

投资建设合成氨技改项目，强化产业链一体化布局

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）	12.55	15.31	12.42	9.92

投资要点

- **事件：**公司公告拟投资 15 亿用于 30 万吨/年的合成氨技改项目，项目资金来源为公司自筹资金，计划建设周期为 24 个月。
- **利用资金实力进一步实现产业链一体化，强化成本端优势。**公司现有 15 万吨/年的合成氨产能，但工艺陈旧，且产能无法满足复合肥与磷酸一铵的生产需求。此次投资建设 30 万吨/年的合成氨技改项目，有望充分降低生产成本与外购运输费用，提升盈利能力，增强风险抵御能力与业绩确定性。建设完成后预计单吨合成氨生产成本可降低 700-800 元，30 万吨产能合计将节省超 2 亿元。按 20 年的折旧年限计算，每年可增加税前利润 1.3 亿元左右，净利润 1.1 亿元左右。同时，公司 2019 Q3 的资产负债率仅为 25.34%，现金 15.85 亿，几无有息负债，此次投资也将充分发挥公司的资金实力，提高资金使用效率与净资产收益率。
- **持续推荐拥有上游自主权、一体化优势的复合肥龙头：**

磷肥价格已启动：由于湖北占全国磷酸一铵产能 40%+，受新冠疫情影响行业全国性减产 5%；同时下游复合肥企业一铵库存处于历史低位，2 月底开始价格已上涨 150 元/吨。与此同时，国际上磷肥巨头也开启控产，国际磷肥价格底部回升明显。长期来看，从去年的三磷整治起，行业落后产能逐步淘汰，国内外环境均对一铵价格形成长期的有力支撑。

磷酸一铵涨价背景下，公司拥有 180 万吨磷铵产能，成本端优势凸显。宜昌、荆门、钟祥最晚均于 3.4 日全面复工，预计由于新冠疫情影响磷铵产量约 5 万吨；但由于去年四季度行业不景气公司手中库存存在，我们预估一季度销量并不会出现下降。

复合肥需求刚性，春耕旺季供不应求，在磷铵带动下价格同步上涨。公司湖北省外生产基地充分发挥效应，且去年 Q4 也有存货，加之政策保障春耕物资流通，销售虽然延后半个月，我们预估春耕季销量仍会提升。

新型肥是长期增长潜力点。公司过去两年聚焦新型肥的研发推广，于 19Q2 开始投放市场的力赛诺今年将进一步贡献销量。短时期新型肥销量增速受服务限制，但不改 3-5 年内有望达到 200 万吨级别的预期。看好公司紧抓复合肥率提升、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：**基于公司越来越强的一体化护城河、以及复合肥行业潜移默化中的向龙头集中、新型肥占比提升，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%；归母净利润 6.7/8.3/10.4 亿同增 -18.0 %/23.2%/25.3%，当前股价对应 PE 为 15.3X/12.4X/9.9X，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

2020 年 03 月 27 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.88
一年最低/最高价	6.14/11.80
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	9247.14

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）：磷肥价格启动，持续推荐一体化优势凸显的复合肥龙头》2020-03-05
- 2、《新洋丰（000902）：短期业绩承压，不改长期成长红利》2019-10-26
- 3、《新洋丰（000902）：中期业绩稳健增长，新型肥表现亮眼》2019-08-20

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	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					
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	2602	1952	3051	每股收益(元)	0.63	0.51	0.63	0.79
少数股东权益	157	67	830	1070	每股净资产(元)	4.77	5.16	5.67	6.32
					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%
					毛利率(%)	19.4%	18.3%	19.0%	19.6%
现金流量表(百万元)	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	12.55	15.31	12.42	9.92
折旧和摊销	227	241	302	336	P/B	1.65	1.53	1.39	1.25
资本开支	302	893	1002	1114	EV/EBITDA	8.90	9.93	7.88	6.99
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>