

Q3营收扩张、利润率下降、总毛利维持， 继续看好一铵景气及复合肥行业回暖

——新洋丰（000902）第三季度报点评

2018年10月18日

强烈推荐/维持

新洋丰 | 第三季度报点评

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	
洪翀	研究助理		
	hongchong@dxzq.net.cn	010-66554012	
徐昆仑	研究助理		
	xukl@dxzq.net.cn	010-66554050	

事件：

公司公告 2018 年第三季度报告，报告期内实现营收 83.97 亿，同比+16.05%，实现归母净利润 7.36 亿，同比+24.03%；单三季度实现营收 28.58 亿，同比+35.54%、环比+7.08%，实现归母净利润 1.97 亿，同比+21.16%，环比-23.64%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	2645.63	2481.75	2108.38	1796.64	2870.48	2669.29	2857.67
增长率（%）	0.52	1.31	7.31	9.14	8.50	8.04	35.54
毛利率（%）	17.52	18.42	19.10	18.78	19.08	19.64	19.24
期间费用率（%）	6.85	7.28	8.26	9.03	6.65	6.89	7.43
营业利润率（%）	10.66	10.68	10.47	9.58	12.33	12.26	11.07
净利润（百万元）	228.19	212.48	165.47	85.61	284.58	261.98	200.91
增长率（%）	0.96	-9.56	8.13	19.38	24.71	23.30	21.42
每股盈利（季度，元）	0.17	0.33	0.45	0.52	0.21	0.41	0.56
资产负债率（%）	30.50	32.32	32.28	33.26	28.59	24.22	28.62
净资产收益率（%）	4.13	7.94	10.62	11.97	4.70	9.04	11.95
总资产报酬率（%）	3.58	6.81	9.36	10.17	4.03	7.94	10.34

观点：

1. 三季度受原材料价格上涨影响，营收环比扩张，毛利率有所下滑，总毛利基本维持。

公司磷复肥上游原材料磷矿石、氮肥与钾肥价格近期均强势，磷酸一铵季度均价差环比有所收窄，单季度毛利率 17.92%、环比下降 2.32pcts，净利率 7.03%、环比下降 2.78pcts；我们测算单 Q3 磷酸一铵价差 473 元/吨，环比下降 73 元/吨，假设单 Q3 磷酸一铵产量 45 万吨，则测算三季度环比二季度盈利下滑约 3000 万，实际报表显示环比下滑 6000 万，我们判断其余部分为以钾肥为代表的三元复合肥原材料上涨导致；总体来说价格传导较为顺利，单季度营收有所扩张，同比+35.54%

2. 看好磷酸一铵景气。

展望后续，高油价下，对未来农产品价格及磷酸一铵需求偏乐观；未来 2-3 年，供给端受长江沿岸（长江经济带 11 省市一铵产能国内占比约 80%）环保整治、磷矿-磷酸-磷酸盐整条产业链预计持续收紧，一铵将持续景气；与市场所担心的磷酸一铵-磷酸石价差未来承压不同，我们认为磷矿石今年限产严重主要是磷矿石资源及不可再生属性受到重视、以及违规不安全生产开采行为整治，而非针对长江流域最为超标的磷元素污染，参考此前 3 年的国内大气污染治理态势，判断今年是国内水污染治理开端，未来 2~3 年各省市将陆续有实质性政策及措施落实。

3. 公司已在此前的行业下滑中持续验证自己的增长能力，将受益于行业底部回暖。

我们判断在农产品需求自然增长+耕地面积不足+化肥零增长方案叠加下，复合化率提升的逻辑中长期依然有效。公司自 2014 年以来，磷复肥自年销量 378 万吨增长至 2017 年的 492 万吨，年复合增速 9.2%；若扣除磷酸一铵，仅三元复合肥年销量符合增速也达 8.2%，且无任何一年下滑；而自 2015 年以来，国内复合肥市场需求连续三年下杀，年表观消费量自 6000 万吨降至 5000 万吨的水平，公司已经充分证明了自己凭借成本、渠道和品牌优势在逆势中持续获得增长的能力，即使保守判断未来行业仍处在存量或减量博弈中，依然看好公司凭借一体化低成本模式成长为国内复合肥龙头；值得一提的是，公司广告等营销费用大大低于同行业其他龙头，若后续农产品价格暴涨带动行业快速放量，公司选择通过广告营销等方式获得销量增长的边际收益也将大大高于行业。

4. 高毛利新型复合肥是公司长期增长点。

报告期内公司新型复合肥板块实现营收 8.47 亿，毛利 2.12 亿，毛利率 25.08%，毛利率与去年全年 25.82% 基本持平。保守假设该板块上半年销量占全年销量 2/3，则 2018 年全年新型复合肥收入有望达 13 亿，基本上 17/18 每年达 3 个亿的营收增长速度。预计以硝基肥、水溶肥、专用肥等为代表的新型复合肥仍处于成长阶段，供给不足，存在结构性市场机会；以硝基肥为例，目前国内氮肥中硝基肥应用比例不足 5%，远低于发达国家 20% 的水平。同时公司新型肥毛利率 25-26%，明显高于常规肥的 20-21%，高盈利能力的新型复合肥将是公司长期增长点。

投资建议：

维持原业绩预测，预计公司 2018-2020 年归母净利润 8.7 亿、10.7 亿和 12.8 亿，当前市值对应 PE 为 13、10 和 9 倍，大股东回购计划、承诺未来 1 年不减持及员工持股计划彰显公司自身对未来发展的信心，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

原材料价格大幅波动；农产品价格大幅波动。

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
流动资产合计	4037	5213	6335	7611	9128	营业收入	8276	9032	10191	11006	12391
货币资金	537	1278	1946	2906	3920	营业成本	6941	7336	8155	8662	9659
应收账款	56	95	108	116	131	营业税金及附加	56	35	40	43	48
其他应收款	36	196	221	238	269	营业费用	333	508	573	619	696
预付款项	380	559	738	928	1140	管理费用	244	308	348	376	423
存货	1779	2061	2291	2433	2713	财务费用	-10	0	-16	-24	-34
其他流动资产	747	444	409	385	343	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	3332	3135	2937	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	20.34	24.41	29.29
固定资产	2567	2717	2515	2316	2116	营业利润	722	865	1111	1355	1627
无形资产	484	514	516	518	520	营业外收入	16.54	2.17	2.17	2.17	2.17
其他非流动资产	195	57	54	52	49	营业外支出	6.01	7.26	7.26	7.26	7.26
资产总计	7889	8745	9666	10747	12066	利润总额	732	860	1106	1350	1622
流动负债合计	2453	2791	3085	3388	3772	所得税	153	168	217	264	318
短期借款	10	10	0	10	10	净利润	579	692	890	1085	1305
应付账款	927	950	1042	1107	1234	少数股东损益	16	12	15	18	22
预收款项	1214	1398	1606	1830	2083	归属母公司净利润	563	680	875	1067	1283
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	969	1140	1385	1628	1895
非流动负债合计	97	117	136	135	134	EPS (元)	0.43	0.52	0.67	0.82	0.98
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2550	2909	3220	3522	3906	成长能力					
少数股东权益	154	154	169	187	209	营业收入增长	-13.96%	9.14%	12.83%	7.99%	12.59%
实收资本(或股本)	1343	1333	1305	1305	1305	营业利润增长	-24.43%	19.91%	28.44%	21.91%	20.12%
资本公积	652	600	600	600	600	归属于母公司净利润增	28.60%	22.01%	28.60%	22.01%	20.19%
未分配利润	2970	3426	3707	4050	4462	获利能力					
归属母公司股东权	5186	5683	6220	6980	7893	毛利率(%)	18.77%	16.13%	18.78%	19.97%	21.29%
负债和所有者权	7889	8745	9666	10747	12066	净利率(%)	7.00%	7.66%	8.73%	9.86%	10.53%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.86%	11.97%	14.06%	15.29%	16.25%
经营活动现金流	750	915	997	1315	1428	偿债能力					
净利润	579	692	890	1085	1305	资产负债率(%)	32%	33%	33%	33%	32%
折旧摊销	257.25	274.72	293.53	301.46	305.55	流动比率	1.65	1.87	2.05	2.25	2.42
财务费用	-10	0	-16	-24	-34	速动比率	0.92	1.13	1.31	1.53	1.70
应收账款减少	0	0	-12	-9	-15	营运能力					
预收帐款增加	0	0	208	224	253	总资产周转率	1.11	1.09	1.11	1.08	1.09
投资活动现金流	-1355	118	-54	-71	-68	应收账款周转率	157	119	100	98	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.15	9.62	10.23	10.24	10.59
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	10	17	20	24	29	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.52	0.67	0.82	0.98
筹资活动现金流	-137	-272	-275	-274	-336	每股净现金流(最新摊)	-0.55	0.57	0.51	0.74	0.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.86	4.26	4.77	5.35	6.05
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	656	-10	-28	0	0	P/E	19.84	16.40	12.72	10.43	8.68
资本公积增加	-627	-52	0	0	0	P/B	2.21	2.00	1.79	1.59	1.41
现金净增加额	-741	762	668	970	1024	EV/EBITDA	11.28	8.86	6.63	5.06	3.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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，CFA 持证人，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 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。

