

短期业绩承压，不改长期成长红利
 买入（维持）

2019 年 10 月 25 日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,031	9,660	10,868	12,430
同比（%）	11.1%	-3.7%	12.5%	14.4%
归母净利润（百万元）	819	713	898	1,151
同比（%）	20.4%	-12.9%	25.9%	28.2%
每股收益（元/股）	0.63	0.55	0.69	0.88
P/E（倍）	14.07	16.15	12.82	10.01

投资要点

- **公司发布三季度业绩报告：**19Q1-Q3 实现收入 81.21 亿同降 3.3%，归母净利 6.42 亿同降 12.7%；其中 Q3 单季实现营收 23.45 亿同降 17.9%，归母净利 0.12 亿同降 94.0%。
- **短期受“三磷”整治、国庆停产及上游原料价格大幅下跌影响业绩承压。**我们估计，收入端单季下滑 17.9% 主要由于：1) 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，导致贸易收入下滑，剔除贸易因素影响后 Q3 单季收入端下滑约 5%。2) “三磷”整治影响四川雷波磷铵 20 万吨，使外销磷肥收入减少约 4 亿；3) 国庆阅兵导致保定、菏泽两厂停产一个月影响 6-7 万吨复合肥销量，影响收入约 1.5 亿+。
利润端单季下滑 94.0% 主要由于：1) 四川雷波停产带来的毛利损失约 6000 万；2) 上游原料硫磺在 8-9 月暴跌，受高价库存影响约 5000-6000 万；3) 保定、菏泽两厂停产影响约 3000 万；4) 9 月，国内主要的钾肥供应商相继大幅降价促销钾肥，导致常规复合肥平均降价 50 元/吨，毛差收窄也带来影响，而新型肥主打技术与服务，基本不受原材料价格下跌影响；5) 复合肥价格下滑导致经销商库存损失，为增强长期合作的优质经销商粘性，让利促销影响 6000-7000 万；6) “三磷”整治下各省份提出磷石膏循环利用要求，四川、湖北循环比例约 40%、30%，进而导致每吨磷铵的磷石膏循环利用处理费用 70 元，影响管理费用增加 3000 万。
- **新型肥销量增速约 30%，表现依旧强劲，产品结构持续优化升级。**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。公司 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。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，下半年进一步贡献销量。同时，通过高附加值的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。
- **长期来看，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，我们认为后续磷酸一铵的价格受供给侧改革影响有望逐步走高。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。
- **公布回购计划彰显公司长期发展信心：**计划回购金额 2-4 亿元，回购价格不高于 10.5 元/股，回购股份拟用于转换上市公司发行的可转债。
- **盈利预测与投资评级：**公司短期受“三磷”整治影响业绩承压，但长期来看，行业供给侧改革已进入深水区，竞争格局越发清晰清晰，公司成本力、产品力、渠道力与品牌力共筑的竞争壁垒将在行业充分洗牌后给公司带来长期成长红利。我们预计 19-21 年公司实现营收 96.6/108.7/124.3 亿同增-3.7%/12.5%/14.4%；归母净利 7.1/9.0/11.5 亿同增-12.9%/25.9%/28.2%，当前股价对应 PE 为 16.2X/12.8X/10.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格剧烈波动；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；磷石膏生产建材的扭亏为盈进度低于预期；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

chaih@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

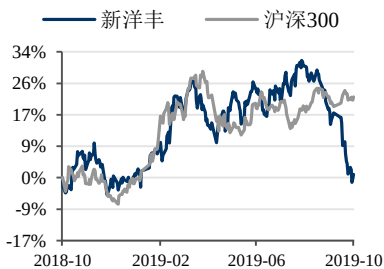
shifk@dwzq.com.cn

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)	8.83
一年最低/最高价	8.22/11.80
市净率(倍)	1.76
流通 A 股市值(百万元)	10356.52

基础数据

每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	25.34
总股本(百万股)	1304.53
流通 A 股(百万股)	1172.88

相关研究

- 1、《新洋丰（000902）：中期业绩稳健增长，新型肥表现亮眼》2019-08-20
- 2、《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

图 1：新洋丰财报拆解（百万元）

新洋丰	年报				季报						
	2015	2016	2017	2018	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
利润表相关											
营业收入	9,619.08	8,276.34	9,032.40	10,030.62	2,870.48	2,669.29	2,857.67	1,633.18	3,139.73	2,635.55	2,345.36
YOY		-13.96%	9.14%	11.05%	8.5%	7.6%	35.5%	-9.1%	9.4%	-1.3%	-17.9%
毛利率	18.77%	16.13%	18.78%	19.36%	19.1%	20.2%	17.9%	19.9%	19.6%	23.4%	12.7%
三费费用率	8.70%	6.85%	9.03%	8.52%	6.7%	7.1%	9.0%	12.3%	5.9%	8.0%	12.1%
销售费用	543.11	332.69	507.67	551.31	118.50	121.77	182.70	128.34	114.79	130.99	183.22
销售费用率	5.65%	4.02%	5.62%	5.50%	4.1%	4.6%	6.4%	7.9%	3.7%	5.0%	7.8%
管理费用	287.05	243.84	308.27	293.92	77.54	74.61	75.67	77.38	67.85	57.99	105.47
研发费用				33.36			2.74	3.34	3.12	25.43	4.49
管理费用率	3.0%	2.9%	3.4%	3.3%	2.7%	2.8%	2.7%	4.9%	2.3%	3.2%	4.7%
财务费用	6.53	-9.56	0.01	-23.70	-5.04	-5.75	-4.39	-8.52	-0.57	-4.17	-9.18
财务费用率	0.07%	-0.12%	0.00%	-0.24%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.5%	0.0%	-0.2%	-0.4%
归母净利润	747.63	563.09	680.15	818.84	280.18	258.42	197.20	83.04	338.68	291.78	11.84
YOY		-24.68%	20.79%	20.39%	25.3%	24.9%	21.2%	-4.4%	20.9%	12.9%	-94.0%
净利率	7.77%	6.80%	7.53%	8.16%	9.8%	9.7%	6.9%	5.1%	10.8%	11.1%	0.5%
资产负债表相关											
应收票据及应收账款	317.75	558.37	675.53	574.59	943.37	700.98	1,137.01	574.60	906.34	665.30	287.37
YOY		75.7%	21.0%	-14.9%	-14.1%	11.6%	33.5%	-14.9%	-3.9%	-5.1%	-74.7%
预付账款	464.56	379.98	558.82	355.70	680.98	547.44	722.07	355.70	485.52	483.15	467.48
YOY		-18.2%	47.1%	-36.3%	58.6%	43.9%	-6.9%	-36.3%	-28.7%	-11.7%	-35.3%
存货	1,551.00	1,779.05	2,061.00	2,716.35	1,862.47	1,462.67	1,591.73	2,716.35	1,832.91	1,924.74	2,164.37
YOY		14.7%	15.8%	31.8%	19.7%	13.8%	29.7%	31.8%	-1.6%	31.6%	36.0%
应付票据及应付账款	722.30	926.97	950.25	982.11	1,109.50	870.43	1,033.49	982.11	1,024.09	813.97	1,068.99
YOY		28.3%	2.5%	3.4%	2.8%	-4.8%	-10.6%	3.4%	-7.7%	-6.5%	3.4%
预收账款	872.85	1,213.67	1,397.89	1,051.09	1,397.89	772.04	514.00	887.11	1,051.09	394.96	1,019.88
YOY		39.0%	15.2%	-24.8%	15.2%	5.1%	-49.2%	-2.7%	-24.8%	-48.8%	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	-270.53	574.41	79.46	-197.93	252.81	1,027.03	-151.17
投资活动产生的现金流量净额	-875.77	-1,355.16	118.39	-104.92	254.47	-302.61	-198.40	141.62	4.53	-57.36	-312.04
筹资活动产生的现金流量净额	1,079.16	-136.71	-272.03	-343.75	-0.15	-261.18	0.00	-82.42	-32.50	-276.97	17.37

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5250	5417	5921	7160	营业收入	10031	9660	10868	12430
现金	1124	1352	1467	1678	减:营业成本	8089	7862	8793	9946
应收账款	194	289	276	347	营业税金及附加	43	42	47	45
存货	2716	1776	2852	2832	营业费用	551	509	562	618
其他流动资产	1215	1999	1326	2304	管理费用	294	313	351	382
非流动资产	3749	4126	4637	5327	财务费用	-24	-5	-7	-9
长期股权投资	12	12	12	12	资产减值损失	20	5	4	6
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	918	1143	1461
其他非流动资产	367	323	418	662	加:营业外净收支	-9	-9	-8	-8
资产总计	8999	9544	10557	12488	利润总额	1035	909	1135	1452
流动负债	2511	2513	1927	2920	减:所得税费用	206	183	226	290
短期借款	9	9	9	9	少数股东损益	10	13	11	11
应付账款	982	673	1085	723	归属母公司净利润	819	713	898	1151
其他流动负债	1521	1831	833	2188	EBIT	1096	975	1163	1485
非流动负债	112	166	166	166	EBITDA	1323	1216	1465	1820
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	2679	2093	3086	每股收益(元)	0.63	0.55	0.69	0.88
少数股东权益	157	99	967	966	每股净资产(元)	4.77	5.19	5.75	6.47
					发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	6219	6766	7498	8436	ROIC(%)	13.8%	11.3%	11.0%	12.6%
负债和股东权益	8999	9544	10557	12488	ROE(%)	13.6%	11.0%	11.9%	13.0%
					毛利率(%)	19.4%	18.6%	19.1%	20.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.2%	7.4%	8.3%	9.3%
经营活动现金流	185	881	633	1080	资产负债率(%)	29.1%	28.1%	19.8%	24.7%
投资活动现金流	-105	-993	-1202	-1414	收入增长率(%)	11.1%	-3.7%	12.5%	14.4%
筹资活动现金流	-344	340	684	545	净利润增长率(%)	20.4%	-12.9%	25.9%	28.2%
现金净增加额	-259	228	115	211	P/E	14.07	16.15	12.82	10.01
折旧和摊销	227	241	302	336	P/B	1.85	1.70	1.54	1.37
资本开支	302	893	1002	1114	EV/EBITDA	9.84	10.56	8.29	7.10
营运资本变动	316	166	1089	247					

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>

