

2020 年 03 月 05 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

研究助理 金含

021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

磷肥价格启动，持续推荐一体化优势凸显的复合肥龙头 买入（维持）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,031	9,479	10,298	11,925
同比（%）	11.1%	-5.5%	8.6%	15.8%
归母净利润（百万元）	819	672	827	1,036
同比（%）	20.4%	-18.0%	23.2%	25.3%
每股收益（元/股）	0.63	0.51	0.63	0.79
P/E（倍）	12.44	15.17	12.31	9.83

投资要点

■ **供需改善下国际磷肥价格率先启动。**19 年 OCP、美盛出口供应增多，沙特 Ma' aden 新投产产能爬坡，叠加 18 年价格高度景气导致库存高位，磷肥供给大幅增长；需求端则受国际农产品价格走低、中美贸易战导致美豆种植面积减少、气候因素等出现疲软。供需错配下，国际磷肥价格在 19 年大幅下跌，波罗的海一铵年底已跌至 255 美元/吨，价格触底后于今年 1 月出现反弹，考虑到后续国际巨头新增产能与整体需求处于持续优化中，且国际巨头在去年出现了首次亏损后有涨价意愿，行业基本面逐步改善，新一轮周期将启动。

■ **供给大幅减少带动国内磷肥价格开始上涨。**19 年国内磷肥价格下跌的一个重要原因在于，中国是全球磷肥出口大国，而 19 年国际磷肥巨头对磷酸二铵降价，导致国内的磷酸二铵、一铵由于价格劣势无法出口，而在国际磷肥价格上行期有望对国内价格形成联动。**国内自身情况来看**，今年年初新冠疫情的影响导致大部分工厂难以正常开工，疫情最严重的湖北磷铵产能与产量均占比超过 40%，湖北祥云、鄂中生态等主要磷酸一铵企业停产严重，而同为磷酸一铵主要产地的云贵川，磷酸一铵产量亦较去年同期大幅减少。估测新冠肺炎疫情期间，磷酸一铵全行业减少的产量可占全行业 2019 年产量的 5%，对春肥阶段磷酸一铵供给的影响深远。值得注意的是，磷酸一铵的主要消费地在华北、东北等农业大区，湖北具有云贵川不可比拟的区位优势，运输成本低，难以被云贵川磷铵替代。同时受 2019 年磷酸一铵价格低位的影响，国内复合肥企业的磷酸一铵库存已至低位，磷铵价格近期已看到上涨趋势。4-5 月仍是下游复合肥产销旺季，大概率还是价格强势。**长期来看**，从去年的三磷整治起行业落后产能逐步淘汰，供给侧改革下供需将持续优化，对磷铵价格形成长期的有力支撑。此外，国内农产品价格也已低迷多年，随着玉米去库存、种植面积减少、下游养殖行业需求边际改善，价格有望逐渐复苏，需求端对于磷肥的积极作用也值得期待。

■ **持续推荐拥有上游自主权、一体化优势的复合肥龙头新洋丰：**

1、**磷肥涨价背景下，新洋丰拥有 180 万吨磷铵产能，优势凸显。**目前宜昌、荆门、钟祥均已复工复产（磷铵产能分别为 70/20/40 万吨），预计由于新冠疫情影响磷铵产量约 5 万吨，按每吨净利润 200 元计算，影响净利润约 1000 万元。四川雷波磷铵产能 50 万吨，去年 4 月由于三磷整治停一条线，一季度影响 6 万吨，预计 Q3 复产。

2、**复合肥在磷铵带动下同步上涨，春耕供不应求。**20 年的春耕大致上在 3 月下旬展开，经销商备肥时点正常情况下会在 2 月中旬启动，由于疫情影响大规模拿货是 2 月底至 3 月初。虽然由于疫情期间湖北生产基地的复合肥存在减产现象，但由于复合肥整体产能利用率低，公司已在湖北省外的生产基地安排生产，且去年 Q4 也有存货，加之近期政府及各地交通部门出台交通运输措施，保障春耕物资流通，生产流通压力不会特别大。荆门硫酸钾复合肥停了 1 个月，预计影响 7 万吨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.81
一年最低/最高价	6.14/11.80
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	9165.00

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)	1173.50

相关研究

- 1、《新洋丰（000902）：短期业绩承压，不改长期成长红利》2019-10-26
- 2、《新洋丰（000902）：中期业绩稳健增长，新型肥表现亮眼》2019-08-20
- 3、《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

3、新型肥将持续保持销量高增长。公司过去两年聚焦新型肥的研发推广，19年2月成立的力赛诺于19Q2开始投放市场，今年将进一步贡献销量。18年新型肥销量55万吨，19年预计约70万吨，20年预计有30%的销量增长，随着新型肥在经作区和大田流转区替代常规复合肥的趋势化，3-5年内有望达到200万吨级别。

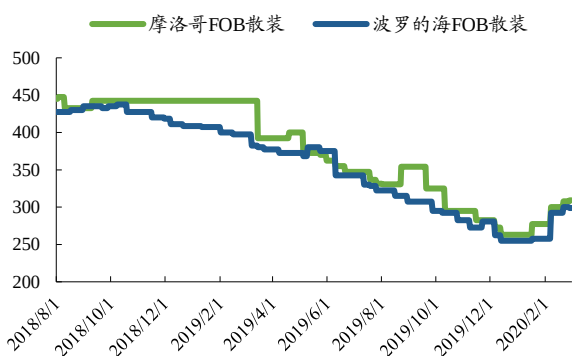
4、关于19Q3一次性因素影响后续：去年三季度利润下滑主要由于四川雷波停产、上游硫磺价格暴跌、复合肥价格随之下滑、磷石膏处理费用等。目前来看，四川雷波预计Q3复产；高价原料全部在去年三四季度消化完毕；复合肥价格出现上涨；由于磷石膏处理费用，目前单吨磷酸一铵成本仅增加30元，但磷铵涨价可以对冲，若Q2磷石膏提纯工艺能如期投产，Q3将节约该项支出。

5、中期计划：公司2019年Q3的资产负债率仅为25.34%，现金15.85亿，几无有息负债。有充分的杠杆资源可以撬动做资本开支，根据公司披露的战略规划，公司将利用资金实力向产业链上游延伸，进一步实现产业链一体化，强化成本端优势，增强风险抵御能力与业绩确定性。紧抓复合肥率提升、经作区与大田流转区新型肥趋势化的行业方向，推进新品研发与推广，提升市占率，优化产品结构。

■ **盈利预测与投资评级：**公司短期受新冠疫情及“三磷”整治影响，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，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94.8/103.0/119.3亿同增-5.5%/8.6%/15.8%；归母净利6.7/8.3/10.4亿同增-18.0%/23.2%/25.3%，当前股价对应PE为15.2X/12.3X/9.8X，维持“买入”评级。

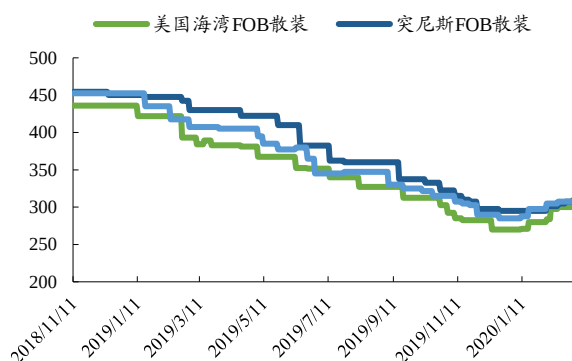
■ **风险提示：**新冠疫情影响；原材料价格剧烈波动；环保力度不达预期；三磷整治力度超预期，加大环保开支与经营成本；磷石膏生产建材的扭亏为盈进度低于预期；农产品价格反弹乏力

图1：国际一铵价格走势（美元/吨）



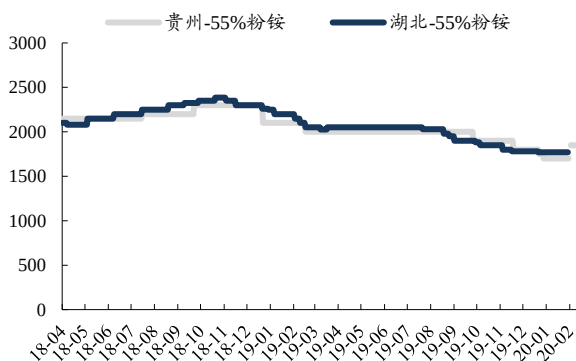
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图2：国际二铵价格走势（美元/吨）



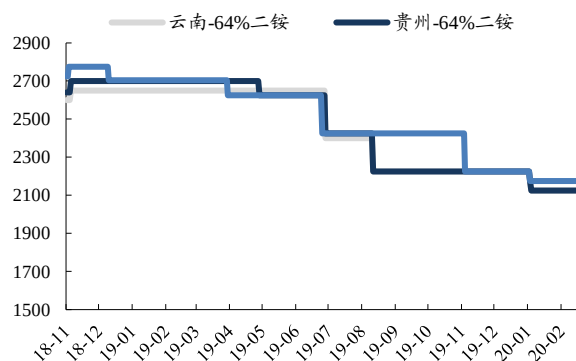
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图3：国内一铵价格走势（元/吨）



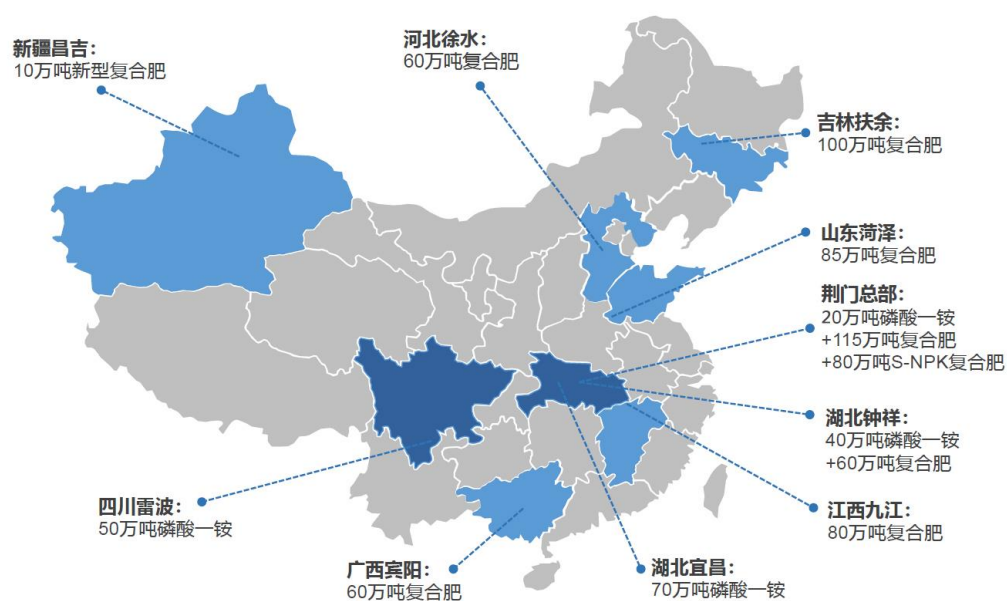
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图4：国内二铵价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 5：新洋丰产能布局



数据来源：公司公告，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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5250	5274	5548	7043	营业收入	10031	9479	10298	11925
现金	1124	1327	1390	1610	减:营业成本	8089	7745	8338	9593
应收账款	194	280	255	342	营业税金及附加	43	41	45	43
存货	2716	1709	2679	2802	营业费用	551	504	543	605
其他流动资产	1215	1958	1223	2289	管理费用	294	308	344	388
非流动资产	3749	4125	4635	5326	财务费用	-24	-5	-6	-8
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	865	1054	1318
其他非流动资产	367	323	416	660	加:营业外净收支	-9	-9	-8	-8
资产总计	8999	9400	10183	12369	利润总额	1035	856	1047	1309
流动负债	2511	2437	1786	2885	减:所得税费用	206	172	208	261
短期借款	9	9	9	9	少数股东损益	10	13	11	11
应付账款	982	648	1019	725	归属母公司净利润	819	672	827	1036
其他流动负债	1521	1779	758	2151	EBIT	1096	922	1073	1340
非流动负债	112	166	166	166	EBITDA	1323	1163	1375	1676
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	112	166	166	166	每股收益(元)	0.63	0.51	0.63	0.79
负债合计	2623	2602	1952	3051	每股净资产(元)	4.77	5.16	5.67	6.32
少数股东权益	157	67	830	1070	发行在外股份(百万 股)	1305	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	6219	6730	7401	8248	ROIC(%)	13.8%	10.8%	10.4%	11.5%
负债和股东权益	8999	9400	10183	12369	ROE(%)	13.6%	10.4%	11.2%	11.9%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	19.4%	18.3%	19.0%	19.6%
	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.2%	7.1%	8.0%	8.7%
经营活动现金流	185	857	636	893	资产负债率(%)	29.1%	27.7%	19.2%	24.7%
投资活动现金流	-105	-993	-1202	-1414	收入增长率(%)	11.1%	-5.5%	8.6%	15.8%
筹资活动现金流	-344	339	629	740	净利润增长率(%)	20.4%	-18.0%	23.2%	25.3%
现金净增加额	-259	203	63	220	P/E	12.44	15.17	12.31	9.83
折旧和摊销	227	241	302	336	P/B	1.64	1.51	1.38	1.24
资本开支	302	893	1002	1114	EV/EBITDA	8.83	9.86	7.82	6.94
营运资本变动	316	99	924	397					

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>