

新洋丰(000902)/

加码高端产品销售能力，着眼未来发展

评级：买入(维持)

市场价格：

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

研究助理：李海勇

Email: lihy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1305
流通股本(百万股)	1173
市价(元)	9.46
市值(百万元)	12400
流通市值(百万元)	11100

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 新洋丰(000902)2016年三季报点评：受磷铵拖累业绩同比下滑，持续看好公司转型现代农业
- 2 新洋丰(000902)2016年半年报点评：复合肥逆势量增，延伸现代农业值得期待

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8276.34	9032.40	10190.75	10958.65	11620.25
增长率 yoy%	-13.96%	9.14%	12.82%	7.54%	6.04%
净利润	563.09	680.15	832.12	1016.27	1218.80
增长率 yoy%	-24.68%	20.79%	22.34%	22.13%	19.93%
每股收益(元)	0.43	0.52	0.64	0.78	0.93
每股现金流量	0.56	0.69	0.92	1.15	1.33
净资产收益率	10.85%	11.85%	13.05%	14.06%	14.76%
P/E	21	18	15	12	10
PEG	-	0.87	0.67	0.54	0.50
P/B	2.31	2.11	1.90	1.68	1.47

备注：

投资要点

- **事件：**公司公告投资人民币 3250 万元与宁波君合启赋企业管理咨询合伙企业共同成立新洋丰力赛诺农业科技有限公司，打造、新型高端肥料产品的销售平台。
- **加码高端产品销售能力，着眼未来发展。**在国家“科技兴农、绿色兴农、品质兴农”的宏观背景之下，未来几年是肥料行业转型升级的重要机遇期，新型肥料、高端品牌将迎来快速成长契机。公司通过打造高端产品的销售平台，聚合业内优势力量，有望探索出一条高效率、可复制的新型肥料销售和服务模式，加速新洋丰在高端肥料与新型肥料领域的市场占有率，加强巩固新洋丰的高端品牌核心价值，为未来业绩增长提供新的增长点。
- **引进行业领先销售人才，强化销售优势。**公司在上市之后，广纳优秀人才，积极布局营销。2017 年，公司设立了品牌管理部，并引进了包雪梅女士等行业优秀人才加强技术服务以促进销售。此次新设的高端肥料销售平台力赛诺农业科技有限公司的负责人罗文胜先生营销管理能力强，其拥有中国人民大学管理学硕士学位，曾先后担任广东联邦家私集团有限公司营销总裁助理、百事可乐(广州)有限公司区域拓展主管、雀巢(广州)分公司重点客户主任、嘉士伯啤酒(广东)有限公司华北区市场销售副经理、伊利集团有限公司液态奶事业部销售总监等职位。此外，罗总曾在 2010 年至 2017 年期间，就职于金正大，担任副总经理长达 7 年，深耕行业 9 年，具有深厚的复合肥行业销售管理经验。他的加盟有望推动公司营销端实现新的突破。
- **国内磷复肥行业龙头企业，成本、渠道优势突出。**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，是国内磷复肥行业龙头企业。由于公司产业链一体化、拥有钾肥进口权，以及得天独厚的区位优势带来的综合成本优势约在 180 元/吨，对于复合肥行业来说，公司的成本竞争优势较为突出。加上公司拥有较强的渠道粘性，在整体化肥行业低迷期，业绩于 17 年率先于行业回暖，18 前三季度增速保持在 24% 以上。我们预计农产品价格有望逐步向上，农产品价格上涨有望开启磷复肥行业的景气大周期，加之磷复肥副产品磷石膏的安全处置是环保关注的要点，贵州率先实行的“以渣定产”政策有望在其他磷肥主产区推行，中小型磷肥企业压力剧增，部分落后产能有望持续退出市场。目前磷肥社会库存低位，需求的好转有望使得磷复肥价格具有较大弹性。公司作为行业龙头将率先受益。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.64 元、0.78 元、0.93 元，对应 PE 分别为 15 倍、12 倍和 10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**常规复合肥价格大幅波动的风险、新型复合肥放量或不及预期的风险、磷酸一铵价格大幅波动的风险、农产品价格或不及预期的风险。

关键假设:

- **假设 1:** 预计 2018-2020 年磷酸一铵含税价格分别为 2450 元/吨、2525 元/吨和 2600 元/吨, 因为复合肥销量提升, 外卖一铵销量逐年减少, 毛利率预计为 20.5%、22.5%和 23%。
- **假设 2:** 预计 2018-2020 年常规复合肥含税价格分别为 2270 元/吨、2320 元/吨和 2370 元/吨。
- **假设 3:** 预计 2018-2020 年新型复合肥含税价格分别为 2800 元/吨、2850 元/吨和 2900 元/吨。
- 基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

图表 1: 新洋丰分业务收入及毛利率拆分

百万元		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入	8276.34	9032.40	10190.75	10958.65	11620.25
	yoy	-13.96%	9.14%	12.82%	7.54%	6.04%
	营业成本	6941.00	7336.24	8222.30	8714.35	9124.14
	毛利率	16.13%	18.78%	19.32%	20.48%	21.48%
磷铵	收入	1583.90	2115.50	2317.57	2274.77	2248.65
	yoy		33.56%	9.55%	-1.85%	-1.15%
	成本	1324.31	1765.41	1842.47	1762.02	1731.46
	毛利率	16.39%	16.55%	20.50%	22.54%	23.00%
常规复合肥	收入	4322.76	4707.37	5419.37	5852.25	6191.89
	yoy		8.90%	15.13%	7.99%	5.80%
	成本	3469.82	3713.21	4320.81	4601.22	4789.35
	毛利率	19.73%	21.12%	20.27%	21.38%	22.65%
新型复合肥	收入	717.09	1049.66	1513.51	1797.30	2090.09
	yoy		46.38%	44.19%	18.75%	16.29%
	成本	539.84	778.65	1158.30	1360.31	1561.20
	毛利率	24.72%	25.82%	23.47%	24.31%	25.30%
贸易	收入	1559.44	1029.61	875.17	962.68	1010.82
	yoy		-33.98%	-15.00%	10.00%	5.00%
	成本	1542.74	1010.57	868.17	954.98	1002.73
	毛利率	1.07%	1.85%	0.80%	0.80%	0.80%
其他	收入	93.15	130.26	65.13	71.64	78.80
	yoy		39.84%	-50.00%	10.00%	10.00%
	成本	64.30	68.39	32.56	35.82	39.40
	毛利率	30.97%	47.50%	50.00%	50.00%	50.00%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 新洋丰三大财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9032.40	10190.75	10958.65	11620.25
营业成本	7336.24	8222.30	8714.35	9124.14
营业税金及附加	35.35	43.82	47.12	49.97
销售费用	507.67	517.69	547.93	581.01
管理费用	308.27	350.05	370.40	343.96
财务费用	0.01	-10.56	-14.67	-19.67
资产减值损失	10.14	20.00	13.00	10.00
投资收益	16.95	10.00	10.00	11.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	865.24	1057.45	1290.51	1541.84
其他非经营损益	-5.10	-4.12	-4.48	-1.49
利润总额	860.14	1053.33	1286.03	1540.35
所得税	168.39	206.21	251.77	301.55
净利润	691.75	847.12	1034.27	1238.80
少数股东损益	11.60	15.00	18.00	20.00
归属母公司股东净利润	680.15	832.12	1016.27	1218.80

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1278.03	2014.45	3240.10	4680.95
应收和预付款项	1430.08	1550.57	1679.36	1765.20
存货	2061.00	2129.48	2316.78	2427.76
其他流动资产	444.23	501.20	538.97	571.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2829.36	2568.78	2133.28	1688.20
无形资产和开发支出	514.27	502.12	489.64	476.82
其他非流动资产	188.26	184.41	180.56	176.71
资产总计	8745.22	9451.00	10578.67	11787.13
短期借款	9.80	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2456.50	2525.25	2749.91	2911.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	442.42	436.15	471.31	482.33
负债合计	2908.72	2961.39	3221.22	3394.14
股本	1332.90	1332.90	1332.90	1332.90
资本公积	600.22	600.22	600.22	600.22
留存收益	3691.79	4387.87	5237.72	6253.26
归属母公司股东权益	5682.88	6320.99	7170.83	8186.37
少数股东权益	153.62	168.62	186.62	206.62
股东权益合计	5836.50	6489.61	7357.45	8393.00
负债和股东权益合计	8745.22	9451.00	10578.67	11787.13

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1155.55	1633.47	1887.67	2143.92
PE	18.14	14.83	12.14	10.13
PB	2.11	1.90	1.68	1.47
PS	1.37	1.21	1.13	1.06
EV/EBITDA	9.68	6.39	4.88	3.63
股息率	1.59%	1.10%	1.35%	1.65%

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	691.75	847.12	1034.27	1238.80
折旧与摊销	290.31	586.59	611.83	621.75
财务费用	0.01	-10.56	-14.67	-19.67
资产减值损失	10.14	20.00	13.00	10.00
经营营运资本变动	-95.58	-183.47	-94.02	-56.44
其他	18.56	-30.00	-23.00	-21.00
经营活动现金流净额	915.20	1229.67	1527.40	1773.43
资本支出	-135.78	-310.00	-160.00	-160.00
其他	254.17	10.00	10.00	11.00
投资活动现金流净额	118.39	-300.00	-150.00	-149.00
短期借款	0.14	-9.80	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-62.70	0.00	0.00	0.00
支付股利	-195.68	-136.03	-166.42	-203.25
其他	-13.80	-47.41	14.67	19.67
筹资活动现金流净额	-272.03	-193.25	-151.75	-183.58
现金流量净额	769.16	736.42	1225.65	1440.85

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	9.14%	12.82%	7.54%	6.04%
营业利润增长率	19.91%	22.21%	22.04%	19.48%
净利润增长率	19.38%	22.46%	22.09%	19.78%
EBITDA 增长率	17.42%	41.36%	15.56%	13.57%
获利能力				
毛利率	18.78%	19.32%	20.48%	21.48%
三费率	9.03%	8.41%	8.25%	7.79%
净利率	7.66%	8.31%	9.44%	10.66%
ROE	11.85%	13.05%	14.06%	14.76%
ROA	7.91%	8.96%	9.78%	10.51%
ROIC	13.30%	15.78%	19.70%	24.97%
EBITDA/销售收入	12.79%	16.03%	17.23%	18.45%
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.12	1.09	1.04
固定资产周转率	3.42	3.86	4.74	6.40
应收账款周转率	119.00	100.31	98.05	97.38
存货周转率	3.82	3.92	3.92	3.85
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.39%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	33.26%	31.33%	30.45%	28.80%
带息债务/总负债	0.34%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.87	2.18	2.51	2.88
速动比率	1.13	1.43	1.76	2.14
股利支付率	28.77%	16.35%	16.38%	16.68%
每股指标				
每股收益	0.52	0.64	0.78	0.93
每股净资产	4.47	4.97	5.64	6.43
每股经营现金	0.70	0.94	1.17	1.36
每股股利	0.15	0.10	0.13	0.16

来源: 公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。