

2019 年 08 月 19 日

中期业绩稳健增长，新型肥表现亮眼
买入（维持）

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	998	1,206	1,453
同比（%）	20.4%	21.9%	20.9%	20.5%
每股收益（元/股）	0.63	0.77	0.92	1.11
P/E（倍）	18.32	15.03	12.44	10.32

投资要点

- 公司公布 19 年中报，19H1 收入 57.75 亿同增 4.25%，归母净利 6.30 亿同增 17.06%。
- 剔除贸易及坏账计提影响，收入增速 11.4%，利润增速 23.1%，业绩稳健增长。收入端：剔除贸易影响收入同增 11.4%。由于部分原材料贸易业务的收入确认方式由总额法改为净额法，导致 19H1 贸易收入下滑 57.96%，剔除贸易影响收入端增速 11.39%。细分产品来看：1) 核心业务复合肥收入 43.65 亿同增 15.53%。其中新型肥销量同增 23.01%，收入同增 28.32%，增长强劲；常规肥销量同增 5.13%，收入同增 11.84%。2) 磷肥方面，由于复合肥产销增加带来自用增加，导致外销量/收入同比减少 3.05%/3.95%。利润端：剔除其他应收款坏账计提影响归母净利增速 23.13%，扣非净利增速 22.61%。新洋丰 2016 年收购绿港 51% 的股份，后收购方案调整，收购比例从 51%降为 10%。收购方案中要求绿港方拿部分收购款买入新洋丰股票，由于收购比例降低，而绿港方已买入 1276 万股股票（每股均价 15.08 元），形成其他应收款 1.92 亿。2017 年 3 月洋丰集团已垫付该笔应退回的收购款 1.92 亿，所以不存在亏损的可能。考虑到该笔款项中报会计期间坏账计提比例由 10%提升至 30%从而造成减值准备约 3845 万，影响税后利润约 3268 万，剔除后 19H1 归母净利同增 23.1%，扣非净利同增 22.6%。另外，如果股价达到 15.08 元且公司冲回坏账准备 5766 万，将增加 4902 万净利。
- 新型肥增长亮眼，产品结构持续优化升级。19H1 新型肥销量同增 23.01%，收入同增 28.32%，增长强劲，同时收入/毛利占比 18.82%/22.61%提高 3.53/3.08pct，产品结构持续优化升级，带动 19H1 综合毛利率 21.34%提高 1.7pct，盈利能力不断增强。新型肥的强势增长主要受益于高端肥料的研发推广和高附加值的专业技术服务。
- 报表质量优质，规模效应进一步释放。费用方面，公司 19H1 销售费用率同比下降 0.08pct，主要受益于：1) 品牌优势及主业不断做大所带来的规模效应；2) 自建码头和铁路专用线（吉林铁路专运线 18 年底投入使用），有效降低运输成本（运输费用在复合肥企业销售费用中占比最大约 40%）。19H1 管理费用率同比下降 0.07pct，主要系折旧摊销减少及内部运营效率提升所致。同时，公司应收款项、预付款项、应付账款、预收账款、经营性现金流均表现亮眼。
- 磷酸一铵供给侧改革强化公司一体化优势。随着三磷整治持续推进，环保供给侧收缩逐步显现，截至 19 年 5 月底，磷酸一铵产量 676.8 万吨同比下降 6.61%，我们认为后续磷酸一铵的价格受供给侧改革影响将逐步走高。公司拥有 180 万吨磷酸一铵产能，并有望在行业整合阶段承接部分产能，一体化优势将进一步强化。看好三磷整治长期利好复合肥行业中拥有资源优势且环保达标的龙头，公司的核心产品力将不断凸显。
- 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。2019 年延续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 9.98/12.06/14.53 亿，同增 21.9%/20.9%/20.5%。当前股价对应 PE 为 15.0X/12.4X/10.3X，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；三磷整治力度超预期，加大环保开支与经营成本；农产品价格反弹乏力

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

研究助理 金含

执业证号：S0600119070033
021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.50
一年最低/最高价	7.79/11.80
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	13488.28

基础数据

每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	26.75
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）：渠道优势下产品结构持续优化，19H1 延续稳健增长势头》2019-06-20
- 2、《新洋丰（000902）：全年表现逆势增长，优质龙头加速提升市占率》2019-04-12

事件:

公司公布 19 年中报, 19H1 收入 57.75 亿同增 4.25%, 归母净利 6.30 亿同增 17.06%。

1. 剔除贸易及坏账计提影响, 收入增速 11.4%, 利润增速 23.1%,

业绩稳健增长

收入端: 剔除贸易影响收入同增 11.39%。由于部分原材料贸易业务的收入确认方式由总额法改为净额法, 导致 19H1 贸易收入下滑 57.96%, 剔除贸易影响收入端增速 11.39%。**细分产品来看: 1) 核心业务复合肥收入 43.65 亿同增 15.53%。**其中新型肥销量同增 23.01%, 收入同增 28.32%, 增长强劲; 常规肥销量同增 5.13%, 收入同增 11.84%。**2) 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/收入同比减少 3.05%/3.95%, 而上半年原料硫磺、合成氨、磷矿价格大幅下跌加之磷酸一铵价格相对坚挺, 毛利率 21.51%同增 0.98pct。

利润端: 剔除其他应收款坏账计提归母净利增速 23.13%, 扣非净利增速 22.61%。新洋丰 2016 年收购绿港 51%的股份, 后收购方案调整, 收购比例从 51%降为 10%。收购方案中要求绿港方拿部分收购款买入新洋丰股票, 由于收购比例降低, 而绿港方已买入 1276 万股股票 (每股均价 15.08 元), 形成其他应收款 1.92 亿。2017 年 3 月洋丰集团已垫付该笔应退回的收购款 1.92 亿, 所以不存在亏损的可能。考虑到该笔款项中报会计期间坏账计提比例由 10%提升至 30%从而造成减值准备约 3845 万, 影响税后利润约 3268 万, 剔除后 19H1 归母净利同增 23.13%, 扣非净利同增 22.61%。另外, 如果股价达到 15.08 元且公司冲回坏账准备 5766 万, 将增加 4902 万净利(1.92 亿*30%*(1-15%))。

图 1: 公司收入拆解 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	18H1	19H1
1、磷复肥						
1) 复合肥收入	5,660.21	5,039.86	5,757.04	6,972.54	3,777.91	4364.6737
YOY		-10.96%	14.23%	21.11%		15.5%
常规复合肥收入	4,977.85	4,322.76	4,707.37	5602.32	2,930.96	3277.84
YOY		-13.16%	8.90%	19.01%	15.66%	11.84%
占比总收入	51.75%	52.23%	52.12%	55.85%	52.91%	56.76%
毛利率	22.46%	19.73%	21.12%	19.32%	20.86%	20.56%
毛利占比	61.90%	63.87%	58.61%	55.76%	56.2%	54.7%
销量(万吨)		252.53	263.43	276.28		
YOY			4.31%	5.67%		5.13%
新型复合肥收入	682.36	717.09	1,049.66	1370.22	846.95	1086.83
YOY		5.09%	46.38%	30.54%	21.59%	28.32%
占比总收入	7.09%	8.66%	11.62%	13.66%	15.29%	18.82%
毛利率	24.13%	24.72%	25.82%	24.12%	25.08%	25.63%

	毛利占比	9.12%	13.27%	15.98%	17.02%	19.5%	22.61%
销量(万吨)			33.56	48.84	54.85		
	YOY			45.55%	12.17%		23.01%
2) 磷肥收入		2,341.66	1,583.90	2,115.50	2357.47	1,129.18	1084.58
	YOY	-32.36%	-32.36%	33.56%	11.44%	9.26%	-3.95%
	占比总收入	24.34%	19.14%	23.42%	23.50%	20.38%	18.78%
毛利率		18.83%	16.39%	16.55%	18.46%	20.54%	21.52%
	毛利占比	24.41%	19.44%	20.64%	22.42%	21.32%	18.94%
销量(万吨)			98.27	118.01	108.95		
	YOY			20.09%	-7.65%		-3.05%
2、贸易收入		1,516.41	1,559.44	1,029.61	550.79	570.61	239.89
	YOY	29.57%	2.84%	-33.98%	-46.50%	-27.67%	-57.96%
	占比总收入	15.76%	18.84%	11.40%	5.49%	10.30%	4.15%
毛利率		2.39%	1.07%	1.85%	1.00%	0.82%	1.84%
3、现代农业							
收入			1.06	20.58	55.81	16.91	27.57
	YOY			1837.06%	171.22%	76.67%	63.05%
4、其他							
收入		101.18	92.08	109.68	94.01	45.16	58.57

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 新型肥增长亮眼，产品结构持续优化升级

19年上半年公司新型肥交出漂亮答卷:销量同增 23.01%，收入同增 28.32%，增长强劲，同时收入/毛利占比 18.82%/22.61%提高 3.53/3.08pct，产品结构持续优化升级，带动 19H1 综合毛利率 21.34%提高 1.7pct，盈利能力不断增强。

聚焦高端肥料的研发推广:18 年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。19 年 2 月成立力赛诺推广销售高端肥料及与德国康朴专家合作的“康朴诺泰克”，于 19Q2 开始投放市场，下半年将进一步贡献销量。

加大推广高附加值的专业技术服务:17 年底公司开始组建技术服务团队，现在已有约 100 人的规模，加大新型肥示范田的建设力度，18 年建设示范田 115 块，19 年将建设 113 块，合计 228 块中有 225 块都是新型肥示范田。通过高附加值的专业技术服务形成差异化竞争壁垒，不断增强新型肥经销商与农户的粘性。

3. 报表质量优质，规模效应进一步释放

费用方面，公司 19H1 销售费用率同比下降 0.08pct，主要受益于：1) 品牌优势及主业不断做大所带来的规模效应；2) 自建码头和铁路专用线（吉林铁路专运线 18 年底投入使用），有效降低运输成本（运输费用在复合肥企业销售费用中占比最大约 40%）。19H1 管理费用率同比下降 0.07pct，主要系折旧摊销减少及内部运营效率提升所致。

同时，在上半年磷复肥（磷酸一铵、复合肥）收入增速 11.05% 的情况下，应收款项同降 5.1%，预付款项同降 11.7%，应付账款同降 6.5%，预收账款同增 98.42%，经营性现金流 12.8 亿同增 321%，表现亮眼。财务报表数据体现公司拥有较强的护城河，渠道优势明显。

图 2：公司财报拆解（百万元）

	2015	2016	2017	2018	18H1	19H1
资产负债表相关						
营业收入	9,619.08	8,276.34	9,032.40	10,030.62	5539.77	5,775.28
YOY		-14.0%	9.1%	11.1%	8.0%	4.3%
毛利率	18.8%	16.1%	18.8%	19.4%	19.6%	21.3%
三费费用率	8.7%	6.9%	9.0%	8.5%	6.9%	6.8%
销售费用	543.11	332.69	507.67	551.31	240.27	245.78
销售费用率	5.6%	4.0%	5.6%	5.5%	4.3%	4.3%
管理费用	287.05	243.84	308.27	293.92	152.15	125.84
研发费用				33.36		28.55
管理费用率	3.0%	2.9%	3.4%	3.3%	2.7%	2.7%
财务费用	6.53	-9.56	0.01	-23.70	-10.79	-4.74
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
归母净利	747.63	563.09	680.15	818.84	538.60	630.46
YOY		-24.7%	20.8%	20.4%	25.1%	17.1%
净利率	7.8%	6.8%	7.5%	8.2%	9.7%	10.9%
资产负债表相关						
应收票据及应收账款	317.75	558.37	675.53	574.59	700.98	665.30
YOY		75.7%	21.0%	-14.9%	11.6%	-5.1%
预付账款	464.56	379.98	558.82	355.70	547.44	483.15
YOY		-18.2%	47.1%	-36.3%	43.9%	-11.7%
存货	1,551.00	1,779.05	2,061.00	2,716.35	1,462.67	1,924.74
YOY		14.7%	15.8%	31.8%	13.8%	31.6%
应付票据及应付账款	722.30	926.97	950.25	982.11	870.43	813.97
YOY		28.3%	2.5%	3.4%	-4.8%	-6.5%
预收账款	872.85	1,213.67	1,397.89	1,051.09	514.00	1,019.88
YOY		39.0%	15.2%	-24.8%	-49.2%	98.4%
现金流量表相关						
经营活动产生的现金流量净额	644.06	750.43	915.20	185.40	303.88	1,279.83
投资活动产生的现金流量净额	-875.77	-1,355.16	118.39	-104.92	-48.14	-52.83
筹资活动产生的现金流量净额	1,079.16	-136.71	-272.03	-343.75	-261.33	-309.47

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 磷酸一铵供给侧改革强化公司一体化优势

三磷整治持续推进：19 年 4 月生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省（市）开展集中排查整治，7 月各省（市）均已完成地方自查工作，692 家“三磷”企业（矿、库）中 275 家存在生态环境问题，占比 40%。目前各地正进入整治阶段，将在 2020 年底前基本完成。

磷酸一铵价格受供给侧收缩有望提高，公司成本端优势将进一步凸显。截至 19 年 5 月底磷酸一铵产量 676.8 万吨同比下降 6.61%，环保供给侧收缩逐步显现，我们认为后续磷酸一铵的价格受供给侧改革影响将逐步走高。公司拥有 180 万吨磷酸一铵产能，并有望在行业整合阶段承接部分产能，成本端优势将进一步发挥。虽然短期内可能受三磷整治影响产能利用率和环保开支，但长期利好复合肥行业中拥有资源优势且环保达标的龙头，公司的核心产品力将不断凸显。

5. 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。2019 年延续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 9.98/12.06/14.53 亿，同增 21.9%/20.9%/20.5%。当前股价对应 PE 为 15.0X/12.4X/10.3X，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；三磷整治力度超预期，加大环保开支与经营成本；农产品价格反弹乏力

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	425
非流动资产	3749	4129	4639	5329	财务费用	-24	-15	-17	-20
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	1271	1526	1837
其他非流动资产	367	326	420	663	加:营业外净收支	-9	-6	-6	-7
资产总计	8999	10643	10736	13442	利润总额	1035	1265	1519	1830
流动负债	2511	3090	1850	3411	减:所得税费用	206	254	302	365
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	998	1206	1453
其他流动负债	1521	2215	763	2534	EBIT	1096	1293	1543	1874
非流动负债	112	166	166	166	EBITDA	1323	1534	1846	2210
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	0.77	0.92	1.11
少数股东权益	157	379	733	699	每股净资产(元)	4.77	5.37	6.12	7.03
					发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	6219	7008	7988	9166	ROIC(%)	13.8%	14.0%	14.2%	15.2%
负债和股东权益	8999	10643	10736	13442	ROE(%)	13.6%	14.7%	15.1%	15.8%
					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%	9.1%	9.8%	10.6%
经营活动现金流	185	1015	1000	1294	资产负债率(%)	29.1%	30.6%	18.8%	26.6%
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	394	320	308	净利润增长率(%)	20.4%	21.9%	20.9%	20.5%
现金净增加额	-259	416	117	188	P/E	18.32	15.03	12.44	10.32
折旧和摊销	227	241	302	336	P/B	2.41	2.14	1.88	1.64
资本开支	302	893	1002	1114	EV/EBITDA	12.47	10.90	8.32	7.57
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>

