

全年表现逆势增长，优质龙头加速提升市占率

买入（维持）

2019 年 04 月 12 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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,031	11,004	12,281	13,672
同比（%）	11.1%	9.7%	11.6%	11.3%
归母净利润（百万元）	819	992	1,200	1,442
同比（%）	20.4%	21.2%	20.9%	20.2%
每股收益（元/股）	0.63	0.76	0.92	1.11
P/E（倍）	17.21	14.20	11.74	9.77

投资要点

- 公司公布 18 年年报和 19 年一季报，18 年收入 100.31 亿元同增 11.05%，归母净利 8.19 亿元同增 20.39%；19Q1 收入 31.40 亿元同增 9.38%，归母净利 3.39 亿元同增 20.88%。
- 18 年全年业绩稳健增长，19Q1 增长势头持续。全年磷复肥销量 440.11 万吨同增 2.74%。1) 磷肥方面，由于复合肥产销增加带来自用增加，导致外销量同比减少 7.65%；2) 常规复合肥销量同增 5.67%，收入同增 19.01%，占比 55.85%提高 3.73pct；3) 新型复合肥销量同增 12.17%，收入同增 30.54%，占比 13.66%提高 2.04pct。产品结构持续优化升级，高毛利型产品占比明显提升，18 年毛利率 19.36%提高 0.58pct，盈利能力不断增强。此外，由于低毛利率的贸易业务收入大幅下降，剔除贸易业务收入的影响后，其他主营业务收入端增速高达 18.46%。公司 19Q1 剔除贸易收入的影响后，预计复合肥收入增速在 15%+，增长势头持续保持。此外，18 年分红比例 31.53%，考虑已回购 1.25 亿后，分红与回购综合合计占到净利润的 46.76%，还有至少 1.75 亿的回购额度，体现公司对未来发展的信心。
- 一级经销商逆势增长，市占率加速提升。18 年底拥有一级代理商 4,800 多家，较 17 年末增加 300 多家，终端零售商近 70,000 家，较 17 年末增加近 10,000 家。在复合肥行业低迷承压、存量博弈的阶段，公司依旧能不断扩大渠道网络，加速提升市占率，主要受益于一体化产业布局下成本优势显著，从而有充足的渠道让利空间，同时叠加差异化的技术服务，进而实现加速抢占优质经销商资源，一级经销商数量逆势增长。随着公司渠道把控能力不断强化，将对未来业绩增长起到充分的拉动作用。行业内经销商数量总体我们预计萎缩 20%以上，这意味着大量中小复合肥企业失去渠道和市场，大型复合肥企业与优质经销商所处的竞争格局都将迎来改善。
- 报表质量优质，规模效应进一步释放。费用方面，公司 18 年销售费用率同比下降 0.12pct，主要受益于品牌优势及主业不断做大所带来的规模效应。18 年管理费用率同比下降 0.16pct，体现公司内部运营体系不断优化、效率提升。19Q1 销售和管理费率合计同比改善 0.92pct，规模效应进一步释放。库存方面，由于 18Q3 磷矿和钾肥价格保持相对低位，公司积极储备导致库存较高，19Q1 销售情况良好，存货逐步消化。现金流方面，由于 18 年年底尿素价格低迷，复合肥经销商观望情绪浓厚，导致 2019 年复合肥春耕销售旺季后延近一个月，而公司 19Q1 经营性现金流超 2.5 亿，表现亮眼。
- 新型肥研发推广加速，提供高附加值农化服务。聚焦高端肥料的研发推广。18 年研发投入加大，与中国农大的专用肥学科带头人张福锁院士合作，成立农业农村部作物专用肥料重点实验室，在稳定性肥料、特肥、专用肥、水溶肥、生态肥等系列上均有产品出新，例如推出高毛利的虾稻肥，顺应水稻减产、虾稻养殖趋势。目前已形成“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”和“乐开怀”四大品牌，其中新设品牌“力赛诺”聚焦高端肥料及与德国康朴专家合作的“诺泰克”的推广销售，原金正大副总经理罗文胜加入，有望推动营销端实现全面突破。力赛诺于 19 年 2 月成立，预计将于 Q2 开始贡献销量。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.80
一年最低/最高价	7.73/11.88
市净率(倍)	2.16
流通 A 股市值(百万元)	12667.25

基础数据

每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	23.01
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）：深耕渠道粘性增强，复合肥龙头业绩持续稳健增长》2019-03-10
- 2、《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

加大推广高附加值的专业技术服务。公司已形成农化服务“金字塔”体系：由中国工程院院士袁隆平、张福锁以及农大教授、顶级专家组成的专家顾问团队；由副总裁包雪梅博士带领的农化服务团队；由业务员和经销商构成的基层服务团队，提供整体解决方案、区域农化服务、测土配方施肥指导、定制产品等特色服务，树立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。18 年完成 113 块高标准示范田基地，其中国家级示范田 27 块，有利于 19 年新型肥的销量提升。

- **投资 12 亿宜昌搬迁项目，产能优化升级。**公司 19 年投资 12 亿元用于宜昌搬迁项目，将部分普通磷酸一铵升级为工业级磷酸一铵、聚磷酸铵，同时投资建设磷资源综合利用项目。一方面，通过产能升级实现产品结构进一步优化，提质增效；另一方面，通过采用先进的工艺设备、磷石膏和氟的综合利用，符合化肥行业可持续发展的绿色发展方向。考虑到公司充沛的现金流，未来有望继续投资建设优质产能，不断提升产品力。
- **环保整治强化成本优势，行业调整已至尾声，优质龙头将持续发力。**上游来看，18 年 11 月起磷酸一铵环保整治力度加大，进入供给侧改革，将对后续价格走势起到充分支撑。复合肥行业来看，自 15 年 9 月开征增值税起行业陷入低迷调整阶段，而目前农产品价格处于底部，随着玉米等种植面积减少带来供需格局改善，农产品价格有望逐渐复苏，同时，经过几年的调整经销商与复合肥企业集中度不断提升，行业调整进入尾声，景气度有望上行。在此背景下，公司拥有 180 万吨磷酸一铵产能，成本端优势更加凸显，同时近年来积累的优质经销商资源将持续发力，未来业绩增长可期。
- **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 19-21 年公司实现营收 110.04/122.81/136.72 亿，同增 9.7%/11.6%/11.3%；归母净利润 9.92/12.00/14.42 亿，同增 21.2%/20.9%/20.2%。当前股价对应 PE 为 14.2X/11.7X/9.8X，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

事件：

公司公布 18 年年报和 19 年一季报，18 年收入 100.31 亿元同增 11.05%，归母净利 8.19 亿元同增 20.39%；19Q1 收入 31.40 亿元同增 9.38%，归母净利 3.39 亿元同增 20.88%。

1. 18 年全年业绩稳健增长，19Q1 增长势头持续

公司 18 年收入 100.31 亿元同增 11.05%，归母净利 8.19 亿元同增 20.39%，分红比例 31.53%（考虑已回购 1.25 亿后，分红与回购综合合计占到净利润的 46.76%）。全年磷复肥销量 440.11 万吨同增 2.74%，细分产品来看：1) 磷肥方面，由于复合肥产销增加带来自用量增加，导致外销量同比减少 7.65%；2) 常规复合肥销量同增 5.67%，收入同增 19.01%，占比 55.85%提高 3.73pct；3) 新型复合肥销量同增 12.17%，收入同增 30.54%，占比 13.66%提高 2.04pct。大田区在传统产品的基础上延伸新产品，并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，产品结构持续优化升级，高毛利型产品占比明显提升，18 年毛利率 19.36%提高 0.58pct，盈利能力不断增强。此外，由于低毛利率的贸易业务的收入大幅下降，剔除贸易业务收入的影响后，其他主营业务收入端增速高达 18.46%。

公司 19Q1 收入 31.40 亿元同增 9.38%，归母净利 3.39 亿元同增 20.88%。剔除贸易收入的影响后，预计复合肥收入增速在 15%+，增长势头持续保持。此外，目前公司已回购 1.25 亿，还有至少 1.75 亿的回购额度，体现公司对未来发展的信心。

表 1：公司收入驱动拆解

	2015	2016	2017	2018
1、磷复肥				
1) 磷肥收入	2,341.66	1,583.90	2,115.50	2,357.47
YOY	-32.36%	-32.36%	33.56%	11.44%
占比总收入	24.34%	19.14%	23.42%	23.50%
毛利率	18.83%	16.39%	16.55%	18.46%
销量(万吨)		98.27	118.01	108.95
YOY			20.09%	-7.65%
2) 常规复合肥收入	4,977.85	4,322.76	4,707.37	5,602.32
YOY		-13.16%	8.90%	19.01%
占比总收入	51.75%	52.23%	52.12%	55.85%
毛利率	22.46%	19.73%	21.12%	19.32%
销量(万吨)		252.53	263.43	276.28
YOY			4.31%	5.67%
3) 新型复合肥收入	682.36	717.09	1,049.66	1,370.26
YOY		5.09%	46.38%	30.54%

	占比总收入	7.09%	8.66%	11.62%	13.66%
毛利率		24.13%	24.72%	25.82%	26.50%
销量(万吨)			33.56	48.84	54.78
	YOY			45.55%	12.17%
2、贸易收入					
收入		1,516.41	1,559.44	1,029.61	550.79
	YOY	29.57%	2.84%	-33.98%	-46.50%
	占比总收入	15.76%	18.84%	11.40%	5.49%
3、现代农业					
收入			1.06	20.58	55.81
	YOY			1837.06%	171.22%
4、其他					
收入		101.18	92.08	109.68	94.01
	YOY	-60.01%	-8.99%	19.11%	-14.28%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 一级经销商逆势增长，市占率加速提升

18 年底拥有一级代理商 4,800 多家，较 17 年末增加 300 多家，终端零售商近 70,000 家，较 17 年末增加近 10,000 家。在复合肥行业低迷承压、存量博弈的阶段，公司依旧能不断扩大渠道网络，加速提升市占率，主要受益于一体化产业布局下成本优势显著，从而有充足的渠道让利空间，同时叠加差异化的技术服务，进而实现加速抢占优质经销商资源，一级经销商数量逆势增长。随着公司渠道把控能力不断强化，将对未来业绩增长起到充分的拉动作用。行业内经销商数量总体我们预计萎缩 20% 以上，这意味着大量中小复合肥企业失去渠道和市场，大型复合肥企业与优质经销商所处的竞争格局都将迎来改善。

3. 报表质量优质，规模效应进一步释放

费用方面，公司 18 年销售费用率同比下降 0.12pct，主要受益于品牌优势及主业不断做大所带来的规模效应。18 年管理费用率同比下降 0.16pct，体现公司内部运营体系不断优化、效率提升。19Q1 销售和管理费率合计同比改善 0.92pct，规模效应进一步释放。**库存方面**，由于 18Q3 磷矿和钾肥价格保持相对低位，公司积极储备导致库存较高，19Q1 销售情况良好，存货逐步消化。**现金流方面**，由于 18 年年底尿素价格低迷，复合肥经销商观望情绪浓厚，导致 2019 年复合肥春耕销售旺季后延近一个月，而公司 19Q1 经营性现金流超 2.5 亿，表现亮眼。

表 2：公司主要财务数据拆解（单位：百万元）

	2017	2018	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	9032.40	10030.62	2870.48	2669.29	2857.67	1633.18	3139.73
YOY	9.14%	11.05%	8.50%	7.56%	35.54%	-9.10%	9.38%
毛利	1696.16	1941.60	547.74	540.25	512.09	325.52	615.70
YOY	27.02%	14.47%	18.17%	12.30%	17.00%	3.71%	12.41%
毛利率	18.78%	19.36%	19.08%	20.24%	17.92%	19.93%	19.61%
营业税金及附加	35.35	43.36	8.76	12.48	11.83	10.30	10.80
/总收入	0.39%	0.43%	0.31%	0.47%	0.41%	0.63%	0.34%
销售费用	507.67	551.31	118.50	121.77	182.70	128.34	114.79
/总收入	5.62%	5.50%	4.13%	4.56%	6.39%	7.86%	3.66%
管理费用	279.56	293.92	75.02	74.61	75.67	77.38	67.85
/总收入	3.10%	2.93%	2.61%	2.80%	2.65%	4.74%	2.16%
研发费用	28.71	33.36	2.52		2.74		3.12
/总收入	0.32%	0.33%	0.09%		0.10%		0.10%
财务费用	0.01	-23.70	-5.04	-5.75	-4.39	-8.52	-0.57
/总收入	0.00%	-0.24%	-0.18%	-0.22%	-0.15%	-0.52%	-0.02%
资产减值损失	10.14	20.32	0.06	16.61	0.12	3.53	0.00
其他经营收益	30.51	20.60	5.89	4.95	6.64	8.47	2.71
营业利润	865.24	1043.62	353.81	325.48	250.05	114.28	422.92
YOY	19.91%	20.62%	25.42%	22.66%	18.99%	6.16%	19.53%
营业外收支	-5.09	-8.94	-0.11	-2.99	-2.08	-3.75	0.86
利润总额	860.14	1034.68	353.70	322.49	247.96	110.53	423.78
YOY	17.49%	20.29%	24.57%	20.51%	17.63%	13.03%	19.81%
所得税	168.39	206.01	69.12	60.51	47.05	29.33	81.34
所得税率	19.58%	19.91%	19.54%	18.76%	18.97%	26.54%	19.19%
归母净利润(百万元)	680.15	818.84	280.18	258.42	197.20	83.04	338.68
YOY	20.79%	20.39%	25.29%	24.93%	21.15%	-4.44%	20.88%
净利润率	7.53%	8.16%	9.76%	9.68%	6.90%	5.08%	10.79%
资产负债表相关							
应收票据及应收账款	675.53	574.59	943.37	700.98	1137.01	574.60	906.34
YOY	20.98%	-14.94%	-14.06%	11.65%	33.47%	-14.94%	-3.93%
存货	2061.00	2716.35	1862.47	1462.67	1591.73	2716.35	1832.91
YOY	15.85%	31.80%	19.74%	13.82%	29.74%	31.80%	-1.59%
应付票据及应付账款	950.25	982.11	1109.50	870.43	1033.49	982.11	1024.09
YOY	2.51%	3.35%	2.81%	-4.77%	-10.62%	3.35%	-7.70%
现金流量表相关							
经营活动产生的现金流量净额	915.20	185.40	-270.53	574.41	79.46	-197.93	252.81
投资活动产生的现金流量净额	118.39	-104.92	254.47	-302.61	-198.40	141.62	4.53
筹资活动产生的现金流量净额	-272.03	-343.75	-0.15	-261.18	0.00	-82.42	-32.50

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 新型肥研发推广加速，提供高附加值农化服务

聚焦高端肥料的研发推广。18 年研发投入加大，与中国农大的专用肥学科带头人张福锁院士合作，成立农业农村部作物专用肥料重点实验室，在稳定性肥料、特肥、专用肥、水溶肥、生态肥等系列上均有产品出新，例如推出高毛利的虾稻肥，顺应水稻减产、虾稻养殖趋势。目前已形成“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”和“乐开怀”四大品牌，其中新设品牌“力赛诺”聚焦高端肥料及与德国康朴专家合作的“诺泰克”的推广销售，原金正大副总经理罗文胜加入，有望推动营销端实现全面突破。力赛诺于 19 年 2 月成立，预计将于 Q2 开始贡献销量。

加大推广高附加值的专业技术服务。公司已形成农化服务“金字塔”体系：由中国工程院院士袁隆平、张福锁以及农大教授、顶级专家组成的专家顾问团队；由副总裁包雪梅博士带领的农化服务团队；由业务员和经销商构成的基层服务团队，提供整体解决方案、区域农化服务、测土配方施肥指导、定制产品等特色服务，树立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。18 年完成 113 块高标准示范田基地，其中国家级示范田 27 块，有利于 19 年新型肥的销量提升。

5. 投资 12 亿宜昌搬迁项目，产能优化升级

公司 19 年投资 12 亿元用于宜昌搬迁项目，将部分普通磷酸一铵升级为工业级磷酸一铵、聚磷酸铵，同时投资建设磷资源综合利用项目。一方面，通过产能升级实现产品结构进一步优化，提质增效；另一方面，通过采用先进的工艺设备、磷石膏和氟的综合利用，符合化肥行业可持续发展的绿色发展方向。考虑到公司充沛的现金流，未来有望继续投资建设优质产能，不断提升产品力。

6. 环保整治强化成本优势，行业调整已至尾声，优质龙头将持续发力

上游来看，18 年 11 月起磷酸一铵环保整治力度加大，进入供给侧改革，将对后续价格走势起到充分支撑。复合肥行业来看，自 15 年 9 月开征增值税起行业陷入低迷调整阶段，而目前农产品价格处于底部，随着玉米等种植面积减少带来供需格局改善，农产品价格有望逐渐复苏，同时，经过几年的调整经销商与复合肥企业集中度不断提升，行业调整进入尾声，景气度有望上行。在此背景下，公司拥有 180 万吨磷酸一铵产能，成本端优势更加凸显，同时近年来积累的优质经销商资源将持续发力，未来业绩增长可期。

7. 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 19-21 年公司实现营收 110.04/122.81/136.72 亿，同增 9.7%/11.6%/11.3%；归母净利 9.92/12.00/14.42 亿，同增 21.2%/20.9%/20.2%。当前股价对应 PE 为 14.2X/11.7X/9.8X，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。

新洋丰三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5250	6514	6097	8113	营业收入	10031	11004	12281	13672
现金	1124	1541	1658	1846	减:营业成本	8089	8780	9725	10707
应收账款	194	357	282	403	营业税金及附加	43	55	54	68
存货	2716	2301	2817	3301	营业费用	551	569	623	666
其他流动资产	1215	2316	1340	2564	管理费用	294	362	391	431
非流动资产	3749	4131	4641	5331	财务费用	-24	-8	-9	-11
长期股权投资	12	12	12	12	资产减值损失	20	6	5	7
固定资产	2805	3125	3481	3906	加:投资净收益	10	10	10	10
在建工程	53	103	103	53	其他收益	10	13	14	7
无形资产	512	562	623	694	营业利润	1044	1264	1518	1823
其他非流动资产	367	328	422	666	加:营业外净收支	-9	-6	-6	-7
资产总计	8999	10645	10738	13445	利润总额	1035	1258	1512	1816
流动负债	2511	3090	1850	3411	减:所得税费用	206	253	300	363
短期借款	9	9	9	9	少数股东损益	10	13	11	11
应付账款	982	866	1079	868	归属母公司净利润	819	992	1200	1442
其他流动负债	1521	2215	763	2534	EBIT	1096	1293	1543	1869
非流动负债	112	166	166	166	EBITDA	1323	1534	1846	2205
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	112	166	166	166	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2623	3256	2016	3577	每股收益(元)	0.63	0.76	0.92	1.11
少数股东权益	157	385	744	720	每股净资产(元)	4.77	5.37	6.12	7.01
					发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	6219	7004	7978	9147	ROIC(%)	13.8%	13.7%	13.8%	14.7%
负债和股东权益	8999	10645	10738	13445	ROE(%)	13.6%	14.4%	14.7%	15.2%
					毛利率(%)	19.4%	20.2%	20.8%	21.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.2%	9.0%	9.8%	10.5%
经营活动现金流	185	1016	1001	1291	资产负债率(%)	29.1%	30.2%	18.4%	26.1%
投资活动现金流	-105	-993	-1202	-1414	收入增长率(%)	11.1%	9.7%	11.6%	11.3%
筹资活动现金流	-344	393	318	311	净利润增长率(%)	20.4%	21.2%	20.9%	20.2%
现金净增加额	-259	416	117	188	P/E	17.21	14.20	11.74	9.77
折旧和摊销	227	241	302	336	P/B	2.27	2.01	1.77	1.54
资本开支	302	893	1002	1114	EV/EBITDA	11.78	11.44	8.27	7.56
营运资本变动	316	686	823	455					

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>