

成本优势与渠道深耕协同作用，农资消费白马业绩稳健成长

买入（维持）

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

- **公司发布三季度业绩报告：**18Q1-Q3 实现收入 83.97 亿（+16.05%），归母净利 7.36 亿（+24.03%），扣非净利 7.31 亿（+24.02%）；其中 Q3 单季实现营收 28.58 亿（+35.54%），归母净利 1.97 亿（+21.16%），扣非净利 1.96 亿（+20.69%）。
- **收入持续稳定增长，毛利率降低有助抢占市场。**18Q3 公司收入增长达 35.54%，预计主要系原材料磷酸一铵涨价所致。三季度磷酸一铵平均市场价 2290 元/吨，较去年同期均价 1863 元/吨提升 427 元/吨（约 23%），推动公司磷酸一铵及复合肥产品价格提升。18Q3 公司毛利率 17.92%，较同期下滑 2.84%。我们认为，公司毛利率下滑的主要原因在于原材料价格上涨幅度较大，同时公司主动通过优势价格获取更多的市场份额。基于上游配套的产业链一体化建设，具备磷酸一铵原料布局，同时享受钾肥进口配额带来的内外价差红利，以及区位优势带来的运输成本节约，导致单吨复合肥较行业平均成本低约 150 元，长期来看公司在产品性价比方面具有不可复制的优势。
- **营销投入增加，净利率持续提升。**公司前三季度期间费用率 7.79%，较去年同期减少 0.47pct。其中销售费用率 5.04%，较同期增 0.28pct，营销投入持续增加；管理费用率 2.58%，研发费用率 0.36%，管理+研发费用率较去年同期管理费用率减少 0.51pct；财务费用率-0.18%，较同期减少 0.24pct，主要系汇兑收益增加所致。综合来看公司前三季度归母净利率 8.76%，同增 0.56pct，盈利能力持续提升。
- **资金雄厚提前备料，经营性现金流有所下滑。**公司前三季度经营性现金流净额 3.83 亿，较去年同期（9.9 亿）下滑幅度较大，我们判断是由于公司应收账款及存货上升幅度较大所致。期内基于对原料价格走势的判断，公司大幅备料，期末账上存货金额较同期增加 3.65 亿元至 15.92 亿元，存货周转天数同比增长 3.39 天至 72.72 天；同时期末账上应收账款及票据合计 11.37 亿（较年初增加 4.61 亿），预计主要系下游磷酸一铵客户票据应付增加，对应应收周转天数同比下降 0.5 天至 6.92 天；账上应付账款及票据合计 10.33 亿，较年初增加 0.83 亿。
- **成本优势保障渠道活力，下游具有复苏预期。**新洋丰是复合肥行业的第二大龙头，目前有 800 多万吨磷复肥产能（含 180 万吨磷酸一铵），且集团子公司新洋丰矿业具有磷矿资源储量 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），行业内产业链一体化布局最为完善。基于不可复制的原料、区位及运输成本优势，新洋丰得以在提供高性价比产品扩张市场份额的同时，给予经销商较为充足的盈利空间，保障渠道的品质和活力。此外，随着玉米、大豆等农产品价格复苏，我们看好公司高品质新型肥渗透率持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为农化消费白马，历史业绩增长稳健，基于产业链一体化优势，产品性价比较高且经销商盈利良好，看好公司长期成长可持续。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，维持“买入”评级！
- **风险提示：**原材料价格波动，环保力度不达预期

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

1、《新洋丰（000902）：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》2018-10-18

表 1：新洋丰重点季度数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业总收入	2,631.97	2,429.15	1,681.86	1,533.36	2,645.63	2,481.75	2,108.38	1,796.64	2,870.48	2,669.29	2,857.67
YOY	2.38%	-15.45%	-36.11%	-0.60%	0.52%	2.17%	25.36%	17.17%	8.50%	7.56%	35.54%
归母净利润	216.62	250.76	69.50	26.20	223.62	206.85	162.77	86.90	280.18	258.42	197.20
YOY	23.60%	11.51%	-69.37%	-78.27%	3.23%	-17.51%	134.20%	231.67%	25.29%	24.93%	21.16%
毛利率	15.01%	20.09%	15.02%	13.02%	17.52%	19.39%	20.76%	17.47%	19.08%	20.24%	17.92%
期间费用率	4.40%	6.28%	7.62%	11.12%	6.85%	7.75%	10.64%	12.15%	6.65%	7.14%	8.89%
其中：销售费用率	2.19%	3.43%	3.93%	8.18%	3.65%	4.46%	6.48%	9.11%	4.13%	4.56%	6.39%
管理费用率	2.24%	2.88%	3.77%	3.36%	3.17%	3.20%	4.09%	3.27%	2.70%	2.80%	2.65%
财务费用率	-0.04%	-0.03%	-0.08%	-0.42%	0.03%	0.08%	0.06%	-0.23%	-0.18%	-0.22%	-0.15%
归母净利率	8.23%	10.32%	4.13%	1.71%	8.45%	8.34%	7.72%	4.84%	9.76%	9.68%	6.90%
ROE	4.52%	5.08%	1.37%	0.51%	4.22%	3.82%	2.96%	1.54%	4.81%	4.34%	3.26%
YOY (±)	-1.69%	-1.15%	-3.68%	-2.07%	-0.30%	-1.26%	1.58%	1.04%	0.59%	0.52%	0.30%
资产负债率	23.99%	23.83%	27.15%	32.32%	30.50%	32.32%	32.28%	33.26%	28.59%	24.22%	28.62%
YOY (±)	-12.83%	-2.82%	3.71%	4.07%	6.51%	8.49%	5.12%	0.94%	-1.91%	-8.10%	-3.65%
存货	1,359.10	1,450.34	1,373.65	1,779.05	1,555.42	1,285.07	1,226.85	2,061.00	1,862.47	1,462.67	1,591.73
较上年同期增减	67.16	356.50	381.88	228.05	196.32	-165.26	-146.80	281.95	307.05	177.60	364.89
存货周转天数	58.54	64.65	70.41	86.36	68.77	65.93	69.33	94.22	76.01	71.24	72.72
较上年同期增减	-0.11	13.90	20.61	18.35	10.22	1.28	-1.09	7.86	7.25	5.31	3.39
应收票据	116.09	180.57	141.65	502.03	535.37	361.19	510.68	580.06	438.10	479.38	802.14
较上年同期增减	-123.90	-272.24	-325.47	233.60	419.27	180.63	369.03	78.03	-97.27	118.19	291.46
应收账款	349.02	224.79	260.87	56.34	562.30	266.66	341.18	95.47	505.27	221.60	334.87
较上年同期增减	100.33	-31.56	32.74	7.02	213.28	41.88	80.30	39.13	-57.03	-45.07	-6.31
应收账款周转天数	6.81	4.87	6.21	2.30	10.52	5.67	7.42	3.03	9.42	5.15	6.92
较上年同期增减	2.10	0.30	2.05	0.99	3.71	0.80	1.21	0.73	-1.10	-0.52	-0.50
应付账款及应付票据	758.46	670.57	951.95	926.97	1079.13	914.02	1156.34	950.25	1109.50	870.43	1033.49
较上年同期增减	126.72	80.32	309.58	204.66	320.67	243.45	204.39	23.28	30.37	-43.59	-122.85
预收账款	456.96	499.29	660.56	1213.67	734.42	1012.79	911.86	1397.89	772.04	514.00	887.11
较上年同期增减	-10.12	-284.48	132.07	340.82	277.46	513.50	251.30	184.22	37.61	-498.79	-24.75
经营性现金流净额	-69.37	384.92	280.42	154.45	-149.90	1305.56	-165.88	-74.58	-270.53	574.41	79.46
较上年同期增减	8.64	42.37	-162.80	218.16	-80.53	920.64	-446.30	-229.03	-120.64	-731.15	245.34
筹资性现金流净额	37.82	-208.91	25.40	8.99	0.20	-275.25	2.84	0.18	-0.15	-261.18	0.00
较上年同期增减	-31.83	-888.42	-59.34	-236.27	-37.62	-66.34	-22.56	-8.81	-0.35	14.07	-2.84
资本开支	131.41	217.93	50.92	266.89	174.61	5.11	96.25	97.60	44.67	69.84	40.01
较上年同期增减	92.47	141.24	-126.15	-89.37	43.20	-212.82	45.33	-169.29	-129.93	64.73	-56.24

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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
					发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	5683	6018	6704	7539	ROIC(%)	12.1%	13.3%	14.3%	15.1%
负债和股东权益	8745	9854	10938	11990	ROE(%)	12.4%	14.0%	15.4%	16.3%
					毛利率(%)	18.8%	19.5%	20.4%	21.2%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	7.5%	7.8%	8.3%	8.8%
经营活动现金流	915	1103	1015	1393	资产负债率(%)	33.3%	37.3%	37.1%	35.6%
投资活动现金流	118	-567	-990	-1211	收入增长率(%)	9.1%	15.8%	13.7%	11.6%
筹资活动现金流	-272	-349	176	-56	净利润增长率(%)	20.8%	20.6%	20.5%	18.6%
现金净增加额	769	186	200	126	P/E	15.94	13.21	10.96	9.24
折旧和摊销	163	280	310	0	P/B	1.91	1.80	1.62	1.44
资本开支	374	568	891	1011	EV/EBITDA	10.69	10.50	8.35	7.23
营运资本变动	838	10	357	433					

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>

