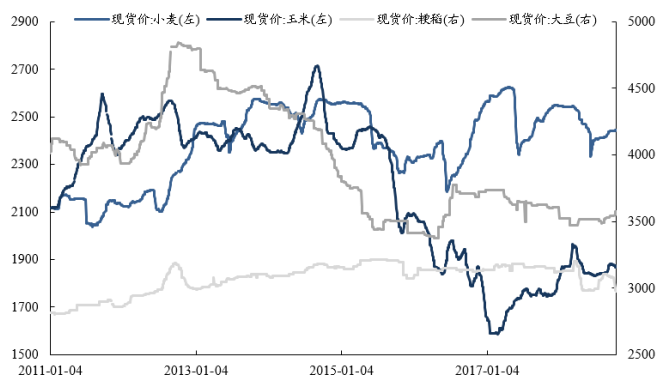
	2014	2015	2016	2017
总收入	83.52	96.19	82.76	90.32
东北地区	8.74	15.19	16.08	13.45
YOY	-	73.80%	5.86%	-16.34%
占比	10.47%	15.79%	19.43%	14.90%
华北地区	29.64	29.94	22.65	21.46
YOY	-	1%	-24.34%	-5.24%
占比	35%	31%	27.37%	23.76%
华南地区	25.74	27.99	22.13	25.23
YOY	-	8.74%	-20.93%	13.99%
占比	30.81%	29.09%	26.74%	27.93%
西北地区	7.21	7.93	8.49	11.27
YOY	-	9.96%	7.10%	32.81%
占比	8.63%	8.24%	10.26%	12.48%
南方区域	10.69	11.81	9.20	13.33
YOY	-	10.45%	-22.10%	44.88%
占比	12.80%	12.28%	11.12%	14.76%
境外	1.51	3.34	4.21	5.58
YOY	-	121.91%	26.16%	32.43%
占比	1.80%	3.47%	5.09%	6.18%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 农产品回暖，复合肥价格有望提升

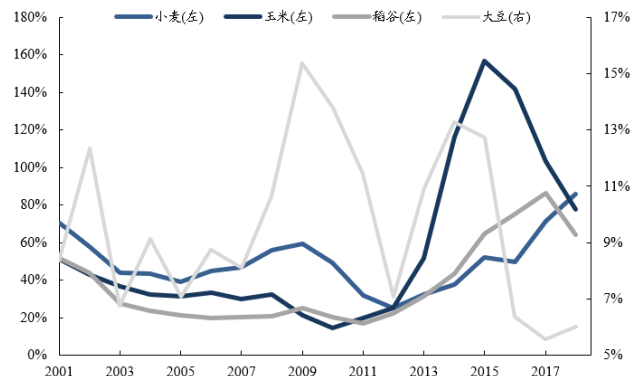
价格低位库销比回落，农产品将迎回暖。2015 年以来，玉米、大豆等国内主要农产品库销比回落，随后玉米价格于 2017 年率先出现回升。2018 年，主要粮食作物价格现货期货价格均出现不同程度上涨。随着库存持续下降以及农产品价格长期低位，预计后续价格将逐渐走高。

图 23：主要农产品价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

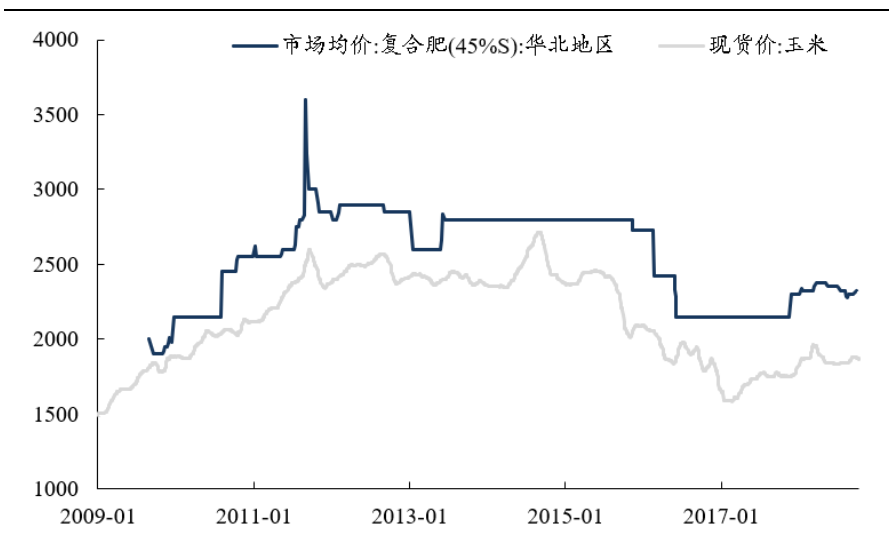
图 24：主要农产品库存/消费量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

复合肥价格与下游农产品价格显著相关。农作物作为复合肥的下游需求端，其价格将影响着复合肥的价格。以玉米为例，玉米在我国属于三大经济作物，种植面积最广，复合肥需求量大，故我们取玉米价格与复合肥（45%S）华北地区价格进行对比，两者高度正相关。随着今年农产品的价格逐步回暖，上游成本上涨将能够相对顺畅地传导给下游，复合肥的价格有望进入上升通道。

图 25：复合肥价格与农产品价格相关性（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 核心假设及收入拆分

我们预测，受下游农业回暖，复合肥行业整合充分，公司资源布局优势逐渐凸显，18-20 年公司收入利润将继续保持增长。

- 1) 产品价格方面：随着上游原料成本走高，同时下游景气度回升，对复合肥的需求提升，成本传导更加顺畅，预计复合肥价格将会上升；磷酸一铵行业供给受限情况下，价格将持续上涨。
- 2) 产品销量方面：复合肥产能尚未充分利用，需求增长下销量提升，其中新型复合肥加速南方及新疆地区推广，增长较快；磷酸一铵没有新增产能且产能利用较为充分的情况下，受复合肥生产所需自用量增加，外销量将有所下滑。
- 3) 毛利率方面：复合肥价格提升顺畅，而公司具备原料供给及运输成本优势，原料价格普涨情况下，公司自身成本提升幅度相较产品价格提升更小，常规复合肥毛利率提升，新型复合肥今年促销力度较大，毛利率一定程度下受损，预计 19 年开始将有所修复；价格提升明显，磷酸一铵毛利率将逐年上升。总体来看公司未来三年毛利率 19.5%/20.4%/21.2%，将持续提升。

4) 费用率方面：预计 18-20 年公司将在品牌渠道宣传方面增加投入，销售费用率有所提升；同时公司将增加新型复合肥研发，研发费用增长。总体来看 18-20 年三费率 9.2%/9.4%/9.7%。

表 14：新洋丰收入预测拆分

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	8276	9032	10461	11889	13263
YOY	-14.0%	9.1%	15.8%	13.7%	11.6%
磷复肥收入	8183	8902	10313	11726	13085
YOY	-14.0%	8.8%	15.4%	11.2%	10.3%
其中：磷肥	1584	2115	2307	2511	2678
YOY	-32.4%	33.6%	9.1%	8.8%	6.7%
毛利率	16.4%	16.5%	20.0%	21.0%	22.5%
新型复合肥	717	1050	1519	2051	2632
YOY	5.1%	46.4%	44.8%	35.0%	28.3%
毛利率	24.7%	25.8%	25.3%	25.8%	26.2%
常规复合肥	4323	4707	5406	6050	6638
YOY	-13.2%	8.9%	14.8%	11.9%	9.7%
毛利率	19.7%	21.1%	21.2%	21.7%	22.0%
贸易	1559	1030	1081	1114	1136
YOY	2.8%	-34.0%	5.0%	3.0%	2.0%
现代农业	1.1	20.6	26.7	33.4	40.1
YOY	-	1837.1%	30.0%	25.0%	20.0%
其他	92	110	121	130	138
YOY	-9.0%	19.1%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	16.1%	18.8%	19.5%	20.4%	21.2%
三费率	6.9%	9.0%	9.2%	9.4%	9.7%
归母净利润	563	680	820	989	1173
YOY	-24.7%	20.8%	20.6%	20.5%	18.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.2. 盈利预测及投资评级

公司在原料端布局深厚，成本优势显著。在下游需求回暖的刺激下，通过过去两年环保大势下的供给侧改革，行业整合加速，龙头优势凸显。同时基于成本优势，公司在终端激励方面具备更大空间，经销团队稳定，市占率提升趋势明显。基于公司资源优势带来的业绩稳定性，伴随着渠道端投入的增加，未来长期成长可期。

另一方面，公司 18Q3 资产负债率仅为 28.62%，在重资产的复合肥行业表现突出。同时公司 17 年经营性现金流 9.15 亿，账面现金 12.8 亿，现金流状况良好，有利于在原料价格上涨趋势下的资源储备布局，以及流动性、员工激励等方面做出更多选择，保证公司的稳健良好运行。

我们预计 18-20 年公司实现营收 104.61/118.89/132.63 亿，同增 15.8%/13.7%/11.6%；归母净利润 8.20/9.89/11.73 亿，同增 20.6%/20.5%/18.6%。当前股价对应 PE 为

13.2X/11.0X/9.2X，基于公司的成本优势，稳定的业绩表现以及良好的财务状况，具备更大的终端激励提升空间，拥有良好的长期成长性，且目前估值处于历史较低水平，给予“买入”评级！

表 15：可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值/亿	流通市值/亿	PE (TTM)	PE (2018)	PE (2019)
000902.SZ	新洋丰	108.41	97.47	13.18	13.21	10.96
002470.SZ	金正大	173.68	149.92	22.89	15.56	11.89
002588.SZ	史丹利	41.30	26.05	18.35	-	-

注：标红为 Wind 一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

原材料价格波动：复合肥行业受上游原材料价格影响较大，在原材料涨价的影响下，公司业绩会受到相应影响。另一方面公司原料钾肥部分依赖进口，成本会受国际价格和进口政策的影响。

下游需求不及预期：复合肥作为农资必需品，在农产品价格上涨不及预期的情况下，销量增长受阻，且价格波动无法顺利传导，影响公司业绩。

环保力度超预期：复合肥行业属于环保投入较大的行业，在环保政策收紧的情况下，会造成企业停产、费用支出等不利影响，公司利润可能受到不利影响。

新洋丰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5213	5988	6725	7375	营业收入	9032	10461	11889	13263
现金	1278	1464	1665	1790	减:营业成本	7336	8418	9465	10452
应收账款	95	116	133	144	营业税金及附加	35	44	59	58
存货	2061	2370	2747	3060	营业费用	508	603	701	796
其他流动资产	1779	2038	2181	2380	管理费用	308	360	418	484
非流动资产	3532	3866	4213	4616	财务费用	0	-2	0	3
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	10	11	12	12
固定资产	2717	2845	3117	3469	加:投资净收益	17	17	17	17
在建工程	112	162	212	212	其他收益	14	12	12	12
无形资产	514	554	607	673	营业利润	865	1055	1263	1489
其他非流动资产	188	305	277	262	加:营业外净收支	-5	-5	-5	-5
资产总计	8745	9854	10938	11990	利润总额	860	1050	1258	1484
流动负债	2791	3556	3936	4152	减:所得税费用	168	210	253	295
短期借款	10	317	424	394	少数股东损益	12	19	16	16
应付账款	950	1181	1185	1364	归属母公司净利润	680	820	989	1173
其他流动负债	1831	2058	2326	2394	EBIT	880	1079	1304	1531
非流动负债	117	117	117	117	EBITDA	1167	1243	1585	1841
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	117	117	117	117	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2909	3673	4053	4270	每股收益(元)	0.52	0.63	0.76	0.90
少数股东权益	154	163	181	181	每股净资产(元)	4.36	4.61	5.14	5.78
归属母公司股东权益	5683	6018	6704	7539	发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
负债和股东权益	8745	9854	10938	11990	ROIC(%)	12.1%	13.3%	14.3%	15.1%
					ROE(%)	12.4%	14.0%	15.4%	16.3%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	18.8%	19.5%	20.4%	21.2%
经营活动现金流	915	1103	1015	1393	销售净利率(%)	7.5%	7.8%	8.3%	8.8%
投资活动现金流	118	-567	-990	-1211	资产负债率(%)	33.3%	37.3%	37.1%	35.6%
筹资活动现金流	-272	-349	176	-56	收入增长率(%)	9.1%	15.8%	13.7%	11.6%
现金净增加额	769	186	200	126	净利润增长率(%)	20.8%	20.6%	20.5%	18.6%
折旧和摊销	163	280	310	0	P/E	15.94	13.21	10.96	9.24
资本开支	374	568	891	1011	P/B	1.91	1.80	1.62	1.44
营运资本变动	838	10	357	433	EV/EBITDA	10.69	10.50	8.35	7.23

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>