

2020 年 04 月 29 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

执业证号：S0600119070033
021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

一次性因素影响逐渐褪去，持续推荐业绩确定性向上的化肥龙头
买入（维持）

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,327	10,157	11,756	13,038
同比（%）	-7.0%	8.9%	15.7%	10.9%
归母净利润（百万元）	651	831	1,043	1,268
同比（%）	-20.5%	27.7%	25.5%	21.6%
每股收益（元/股）	0.50	0.64	0.80	0.97
P/E（倍）	16.33	12.79	10.19	8.38

投资要点

■ 公司发布 FY19 和 20Q1 财报：FY19 实现收入 93.27 亿同降 7.01%，归母净利 6.51 亿同降 20.49%；20Q1 实现收入 28.11 亿同降 10.48%，归母净利 1.92 亿同降 43.26%。

■ 19 年受一次性因素影响利润端下滑 20%，新型肥销量增速 20%、表现强劲。

1、环保因素：1）四川雷波（50 万吨磷铵产能）于 19 年 4 月由于三磷整治停 1 条生产线，影响 20 万吨产量，毛利损失约 7000-8000 万。2）磷石膏循环利用要求，四川、湖北循环比例约 40%、30%，导致每吨磷铵的磷石膏循环利用处理费用 70 元，管理费用增加约 3000 万。

2、原料因素：整体受 Q3 高价原料库存影响约 5000-6000 万。1）硫磺在 19 年下半年暴跌 60%+至不到 500 元/吨（硫磺价格受国际磷肥需求影响下跌，且国内硫磺 60%+是进口，和国际价格联动密切）。2）国内主要的钾肥供应商大幅降价 300 元/吨促销钾肥，公司钾肥库存价格比市场价高 100 元/吨，钾肥市场从 11 月恢复到正常。

3、产品降价：1）由于原料价格暴跌叠加其他复合肥企为了回笼现金降价促销，复合肥价格从春季到秋季下滑 300 元/吨，毛差收窄。2）复合肥降价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。

4、其他影响：1）国庆阅兵导致保定、菏泽两厂停产 1 个月，影响 6-7 万吨复合肥销量，影响利润约 3000 万。2）收购绿港事件形成其他应收款 1.92 亿，由于坏账计提比例由 10%提升至 30%从而造成减值准备约 3845 万。

值得注意的是，19 年受到影响的产品主要是磷肥和常规复合肥，销量 87.23/270.33 万吨同降 20%/2%，吨毛利 369/341 元同降 7.7%/13.0%。新型肥主打技术与服务，销量 65.57 万吨同增 20%，表现依旧强劲，产品结构持续优化升级。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，贡献销量。同时，新型肥基本不受原料价格下跌影响，19 年新型肥吨毛利 606 元，同比小幅提高 0.6%。

■ 20Q1 受新冠疫情及环保等因素影响利润端下滑 43%。

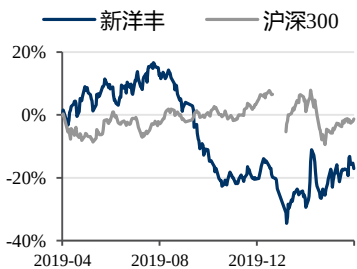
1、磷铵：1）新冠疫情影响产量约 5.3 万吨，2）四川雷波 1 条产线继续停产影响 6.25 万吨，按吨毛利 400 元计算，影响毛利约 5000 万。

2、复合肥：1）荆门硫酸钾复合肥受新冠疫情影响停产 1 个月影响 7 万吨，按吨毛利 400 元计算，影响约 2800 万。2）Q1 新型肥销量下滑 16%约 4 万吨，按吨毛利 600 元计算，影响约 2400 万。新型肥的主要生产线在荆门总部、钟祥和九江，荆门和钟祥停产大半个月，导致部分新型肥的种类供应不足，且技术服务人员因疫情影响二三月份都无法出差给经销商和种植户提供技术服务，对新型肥的推广销售也造成影响。

3、磷石膏处理费用：循环利用要求，税后影响 2000 万。

4、其他：财务费用、营销费用、运输成本增加、开工各项成本增加，影响利润约 5000 万。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.15
一年最低/最高价	6.14/11.80
市净率(倍)	1.63
流通 A 股市值(百万元)	9563.98

基础数据

每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	31.29
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）：投资建设合成氨技改项目，强化产业链一体化布局》
2020-03-27

2、《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

3、《新洋丰（000902）：短期业绩承压，不改长期成长红利》
2019-10-26 东吴证券研究所

■ **财务数据依旧有亮点可寻：**1) FY19 和 20Q1 经营性现金流十分充裕，分别达到 15.1 亿、7.3 亿，体现出公司整体经营状况健康，有能力走出低谷。2) FY19 现金分红比例 40.1%，为上市以来最高的现金分红率，分红与回购综合合计已占到净利润的 60%。3) 20Q1 资产负债率仅 31.3%，在手现金 31.5 亿，有息负债 6.1 亿，有充分的杠杆资源可以撬动做资本开支。

■ **一次性因素影响逐渐褪去，持续推荐行业层面逐步改善、公司层面业绩确定性向上、拥有一体化优势的复合肥龙头新洋丰。**

关于 19Q3 起一次性因素影响后续：四川雷波停产的 1 条生产线预计 20Q3 复产；若磷石膏提纯工艺能如期投产，20Q3 起将节约磷石膏处理费用；高价原料在 19 年 11 月左右消化完毕；生产基地均于 3 月复产，新冠疫情疫情影响基本结束。

行业层面积极信号逐步释放，复合肥景气度有望恢复。需求端来看，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，水稻受益政策利好有望提高最低收购价格、有条件的地区单季稻改双季稻，农产品价格有望逐渐复苏，带动复合肥行业需求企稳。目前主粮价格进入温和上涨通道，截至 20 年 4 月，玉米价格同增 7.82%，稻谷价格同增 9.21%。供给端来看，经过几年的经销商调整与复合肥企业集中度不断提升（19 年 CR3 市占率 24.33%，近三年提升 7pct），行业调整进入尾声，景气度有望上行。

磷肥价格启动且有望保持坚挺，公司拥有 180 万吨磷铵产能，优势凸显。由于湖北占全国磷酸一铵产能 40%+，新冠疫情期间减损的产量约占 2019 年全行业产量的 5%左右；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。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。在磷肥涨价背景下，公司拥有上游自主权，一体化优势明显。

新型肥将持续保持销量高增长。随着新冠疫情影响褪去，公司将继续凭借高附加值的专业技术服务加速新型肥渗透，考虑到力赛诺团队的发力，预计尽管一季度因新冠肺炎新型肥开局不利，但 20 年全年仍将有 20%以上的销量增长。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。

中期计划进一步实现产业链一体化，增强风险抵御能力与业绩确定性。根据公司披露的战略规划，将利用资金实力向产业链上游延伸，强化成本端优势：1) 20 年 3 月公告拟投资 15 亿建设 30 万吨/年的合成氨技改项目，计划建设周期 2 年。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。2) 集团拥有 5 亿吨磷矿，年产能 500 万吨，按吨利 200 元计算，可增加 10 亿效益，预计 5 年可完成所有磷矿的注入。

■ **盈利预测与投资评级：**在当前市场环境下，我们认为业绩依然是 2020 年投资安全底的来源，而今年农产品产业链受疫情影响不大、需求刚性凸显，持续推荐业绩确定性向上的化肥龙头新洋丰，预计 2020 年逐季增速呈现出明显的前低后高特征。基于行业层面的改善迹象，公司层面越来越强的一体化护城河、以及复合肥行业竞争格局改善集中度提升加速、新型肥占比提升，不考虑磷矿注入与合成氨投产的情况下，保守预计 20-22 年公司实现营收 101.6/117.6/130.4 亿同增 8.9%/15.7%/10.9%；归母净利 8.3/10.4/12.7 亿同增 27.7%/25.5%/21.6%，当前股价对应 PE 为 12.8X/10.2X/8.4X，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

图 1：新洋丰收入驱动拆解（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019
1、磷复肥					
1) 磷肥收入	2342	1584	2115	2357	1732
YOY	-32.4%	-32.4%	33.6%	11.4%	-26.5%
收入占比	24.3%	19.1%	23.4%	23.5%	18.6%
毛利率	18.8%	16.4%	16.5%	18.5%	18.6%
毛利占比	24.4%	19.4%	20.6%	22.4%	18.5%
销量（万吨）		98	118	109	87
YOY			20.1%	-7.7%	-19.9%
单价（元/吨）		1612	1793	2164	1986
YOY			11.2%	20.7%	-8.2%

吨毛利 (元/吨)		264	297	400	369
2) 复合肥收入	5660	5040	5757	6973	7206
YOY		-11.0%	14.2%	21.1%	3.3%
收入占比	58.8%	60.9%	63.7%	69.5%	77.3%
毛利率	22.7%	20.4%	22.0%	20.3%	18.3%
毛利占比	71.0%	77.1%	74.6%	72.8%	75.7%
销量 (万吨)		286	312	331	336
YOY			9.2%	6.0%	1.4%
常规复合肥收入	4978	4323	4707	5602	5478
YOY		-13.2%	8.9%	19.0%	-2.2%
收入占比	51.7%	52.2%	52.1%	55.9%	58.7%
毛利率	22.5%	19.7%	21.1%	19.3%	16.8%
毛利占比	61.9%	63.9%	58.6%	55.8%	52.9%
销量 (万吨)		253	263	276	270
YOY			4.3%	5.7%	-2.2%
单价 (元/吨)		1,712	1,787	2,028	2,026
YOY			4.4%	13.5%	-0.1%
吨毛利 (元/吨)		338	377	392	341
新型复合肥收入	682	717	1,050	1,370	1,728
YOY		5.1%	46.4%	30.5%	26.1%
收入占比	7.1%	8.7%	11.6%	13.7%	18.5%
毛利率	24.1%	24.7%	25.8%	24.1%	23.0%
毛利占比	9.1%	13.3%	16.0%	17.0%	22.8%
销量 (万吨)		34	49	55	66
YOY			45.6%	12.2%	19.5%
单价 (元/吨)		2,137	2,149	2,498	2,636
YOY			0.6%	16.2%	5.5%
吨毛利 (元/吨)		528	555	603	606
2、贸易收入					
收入	1,516	1,559	1,030	551	188
YOY	29.6%	2.8%	-34.0%	-46.5%	-65.9%
收入占比	15.8%	18.8%	11.4%	5.5%	2.0%
毛利率	2.4%	1.1%	1.8%	1.0%	2.0%
毛利占比	2.0%	1.2%	1.1%	0.3%	0.2%
3、现代农业					
收入		1	21	56	62
YOY			1837.1%	171.2%	11.2%
4、其他					
收入	101	92	110	94	139
YOY	-60.0%	-9.0%	19.1%	-14.3%	48.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

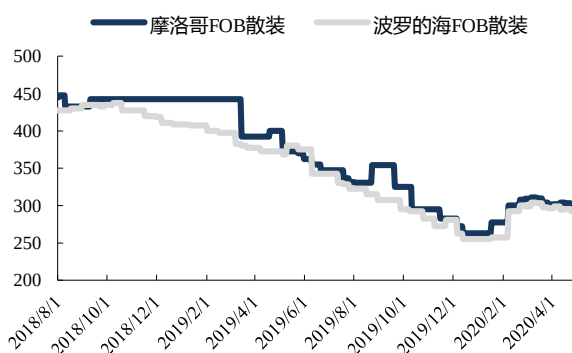
图 2: 新洋丰财报拆解 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
利润表相关									

营业收入	9,619	8,276	9,032	10,031	3,140	2,636	2,345	1,207	2,811
YOY		-14.0%	9.1%	11.1%	9.4%	-1.3%	-17.9%	-26.1%	-10.5%
成本	7,813	6,941	7,336	8,089	2,524	2,019	2,047	995	2,335
毛利率	18.8%	16.1%	18.8%	19.4%	19.6%	23.4%	12.7%	17.5%	16.9%
三费费用率	8.7%	6.9%	9.0%	8.5%	5.9%	8.0%	12.1%	12.7%	8.2%
销售费用	543	333	508	551	115	131	183	94	148
销售费用率	5.6%	4.0%	5.6%	5.5%	3.7%	5.0%	7.8%	7.8%	5.3%
管理费用	287	244	308	294	68	58	105	57	83
研发费用				33	3	25	4	9	4
管理费用率	3.0%	2.9%	3.4%	3.3%	2.3%	3.2%	4.7%	5.5%	3.1%
财务费用	7	-10	0	-24	-1	-4	-9	-7	-6
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	-0.2%
归母净利	748	563	680	819	339	292	12	9	192
YOY		-24.7%	20.8%	20.4%	20.9%	12.9%	-94.0%	-89.5%	-43.3%
净利率	7.8%	6.8%	7.5%	8.2%	10.8%	11.1%	0.5%	0.7%	6.8%
资产负债表相关									
应收票据及应收账款	318	558	676	575	906	665	287	208	538
YOY		75.7%	21.0%	-14.9%	-3.9%	-5.1%	-74.7%	-63.8%	-40.6%
预付账款	465	380	559	356	486	483	467	231	271
YOY		-18.2%	47.1%	-36.3%	-28.7%	-11.7%	-35.3%	-35.1%	-44.1%
存货	1,551	1,779	2,061	2,716	1,833	1,925	2,164	2,438	1,427
YOY		14.7%	15.8%	31.8%	-1.6%	31.6%	36.0%	-10.2%	-22.2%
应付票据及应付账款	722	927	950	982	1,024	814	1,069	857	910
YOY		28.3%	2.5%	3.4%	-7.7%	-6.5%	3.4%	-12.7%	-11.1%
预收账款	873	1,214	1,398	1,051	395	1,020	535	1,122	
YOY		39.0%	15.2%	-24.8%	-48.8%	98.4%	-39.7%	6.8%	
现金流量表相关									
经营活动产生的现金流量净额	644	750	915	185	253	1,027	-151	377	727
投资活动产生的现金流量净额	-876	-1,355	118	-105	5	-57	-312	14	-481
筹资活动产生的现金流量净额	1,079	-137	-272	-344	-33	-277	17	349	190

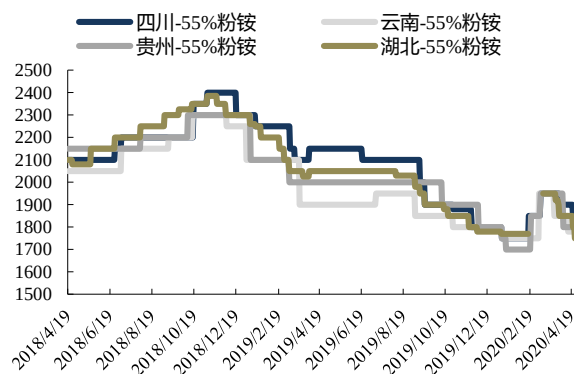
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 国际一铵价格走势 (美元/吨)



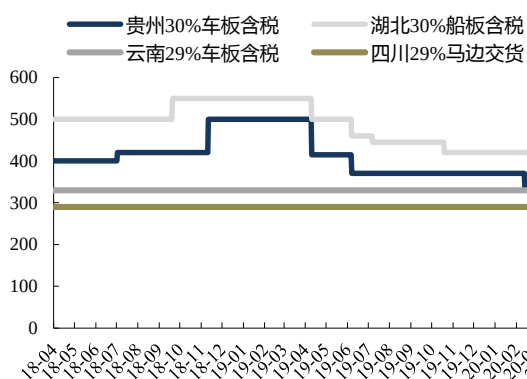
数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图 4: 国内一铵价格走势 (元/吨)



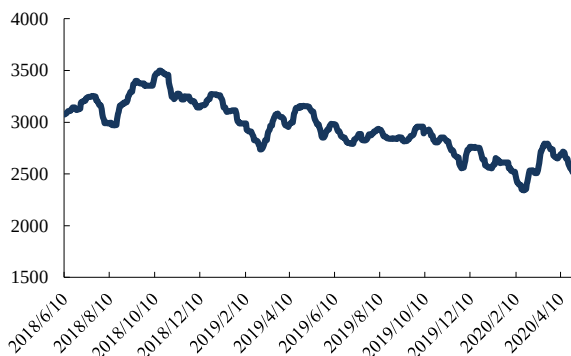
数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图 5：磷矿石价格走势（元/吨）



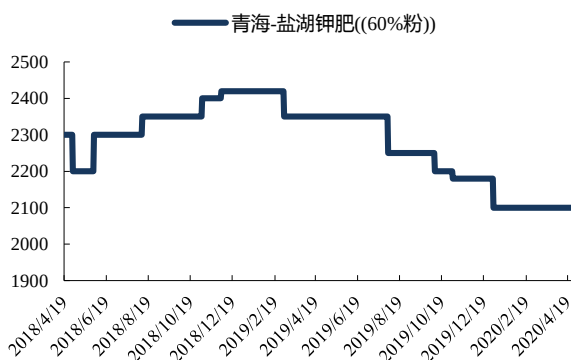
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 7：合成氨价格走势（元/吨）



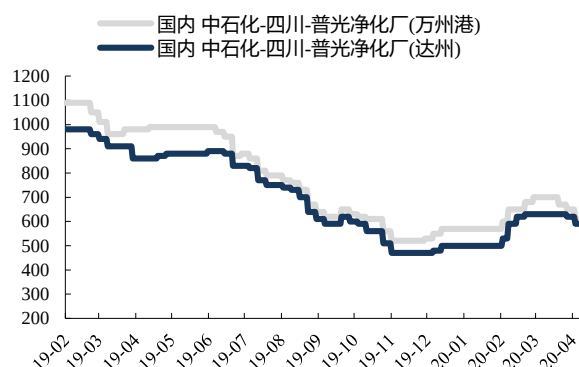
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 9：钾肥价格走势（元/吨）



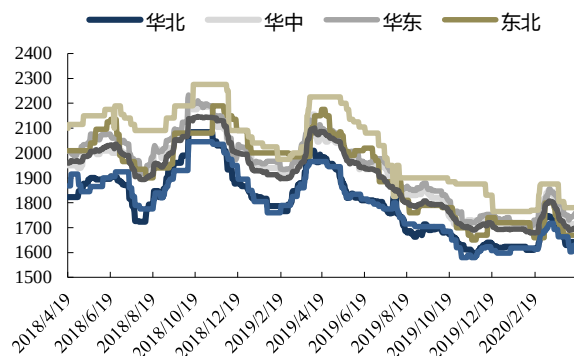
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 6：硫磺价格走势（元/吨）



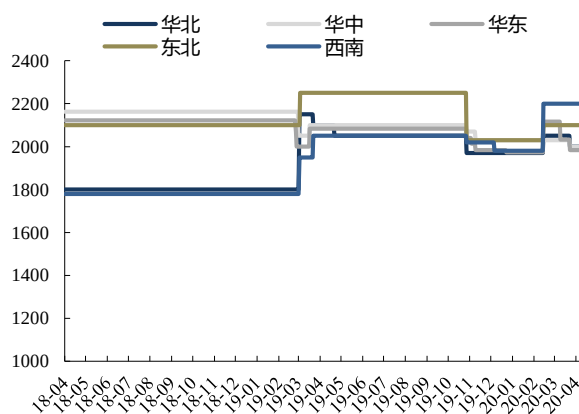
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 8：尿素价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 10：复合肥价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯，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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5732	5523	5215	5903	营业收入	9327	10157	11756	13038
现金	2271	2539	2704	2999	减:营业成本	7585	8164	9400	10360
应收账款	208	199	272	250	营业税金及附加	38	41	42	47
存货	2438	2227	1690	2077	营业费用	523	566	631	661
其他流动资产	815	558	550	577	管理费用	289	317	353	355
非流动资产	3986	4324	4758	5327	财务费用	-21	2	2	2
长期股权投资	16	16	16	16	资产减值损失	-14	-15	-6	-12
固定资产	2818	3204	3492	3933	加:投资净收益	5	11	9	8
在建工程	177	177	177	177	其他收益	16	15	16	16
无形资产	600	697	809	938	营业利润	812	1038	1298	1574
其他非流动资产	376	230	264	262	加:营业外净收支	-1	-5	-5	-4
资产总计	9718	9847	9973	11229	利润总额	811	1033	1293	1570
流动负债	2482	2548	2804	3089	减:所得税费用	151	192	240	291
短期借款	9	9	9	9	少数股东损益	10	10	10	10
应付账款	983	973	1116	1187	归属母公司净利润	651	831	1043	1268
其他流动负债	1490	1565	1679	1893	EBIT	931	1111	1372	1662
非流动负债	541	616	665	719	EBITDA	1151	1326	1606	1920
长期借款	404	484	533	586	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	137	132	133	134		2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3023	3164	3469	3809	每股收益(元)	0.50	0.64	0.80	0.97
少数股东权益	185	-330	-1157	-1021	每股净资产(元)	4.99	5.38	5.87	6.47
归属母公司股东权益	6510	7013	7661	8442	发行在外股份(百万 股)	1305	1305	1305	1305
负债和股东权益	9718	9847	9973	11229	ROIC(%)	10.7%	12.6%	15.9%	16.9%
					ROE(%)	10.1%	12.6%	16.0%	18.4%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	18.7%	19.6%	20.0%	20.5%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.0%	8.2%	8.9%	9.7%
经营活动现金流	1506	1531	2149	1501	资产负债率(%)	31.1%	32.1%	34.8%	33.9%
投资活动现金流	-351	-1165	-1210	-1402	收入增长率(%)	-7.0%	8.9%	15.7%	10.9%
筹资活动现金流	57	-98	-775	196	净利润增长率(%)	-20.5%	27.7%	25.5%	21.6%
现金净增加额	1214	268	164	295	P/E	16.33	12.79	10.19	8.38
折旧和摊销	220	215	234	258	P/B	1.63	1.52	1.39	1.26
资本开支	292	967	913	1105	EV/EBITDA	9.89	8.49	7.10	5.96
营运资本变动	511	-274	-564	402					

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>