

2019 年 03 月 09 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

深耕渠道粘性增强，复合肥龙头业绩持续稳健增长

买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9032	10107	11525	12954
同比（%）	9.1%	11.9%	14.0%	12.4%
归母净利润（百万元）	680	821	989	1177
同比（%）	20.8%	20.6%	20.5%	19.1%
每股收益（元/股）	0.52	0.63	0.76	0.90
P/E（倍）	18.72	15.52	12.88	10.82

投资要点

- **公司发布 18 年业绩快报和 19Q1 业绩预告：**18 年实现收入 101.07 亿，同比增长 11.89%，实现归母净利 8.21 亿，同比增长 20.64%。19Q1 预计归母净利 3.22-3.50 亿，同增 15%-25%。
- **复合肥销量保持增长趋势，产品结构不断优化。**18 年公司复合肥销量同比增长 6%-7%，加速提升市占率。大田区在传统产品的基础上积极延伸新产品，保持东北、华北、华中等地区的市场优势，同时积极拓展南方经济作物区，大力推进新型复合肥的市场渗透。18 年常规复合肥和新型复合肥销量增长约 6%和 12%，收入增速分别为 19.01%和 30.54%，占主营业务收入的比例分别为 55.98%和 13.69%，较 17 年增加 3.18 和 1.92 个百分点，产品结构进一步优化升级。
- **深耕渠道，通过差异化技术服务和渠道让利增强经销商与用户粘性。**公司加大对经销商和种植户的技术服务经费与人员投入，提供作物整体解决方案（施肥套餐方案、植保解决方案、栽培管理方案、品质提升方案、风险管控方案）、日常农化服务、定制产品与服务等。目前，公司已和中国农业大学、农业农村部全国农技服务推广中心、南京农业大学、西北农林科技大学等一批农业专家合作，并加大观摩会、示范田建设力度，不断提升优质的技术服务能力，树立起行业领先的现代农业产业解决方案提供商的市场形象与地位。此外，公司的成本优势保证其渠道让利更充分，进一步增强经销商粘性，保证渠道的品质和活力。18 年末一级经销商数量较 17 年末有所增加，带动销量提升。
- **成本优势显著带动盈利能力提升。**公司成本端优势明显，拥有 180 万吨磷酸一铵产能保证自给，具有钾肥进口权占用量一半，区位优势下运输成本低，加之物流、节能成本优势，保守估计复合肥吨成本节约 200 元左右。18 年三季度磷矿和钾肥价格保持相对低位，公司积极储备强化原材料成本的竞争力，四季度复合肥价格走高，吨盈利进一步提高。
- **加速研发推广新型肥料，搭建高端品牌销售平台有望实现营销端的全面突破。**公司持续强化产品创新，18 年研发投入显著提升，与中国农大的专用肥学科带头人张福锁院士合作，并成立了农业部重点实验室，积极研发推广高毛利率新型肥料，在专用肥领域建立明显的优势。19 年 2 月新成立高端品牌销售平台，将不断探索高效率、可复制的新型肥料销售和服务模式，牢牢把握未来行业转型升级的重要机遇，打造新型专用肥料的行业领导品牌。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为农化消费白马，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，使得公司历史上保持业绩稳健成长。2018 年的业绩再次兑现了市占率提升与产品结构优化升级的成长逻辑，看好公司成长可持续，我们预计 18-20 年公司实现营收 101.07/115.25/129.54 亿，同增 11.9%/14.0%/12.4%；归母净利 8.21/9.89/11.77 亿，同增 20.6%/20.5%/19.1%。当前股价对应 PE 为 15.5X/12.9X/10.8X，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)	9.76
一年最低/最高价	7.73/10.36
市净率(倍)	2.11
流通 A 股市值(百万元)	11447.44

基础数据

每股净资产(元)	4.62
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）：打造肥料高端品牌销售平台，前瞻性布局新型肥料研发推广》
2019-02-11
- 2、《新洋丰（000902）：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》
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	5662	6658	7098	营业收入	9032	10107	11525	12954
现金	1278	1415	1613	1749	减:营业成本	7336	8104	9137	10174
应收账款	95	109	133	139	营业税金及附加	35	43	57	56
存货	2061	2204	2735	2917	营业费用	508	583	680	777
其他流动资产	1779	1934	2177	2293	管理费用	308	348	406	473
非流动资产	3532	3865	4212	4615	财务费用	0	-6	0	-2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	10	10	12	11
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	1262	1494
其他非流动资产	188	304	275	261	加:营业外净收支	-5	-5	-5	-5
资产总计	8745	9527	10870	11713	利润总额	860	1050	1258	1489
流动负债	2791	3229	3867	3872	减:所得税费用	168	210	253	296
短期借款	10	183	374	271	少数股东损益	12	19	16	16
应付账款	950	1101	1183	1298	归属母公司净利润	680	821	989	1177
其他流动负债	1831	1945	2310	2302	EBIT	880	1072	1302	1530
非流动负债	117	117	117	117	EBITDA	1167	1236	1582	1840
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	3346	3985	3989	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	7542	ROIC(%)	12.1%	13.5%	14.3%	15.3%
负债和股东权益	8745	9527	10870	11713	ROE(%)	12.4%	14.0%	15.4%	16.3%
					毛利率(%)	18.8%	19.8%	20.7%	21.5%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	7.5%	8.1%	8.6%	9.1%
经营活动现金流	915	1102	1006	1408	资产负债率(%)	33.3%	35.1%	36.7%	34.1%
投资活动现金流	118	-567	-990	-1211	收入增长率(%)	9.1%	11.9%	14.0%	12.4%
筹资活动现金流	-272	-398	182	-62	净利润增长率(%)	20.8%	20.6%	20.5%	19.1%
现金净增加额	769	137	199	135	P/E	18.72	15.52	12.88	10.82
折旧和摊销	163	280	310	0	P/B	2.24	2.12	1.90	1.69
资本开支	374	568	891	1011	EV/EBITDA	12.31	11.87	9.55	8.14
营运资本变动	838	11	357	436					

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>