

成本、技术、渠道优势突出，农资消费白马成长性持续

——新洋丰（000902）深度报告

2019年03月08日

强烈推荐/维持

新洋丰

深度报告

报告摘要：

新洋丰作为国内磷复肥行业龙头和作物专用肥领导者，产业链上下延伸，不断完善一体化布局。凭借产业链一体化优势和区位优势，打造出领先同业的巨大成本优势，凭此为基础向渠道分利，获取优质经销商资源，增强渠道粘性；强化技术服务，提升产品附加值；产品结构升级，有效提升竞争力和盈利水平。

- ◆ **成本优势突出，经营护城河优势显著。**保守测算，公司磷酸一铵自给、进口钾肥的价格优势、区位优势带来的物流优势三方面带来的复合肥成本优势约在 165 元/吨，综合成本优势预计近 200 元/吨。
- ◆ **分利予渠道，强化技术服务，增强渠道粘性，提升复合肥产品销量。**新洋丰的分利营销模式有助于争取到更多的经销商资源，提升市场份额，未来复合肥行业回暖时新洋丰销售增长弹性最大。构建全方位农化专业技术服务，提升产品附加值。
- ◆ **产品结构升级，强化品牌建设。**针对种植业的消费升级领域，公司积极研发推广主要面向经济作物的高端肥、新型肥，促进产品结构升级。公司新型肥占比提升空间大，目前仅有 22%，看好未来 5~10 年逐步提升至 50% 左右。
- ◆ **未来注入磷矿，成本将进一步降低。**不断完善产业链一体化布局，看好成为中国的加阳、雅苒。

财务稳健，现金流充裕。新洋丰业绩成长性良好，毛利率波动低，净利率稳中有升，ROE 触底反弹，呈现复苏迹象。资产负债率低，流动性优异。现金流充裕且稳健。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 8.21 亿元、10.08 亿元、11.98 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.76 元、0.90 元。目前股价对应 P/E 分别为 16 倍、13 倍、11 倍。看好公司未来成长性，给予 2019 年 20 倍 P/E，目标价 15 元，距现价有 54% 的空间。**维持“强烈推荐”评级。**

风险提示。农产品价格下降；磷肥、复合肥价格下降；环保力度减弱。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,276.34	9,032.40	10,107.8	11,603.8	12,868.0
增长率（%）	-13.96%	9.14%	11.91%	14.80%	10.90%
净利润（百万元）	563.09	680.15	820.52	1,007.84	1,197.96
增长率（%）	-24.68%	20.79%	20.64%	22.83%	18.86%
净资产收益率（%）	10.86%	11.97%	13.16%	14.56%	15.51%
每股收益（元）	0.42	0.51	0.62	0.76	0.90
PE	23.10	19.13	15.85	12.91	10.86
PB	2.53	2.31	2.09	1.88	1.68

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆伦

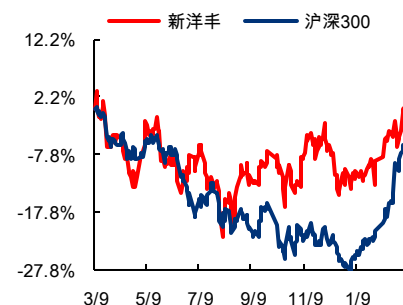
010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	9.76-10.12
总市值（亿元）	127.32
流通市值（亿元）	114.47
总股本/流通 A 股（万股）	130453/117289
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.5

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《新洋丰（000902）季报点评：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》2018-10-19
- 2、《新洋丰（000902）中报点评：中报业绩符合预期，磷肥行业景气度持续提升》2018-08-21

目 录

1. 新洋丰是国内磷复肥行业龙头，产业链一体化协同发展	4
2. 新洋丰复合肥成本优势强，营销体系及品牌建设不断深化，磷复肥龙头市占率不断提升	6
2.1 成本优势突出，产品性价比强	6
2.1.1 原料磷肥完全自给，大幅降低复合肥生产成本，资源护城河难以被复制	7
2.1.2 具备钾肥进口权，进口钾肥较国内采购有价格优势	9
2.1.3 产业链一体化带来的原材料物流运输成本节省	10
2.2 分利予渠道，强化技术服务，增强渠道粘性，提升复合肥产品销量	12
2.3 产品结构升级，强化品牌建设，看好未来 5~10 年新型肥占比持续提升至 50%	15
2.4 向下游现代农业延伸稳步推进	16
2.5 不断完善产业链一体化布局，看好成为中国的加阳、雅苒	17
2.5.1 加阳：产业链一体化布局，全球优质庞大的零售网络保障业务规模扩张	17
2.5.2 雅苒：肥化结合，强化主业效率，以产能并购和技术出口布局全球	18
2.5.3 新洋丰：不断完善产业链一体化布局，强化产业链两端资源布局	19
3. 财务稳健，现金流充裕	19
4. 农产品价格弱复苏，复合肥行业有望景气提升	21
5. 投资建议	25
6. 风险提示	26

插图目录

图 1：新洋丰生产基地布局全国	4
图 2：新洋丰股权结构	5
图 3：新洋丰主营业务收入	5
图 4：新洋丰主营业务毛利润	5
图 5：新洋丰 2018H1 主营业务毛利润分布	6
图 6：新洋丰主要业务毛利率水平	6
图 7：新洋丰复合肥产品成本优势测算	7
图 8：2016 年全球磷矿石储量分布	7
图 9：2016 年全球磷矿石产量分布	7
图 10：2016 年我国磷矿石储量分布	8
图 11：2018 年我国磷矿石产量分布	8
图 12：我国磷矿石产量自 2017 年起下降	8
图 13：我国磷酸一铵产量自 2017 年起下降	8
图 14：磷矿石价格自 2017 年起回升	8

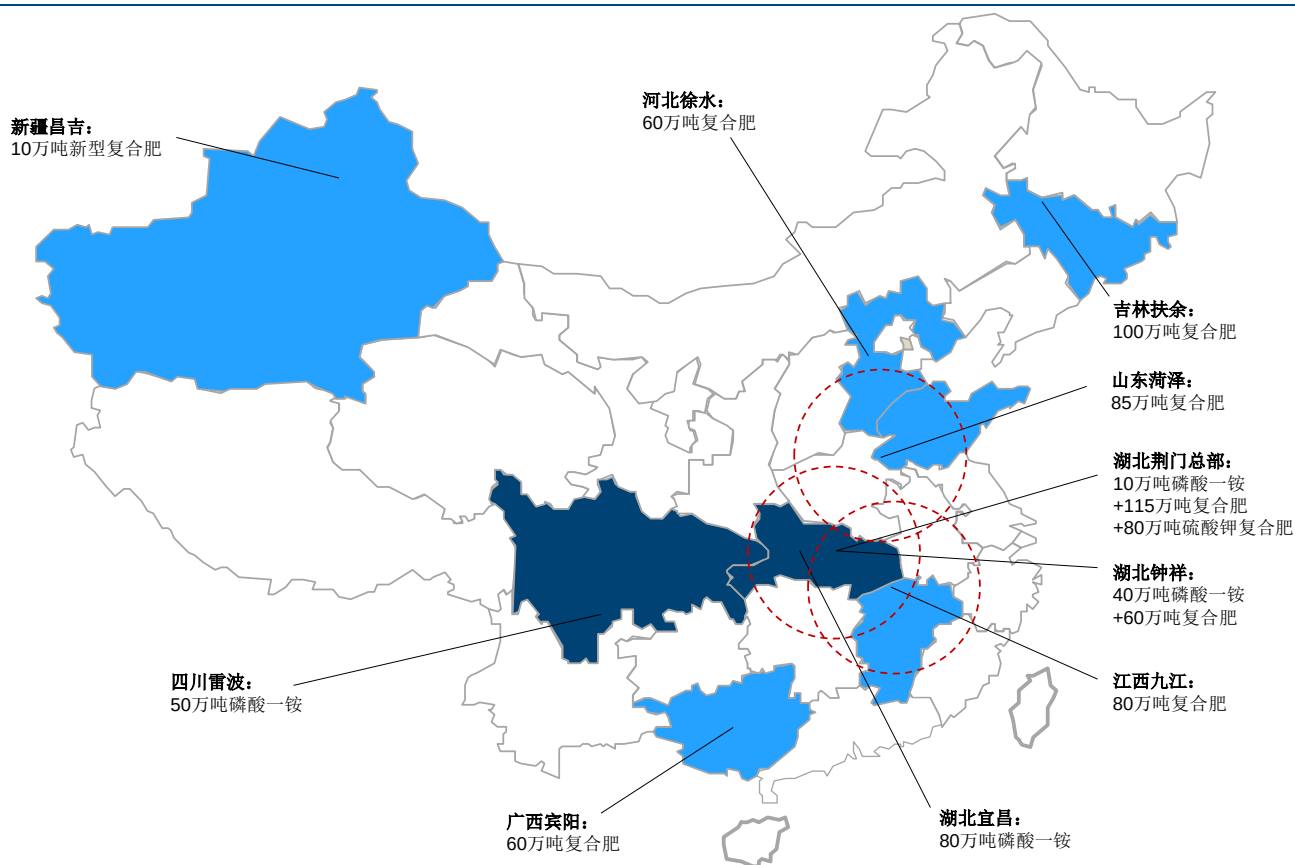
图 15：磷酸一铵价格自 2016Q4 起回升	8
图 16：新洋丰原材料运输具备区位优势	11
图 17：2017 年复合肥消费量前 15 大省份	11
图 18：新洋丰上市以来经销商数量快速提升，带动复合肥销量持续提升	12
图 19：新洋丰分地区业务收入	14
图 20：公司新型复合肥收入占复合肥总收入的比重不断提升	15
图 21：2013 年至今，收入除 2016 年外每年增长	19
图 22：2013 年至今，净利润除 2016 年外每年增长	19
图 23：剔除 2016 年，各年的毛利率波动低	20
图 24：剔除 2016 年，各年的净利率稳中有升	20
图 25：2017 年起公司 ROE 触底反弹	20
图 26：资产负债率低，财务稳健	21
图 27：流动性优异，自 2016 年跌入低谷以来，已逐步复苏	21
图 28：自 2013 年以来，公司各年经营性现金流均表现优异	21
图 29：经营性现金流比率较为稳定	21
图 30：三种粮食产品价格走势	22
图 31：其他农产品价格走势	22
图 32：从国内主要作物及相关农产品库消比变动情况看，整体库存持续去化	22
图 33：库存消费比下降（尤其是被动去库存）阶段通常对应着农产品价格上涨	22
图 34：玉米用肥成本与产值强相关，滞后 1 年	23
图 35：小麦用肥成本与产值强相关，滞后 1 年	23
图 36：水稻用肥成本与产值强相关，滞后 0-1 年	23
图 37：蔬菜用肥成本与产值强相关，几无滞后	23
图 38：化肥零增长政策提前实现	24
图 39：截止 2017 年全国复合化率 38%	24
图 40：复合肥上市公司销量及行业集中度变化	24
图 41：P/E band	25
图 42：P/B band	25

1. 新洋丰是国内磷复肥行业龙头，产业链一体化协同发展

湖北新洋丰肥业股份有限公司是国内领先的磷复肥生产企业，始建于 1982 年，于 2014 年 3 月借壳上市。公司现有各类高浓度磷复肥年产能逾 800 万吨（其中磷酸一铵 180 万吨，规模位居行业第一）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。公司在全国范围内布局有 10 大生产基地，基础肥紧邻资源地、复合肥贴近市场。2018 年公司磷酸一铵产销量全国第一、复合肥产销量全国第二。

公司以复合肥业务为核心，向上游原材料建立了国内最大的磷酸一铵产能，向下游布局了农业服务业务，形成了产业链一体化的协同发展格局。

图 1：新洋丰生产基地布局全国



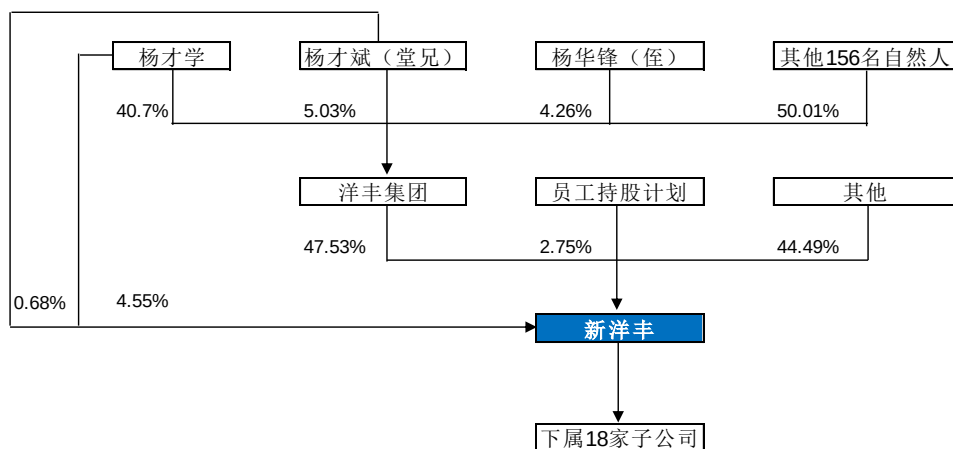
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司中高层均有持股，上下利益高度绑定，管理竞争力强。新洋丰控股股东洋丰集团中，除杨氏三人外，其余 156 名自然人持股比例达 50.01%，包括公司董事、副总裁、

市场总监、总工程师等高管，公司上下利益高度一致。此外，公司于 2017 年 6 月推出员工持股计划，董监高及其他核心员工共 1150 人持股比例 2.75%，合计金额 3.43 亿元，锁定期延长至 2019 年 9 月 26 日，彰显公司发展信心。

加大回购力度。公司于 2018 年 8 月公告拟回购公司股份不低于 1 亿元，以实施股权激励计划，截至 2019 年 2 月末，已累计回购 1.25 亿元。在此基础上，公司于 2019 年 3 月 5 日公告将加大回购力度，回购规模增加至不低于 3 亿元、不超过 5 亿元(含)，体现出公司对未来发展的信心。

图 2：新洋丰股权结构

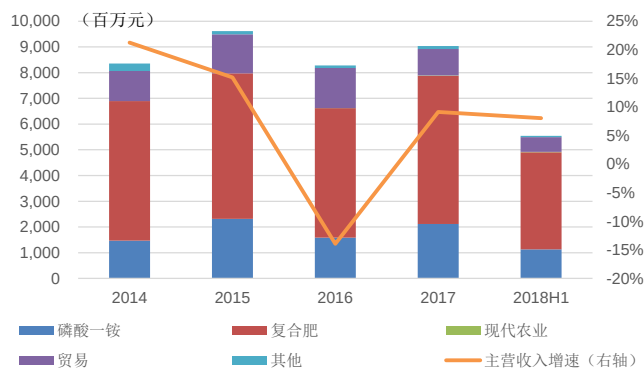


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司的核心产品为复合肥，并围绕复合肥形成了磷肥-复合肥-现代农业的全产业链协同。2017 年，公司录得营收 90.32 亿元，YoY+9.14%，归母净利润 6.80 亿元，YoY+20.79%。公司收入结构中，主营业务复合肥/磷肥占比分别为 64%/23%；毛利结构中，复合肥/磷肥占比分别为 75%/21%；公司综合毛利率 18.78%，同比提升 2.64ppt，其中复合肥和磷肥的毛利率分别为 21.98%/16.55%，分别同比提升 1.54ppt 和 0.16ppt。2018 年上半年，公司复合肥业务收入占比为 68%、毛利占比高达 76%；磷肥业务收入占比 20%、毛利占比 21%。现代农业业务从 2016 年起步，2018 年上半年录得营收 0.17 亿元，毛利率提升至 21.59%。

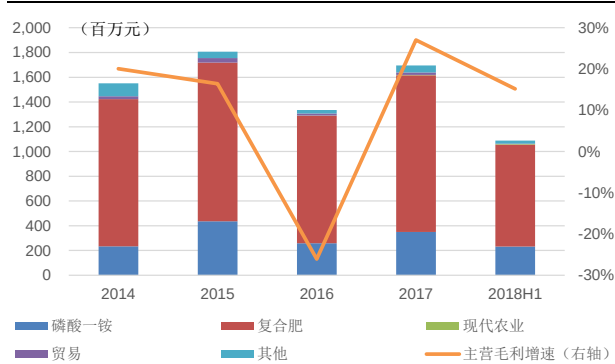
图 3：新洋丰主营业务收入

图 4：新洋丰主营业务毛利润



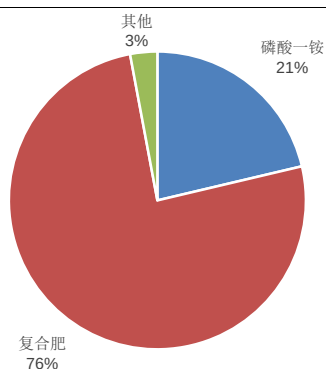
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 5: 新洋丰 2018H1 主营业务毛利润分布

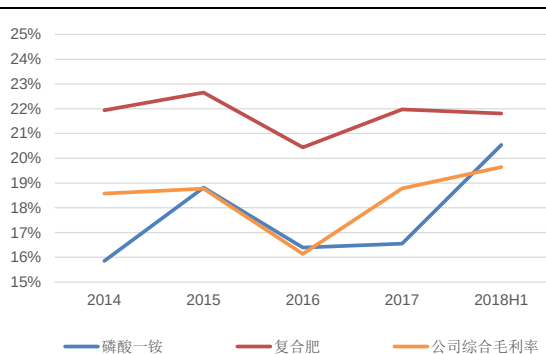


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 6: 新洋丰主要业务毛利率水平



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2. 新洋丰复合肥成本优势强, 营销体系及品牌建设不断深化, 磷复肥龙头市占率不断提升

2.1 成本优势突出, 产品性价比强

作为全国 TOP3 复合肥企, 相较于其他复合肥龙头, 新洋丰的复合肥产品成本优势显著。成本优势主要来源于两方面, 一是上游原材料 (磷肥完全自给、钾肥进口权), 二是运输物流 (原材料、产品)。

我们测算, 相较于复合肥主产区山东省的复合肥产能, 仅保守测算部分显性成本优势, 新洋丰的复合肥成本优势约在 165 元/吨, 若考虑工艺技术、全国物流等其他成本优势, 我们预计新洋丰成本优势接近 200 元/吨。

图 7：新洋丰复合肥产品成本优势测算

新洋丰复合肥成本优势测算	单吨复合肥成本优势（元）
磷酸一铵自给	120
进口钾肥的价格优势	21
区位优势带来的物流优势	24
合计	165

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

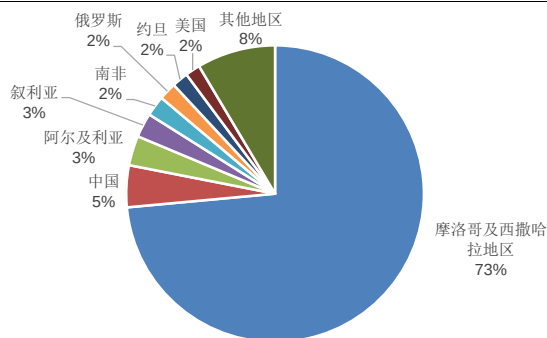
2.1.1 原料磷肥完全自给，大幅降低复合肥生产成本，资源护城河难以被复制

磷矿石资源属性导致湖北省在全国磷化工产业中占据主导地位。磷矿石是我国战略性资源，2016 年被列入战略性矿产名录。截至 2016 年我国磷矿基础储量为 32.4 亿吨，居世界第二位。我国磷矿资源分布十分不均匀，多数分布在长江经济带两侧，主要集中在鄂、黔、滇、川四省，四省合计拥有全国磷矿石 85% 的储量和 95% 以上的产量。磷矿石的主要下游磷肥（磷酸一铵、磷酸二铵等）产区分布与磷矿石一致。湖北省在全国磷化工行业中占重要地位，其中，湖北省磷矿石的储量占全国 31%，位居全国首位；湖北省磷矿石产量占全国 34%，位居全国第二，仅次于贵州省的 36%；湖北省磷酸一铵产量占全国 34%，位居全国首位。

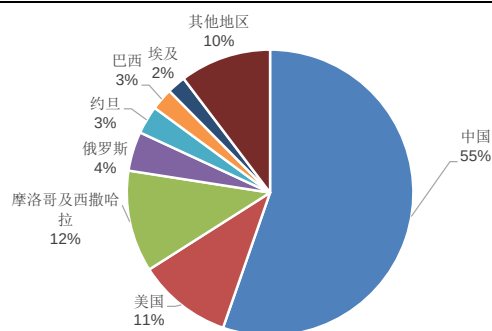
磷化工的环保整治方兴未艾，预计磷酸一铵产量或持续下滑。磷化工生产过程中产生大量废水、副产物磷石膏的安全处置均是环保主要关注点。“长江大保护”相关环保政策持续发酵，2017 年起磷矿石、磷酸一铵产量均首次下降，2018 年产量降幅更大，磷矿石下滑 22%、磷酸一铵下滑 23%。2018 年 4 季度，中央环保督察组巡视湖北省磷化工行业，12 月 5 日通报了荆门磷化工的情况，磷石膏渣场环保问题突出，全市 14 个渣场仅有 3 个通过检查，其中 2 个为新洋丰所有。基于我们对 2018 年各省市出台的具体环保政策即将迎来落实、未来 2 年长江经济带水污染治理高压的判断，磷矿石和磷酸一铵供给有望迎来强收缩，预计未来产量将持续下滑。

磷化工产量持续下滑支撑磷酸一铵价格稳中有升。自 2017 年起，主产区磷矿石价格开始反弹，至今累计上涨约 50%，在磷矿石供给紧缩的趋势下，预计磷矿石价格有望维持高位，抬升磷肥生产成本。磷酸一铵价格自 2016Q4 的低点至 2018Q4 的阶段高点涨幅高达 50%，经历 2018 年末、2019 年初的用肥淡季，价格自高点回落 10%，预计春耕用肥旺季时价格有望稳中有升。

图 8：2016 年全球磷矿石储量分布
图 9：2016 年全球磷矿石产量分布



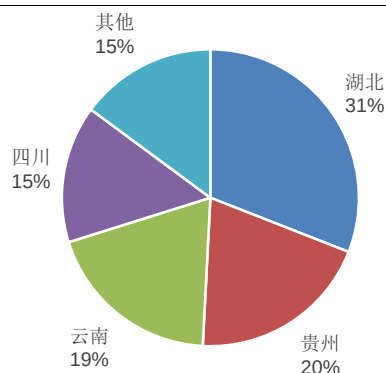
资料来源：USGS，东兴证券研究所



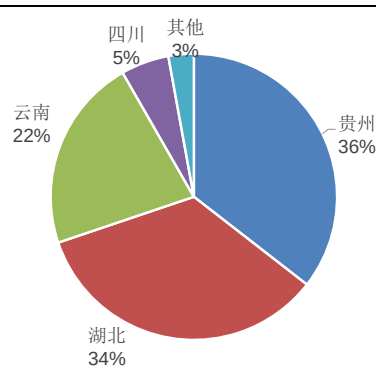
资料来源：USGS，东兴证券研究所

图 10：2016 年我国磷矿石储量分布

图 11：2018 年我国磷矿石产量分布



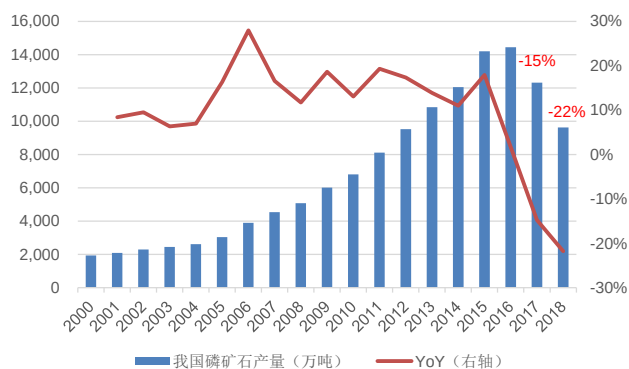
资料来源：Wind，东兴证券研究所



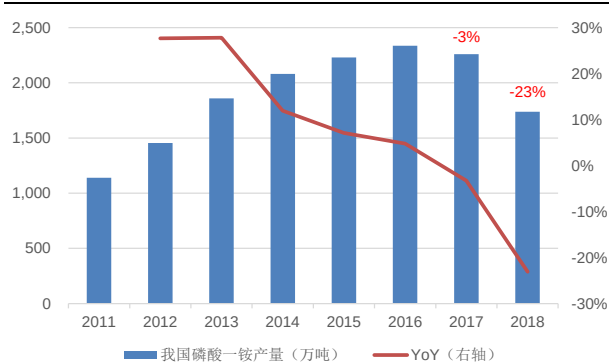
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：我国磷矿石产量自 2017 年起下降

图 13：我国磷酸一铵产量自 2017 年起下降



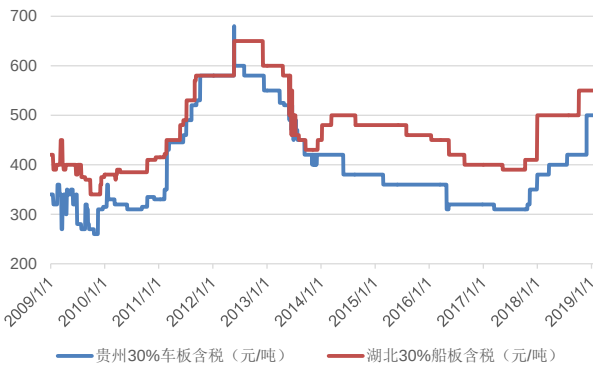
资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14：磷矿石价格自 2017 年起回升

图 15：磷酸一铵价格自 2016Q4 起回升



资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

新洋丰是国内磷酸一铵产能最大的企业, 年产能 180 万吨, 其中约 1/3 自用生产复合肥, 2/3 外销给其他复合肥企业。公司复合肥所需的原料磷酸一铵完全自供。我们测算 2018 年公司磷酸一铵外销的毛利约 400 元/吨, 复合肥对原料磷酸一铵的单耗约 0.3 吨/吨, 在不考虑外销磷酸一铵的包装成本和运输成本的情况下, 与外采原料磷酸一铵的复合肥企业相比, **新洋丰磷酸一铵自供节省复合肥成本约 120 元/吨。**

原料磷肥成本优势的护城河难以被复制, 且磷肥涨价将巩固加强公司成本优势。由于磷肥行业无新增产能, 且行业集中度高, 其他复合肥企业很难通过自建或收购复制新洋丰在原料磷肥上的优势。若用肥旺季磷酸一铵价格上涨, 公司磷酸一铵的毛利将相应提升, 巩固加强公司复合肥在原料磷肥上的成本优势。

公司湖北宜昌基地拟进行磷肥搬迁升级, 进一步增强公司复合肥的成本竞争力。由于“长江大保护”相关政策要求, 公司计划搬迁宜昌基地磷肥产能, 在宜都新建生产基地, 在承接宜昌基地产能的基础上, 保持原磷肥产能 80 万吨不变, 将部分普通磷酸一铵升级为工业级磷酸一铵与聚磷酸铵, 同时新增磷石膏资源综合利用项目。工业级磷酸一铵与聚磷酸铵的水溶性好于普通磷酸一铵, 未来将替代普通磷酸一铵, 作为公司高端水溶肥与滴灌肥的磷肥原材料。该项目计划投资 12.15 亿元, 预计 2020 年 12 月前竣工投产。项目投产后, 将进一步增强公司复合肥的成本竞争力。

2.1.2 具备钾肥进口权, 进口钾肥较国内采购有价格优势

2004 年商务部赋予新洋丰在内的 5 家企业钾肥非国营贸易进口经营权, 要求这些企业进口的钾肥只限自用, 不得用于经营销售。2004 年至今, 获得钾肥非国营贸易自营进口经营权的企业未曾扩容。

钾肥进口与国内采购存在价差约 225 元/吨。由于国内钾肥供不应求, 国内钾肥市场价格通常高于进口价格。

➤ 中国 2018~2019 年对 BPC (白俄罗斯钾肥公司) 钾肥海运进口合同价格为 CFR 290 美元/吨, 较 2017 年合同价格上涨 60 美元/吨。取人民币汇率 6.7, 进口钾

肥需缴纳 1%进口关税、10%增值税，港杂装卸包装等费用 150 元/吨左右，依照往年惯例，大合同签约单位有 20 美元/吨返利，假设今年返利保持，由此测算钾肥进口成本约 2175 元/吨。

➤ 国内钾肥 2019 年至今平均价格约 2400 元/吨。

新洋丰的钾肥进口额度随着自身复合肥产量的增加而逐年增加，我们估算公司 2018 年钾肥进口量约 30 万吨，约占公司原料钾肥采购总量的 50%。按照新洋丰复合肥年产量约 320 万吨估算，钾肥进口权贡献的复合肥成本优势约 21 元/吨。

由于此轮钾肥进口大合同价格于 2018 年 9 月谈定，且较上一轮涨价 26%，预计国内钾肥价格大概率仍将上涨，未来价差有望拉大，新洋丰得益于钾肥进口权的成本优势也将相应增强。

2.1.3 产业链一体化带来的原材料物流运输成本节省

新洋丰的物流运输优势主要来自于原材料和产成品两方面：产业链一体化带来的原材料运输成本节省；区位优势合理高效，长江水运、铁路专用线带来的产成品运输成本节省。

通过产业链一体化的区位优势，公司原材料运输成本低于同行。公司磷酸一铵产能布局在磷矿主产区湖北省和四川省；复合肥产能 40%布局在磷酸一铵产区附近，通过铁路、公路、水路实现原材料的低成本运输。新洋丰布局在湖北省的磷酸一铵产能共计 130 万吨，分布在荆门基地（10 万吨）、钟祥基地（40 万吨）、宜昌基地（80 万吨），可满足湖北荆门（115 万吨）、钟祥（60 万吨）、江西九江基地（80 万吨）共计 255 万吨的复合肥生产（荆门基地有 80 万吨硫酸钾复合肥产能，使用磷矿而非磷酸一铵作为原料，不考虑在内）。

- 湖北荆门基地：产业链一体化，同时布局磷酸一铵与复合肥，基地内的磷酸一铵无运输成本。
- 湖北钟祥基地：产业链一体化，同时布局磷酸一铵与复合肥，基地内的磷酸一铵无运输成本。钟祥基地富余的磷酸一铵运至荆门基地，两基地车程仅为 22 公里。
- 江西九江：所需磷酸一铵由湖北宜昌基地供应。九江与宜昌均位于长江沿岸，公司在这两个基地均有自用码头，利用长江运输磷酸一铵，物流成本低。

若 255 万吨复合肥产能布局于山东省，按照铁路货运运费标准，湖北至山东磷酸一铵单吨铁路运费约 200 元，假设复合肥对磷酸一铵的单耗约 0.3，按照公司复合肥总产能折算，则公司基于在湖北本地直接配套原料磷铵，复合肥生产成本中可节省磷酸一铵运费约 24 元/吨。

区位优势合理高效，长江水运、铁路专用线带来复合肥运输成本节省。新洋丰复合肥核心产能全部位于中国农业主要产区，属地及周边省份全部位于全国前 15 大复合肥消费省份。得益于区位优势 and 布局，公司仅用 4 个生产基地（荆门、钟祥、九江、荷

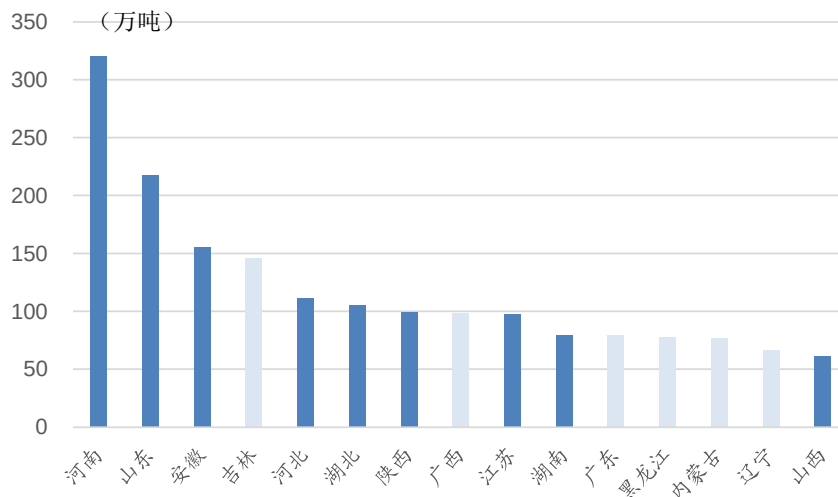
泽)，有效运输半径就覆盖全国前 15 大复合肥消费省份中的 9 个（河南、山东、安徽、河北、湖北、陕西、江苏、湖南、山西），节约运输成本的同时也降低了资本投入与运营费用。公司在荆门设有铁路专用线，宜昌、四川雷波等地有港口，可将产品发往全国各地，尽可能降低复合肥的物流成本。考虑到产品运输成本优势难以精确量化，出于保守原则，不计算这部分的成本优势。

图 16：新洋丰原材料运输具备区位优势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 17：2017 年复合肥消费量前 15 大省份



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 分利予渠道，强化技术服务，增强渠道粘性，提升复合肥产品销量

公司复合肥销售渠道铺设完善。目前新洋丰下设销售公司 29 家，销售团队 1000 余人，一级经销商 4500 余家，终端零售商 6 万余家，覆盖全国超过 2500 个县域。

分利给渠道，增强渠道粘性，提升公司复合肥销量。基于公司复合肥较强的成本优势，以及良好的财务状况和现金流，公司将一部分成本优势分利给渠道，以吸引更多优质经销商，并激励经销商更多地销售公司产品。公司自 2014 年上市至今的 5 年间，将经销商规模扩大了一倍以上，一级经销商数量从 2000 余家激增至 4500 余家，二级经销商数量从 25000 余家激增至 60000 余家，复合肥销量从 235 吨增长至 2018 年的 335 吨左右（预计），CAGR 约 7.4%。

行业低谷抢占渠道资源，未来行业回暖时新洋丰销售增长弹性最大。复合肥行业自 2016 年至今持续低迷，复合肥经销商的盈利空间被大幅压缩，新洋丰的分利营销模式有助于争取到更多的经销商资源，提升市场份额。待未来复合肥行业走出低谷，新洋丰新获得的经销商将成为公司复合肥销量增长的源泉，且复合肥价格的回暖将进一步提升公司的销售收入。因此一旦复合肥行业回暖，主要复合肥企业中新洋丰销售弹性最大。

图 18：新洋丰上市以来经销商数量快速提升，带动复合肥销量持续提升

时间	销售人员数量	一级经销商数量	二级经销商数量	复合肥总销量（万吨）	平均每家一级经销商销量（吨）	平均每家二级经销商销量（吨）
2013	-	2000+	25000+	235	1174	94
2014	885	3000+	-	251	838	-
2015	947	3000+	50000+	261	869	52
2016	1005	4100+	52000+	288	701	55
2017	1052	4500+	60000+	312	694	52
2018H1	1000+	4500+	60000+	-	-	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

构建全方位农化专业技术服务，提升产品附加值，增强用户粘性。新洋丰通过专家顾问团队、内部农艺师团队、基层服务团队三层服务网络，针对核心大客户、核心经销商、政府采购项目等服务对象，提供整体解决方案、区域农化服务、定制产品等特色服务。公司具有完善的测土配方农化服务流程，将测土配方、试验示范、培训、种植技术指导等农化服务与产品营销紧密结合

- **服务实力：**公司联合中国农大与农业农村部全国农技推广服务中心共建了 26 个国家级示范田基地，覆盖 20 余个省、26 种大田作物和经济作物。除此之外，公司在 2018 年还联合其他农业科研院所建设完毕 87 块国家级示范田。同时，公司内部已经建立了由 50 余高素质农技师（普遍均为研究生学历）组成的农业技术服务部门，并将在一年内扩充至 100 人以上。
- **服务方式：**公司向核心大客户提供作物整体解决方案，包括土壤检测、施肥套餐方案设计、作物整体解决方案设计、产品定制与服务、试验示范田建设等，对作物种植过程跟踪，提前预防病虫害，辅助增产提质，不断优化升级作物解决方案。此外，公司的基层服务团队在相关作物集中种植区域建设科技小院驻点服务，带动优秀的经销商转型为农化服务商，发展农民科技带头人队伍，带动当地农户科学施肥用肥。

强化经销商激励，与经销商建立合作共赢的利益共享模式。通过加强经销商激励，提升农化服务水平，增强农户粘性，有效带动公司复合肥产品终端销量持续提升。2016 年 7 月，公司与 110 家核心经销商签署战略合作协议，在农资产品经营、农业服务、仓储物流、农业装备与设施、农产品经营等现代农业相关领域展开深度合作，推动区域内农业转型升级。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。

营销模式灵活多元化，契合市场需求，充分调动经销商积极性。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”模式为主导）等多元化营销模式的探索，整合渠道资源，激发渠道活力，进一步提升公司的渠道优势和用户粘性。

- **咸阳模式——公司化模式：**建立办公楼、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；配备专业洋丰车队和专用大巴；形成了一田两

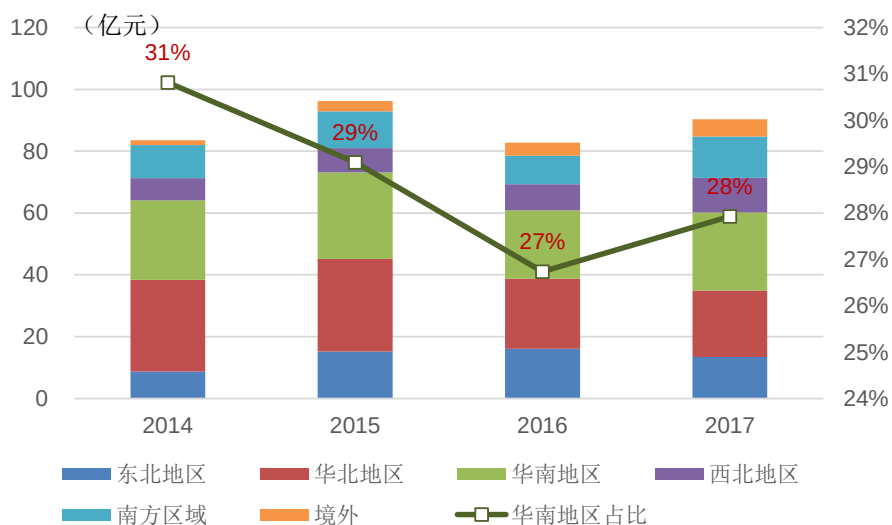
会、直营店等规范营销模式。

- **红河模式——区域服务中心模式：**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等功能，完善经销商的作用；完善软硬件服务设施设备，如宣传车、人员等配置；构建全方位农化专业技术服务，提升新型肥料销售能力，培育忠诚用户；规范财务管理，从管理上增效益；促销活动常态化，持续保持品牌的市场活跃度，并加深农民的记忆力。
- **一店两户三会模式——终端活跃模式：**零售客户门店标准化建设，建设示范户、寻找亮点户，召开经销商分销会、农民促销会和示范观摩会。

除传统营销渠道的开拓和改造外，公司积极探索渠道创新。公司在东北率先发掘了与中石油合作的全新渠道，将新洋丰的品牌、技术、产品、生产优势与中石油完善的加油站网络体系相结合，进行渠道共享，并推行独立品牌，积极探索营销模式创新。

加强南方区域销售力度。新洋丰战略性加强南方地区的销售推广力度，包括两广、两湖、福建、江西等地区。南方地区经济作物多，但多年来对进口肥高度依赖，因此新洋丰高性价比的作物专用肥契合南方市场的用肥需求。新洋丰在湖北、江西、广西的生产基地将有效辐射广西、广东、湖南、湖北、福建、江西等南方市场，解决了以往南方市场的运输痛点，此外公司新型肥料的持续研发推广也有助于扩大南方市场终端用肥需求的覆盖面。

图 19：新洋丰分地区业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

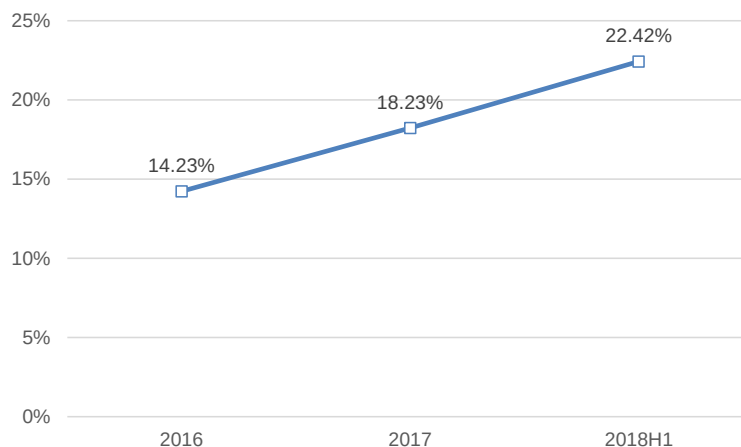
2.3 产品结构升级，强化品牌建设，看好未来 5~10 年新型肥占比持续提升至 50%

产品创新战略推动公司产品结构升级，新型肥料占比不断提升。近年来公司通过与中国农业大学、全国农技推广中心、国家杂交水稻工程技术研究中心、领先生物、德国康朴专家等国内外知名的科研院校、机构和企业战略合作，全面致力于研发、生产并推广能够满足作物全营养需求、提高肥料利用率、解决各种土壤问题的新型肥料产品。公司业务收入结构中，新型肥料占复合肥总收入的比重不断提升，由 2016 年的 14% 提升至 2018 年上半年的 22%。

公司致力于成为中国作物专用肥领导者。公司根据全国测土配方试验和作物需肥规律进行科学配方，生产出玉米、水稻、小麦等大田作物专用肥，以及苹果、柑橘、茶叶、甘蔗、香蕉、葡萄、猕猴桃等经济作物专用肥。公司于 2018 年初成功获批为农业部作物专用肥料重点实验室建设单位。在专用肥领域，公司是目前行业内作物专用肥开发种类最多、应用市场最广、效果最好的企业之一。

公司新型肥占比提升空间大，目前仅有 22%，看好未来 5~10 年逐步提升至 50%左右。公司通过产品研发、技术服务、品牌建设，不断加强新型肥业务投入和推广。截至 2018 年上半年，公司新型肥在复合肥业务中的收入占比为 22%，2016~2017、2017~2018H1 分别提升 4.0ppt、4.2ppt，随着公司新型肥业务局面逐步打开，若未来每年仍保持 4~5ppt 的占比提升，预计未来 5~10 年新型肥占比有望逐步提升至 50%，即新型肥与普通肥收入结构约 1:1。

图 20：公司新型复合肥收入占复合肥总收入的比重不断提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

重视产品质量，加强品牌建设。公司复合肥产品线丰富齐全，能够充分满足不同区域、不同作物在不同周期的生长需要。公司致力于打造中高端、高端、超高端全系列品牌

体系，提升公司品牌形象，增强综合竞争力。按照肥料种类，公司复合肥产品体系的品牌建设情况如下：

- **普通复合肥产品——中高端系列品牌：**主要依托母品牌“洋丰”“澳特尔”布局市场，覆盖硫酸钾复合肥、尿基肥、高塔肥、BB 肥等多个品种。公司普通复合肥产品为一线复合肥品牌，产品定价位于中档或中档偏高的水平。公司长年在中央电视台、地方电视台播放广告，公司的“洋丰”“澳特尔”品牌均为中国名牌产品、中国驰名商标、国家免检产品，品牌溢价凸显。
- **新型复合肥产品——高端、超高端系列品牌：**主要依托子品牌布局市场，涉及“洋丰正好”作物专用肥、“百倍邦”特种肥料、“水白金”和“简惠”水溶肥、“洋丰硫”生态级肥、“锌磷美”中微量添加复合肥、“机多宝”有机-无机复合肥、“洋丰-康朴”稳定性肥料、“道道”硝硫基肥等系列产品。
 - **高端系列品牌：**主要为公司新型复合肥系列产品。2019 年 2 月，公司合资成立新洋丰力赛诺农业科技有限公司，作为新洋丰肥料高端品牌的销售平台，全面负责新洋丰新型肥料的市场开发，目标是用三至五年时间打造一个新型专用肥料的行业领导品牌。合资方核心人物罗文胜先生深耕行业多年，在消费类知名品牌任职多年，并在农资行业有 8 年经验，曾任职于金正大、中化农业，在品牌运作、产品营销方面有丰富经验，预计将给新公司带来显著贡献。
 - **超高端品牌：**主要为公司与康朴合作的“洋丰-康朴”稳定性肥料产品。公司于 2017 年 10 月与德国康朴专家公司签署战略合作协议，新洋丰独家代理康朴肥料在中国的销售，并引进康朴技术和工艺，按照康朴的技术工艺和质量标准，独家生产“洋丰-康朴”诺泰克稳定性肥料，将国际高端肥料引入中国市场。

2.4 向下游现代农业延伸稳步推进

新洋丰自 2016 年起正式启动向现代农业方向延伸的产业布局，特别是在农业设施与装备、优质农产品的生产、种植和流通领域提供解决方案。2016~2017 年，公司先后参股江苏绿港、象辑知源，设立洛川果业，收购 Kendorwal 农场。该项业务发展迅猛，2017 年公司现代农业业务销售收入为 2058 万元，2018 年上半年现代农业业务收入已达 1691 万元，预计未来仍将高速增长。

果业板块发展势头迅猛。公司 2017 年设立新洋丰沛瑞（北京）生态农业科技有限公司，致力于品牌农产品的渠道建设和品牌打造，在全国建立七个销售大区，迅速形成品牌农产品的营销网络。目前，沛瑞品牌得到了业界和市场的充分认可。

- **沛瑞苹果：**公司 2016 年成立洛川果业公司，在洛川积极试点苹果产业各个环节的综合服务：以“公司+合作社+农户”的运营模式，提供果品整体种植解决方案，直接收购果品并在沛瑞品牌下打造小产区生态精品概念，借助国内大型果品流通渠道和线上生鲜电商渠道销售，最终实现优果优价。在具体推广上，公司采用示

范种植的方式进行，未来将主要依赖对于周边合作社和农户的推广，将其纳入到公司的农化服务体系之下。

- **雷波脐橙：**基于“沛瑞苹果”的成功经验，公司 2017 年设立雷波新洋丰果业，在种植端将品类扩大到柑橘领域，针对雷波脐橙精品小产区的特点，在优势地段自建脐橙种植基地。同时，与四川省农科院达成战略合作，为后续现代脐橙产业园区的战略规划推进打造了良好开端。
- **其他水果：**2018 年，新洋丰沛瑞进一步开拓了云南蓝莓和阎良甜瓜的国内市场；此外，公司在越南成立新洋丰沛瑞越南火龙果加工厂，将成为新洋丰果业版块首个进口水果单品。未来，新洋丰沛瑞将持续通过投资并购等途径，在全球范围内获取优势产区资源，加强产业协同，打造自有品牌，致力于成为优质水果、蔬菜和动物蛋白等农产品的品牌运营商和渠道商。

果肥协同效应有望带动公司主业进一步发展。一是根据作物设计针对性的有机肥+复合肥种植方案，产品公司+基地+农户的管理模式，解决品质问题，提高农产品经济价值，以优质的肥料和种植技术促进种植优化。二是通过自有果业公司，对按公司标准生产管理方式和各类监测指标达标的农作物进行采购，进行品牌化营销，提高农作物附加值。以高端农作物营销，来带动农民改善种植技术，拉动公司的肥料业务板块。三是通过“种植技术+高品质农产品采购”，让农业生产资料供给、种植、收购、销售形成闭环运营，建立独具特色的高端农作物种植供应体系。

现代农业的其他业务领域同步开展。公司在澳洲的牧场所饲养的牛羊陆续出栏；江苏绿港在设施蔬菜 PPP 项目方面取得实质性进展；与象辑科技合作开发农业保险产品，为经销商提供增值服务。公司与深圳道格资本管理有限公司共同设立 10 亿元规模的产业并购基金，投资现代农业产业链上的优质产业资源，构建上市公司资源整合的项目储备平台。

2.5 不断完善产业链一体化布局，看好成为中国的加阳、雅苒

从国际农资龙头企业的发展路径可以看出，在农资需求高速增长阶段，全球领先的化肥公司，均围绕主业进行产业链纵向一体化扩张，实现规模增长。以国际巨头加阳公司和雅苒公司为例，加阳公司通过全球化的渠道并购，形成“矿、肥、化”产业链一体化，成为集化肥、工业化学、农资零售、农业服务为一体的综合农业服务商；雅苒公司强化主业效率，“肥、化”一体化，以产能并购扩张布局全球。

新洋丰基于复合肥主业，产业链上下延伸，不断完善一体化布局。产业链向上延伸至原料磷矿石、磷肥，并做大做强，巩固龙头优势；产业链向下延伸至农业服务板块，以获取更广阔的市场空间。我们看好新洋丰有望成为中国的加阳、雅苒。

2.5.1 加阳：产业链一体化布局，全球优质庞大的零售网络保障业务规模扩张

加阳公司是集肥、化、农资零售和农化服务为一体的全球化企业。从加阳的企业成长历史来看，其不断获得上游资源、下游渠道和国际优质业务资产的步伐从未中断，并持续优化资产结构，获得持续增长，

通过控制产业链两端的核心资源，确保行业地位的同时实现持续增长。零售和批发业务作为加阳公司的两条业务主线相互支撑，相互拉动，成为公司并购整合、快速推进的主要方向，其中零售网络更是其综合农化服务落地的有效资源保障。目前，加阳公司的主要收入来自于肥料（批发、零售）和植保产品零售；同时，借助优质零售网络，综合农化服务已成为最具成长性的子业务。

加阳拥有分布全球的庞大的优质零售网络。加阳通过持续的全球资产整合和渠道并购，进入本地市场，并通过零售实现深度渗透，实现了业务规模的扩张。不断优化零售经营能力，借助渠道资源实现农资整合与综合服务落地。

- 北美：1994 年收购 CPS、2008 年收购 UAP、2014 年收购 Viterra 农化业务。目前在北美地区拥有 2 座矿产、15 个生产基地、1200+零售店。
- 南美：2006 年，收购 ASP 获得南美零售渠道，目前在阿根廷、智利和巴西拥有 53 家零售店；在阿根廷有合成氨和尿素工厂。
- 欧洲：2008 年，收购 CMF 获得西欧零售渠道。
- 非洲：在埃及，与 MPOC 合资，建立百万吨尿素生产基地。
- 大洋洲：2011 年，收购 landmark 获得澳大利亚零售渠道，目前拥有 220 家零售店。

2.5.2 雅苒：肥化结合，强化主业效率，以产能并购和技术出口布局全球

雅苒公司依托资源优势，走出了一条肥化结合的路径，成为全球领先的农化企业。公司聚焦优势领域，扩展精细化工品类和规模，并利用精细化工技术反哺肥料技术，其化工和基础肥料业务系统性较好，为其复合肥业务的稳定发展奠定了坚实基础。

生产靠近资源地，具有绝对的资源和成本优势。雅苒拥有全球最大的液氨产能，利用低成本天然气生产液氨和尿素。由于能够获得低成本的天然气，雅苒能进一步降低相关化肥产品的生产成本，如雅苒在中东、加勒比地区的尿素和合成氨的生产成本大幅低于同行。

雅苒通过持续并购本地化产能，实现全球化布局。雅苒自 19 世纪初创立以来，到 19 世纪 60 年代期间，主要集中扩建工厂；自 19 世纪 70 年代至今，主要在欧洲和南美进行收购，扩张化肥产能，逐步实现全球化布局。同时，公司通过产业投资并购促进业务布局扩展。

雅苒拥有全球最大的市场分销网络，在全球 50 多个国家拥有分销点，实现了全球网络的规模效应。公司通过技术出口的方式，在全球合资合作扩展销售与技术服务网络。

公司拥有远洋运输能力, 在全球拥有逾 200 个码头、仓库、复混肥厂和装袋厂。

2.5.3 新洋丰: 不断完善产业链一体化布局, 强化产业链两端资源布局

新洋丰聚焦肥料主业, 狠抓产品创新和模式创新, 积极探索农业产业链延伸。我们看好新洋丰未来有望成为中国的加阳、雅苒。

在资源方面, 新洋丰做大做优做强, 巩固龙头优势。公司的原料磷肥产能位居全国第一, 并积极谋求磷化工产业升级; 具有中低品位磷矿石综合开发利用技术, 就近采购低品位磷矿石, 经洗选后成本远低于中高品位磷矿石的市场价格; 控股股东洋丰集团旗下的磷矿资源存在注入上市公司的可能性, 有望进一步强化资源优势。

在下游布局方面, 新洋丰积极抢占渠道资源, 不断强化营销网络和服务网络; 积极拓展现代农业领域, 在聚焦优质农产品的生产、种植和流通的同时, 不断探索相关领域, 以获取更广阔的市场空间。

3. 财务稳健, 现金流充裕

业绩成长性良好。新洋丰自 2014 年借壳上市至今, 除 2016 年行业低谷外, 其余各年公司均实现了稳定增长, 成长性良好。2015 年 9 月 1 日, 化肥行业复征增值税, 叠加运价、气价、电价集体上调, 加大生产与销售成本, 且农产品价格陷入低迷, 导致 2016 年公司收入与净利润首次下滑。

毛利率波动低, 净利率稳中有升。剔除 2016 年行业影响外, 公司上市至今, 毛利率波动低, 各年的净利率稳中有升。2016 年以来, 公司利用定增所融资金, 先后投产或扩建九江基地、钟祥基地与扶余基地, 加大新型复合肥产能, 带动毛利率逐年提升。公司 2015 年 5 月定增融资后, 财务费用显著降低, 促进净利率稳中有升。

图 21: 2013 年至今, 收入除 2016 年外每年增长

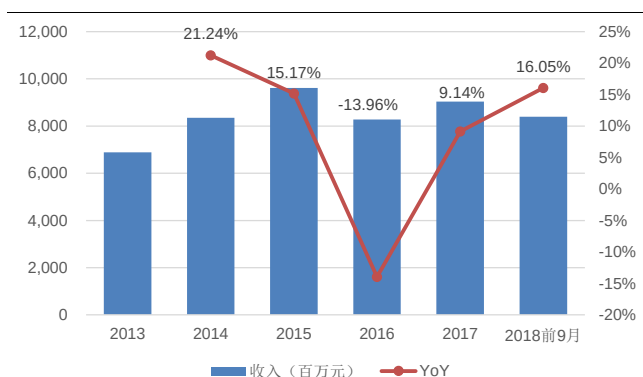
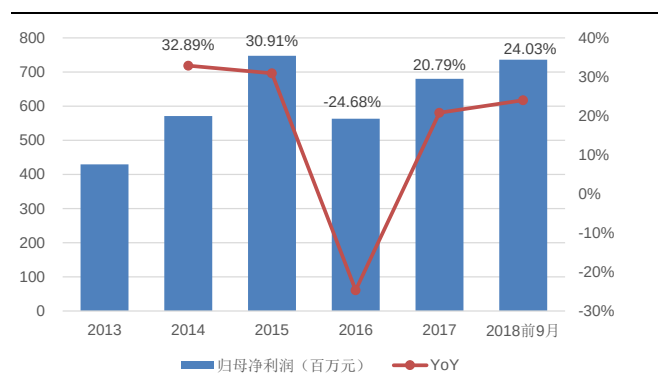
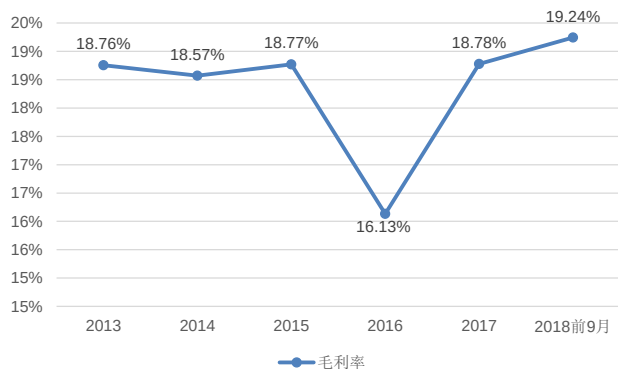


图 22: 2013 年至今, 净利润除 2016 年外每年增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

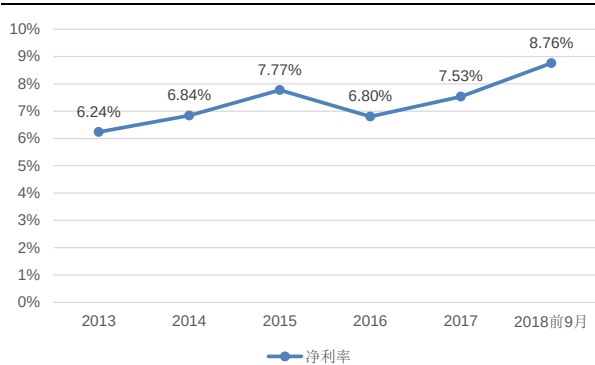
图 23：剔除 2016 年，各年的毛利率波动低



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

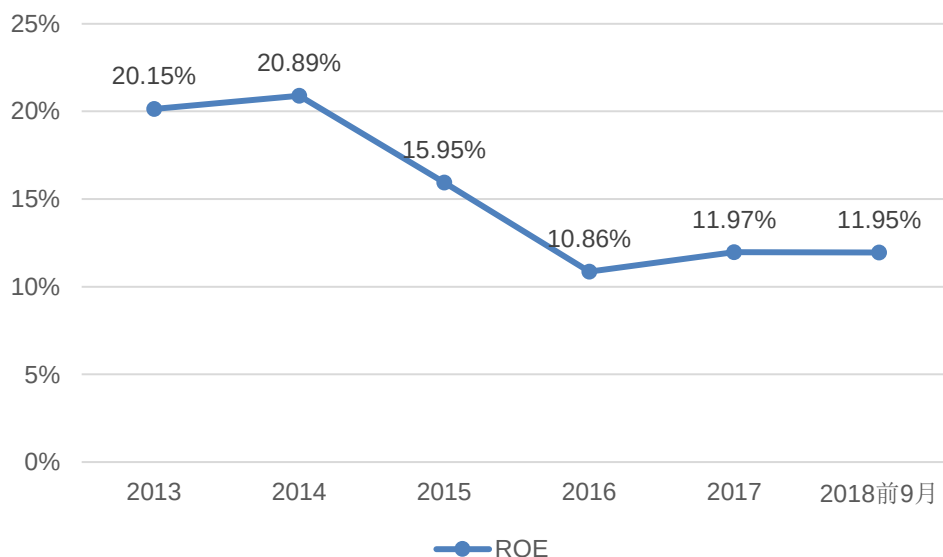
图 24：剔除 2016 年，各年的净利率稳中有升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

ROE 触底反弹，呈现复苏迹象。2015 年公司定增融资 11.71 亿元，净资产大幅增加，同年 9 月行业复征增值税，行业陷入低谷，公司在 2016 年净利润首次下滑，受此影响，2015 年开始，公司 ROE 下滑，2016 年跌入底部。2017 年与 2018 年前 9 月，公司 ROE 触底反弹，呈现明显的复苏迹象。

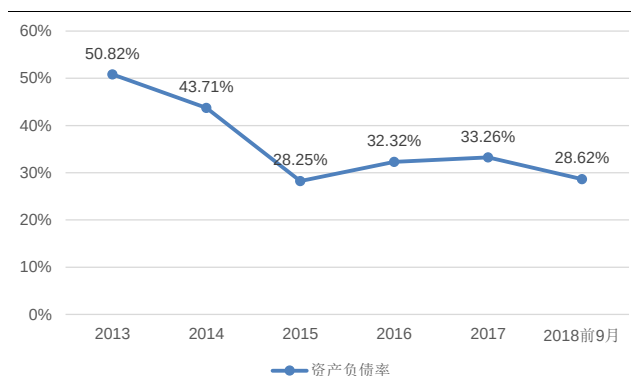
图 25：2017 年起公司 ROE 触底反弹



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

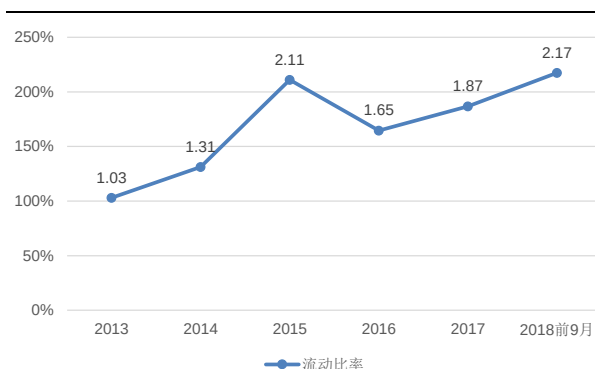
资产负债率低, 流动性优异。2018 年 9 月末, 公司的资产负债率仅为 28.62%。公司无长期借款, 短期借款仅有 1009 万元, 占总资产的比例为 0.11%。截至 2019 年 3 月 8 日, 公司整体股份质押率仅为 11.41%, 其中控股股东洋丰集团所质押的股份占总股本的 10.88%。

图 26: 资产负债率低, 财务稳健



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

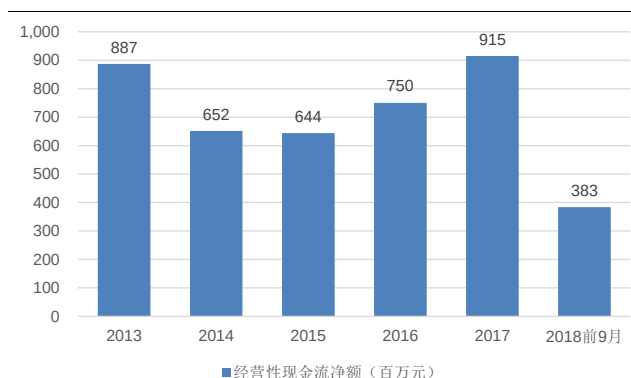
图 27: 流动性优异, 自 2016 年跌入低谷以来, 已逐步复苏



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

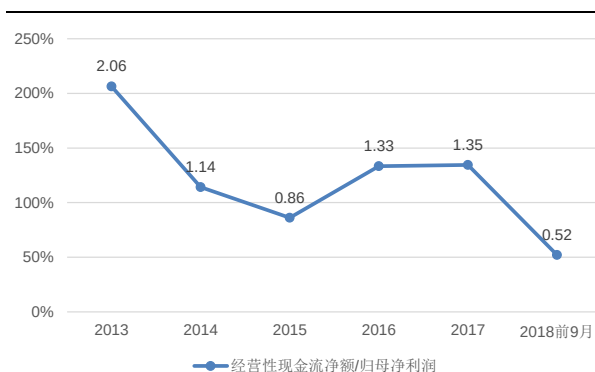
现金流充裕且稳健。由于复合肥销售“现款现货”, 公司自上市以来经营性现金流均表现优异。各年经营性现金流与归母净利润的比值基本稳定, 2018 年前 9 月比值略低, 主要因为公司磷酸一铵产品的现金流具有季节性, 应收账款通常在第 4 季度陆续收回, 此外公司利用现金优势, 在原材料上涨阶段大量购进原材料。

图 28: 自 2013 年以来, 公司各年经营性现金流均表现优异



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 29: 经营性现金流比率较为稳定



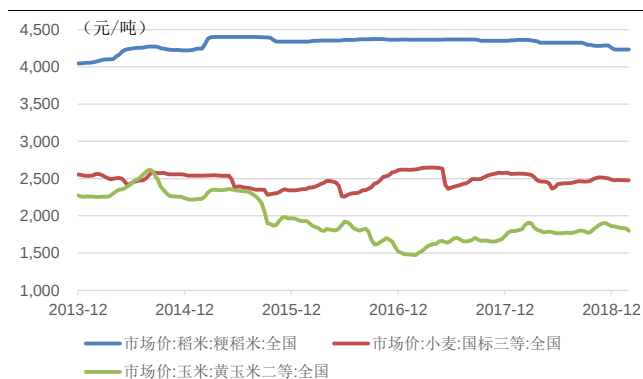
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 农产品价格弱复苏, 复合肥行业有望景气提升

农产品去库存有望推动价格上涨，从而带动上游化肥等农资品需求。历史来看农产品的库存消费比与价格呈强相关的反向变动关系，库存消费比下降（尤其是被动去库存阶段）意味着农产品价格进入上涨周期。目前玉米、棉花库存消费比降幅较大，价格有望回升；小麦、稻谷目前库存仍然较高、价格可能面临一定压力。玉米是农产品中用肥占比最高的单个品种（占农产品总用肥比例超过 20%，对用肥总体边际影响最强），供需格局正在转变，在种植面积下降、玉米深加工需求增加、库存去化、成本抬升等多因素叠加下，目前在粮食作物中价格上涨的确定性相对更强。

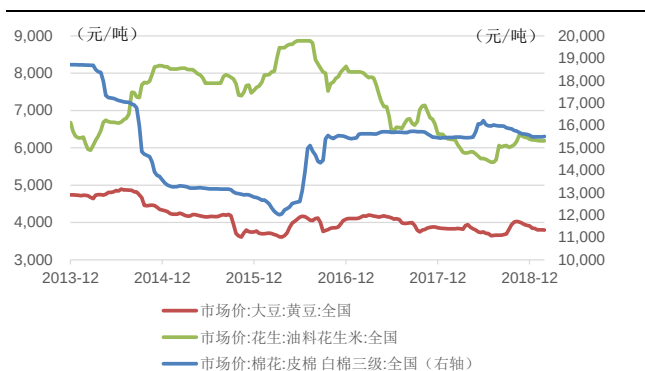
- 三种粮食作物（玉米、小麦、水稻）的化肥施用量占农作物化肥总施用量约 56%，其他各类蔬菜约 30%，棉花约占 3%；从历史上来看，农产品中粮食作物（大豆除外）的波动对用肥成本的边际影响最为显著。
- 三种粮食及蔬菜用肥成本与产值相关性较强，并分别呈现不同时间跨度的滞后特征，主要由作物种植周期导致：我国玉米和小麦主产地（东北、华北）基本上一季，水稻一年一季（东北、华北）或两季（秦淮以南），蔬菜则更为灵活、基本一年多季。

图 30：三种粮食产品价格走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

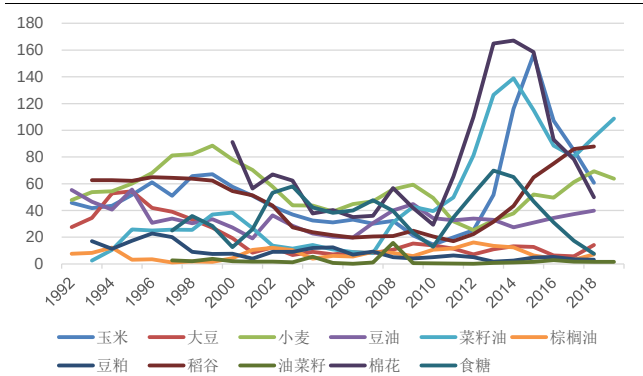
图 31：其他农产品价格走势



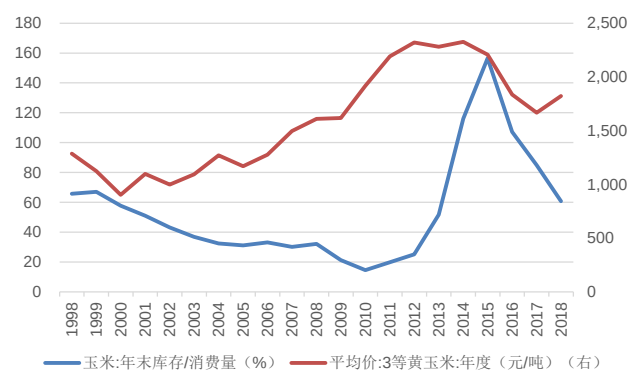
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 32：从国内主要作物及相关农产品库存消费比变动情况看，整体库存持续去化

图 33：库存消费比下降（尤其是被动去库存）阶段通常对应着农产品价格上涨

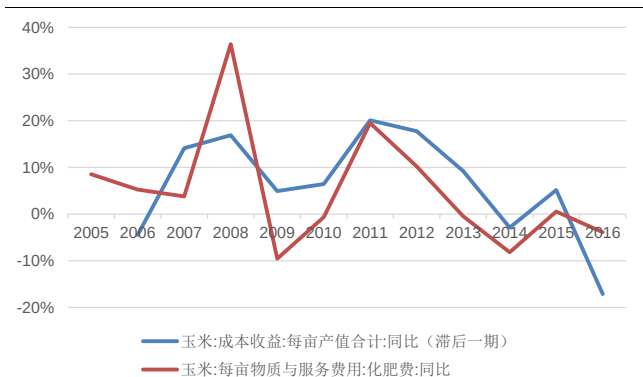


资料来源: Wind, 东兴证券研究所



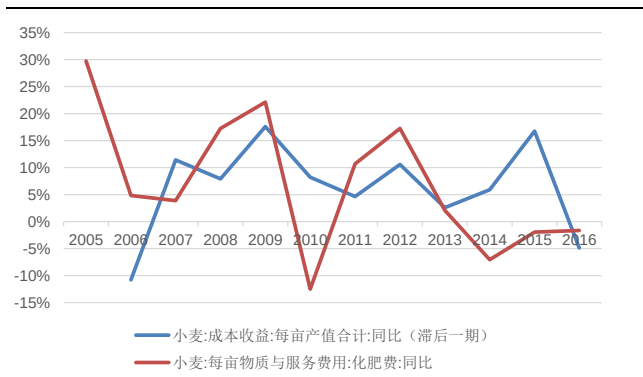
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 34: 玉米用肥成本与产值强相关, 滞后 1 年



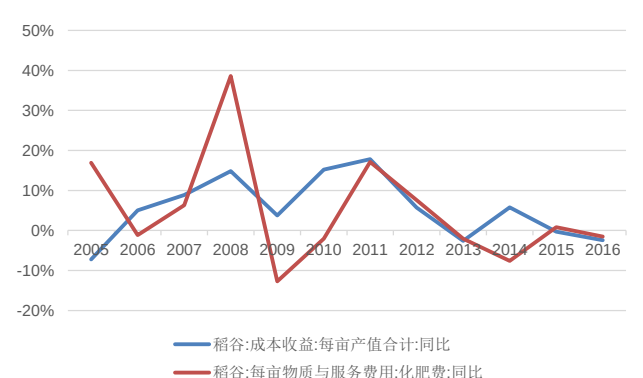
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 35: 小麦用肥成本与产值强相关, 滞后 1 年



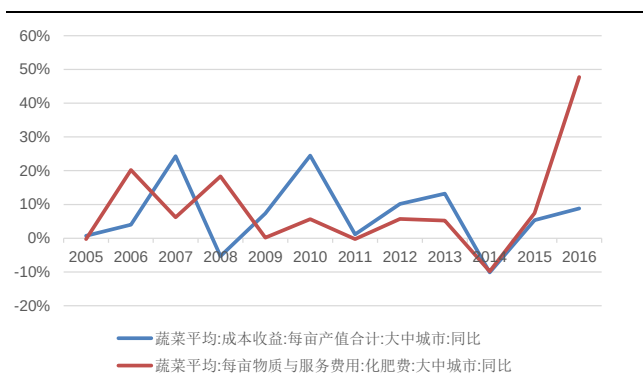
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 36: 水稻用肥成本与产值强相关, 滞后 0-1 年



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 37: 蔬菜用肥成本与产值强相关, 几无滞后



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

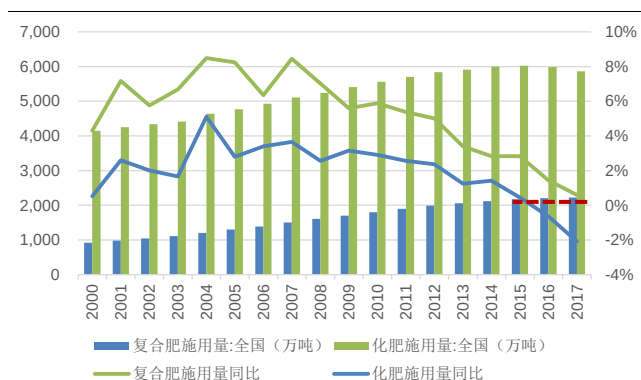
我国化肥行业复合化率提升、行业集中度提高的逻辑中长期依然有效。我国化肥施用

量已在 2015 年实现零增长、2016 年增速-1%、2017 年增速-2%，提前实现国家化肥零增长政策目标。同期，我国复合肥施用量 2015~2017 年增速分别为 3%、1%、1%。我国化肥复合化率已由 2000 年的 22.1% 提升至 2017 年的 37.9%，但仍远低于世界平均 50%、发达国家 70~80% 的水平。中小规模的复合肥企业逐渐退出市场，国内有生产许可证的复合肥企业从 2010 年高峰时的 4000 多家下降到目前的 3000 多家，但龙头企业市占率仍有提升空间，CR3 从 2011 年的 13% 提升至 2017 年的 24%，随着龙头企业不断开拓市场、整合资源，行业集中度有望继续提高。

新型复合肥处于成长期，有望迎来结构性的销量高增长。以缓控释肥、硝基肥、水溶肥、专用肥、功能性复合肥等为代表的新型复合肥仍处于产品生命周期的成长阶段，存在结构性市场机会，仍然是各大复合肥企的主攻方向。以硝基肥为例，我国硝基肥行业的平均产能利用率高达 62%，但硝基肥在氮肥中的使用占比不到 5%，而欧美国家平均占比在 20% 以上，我国仍有较大提升空间。

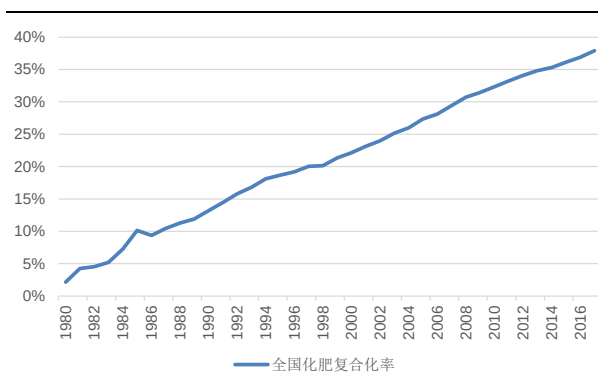
复合肥回归生产资料属性，体现农资必需消费品特征。复合肥消费主要面对终端农户，属于农资消费品。此外，在化肥零增长政策背景下，复合肥相对于传统单质肥具有施肥效率高、农作物收益提升、环境友好等优势，是农作物种植中的不可或缺的农资品，且终端消费者粘性较强，体现必需消费品特征。

图 38：化肥零增长政策提前实现



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 39：截止 2017 年全国复合化率 38%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 40：复合肥上市公司销量及行业集中度变化

复合肥销量	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
金正大	239	289	368	447	537	618	689
新洋丰	180	216	235	251	261	288	312
史丹利	157	166	187	204	243	256	210
云图控股	86	92	109	145	185	190	219
司尔特	70	76	96	110	139	164	137
芭田股份	60	69	76	85	78	82	83
心连心化肥	35.4	37.3	48.8	60.5	82	94.8	124.4
行业总消费量	4498	5342	5574	5802	6131	5908	5105
以上公司合计市占率	18%	18%	20%	22%	25%	29%	35%
CR3	13%	13%	14%	16%	17%	20%	24%

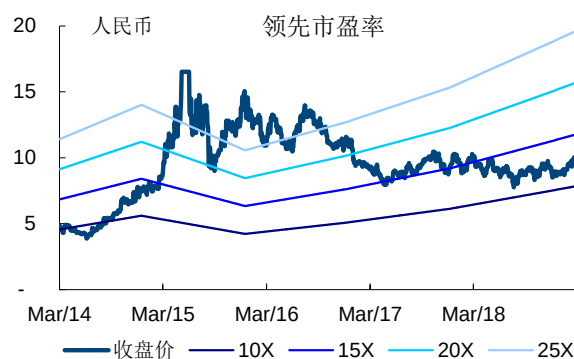
资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所

5. 投资建议

新洋丰作为国内磷复肥行业龙头和作物专用肥领导者, 产业链上下延伸, 不断完善一体化布局。凭借产业链一体化优势和区位优势, 打造出领先同业的巨大成本优势, 凭此为基础向渠道分利, 获取优质经销商资源, 增强渠道粘性; 强化技术服务, 提升产品附加值; 产品结构升级, 有效提升竞争力和盈利水平。

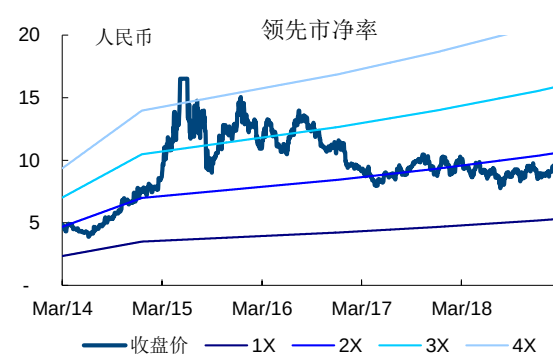
我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 8.21 亿元、10.08 亿元、11.98 亿元, EPS 分别为 0.62 元、0.76 元、0.90 元。目前股价对应 P/E 分别为 16 倍、13 倍、11 倍。看好公司未来成长性, 给予 2019 年 20 倍 P/E, 目标价 15 元, 距现价有 54% 的空间。维持“强烈推荐”评级。

图 41: P/E band



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 42: P/B band



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

农产品价格下降；磷肥、复合肥价格下降；环保力度减弱。

表 1: 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	6133	7435	8814	营业收入	8276	9032	10108	11604	12868		
货币资金	537	1278	1802	2554	3472	营业成本	6997	7372	8191	9336	10290		
应收账款	56	95	107	123	136	营业税金及附加	56	35	40	45	50		
其他应收款	36	196	621	708	780	营业费用	333	508	561	638	695		
预付款项	380	559	219	251	279	管理费用	244	308	345	395	425		
存货	1779	2061	2290	2610	2877	财务费用	-10	0	-24	-34	-47		
其他流动资产	1249	1024	1093	1189	1271	资产减值损失	1	10	0	0	0		
非流动资产合计	3852	3532	3485	3325	3136	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	10	17	0	0	0		
固定资产	2567	2717	2694	2597	2431	营业利润	722	852	1035	1269	1506		
无形资产	484	514	502	489	477	营业外收入	17	2	0	0	0		
其他非流动资产	802	301	289	239	228	营业外支出	6	7	0	0	0		
资产总计	7889	8745	9618	10761	11950	利润总额	732	860	1035	1269	1506		
流动负债合计	2453	2791	3098	3543	3916	所得税	153	168	203	248	295		
短期借款	10	10	10	10	10	净利润	579	692	832	1020	1211		
应付账款	927	950	1056	1203	1326	少数股东损益	-16	-12	-12	-12	-13		
预收款项	1214	1398	1564	1796	1992	归属母公司净利润	563	680	821	1008	1198		
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	706	849	999	1222	1446		
非流动负债合计	97	117	117	117	117	EPS (元)	0.42	0.51	0.62	0.76	0.90		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	2550	2909	3216	3660	4033	成长能力							
少数股东权益	154	154	165	178	191	营业收入增长	-13.96%	9.14%	11.91%	14.80%	10.90%		
实收资本（或股	1343	1333	1333	1333	1333	营业利润增长	-24.43%	18.03%	21.49%	22.62%	18.73%		
资本公积	652	600	600	600	600	归属于母公司净利	-24.68%	20.79%	20.64%	22.83%	18.86%		
未分配利润	3190	3750	4304	4990	5793	获利能力							
归属母公司股东	5186	5683	6237	6923	7726	毛利率(%)	15.46%	18.39%	18.96%	19.54%	20.04%		
负债和所有者权	7889	8745	9618	10761	11950	净利率(%)	7.00%	7.66%	8.23%	8.79%	9.41%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.14%	7.78%	8.53%	9.37%	10.02%		
						ROE(%)	11.17%	12.17%	13.34%	14.74%	15.68%		
经营活动现金流	750	915	1036	1196	1403	偿债能力							
净利润	563	680	821	1008	1198	资产负债率(%)	32%	33%	33%	34%	34%		
折旧摊销	269	287	304	317	326	流动比率	1.65	1.87	1.98	2.10	2.25		
财务费用	-10	0	-24	-34	-47	速动比率	0.92	1.13	1.24	1.36	1.52		
应收账款减少	407	738	395	551	461	营运能力							
预收帐款增加	540	326	319	445	373	总资产周转率	2.43	2.45	2.88	3.41	3.98		
投资活动现金流	-1355	118	-257	-157	-137	应收账款周转率	156.66	119.00	99.93	101.13	99.50		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.82	9.00	8.95	9.17	19.40		
长期股权投资减	-667	-374	-257	-157	-137	每股指标 (元)							
投资收益	10	17	0	0	0	每股收益(最新摊	0.42	0.51	0.62	0.76	0.90		
筹资活动现金流	-137	-272	-255	-288	-348	每股净现金流(最新	-0.55	0.57	0.39	0.56	0.68		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.86	4.23	4.68	5.19	5.80		
长期借款增加	10	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	2	0	0	0	P/E	23.10	19.13	15.85	12.91	10.86		
资本公积增加	-627	-52	0	0	0	P/B	2.53	2.31	2.09	1.88	1.68		
现金净增加额	-737	769	524	752	918	EV/EBITDA	12.90	10.34	8.61	6.80	5.39		

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，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

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，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。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 年海外化工实业经验，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。