



东兴证券
DONGXING SECURITIES

复合肥销量稳步增长，产品结构不断优化

——新洋丰（000902）2018 年报点评

2019 年 04 月 12 日

强烈推荐/维持

新洋丰

财报点评

投资要点：

- **事件：**新洋丰公布 2018 年及 2019 年 Q1 业绩：2018 年实现营业收入 100.31 亿元，YoY+11%，归母净利润 8.19 亿元，YoY+20%，对应 EPS 为 0.61 元，符合预期；2019Q1 实现营业收入 31.40 亿元，YoY+9%，归母净利润 3.39 亿元，YoY+21%，对应 EPS 为 0.25 元，符合预期。公司拟派发现金股利 0.2 元/股（含税）。
- **复合肥销量持续增长，产品结构不断优化升级。**2018 年公司复合肥营收 70 亿元，YoY+21%，总销量 331 万吨，YoY+6%。其中，常规复合肥营收 56 亿元，YoY+19%，销量 276 万吨，YoY+6%；新型复合肥营收 14 亿元，YoY+31%，销量 55 万吨，YoY+12%。新型复合肥收入占复合肥总收入的比重提升至 20%。我们认为公司新型肥占比提升空间大，看好未来 5~10 年逐步提升至 50% 左右。
- **成本优势筑造经营护城河。**公司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。我们保守测算，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。
- **加速营销渠道扩张，提升市场份额。**公司凭借领先同行的巨大成本优势向渠道分利，获取优质经销商资源，增强渠道粘性，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。公司在全国建有 29 家销售分公司，现有营销人员 1000 余名，一级经销商 4800 余家，终端零售商近 7 万家，较去年同期均有显著提升，具备业内网络分布最密、专业水平最高的营销队伍。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 9.65 亿元、11.49 亿元、13.73 亿元，EPS 分别为 0.72 元、0.86 元、1.03 元。目前股价对应 P/E 分别为 15 倍、13 倍、10 倍。维持目标价 15 元，距现价有 40% 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,032.40	10,030.6	11,298.6	12,471.5	13,865.4
增长率（%）	9.14%	11.05%	12.64%	10.38%	11.18%
净利润（百万元）	680.15	818.84	964.82	1,148.98	1,373.32
增长率（%）	20.79%	20.39%	17.83%	19.09%	19.53%
净资产收益率（%）	11.97%	13.17%	13.95%	14.82%	15.69%
每股收益（元）	0.51	0.61	0.72	0.86	1.03
PE	21.16	17.58	14.92	12.53	10.48
PB	2.53	2.31	2.08	1.86	1.64

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

洪种

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）	10.8-9.7
总市值（亿元）	140.89
流通市值（亿元）	126.67
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	0.59

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

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		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	5213	5250	6350	7581	9062	营业收入	9032	10031	11299	12472	13865
货币资金	1278	1124	1755	2573	3566	营业成本	7372	8132	9114	9965	10970
应收账款	95	194	219	241	268	营业税金及附加	35	43	49	54	60
其他应收款	196	207	399	436	480	营业费用	508	551	621	685	762
预付款项	559	356	233	257	286	管理费用	308	294	331	365	406
存货	2061	2716	3044	3328	3664	财务费用	0	-24	-22	-33	-48
其他流动资产	1024	653	701	745	798	资产减值损失	10	20	0	0	0
非流动资产合	3532	3749	3664	3553	3408	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	12	12	12	12	投资净收益	17	10	0	0	0
固定资产	2717	2805	2749	2659	2539	营业利润	852	1033	1217	1448	1729
无形资产	514	512	498	485	472	营业外收入	2	3	0	0	0
其他非流动资	301	420	405	398	386	营业外支出	7	12	0	0	0
资产总计	8745	8999	10014	11134	12470	利润总额	860	1035	1217	1448	1729
流动负债合计	2791	2511	2818	3093	3418	所得税	168	206	242	288	344
短期借款	10	9	9	9	9	净利润	692	829	975	1160	1385
应付账款	950	982	1101	1203	1325	少数股东损益	-12	-10	-10	-11	-11
预收款项	1398	1051	1184	1307	1453	归属母公司净利润	680	819	965	1149	1373
一年内到期的	0	1	0	0	0	EBITDA	849	1001	1185	1404	1669
非流动负债合	117	112	112	112	112	EPS (元)	0.51	0.61	0.72	0.86	1.03
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2909	2623	2930	3205	3530	成长能力					
少数股东权益	154	157	167	177	188	营业收入增长	9.14%	11.05%	12.64%	10.38%	11.18%
实收资本(或股	1333	1333	1333	1333	1333	营业利润增长	18.03%	21.32%	17.79%	18.96%	19.41%
资本公积	600	534	534	534	534	归属于母公司净利	20.79%	20.39%	17.83%	19.09%	19.53%
未分配利润	3750	4353	5051	5886	6885	获利能力					
归属母公司股	5683	6219	6917	7752	8752	毛利率(%)	18.39%	18.92%	19.34%	20.10%	20.88%
负债和所有者	8745	8999	10014	11134	12470	净利率(%)	7.66%	8.26%	8.63%	9.30%	9.99%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.78%	9.10%	9.63%	10.32%	11.01%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	12.17%	13.32%	14.09%	14.96%	15.82%
经营活动现金	915	185	1030	1232	1422	偿债能力					
净利润	680	819	965	1149	1373	资产负债率(%)	33%	29%	29%	29%	28%
折旧摊销	287	227	238	244	249	流动比率	1.87	2.09	2.25	2.45	2.65
财务费用	0	-24	-22	-33	-48	速动比率	1.13	1.01	1.17	1.37	1.58
应收账款减少	738	362	469	412	488	营运能力					
预收帐款增加	326	-268	308	275	325	总资产周转率	2.45	2.76	3.05	3.46	3.98
投资活动现金	118	-105	-153	-133	-103	应收账款周转率	119.00	69.26	54.73	54.21	54.39
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.35	9.63	9.81	9.87	20.93
长期股权投资	-374	-302	-150	-130	-100	每股指标(元)					
投资收益	17	10	0	0	0	每股收益(最新摊	0.51	0.61	0.72	0.86	1.03
筹资活动现金	-272	-344	-245	-281	-326	每股净现金流(最	0.57	-0.19	0.47	0.61	0.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.26	4.67	5.19	5.82	6.57
长期借款增加	0	0	-1	0	0	估值比率					
普通股增加	2	1	0	0	0	P/E	21.16	17.58	14.92	12.53	10.48
资本公积增加	-52	-67	0	0	0	P/B	2.53	2.31	2.08	1.86	1.64
现金净增加额	769	-259	631	818	993	EV/EBITDA	11.56	10.82	8.89	7.18	5.65

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。