

新洋丰 (000902)

证券研究报告
2020年07月08日

产业竞争格局持续优化，公司竞争优势持续增强，2020年迎业绩趋势性拐点！

一、行业变化：上游磷肥竞争格局优化，下游农产品底部复苏令农资需求现拐点

1) 磷肥产能去化多少？ 近三年来随供给侧改革推进，我国磷肥产能有所下降，2019年“三磷”整治进一步加速行业产能去化进程，2019年我国磷酸一铵产量同比下降3.75%，2020年产能或将继续收缩。随“三磷”整治持续深入，行业准入条件及环保标准将不断提升，以及国家对磷矿开采的持续收紧，我们预计磷肥产量将继续下滑，其中拥有环保优势、资源优势的企业或将持续受益于行业的供给收缩趋势。

2) 复合肥产业“正走向寡头竞争格局”，新洋丰龙头优势尽显： 受前几年农作物价格下降的影响，在下游需求和国家环保及化肥零增长政策压力下，中小产能逐步退出，化肥行业正发生结构性变化，未来将会是强者愈强，弱者淘汰，竞争态势将趋向寡头竞争格局。根据近2017-2019年经营情况显示，新洋丰收入、盈利水平均显著优于其他复合肥企业，例如新洋丰净利率高于金正大和史丹利5pct以上，2019年年报显示，新洋丰归母净利润为6.5亿，而金正大归母净利润为负，史丹利则为1.08亿。显示新洋丰在复合肥行业承压情况下，成本优势突出、产品创新能力强、拥有资源和渠道优势、从而保持业绩稳定态势。

3) 下游农产品价格复苏： 农产品价格高低与农户对农产品的种植意愿高低呈正比，进而影响对复合肥的需求，2015年以来玉米种植效益大幅降低是导致复合肥需求疲软的核心因素。我们认为当前我国已经出现产不足需，叠加多年库存去化，预计2020年玉米价格将底部复苏，农民种植玉米意愿增强，利好上游农资需求上升。

二、公司优势：资源禀赋+产品升级+渠道完善

1) 公司自配180万吨磷酸一铵产能（全国第一），具备产业链一体化优势，能够大大降低复合肥成本；我们认为2020年随着磷酸一铵价格上涨，公司盈利弹性增强，同比上涨将加速。

2) 公司近年来开始组建技术服务团队，持续加码新型肥研发和技术服务，新型肥料将成为复合肥行业产品结构优化方向，且盈利能力高于常规肥，公司新型肥业绩有望迎来持续高增长，这将进一步改善公司毛利率。

3) 随着我国农业规模化、新型农业经营主体持续增加，公司一方面构建尽可能触达农资消费者的渠道体系；另一方面针对需求细化农化服务，加强客户粘性。

三、投资建议： 磷肥产能去化明显，复合肥竞争格局优化，新洋丰龙头地位进一步增强，公司推进渠道细化、产品升级，业绩拐点向上趋势明显，我们预计2020-2022年公司营收为104.40/121.18/142.29亿元（前值为104.85/124.5/142.2亿元），归母净利润为8.97/11.94/15.11亿元（前值为8.4/11.2/13.6亿元），对应的EPS分别为0.69/0.92/1.16元，考虑到公司产业一体化优势和资源优势，给予新洋丰对应21年20倍PE，对应目标价为18.40元，给与“买入”评级。**风险提示：** 农产品和原材料价格波动、磷酸一铵价格大幅下跌风险、成本测算的局限性、环保政策风险、竞争加剧&复合肥销量不及预期风险。

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 10,030.62 | 9,327.50 | 10,439.65 | 12,117.50 | 14,228.50 |
| 增长率(%) | 11.05 | (7.01) | 11.92 | 16.07 | 17.42 |
| EBITDA(百万元) | 1,269.61 | 1,132.06 | 1,280.13 | 1,639.28 | 2,046.68 |
| 净利润(百万元) | 818.84 | 651.05 | 897.17 | 1,193.69 | 1,511.14 |
| 增长率(%) | 20.39 | (20.49) | 37.80 | 33.05 | 26.59 |
| EPS(元/股) | 0.63 | 0.50 | 0.69 | 0.92 | 1.16 |
| 市盈率(P/E) | 16.55 | 20.82 | 15.11 | 11.35 | 8.97 |
| 市净率(P/B) | 2.18 | 2.08 | 1.93 | 1.72 | 1.52 |
| 市销率(P/S) | 1.35 | 1.45 | 1.30 | 1.12 | 0.95 |
| EV/EBITDA | 8.36 | 7.39 | 9.20 | 6.75 | 5.03 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 化工/化学制品 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 10.02元 |
| 目标价格 | 18.4元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 1,304.53 |
| 流通A股股本(百万股) | 1,173.50 |
| A股总市值(百万元) | 13,071.38 |
| 流通A股市值(百万元) | 11,758.42 |
| 每股净资产(元) | 5.12 |
| 资产负债率(%) | 31.29 |
| 一年内最高/最低(元) | 11.80/6.14 |

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

李辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

蒋梦晗 分析师
SAC执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新洋丰-年报点评报告:行业供给侧改革加速，公司业绩拐点趋势凸显》2020-05-06
- 《新洋丰-公司点评:投建30万吨合成氨技改项目，产业链一体化优势进一步凸显》2020-03-30
- 《新洋丰-季报点评:短期扰动导致业绩下滑，长期成长趋势依旧向好。》2019-10-24

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 公司基本情况介绍 | 4 |
| 1.1. 主要产品及业务简介：国内磷复肥龙头企业 | 4 |
| 1.2. 股权结构清晰，员工持股增强人才黏性 | 5 |
| 1.3. 财务表现：行业供给侧改革加速，公司保持较稳定盈利能力 | 6 |
| 2. 上游磷肥竞争格局优化，下游农产品底部复苏令农资需求现拐点 | 7 |
| 2.1. 我国磷肥供应产能去化明显，疫情加速价格抬升趋势 | 8 |
| 2.1.1. “三磷整治”加速行业去化过程 | 8 |
| 2.1.2. 磷酸一铵价格底部反转可期 | 10 |
| 2.2. 复合肥竞争格局优化：中小产能逐步退出 | 10 |
| 2.3. 同业比较：新洋丰盈利能力位居行业前列 | 12 |
| 2.4. 下游需求复苏：玉米价格底部复苏，有望拉动复合肥需求上升 | 13 |
| 3. 公司三大核心优势：资源禀赋+产品升级+渠道完善 | 16 |
| 3.1. 资源禀赋：磷酸一铵价格 2020 年有望底部复苏，提升公司磷复肥盈利能力 | 16 |
| 3.2. 产品升级：种植效益主导下游需求，公司复合肥产品迭代方向符合需要 | 17 |
| 3.3. 渠道完善：农资消费品新逻辑布局下游渠道，为公司构筑护城河 | 19 |
| 4. 盈利预测 | 23 |
| 5. 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司四大产品品牌 | 5 |
| 图 2：公司经销商数量逐年上升（家） | 5 |
| 图 3：杨才学是公司的实际控制人 | 5 |
| 图 4：公司近年来收入情况（亿元，%） | 6 |
| 图 5：公司近年来归母净利润情况（亿元，%） | 6 |
| 图 6：公司毛利率和净利率情况（%） | 7 |
| 图 7：公司三费呈小幅降低态势（%） | 7 |
| 图 8：2015-2020 全球化肥产量（万吨，%） | 7 |
| 图 9：全球磷矿储量分布（%） | 8 |
| 图 10：我国磷酸一铵（实物量）产量走势（万吨） | 8 |
| 图 11：我国磷肥产量及增速（折 100% P ₂ O ₅ ，万吨，%） | 9 |
| 图 12：磷酸一铵国内现货价（元/吨） | 10 |
| 图 13：我国磷酸一铵表观消费量及同比增速（万吨，%） | 10 |
| 图 14：我国磷酸一铵进口依赖度及自给率（%） | 10 |
| 图 15：2018 年各省磷肥产量分布图（%） | 11 |
| 图 16：我国复合肥企业年产量普遍较低（家，2014 年） | 11 |
| 图 17：我国磷肥产业集中度情况（CR10 占比，%） | 11 |
| 图 18：2011-2014 年我国化肥企业亏损数量逐年上升（家，%） | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 19: 我国农产品价格情况 (元/吨) | 13 |
| 图 20: 我国猪价持续快速上涨 (元/千克) | 14 |
| 图 21: 我国生猪养殖产业产能同比大幅去化 (%) | 14 |
| 图 22: 2019 年玉米深加工消费玉米数量占比 (%) | 15 |
| 图 23: 中国玉米工业消费量及同比增速 (万吨, %) | 15 |
| 图 24: 我国主要农产品库存消费比 (%) | 15 |
| 图 25: 2018-2019 年临储玉米拍卖每周成交价格 (元/吨) | 15 |
| 图 26: 新洋丰磷复肥板块营收及同比增速 (亿元, %) | 16 |
| 图 27: 2019 年新洋丰磷复肥分部营收构成 (%) | 16 |
| 图 28: 新洋丰拥有全国最大的磷酸一铵产能 (万吨) | 16 |
| 图 29: 新洋丰磷肥营收及同比增速 (万元, %) | 17 |
| 图 30: 新洋丰磷肥业务毛利率 (%) | 17 |
| 图 31: 新洋丰常规肥与新型肥营收及同比增速 (亿元, %) | 17 |
| 图 32: 新洋丰常规肥与新型肥毛利率 (%) | 17 |
| 图 33: 2018 年不同作物每亩化肥中复合肥使用金额 (元) | 18 |
| 图 34: 我国水果和蔬菜的种植面积 (亿亩) | 18 |
| 图 35: 新洋丰部分经济作物专用肥产品 | 19 |
| 图 36: 新洋丰部分大田作物专用肥产品 | 19 |
| 图 37: 我国农民专业合作社数量持续快速增加 (万个) | 20 |
| 图 38: 公司营销体系持续扩充 (家) | 20 |
| 图 39: 新洋丰全球营销布局 | 21 |
| 图 40: 公司营销为两级销售网络和基地直供相结合 | 21 |
| 图 41: 新洋丰人均销售人员收入较高 (万元/人) | 22 |
| 图 42: 新洋丰人均销售人员净利润高于同行 (万元/人) | 22 |
| 图 43: 2013-2019 年, 公司肥料销量整体呈上行态势 (万吨) | 23 |
| 图 44: 公司复合肥市场占有率逐年提升 (%) | 23 |
| 图 45: 公司收入拆分 | 23 |
| 图 46: 海大集团历史估值 (PE, TTM) 中枢在 30-35 倍左右 | 24 |
| 表 1: 公司主要产品类型 | 4 |
| 表 2: 公司新品种介绍 | 4 |
| 表 3: 公司主要高管普遍持有公司股份 (万股) | 6 |
| 表 4: 历年国内玉米收储情况 | 14 |
| 表 5: 新洋丰新型肥相关体系 | 19 |
| 表 6: 新洋丰多方位打造农户服务体系 | 22 |
| 表 7: 同业公司估值比较 | 24 |

1. 公司基本情况介绍

1.1. 主要产品及业务简介：国内磷复肥龙头企业

公司主营业务为磷复肥、新型肥料的研发、生产和销售，以及现代农业产业解决方案提供业务。目前，公司在湖北荆门、宜昌、钟祥、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江、吉林扶余、新疆昌吉以上十地建有大型的现代化磷复肥生产基地，具有年产各类高浓度磷复肥 800 万吨（其中磷酸一铵产能 180 万吨）的生产能力和 320 万吨低品位矿洗选能力，配套生产合成氨 15 万吨/年、硫酸 280 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年。

在品种方面，公司产品拥有涵盖磷酸一铵、硫酸钾复合肥、尿基复合肥、高塔复合肥、BB 肥和有机-无机复混肥六大系列 200 多个品种，能够充分满足不同区域，不同作物的生长需求。其中，公司磷酸一铵的产能达到 180 万吨，居于全国首位。

表 1：公司主要产品类型

| 品种 | 特点 |
|----------|---|
| 磷酸一铵 | 磷酸一铵又称磷酸二氢铵，其分子式是 $NH_4H_2PO_4$ ，易溶于水，是一种水溶性的速效肥，含有花卉生长需要的氮、磷两种营养元素，是一种高浓度的二元复合肥，一般将其用作追肥施用，同时磷酸一铵也是制造三元复合肥、掺混肥等的原料。 |
| 硫酸钾复合肥 | 是指钾素的来源采用硫酸钾，或将氯化钾脱去氯离子制成的复合肥料，且氯离子的含量不能超过 3%。氯离子含量低，且含有大量的硫元素，能有效的改善土壤缺硫症状。 |
| 尿基复合肥 | 是指复合肥中，氮元素以尿素的形式获得。高氮产品，特别是氮元素含量 20 以上的复合肥，氯化氨和碳铵生产不出这么高的氮含量。 |
| 高塔复合肥 | 也叫熔体料浆塔式复合肥造粒技术。主要是把复合肥的原料提升到高塔的顶部，然后经过熔融再均匀混合，由造粒机把粘稠状的液滴喷出，在高塔的顶部自然落下，温度降低后形成颗粒，就是从液体到固体形成复合肥的造粒过程。高塔复合肥颗粒光滑，外观很好，每个颗粒的养分都相对均匀，能速溶于水，常用作速效肥料，给瓜果蔬菜、农作物追肥效果很好。 |
| BB 肥 | 英文是 Bulk blending fertilizer，全称是散装掺混肥料。它是将几种颗粒状的单一肥料或复合肥料按一定的比例掺混而成的一种复混肥料，简单，成本低，但施用过程中不均匀。 |
| 有机-无机复混肥 | 有机-无机复混肥料是在生产无机复混肥料过程中，加入一定量有机质而制成的肥料，其产品中既含有大量元素，也含有一定量的有机质，能够有效的提升氮元素的使用效率，大概提升 10-15% 左右。 |

资料来源：中国化肥网、农博网、2019 年年报，天风证券研究所

同时，公司在科学研究市场差异化需求与现有产品结构的基础上，又积极研发推广了专用配方肥、硝硫基复合肥、缓控释复合肥、水溶肥、生物有机肥等新型肥料，加强产品科普与农化服务，引导农民科学施肥，改善土壤，降低成本，增产增收。

表 2：公司新品种介绍

| 品种 | 特点 |
|--------|---|
| 专用配方肥 | 是指针对不同植物的不同生长阶段的肥料需要而针对性设计的配方肥。一般根据不同作物生长的不同阶段，确定所需 NPK 比例，先确定好钾投入量、其次确定磷肥投入量，算出现有氮含量，再计算出所需氮含量。 |
| 硝硫基复合肥 | 是指氮元素由硝酸铵提供，钾素的来源采用硫酸钾，或将氯化钾脱去氯离子制成的复合肥料，不含缩二脲，且含有硝态氮，作物可直接吸收。具有高氮高钾，配方合理，可溶性好，肥效迅速，有利磷、钾等养分的吸收，肥料利用率高，避免或减少植物中亚硝酸盐积累，属于优质高效、绿色环保、无公害的新型复合肥料。 |
| 缓控释复合肥 | 是指通过包膜、包裹、添加抑制剂等方式，使肥料的分解、释放时间延长，有利于提高肥料养分的利用率，从而达到延长肥料有效期、促进农业增产的目的。常见的控释肥大致分为：硫包衣（肥包肥）、树脂包衣、尿酶抑制剂等。 |
| 水溶肥 | 是指能够完全溶解于水的含氮、磷、钾、钙、镁、微量元素、氨基酸、腐植酸、海藻酸等复合型肥料。是一 |

种速效性肥料，水溶性好、无残渣，可以完全溶解于水中，能被作物的根系和叶面直接吸收利用。采用水肥同施，以水带肥，实现了水肥一体化，它的有效吸收率高出普通化肥一倍多，达到 80%-90%；而且肥效快，可解决高产作物快速生长期的营养需求。

生物有机肥 是指特定功能微生物与主要以动植物残体（如畜禽粪便、农作物秸秆等）为来源并经无害化处理、腐熟的有机物料复合而成的一类兼具微生物肥料和有机肥效应的肥料。

资料来源：2019 年年报、公司官网，天风证券研究所

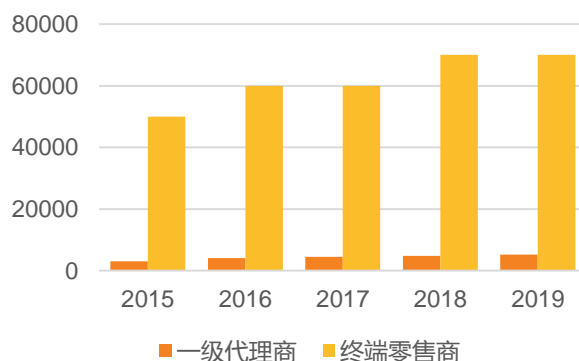
在营销方面，公司已形成“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”和“乐开怀”四大品牌联袂搏击市场的新品牌格局，品牌获得多项国家及省级荣誉；渠道方面，公司采取县级代理、乡镇网络分销、基地周边直销、专业户专营、种植大户直供、公司化运作及批零一体化、区域服务中心、第三方渠道共享等营销模式，下沉销售网络，实施扁平化渠道管理。2019 年，公司在全国有 35 家销售分公司，有一级代理商 5200 余家，终端零售商 7 万多家，销售网络覆盖大陆所有省、市和自治区。我们认为，其庞大的营销体系使公司得已尽可能触及中国乡镇村角落。

图 1：公司四大产品品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：公司经销商数量逐年上升（家）

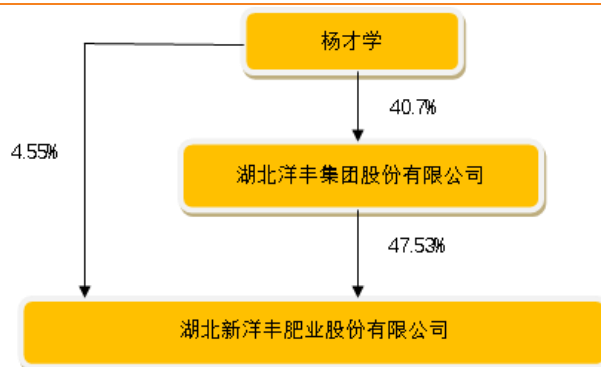


资料来源：公司 2015-2019 年年报，天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰，员工持股增强人才黏性

公司董事长杨才学通过直接持有和间接控制，合计控制公司股权比例达到 52.08%，为公司实际控制人。同时，公司于 2017 年 5 月底推出员工持股计划，参与员工总数不超过 1150 人（其中董监高不超过 16 人），截止同年 9 月 27 日，该员工持股计划累计买入公司股票 3590.18 万股，占公司总股本 2.75%，基于对公司发展前景的信心，该持股计划存续期已延长至 2021 年 6 月 15 日。

图 3：杨才学是公司的实际控制人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高管普遍持股，增强人才黏性及积极性。公司核心管理团队在磷复肥与农业服务行业经验丰富，于研发、采购、生产、销售、农业服务等环节均具备丰富经验。不仅如此，公司的

主要高管普遍持股，使得高管与公司的利益能够有效的保持一致，并能够提升高管对公司的忠诚度。稳定、专业且经验丰富的高管团队，是公司业务能够稳步发展持续增长的重要依托。

表 3：公司主要高管普遍持有公司股份（万股）

| 姓名 | 职务 | 简介 | 持股数量 |
|-----|---------|---|---------|
| 杨才学 | 董事长 | 1964 年 6 月出生,高级经济师,历任荆门市第二磷肥厂厂长,党支部书记,湖北洋丰股份有限公司党委书记,总经理,董事长,现任湖北洋丰集团股份有限公司董事局主席,湖北新洋丰肥业股份有限公司董事长. | 5930.45 |
| 杨才斌 | 董事 | 1963 年 5 月出生,经济师,现任湖北新洋丰肥业股份有限公司董事,湖北洋丰集团股份有限公司董事,湖北洋丰逸居置业股份有限公司董事长,重庆洋丰逸居房地产有限公司董事长. | 890.38 |
| 杨华锋 | 副董事长 | 1974 年 10 月出生,高级工程师,历任湖北洋丰股份有限公司物资供应部部长,销售公司河南分公司经理,湖北新洋丰肥业股份有限公司董事,常务副总经理,总裁,现任湖北洋丰集团股份有限公司董事,湖北新洋丰肥业股份有限公司副董事长. | 840.49 |
| 杨小红 | 董事,财务总监 | 1977 年 1 月出生,硕士,高级经济师,历任湖北洋丰股份有限公司督办审计室副主任,人事处处长,财务部副部长,财务部部长,副总经理(分管财务),现任湖北新洋丰肥业股份有限公司董事,财务总监. | 114.60 |
| 赵程云 | 副总裁 | 1971 年 9 月出生,大专学历,历任湖北新洋丰肥业股份有限公司销售公司经理,市场部部长,总经理助理,现任湖北新洋丰肥业股份有限公司副总裁. | 59.75 |
| 韦万成 | 市场总监 | 1976 年出生,大专学历,历任湖北新洋丰肥业股份有限公司山东,吉林销售分公司经理,市场部部长,东北大区经理,现任湖北新洋丰肥业股份有限公司市场总监. | 59.25 |
| 宋帆 | 董事,副总裁 | 1971 年 10 月出生,本科学历,高级经济师,历任湖北洋丰股份有限公司办公室主任,物资部部长,宜昌新洋丰肥业有限公司副总经理,湖北新洋丰肥业有限公司副总经理兼四川雷波洋丰肥业有限公司总经理,现任湖北新洋丰肥业股份有限公司董事,副总裁. | 57.35 |
| 苏斌 | 副总裁 | 1972 年 9 月出生,大专学历.曾担任湖北新洋丰肥业股份有限公司副总经理,宜昌新洋丰肥业有限公司总经理,湖北新洋丰肥业股份有限公司监事,总裁助理兼生产调度部部长,现任湖北新洋丰肥业股份有限公司副总裁. | 46.20 |
| 汤三洲 | 总工程师 | 1968 年 4 月出生,本科学历,高级工程师,历任湖北洋丰股份有限公司技术员,发展部主任,董事,总工程师,湖北新洋丰肥业股份有限公司董事,现任湖北新洋丰肥业股份有限公司总工程师. | 20.50 |

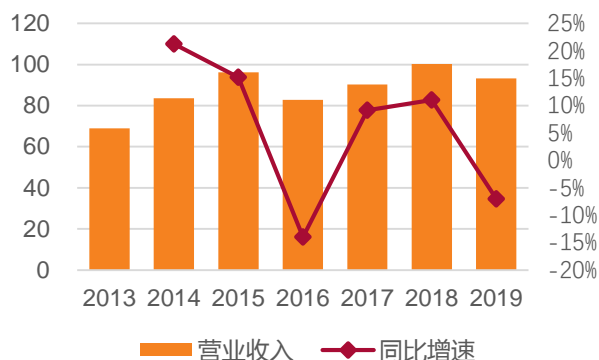
资料来源：Wind，2019 年年报，天风证券研究所

1.3. 财务表现：行业供给侧改革加速，公司保持较稳定盈利能力

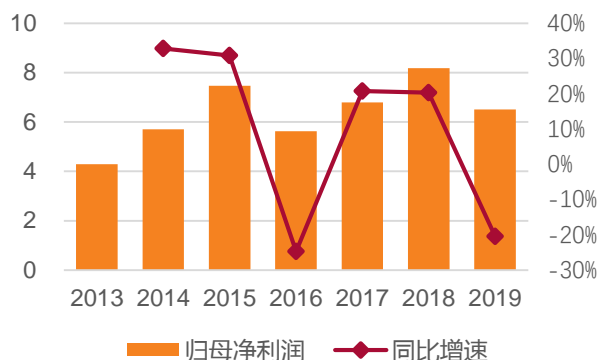
公司自 2014 年借壳上市以来，2016 年受国家恢复对化肥行业的增值税征收以及供给侧改革导致上游单质肥价格大幅上涨等不利因素冲击而出现业绩下滑，2019 年因“三磷整治”加速行业供给侧改革，同时原料价格波动，使得公司营收出现小幅降低，但整体看公司近年的收入和利润趋势保持稳健上升态势。

图 4：公司近年来收入情况（亿元，%）

图 5：公司近年来归母净利润情况（亿元，%）



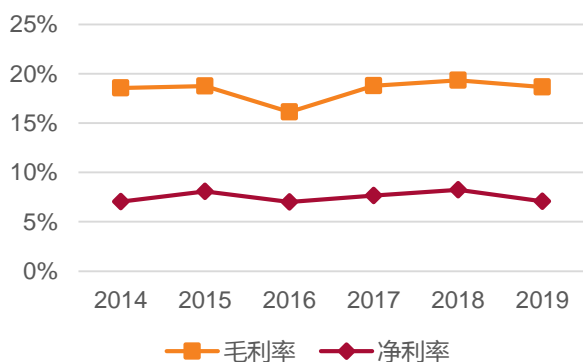
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

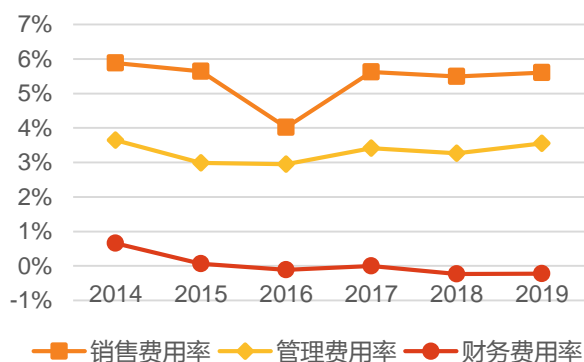
从盈利能力来看,公司盈利水平在行业盈利下行期间依然保持稳定态势,2016年毛利率受政策因素影响短暂下滑,此后盈利水平恢复至原有区间,2019年受“三磷整治”政策影响,行业产能加速出清,公司作为磷复肥行业龙头或将显著受益于行业供给收缩带来的竞争格局优化;截止2019年底,公司毛利率为18.68%,净利率为7.08%,公司依靠上游资源与区位优势,在行业盈利能力下行期间仍然保持了较为稳定的盈利水平和议价能力。在费用控制方面,近年来公司三费占比总体呈下降态势,截止2019年底,公司销售费用率为5.61%,管理费用率为3.10%,财务费用率为-0.23%,显示出公司费用控制能力较好。

图6: 公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图7: 公司三费呈小幅降低态势 (%)

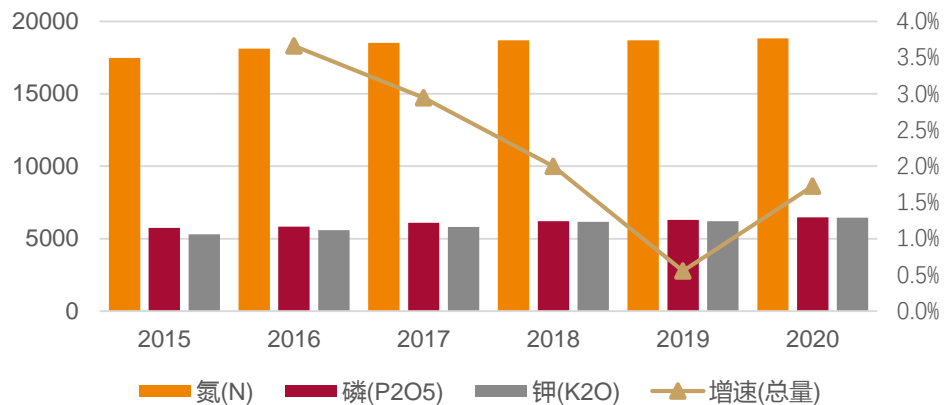


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 上游磷肥竞争格局优化, 下游农产品底部复苏令农资需求现拐点

根据《世界化肥产业格局及竞争力研究》,世界化肥的生产集中分布在亚洲、北美洲以及欧洲,占据了世界化肥生产总量的90%以上,其中又以东亚、北美、南亚、东欧为化肥的主产区。亚洲东部的中国,南亚的印度、巴基斯坦,北美的美国、加拿大,东欧的俄罗斯、白俄罗斯等国都是世界化肥生产国的典型代表。自20世纪90年代末亚洲一举超越北美洲成为世界最大的化肥主产区以来,世界化肥生产区域的分布整体保持不变,亚洲一直是世界化肥生产的第一大区域,北美洲位列第二位,欧洲紧随其后,此后依次是非洲、南美洲和大洋洲。根据FAO数据统计,2015年-2020年,世界化肥总产量将整体呈现小幅上升趋势,但增长速度在逐渐放缓。

图8: 2015-2020 全球化肥产量 (万吨, %)



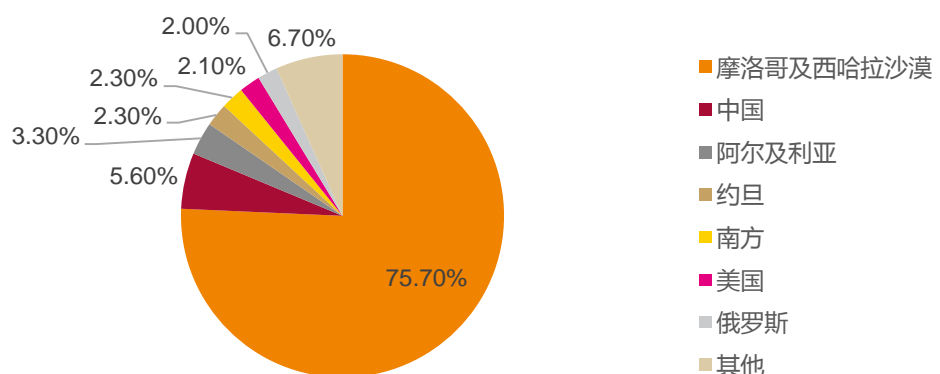
资料来源: FAO, 天风证券研究所

2.1. 我国磷肥供应产能去化明显，疫情加速价格抬升趋势

2.1.1. “三磷整治”加速行业去化过程

全球磷矿资源分布不均。磷矿资源是磷肥的基本原料，属于不可再生资源之一。根据美国地质调查局在 2012 年做的调查显示，全球磷矿储量约 660 亿吨，2012 年全球磷矿产量达到 2.1 亿吨，假设按照 2010 年的开采量计算，全球磷矿储量可够利用 314 年。其中，摩洛哥是全球磷矿资源储量最多的国家，占到全球储量的 75.7%，我国磷矿储量占比为 5.6%。

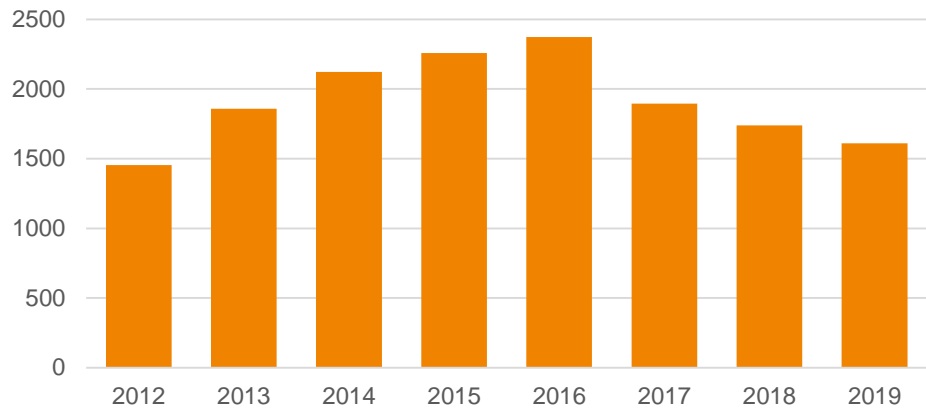
图 9: 全球磷矿储量分布 (%)



资料来源: 美国地质调查局, 天风证券研究所

我国为全球最大磷肥生产国，近三年产能逐步收缩。我国的磷化工产业在经过改革开放 40 年来的高速发展后，从无到有、从弱到强，目前我国已经成为全球最大磷复肥生产大国，在满足国内市场需求的同时，也为国际市场提供了优质的磷复肥产品。近三年来，随着供给侧改革的推进、落后产能不断出清、安全环保监管力度加强，我国磷肥行业产能有所下降。根据国家统计局数据，2019 年我国累计生产磷酸一铵 1672.7 万吨，同比下滑 3.75%，我国磷肥产量自 2017 年起连续三年收缩。此外，根据工业和信息化部发布的《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》提出的调控目标，到 2020 年，我国磷肥产能达到 2400 万吨，产能利用率提升至 79%。未来我国磷肥行业原料结构将持续改善，产品结构进一步升级。

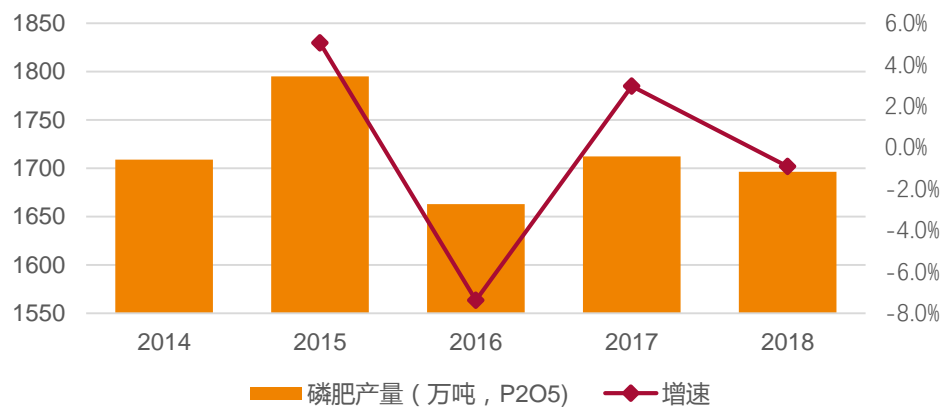
图 10: 我国磷酸一铵 (实物量) 产量走势 (万吨)



资料来源：中国石油和化学工业联合会，天风证券研究所

从磷肥产量来看，根据中国磷复肥工业协会数据统计，2014-2018 年我国磷肥产量波动中略有降低，2018 年我国磷肥产量（折 100% P₂O₅）为 1696.3 万吨，同比下降 0.9%，我国产量占世界磷肥产量的 37%，继续保持世界第一大磷肥生产国地位。与此同时，2005 年以来，我国磷肥消费量一直稳定在 P₂O₅ 1100-1200 万吨之间，因此，出口也成为调节我国磷肥供需平衡的主要变量之一。

图 11：我国磷肥产量及增速（折 100% P₂O₅，万吨，%）



资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

“三磷”整治进一步加速行业产能去化进程，行业集中度提升。2019 年 1 月 26 日，生态环境部、发展改革委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，其中提出组织湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆等省市开展“三磷”专项排查整治行动。2019 年 4 月 30 日，国家生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，着重指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省(市)的磷肥和含磷农药制造等涉及磷矿、磷化工企业、磷石膏库的“三磷”专项排查整治行动。该方案要求是 2019 年上半年，相关省份完成排查，制定先期整改方案，并实施整改，2020 年年底，对排查整治情况进行监督检查和评估，并根据评估结果分别实施‘一企一策’的处理措施。以湖北为例，2019 年 7 月 8 日，湖北省环境监察总队公布，湖北省已完成“三磷”专项排查，即将进入整治阶段，计划到 2020 年基本完成“三磷”整治任务。经排查发现，湖北省共有“三磷”企业 210 家，其中存在突出环保问题的企业有 74 家，占比高达 35.24%。根据国家统计局数据，2019 年我国磷酸一铵产量同比下降 3.75%。

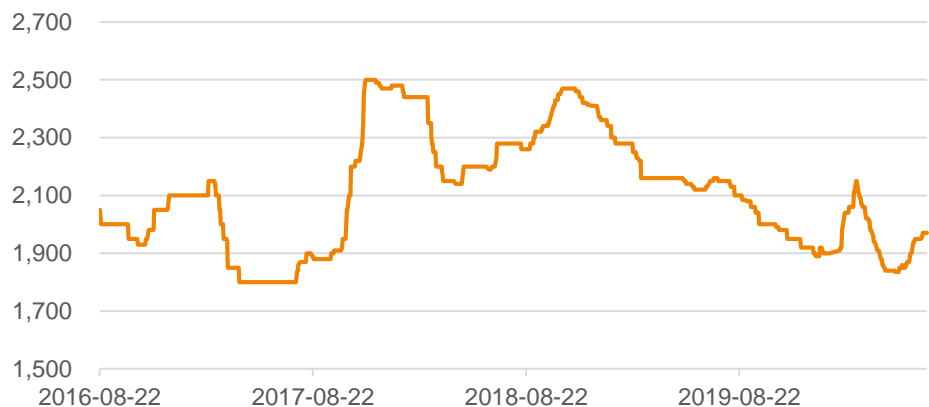
我们认为，随着“三磷”整治的持续深入，行业准入条件及环保标准将不断提升，以及国家对磷矿开采的持续收紧，我们预计磷肥产量将继续下滑，其中拥有环保优势、资源优势的企业或将持续受益于行业的供给收缩趋势。

2.1.2. 磷酸一铵价格底部反转可期

磷酸一铵价格 2020 年有望底部复苏。从国内主要磷酸一铵厂商近年出厂价格走势来看，磷酸一铵出厂价因环保政策加速出台，自 2017 年下半年后快速上涨，于 2018 年初达到高点。与此同时，下游复合肥企业受到化肥零增长方案 2020 目标实现的压力渐大，导致对磷酸一铵需求加速萎靡，带动其价格于 2019 年末再次回落底部。**我们判断磷酸一铵价格于 2020 年后有望企稳回升，动力有二：1) 下游复合肥企业需求逐渐复苏。**2015 年后复合肥低效产能渐已出尽，存活企业为符合政策已逐步推出符合农户需求的产品，例如新型复合肥等，我们预计复合肥企业将逐渐加大对磷酸一铵采购力度；**2) 磷酸一铵国内供给量或将继续下降，**我国是磷酸一铵出口国，自给率常年保持在 100%以上，但近年环保政策加速推出，以及国家对磷矿开采的持续收紧，我们预计磷酸一铵的国内供给量将呈下降趋势。

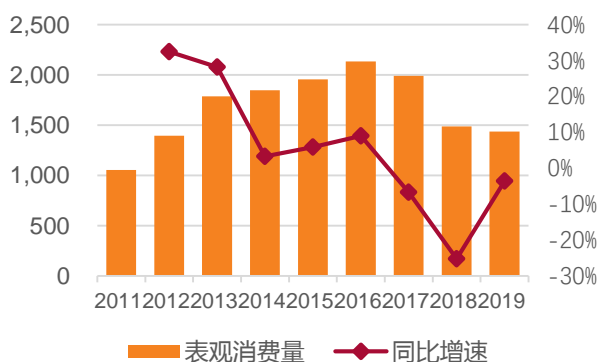
磷酸一铵涨价将传导至复合肥，增厚公司盈利能力。一吨磷酸一铵可生产 3-5 吨复合肥，按照 4 吨计算，若每吨磷酸一铵价格上涨 100 元，不考虑其他成本因素，则传导至复合肥端的成本增加支出至少为 25 元。**我们认为一方面“三磷整治”导致供给收缩，产能出清，公司作为一铵龙头或将享受行业整合红利，另一方面若磷铵价格后期逐步反弹企稳，公司的复合肥盈利能力将得到增厚。**

图 12：磷酸一铵国内现货价（元/吨）



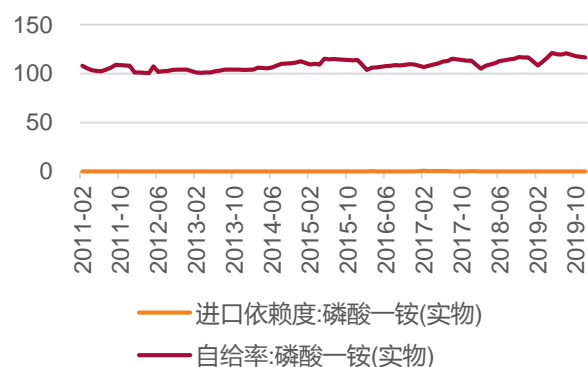
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：我国磷酸一铵表观消费量及同比增速（万吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：我国磷酸一铵进口依赖度及自给率（%）



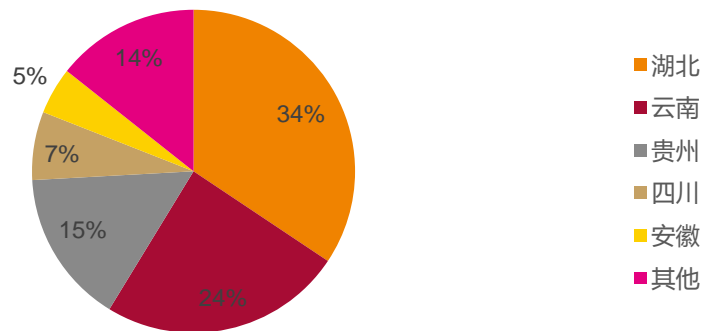
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 复合肥竞争格局优化：中小产能逐步退出

磷矿资源高度集中，湖北为全国磷矿产量第一大省。我国磷矿资源主要分布于中部和西南部各省，导致我国磷矿产业集中分布于湖北、云南、贵州、安徽、四川等地，2018 年云贵川鄂四省的磷肥产量在全国所占比例已达到 81%，磷矿资源集中度非常高。而湖北作为

我国磷矿资源第一大省，具有十分丰富的磷肥生产原料，同时交通运输优势明显，磷肥产量稳居全国第一。根据中国磷复肥工业协会数据统计，2018 年湖北磷肥产量达到 583 万吨，占全国总产量的 34.4%。我们认为，在愈加趋严的行业准入条件及环保要求下，国家对磷矿开采的限制或将持续收紧，具有优质磷矿开采资源的企业将享受行业整合红利。

图 15：2018 年各省磷肥产量分布图（%）

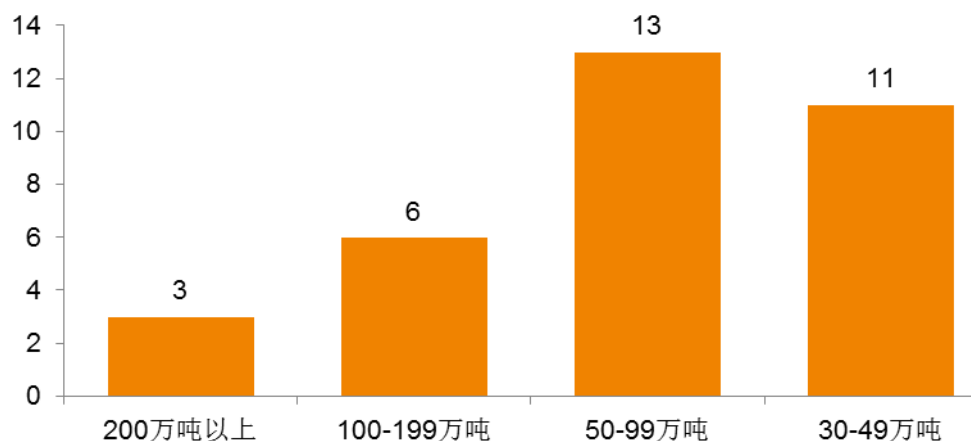


资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

国内磷肥企业集中度相对较低。相较于国外超大型磷肥企业一家独大的格局，我国磷肥企业存在数量众多、集中度相对低等特点，根据中国磷复肥工业协会数据统计，2018 年我国磷肥企业 CR10 为 63.3%，随着供给侧改革、环保趋严，近年来行业集中度呈上升态势。

中小产能逐步退出。从产业格局来看，2014 年，我国复合肥生产企业有 5000 多家，产能在 30 万吨以下的小型企业占 90%以上，且该类企业中，只生产中低浓度复混(合)肥的企业至少有 2600 家，这些企业基本上生产复混肥，生产简陋，开工率非常低。2014 年全国产量在 200 万吨以上的企业有三家，产量在 100-199 万吨的企业约 6 家，产量在 50-99 万吨的企业 13 家，产量在 30-49 万吨的企业约 11 家，其他更多企业产量在 30 万吨以下，尤其 10-20 万吨的较多，而且存在大量的不足 10 万吨的小规模生产企业。

图 16：我国复合肥企业年产量普遍较低（家，2014 年）

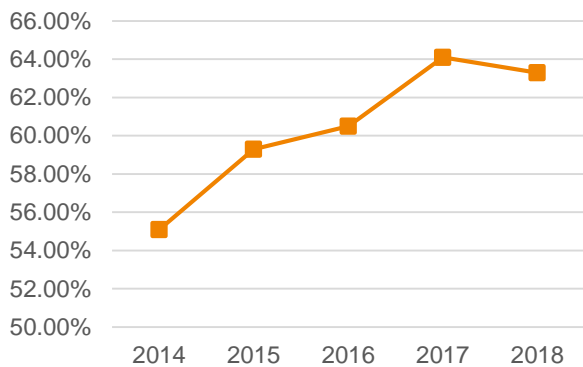


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

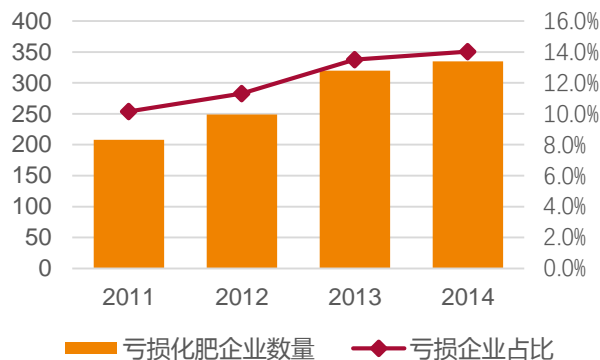
此外，受前几年农作物价格下降的影响，在下游需求和国家环保及化肥零增长政策压力下，中小产能逐步退出，化肥行业将发生结构性变化，未来将会是强者愈强，弱者淘汰，竞争态势将趋向行业龙头集中。我们认为，当前行业面临着良好的整合机遇：一是产能过剩和竞争导致行业盈利能力持续走低，亏损企业不断增加；二是环保压力逐步加强，将强制性的去除一部分中小产能，或抬高中小企业的经营成本，进一步加速行业产能出清。

图 17：我国磷肥产业集中度情况（CR10 占比，%）

图 18：2011-2014 年我国化肥企业亏损数量逐年上升（家，%）



资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

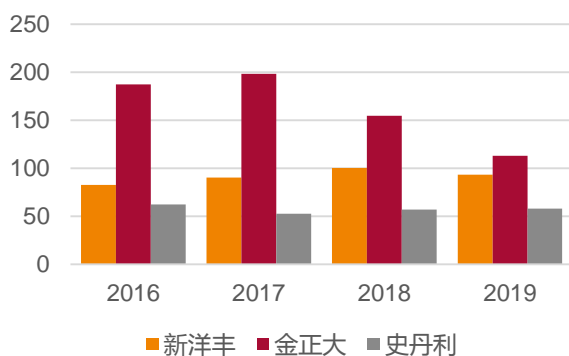


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 同业比较：新洋丰盈利能力位居行业前列

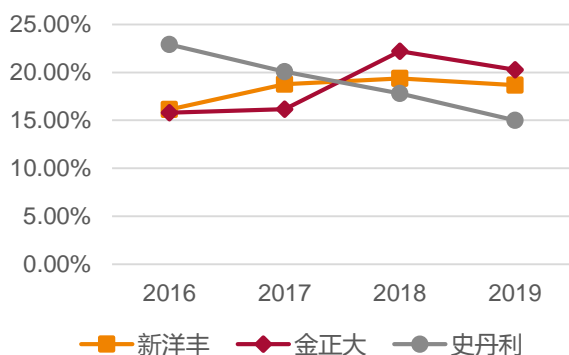
公司与复合肥行业内的其他上市公司进行对比来看，2019 年公司营业收入体量虽然低于金正大，但是归母净利远高于金正大及史丹利。截止 2019 年底，公司近 4 年营收复合年均增速为 4.07%，归母净利复合年均增长 4.96%，二者增速均显著高于金正大和史丹利，显示出公司在复合肥行业承压情况下，公司成本优势突出、产品创新能力强，拥有较好的资源和渠道优势，业绩保持稳定态势。2019 年，公司净利率为 7.08%，显著高于史丹利和金正大，盈利能力位居行业前列。

图 4：三家复合肥龙头企业营业收入对比（亿元）



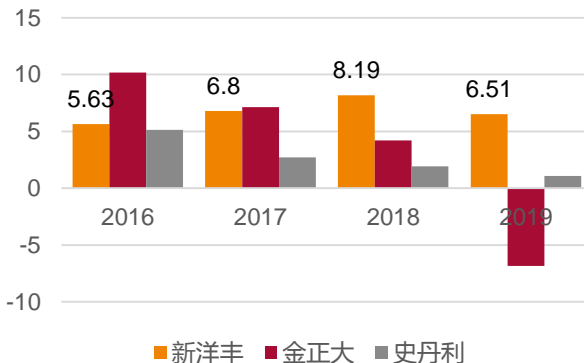
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：三家复合肥龙头企业毛利率对比



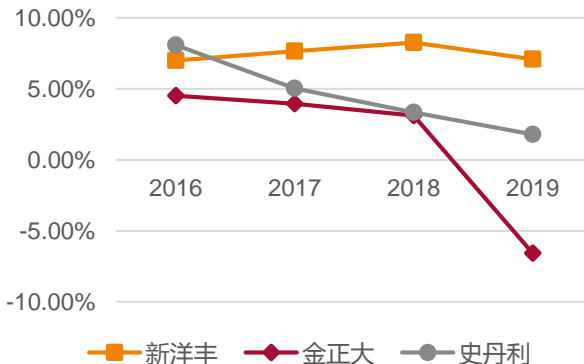
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：三家复合肥龙头企业归母净利润对比（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：三家复合肥龙头企业净利率对比

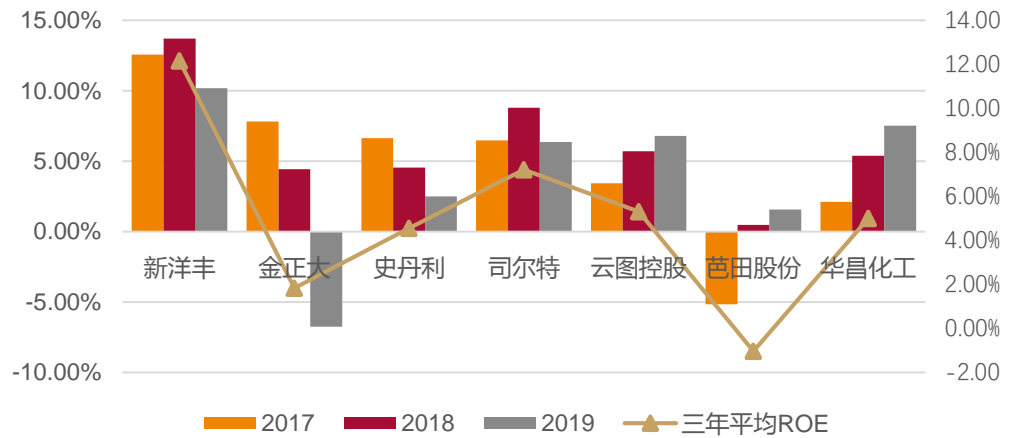


资料来源：wind，天风证券研究所

从盈利能力（核心看 ROE）来看，新洋丰处于行业首位，其三年平均 ROE 比第二名高了 4.9 个百分点。2018-2019 年，公司财务表现之所以明显好于同行，核心在于复合肥行业

处于调整时期，规模化、高效化、新型化成为行业发展的重点，而公司成本优势突出、产品创新能力强、新品增量业绩优，从而可以在行业调整时期保持稳定的盈利能力，获得超越同行的财务表现。

图 3：新洋丰近三年平均 ROE 居于复合肥上市公司第一

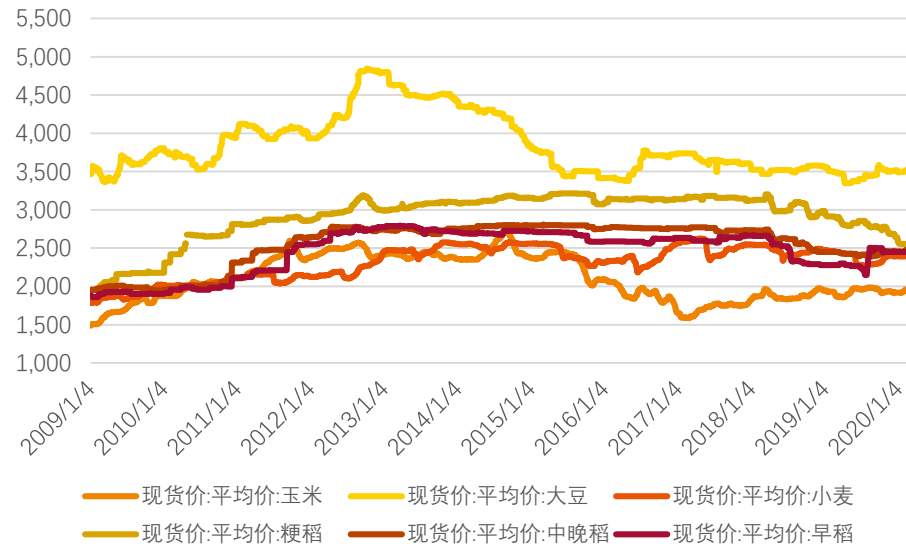


资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 下游需求复苏：玉米价格底部复苏，有望拉动复合肥需求上升

农产品价格高低与农户对农产品的种植意愿高低呈正比，由此影响了其对于复合肥的需求。在我国，复合肥主要被施用于以大田粮食作物为主的主要农产品，例如小麦、玉米、水稻等。近年来，随着我国粮食价格体系改革的推进，我国主要农产品价格均出现不同程度的下跌。其中，2015 年后的玉米种植效益大幅降低是导致复合肥需求疲软的核心因素。

图 19：我国农产品价格情况（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

玉米种植效益主要受上游供给和下游需求影响。在收储制度、饲用和工业需求、库存拍卖三方面作用下，2020 年玉米价格有望继续上行，农民种植玉米意愿有望走强，利好新洋丰等复合肥企业：

1) 临储提升玉米价格，提高农户种植意愿。在 2008-2015 年临储制度期间，为稳定国内玉米种植，收储价格的持续上涨带动播种面积上升，带来了国内玉米价格的 10 年牛市。最高点于 2014 年底出现，将近 2750 元/吨；而 2015-2017 年的临储制度改革，由于国家

调低玉米收购价，并正式改革玉米收储制度，实施“市场化收购”+“补贴”新机制，我国玉米价格一路下降，种植面积随之降低；2019年初，国家启动一次性储备收购，此后，玉米市场受到提振，价格逐渐企稳回暖。

表 4：历年国内玉米收储情况

| 年份 | 最低收购价（元/公斤） | | | | 收购规模 （万吨） | 收购时间 |
|------|--|------|------|------|--------------|------------------------|
| | 吉林 | 黑龙江 | 内蒙古 | 辽宁 | | |
| 2008 | 1.5 | 1.48 | 1.52 | 1.52 | 3570 | 2008年10月下旬-2009年4月底 |
| 2009 | 1.5 | 1.48 | 1.52 | 1.52 | 60.9 | 2009年12月1日-2010年4月30日 |
| 2010 | 玉米价格大幅度上涨，暂停进行玉米收购政策 | | | | 0 | |
| 2011 | 1.96 | 1.98 | 2 | 2 | - | 2011年12月14日-2012年4月30日 |
| 2012 | 2.12 | 2.1 | 2.14 | 2.14 | 3,083.00 | 2012年11月15日-2013年4月30日 |
| 2013 | 2.24 | 2.22 | 2.26 | 2.26 | 6,919.00 | —— |
| 2014 | 2.24 | 2.22 | 2.26 | 2.26 | 8,328.40 | 2014年11月25日-2015年4月30日 |
| 2015 | 2 | 2 | 2 | 2 | 11,593.00 | 2015年11月1日-2016年4月30日 |
| 2016 | 按照“市场定价、价补分离”的原则对玉米收储制度进行改革，将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”+“补贴”的新机制 | | | | | |

资料来源：中国政府网、农业农村部、《农业经济问题》、《农业知识》、《农村百事通》、《农家顾问》、玉米价格信息网、聚农网、艾格农业，天风证券研究所

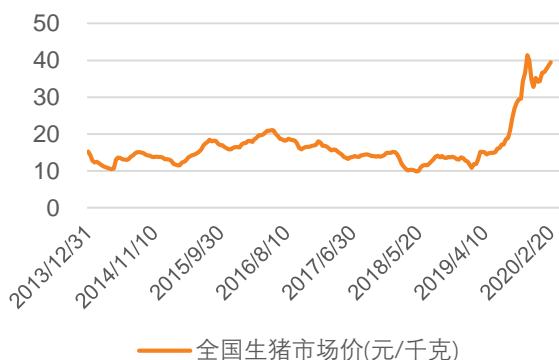
2) 下游需求增长挤压供给，带动农民种植意愿。玉米需求主要分为饲用、工业用、种用、食用四大类。其中，饲用需求和工业需求是玉米最重要的用途，分别占总需求的 60%-65%、25%-30%。

饲用需求：生猪存栏逐步回升，增加 19/20 年度饲用需求增长

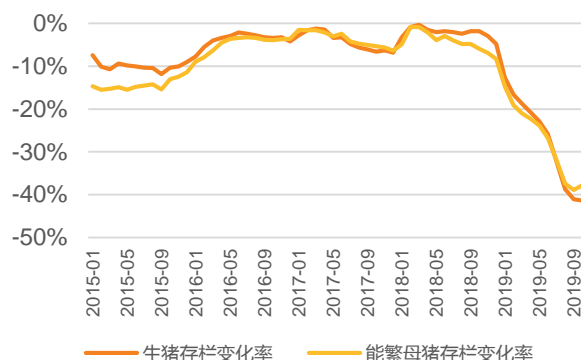
- 2019 年前，国内玉米饲用需求增长较快，主要受益如于：1) 养殖存栏增加，带动饲料需求增长。根据饲料工业协会数据，2015 年全国饲料总产量约 2 亿吨，2018 年达到 2.28 亿吨，2015 年至 2018 年 CAGR 约 4.43%。其中占比最高的猪饲料产量则 2015 年的 8343.6 万吨增加到 2018 年的 9720 万吨，增长达 16.50%；2) 随着玉米价格回落，饲料配方中玉米的替代品使用大幅减少。从牧原股份的原料采购中也可明显看出这一变化趋势。据公告 2015 年玉米价格高企，因此牧原股份用小麦替代玉米，当年玉米采购量仅为 2.89 亿元，同期小麦则有 7.15 亿元。随玉米价格回落，2016 年，公司将饲料配方重新调整为以玉米为主，玉米采购量达到 8.21 亿元，小麦采购量则下降到 2.61 亿元。
- 2019 年后，国内玉米饲用需求有望快速增长，主要受益于：前期国内玉米饲用需求受猪瘟影响，随存栏量下降而降低。自 2018 年 8 月我国爆发非洲猪瘟疫情以来，我国生猪养殖产业产能大幅去化，截止 2019 年 9 月底，我国能繁母猪存栏同比下滑 38.9%，生猪存栏同比下滑 41.1%，预计目前我国能繁母猪在去化之中；受产能大幅减少影响，我国生猪出栏价格持续快速上涨，带动大型养殖企业补栏需求。我们认为 19/20 年度生猪存栏增长将带动猪用饲料回升，后期或将带动饲用玉米需求提升。

图 20：我国猪价持续快速上涨（元/千克）

图 21：我国生猪养殖产业产能同比大幅去化（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

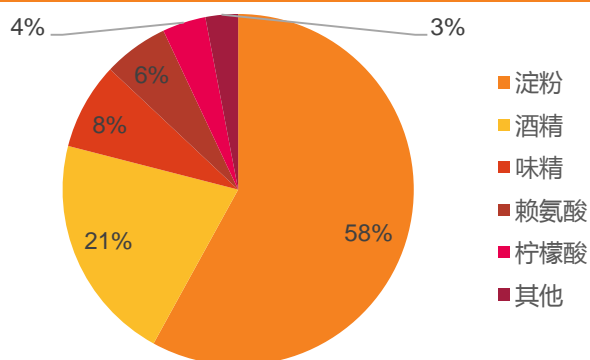


资料来源: Wind, 天风证券研究所

工业需求: 深加工产业政策持续宽松, 工业用需求快速增长

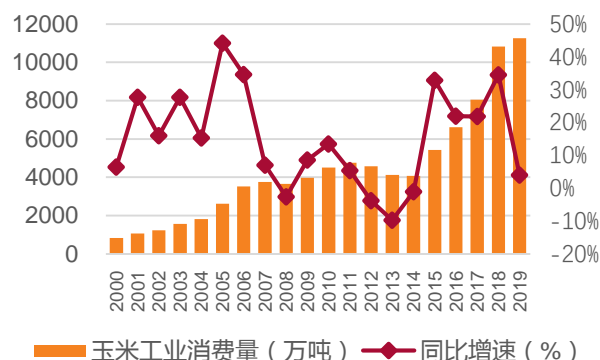
玉米深加工需求主要是淀粉和酒精两大类。其中, 淀粉加工玉米消耗占比约 58%。随着玉米政策的转向, 国家对于玉米深加工的产业政策开始放松。叠加玉米价格的下降, 极大的刺激玉米深加工产能的快速扩张, 玉米深加工工业进入了新一轮快速扩张期。根据国家粮油信息中心数据, 我国玉米工业消费多年呈现上行趋势, 预计 2019/20 年工业消费为 8300 万吨, 同比增 6.41%。

图 22: 2019 年玉米深加工消费玉米数量占比 (%)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 23: 中国玉米工业消费量及同比增速 (万吨, %)

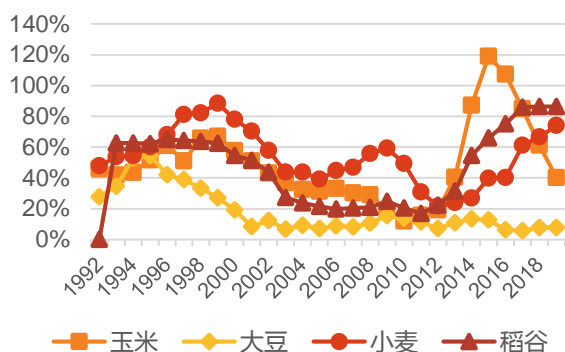


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3) 玉米库存快速下降, 拍卖价格持续升高, 提振农户种植意愿。库存方面, 从库存/消费比来看, 玉米库存存在总消费量中占比较其它主要农产品下降更快, 反映出玉米库存的加速出清; 拍卖方面, 根据国家粮食交易中心数据, 2019 年玉米累计拍卖成交量 2191 万吨, 较同期减 7822 万吨, 受猪瘟影响, 成交量降至近三年来最低水平。从价格上来看, 2019 年价格整体高于 2018 年。我们认为: 一、拍卖之后的国储玉米将是国内玉米供给的重要补充, 而 2019 年成交量或不足以供应 2020 年饲用需求, 预计 2020 年拍卖量有望上升; 二、以当前的拍卖成交量来计算, 随着拍卖的继续, 临储库存快速下降, 高库存对于玉米价格的压制力也快速减弱; 三、由于拍卖价格升高, 或提高 2019/20 种植季农民种植玉米积极性。

图 24: 我国主要农产品库存消费比 (%)

图 25: 2018-2019 年临储玉米拍卖每周成交价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

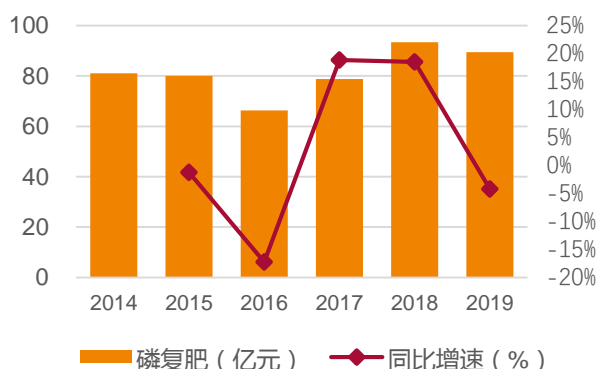


资料来源: 国家粮食交易中心, 天风证券研究所

3. 公司三大核心优势: 资源禀赋+产品升级+渠道完善

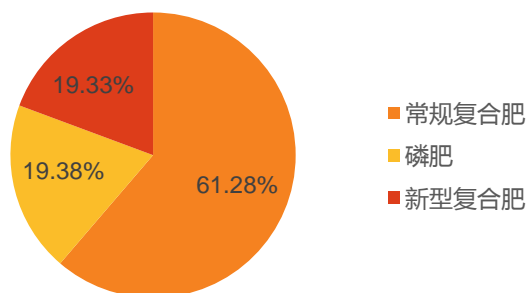
新洋丰的产品主要为磷复肥, 包括磷肥、常规复合肥、新型复合肥三大板块多个系列, 能够充分满足不同区域、不同作物在不同周期的生长需要。2019年, 公司磷复肥合计实现营业收入 89.38 亿元, 同比降 4.2%, 占公司总营收的 95.83%; 其中, 常规复合肥占磷复肥分部总营收的 61.28%, 磷肥占 19.38%, 新型复合肥占 19.33%。

图 26: 新洋丰磷复肥板块营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 2019 年新洋丰磷复肥分部营收构成 (%)

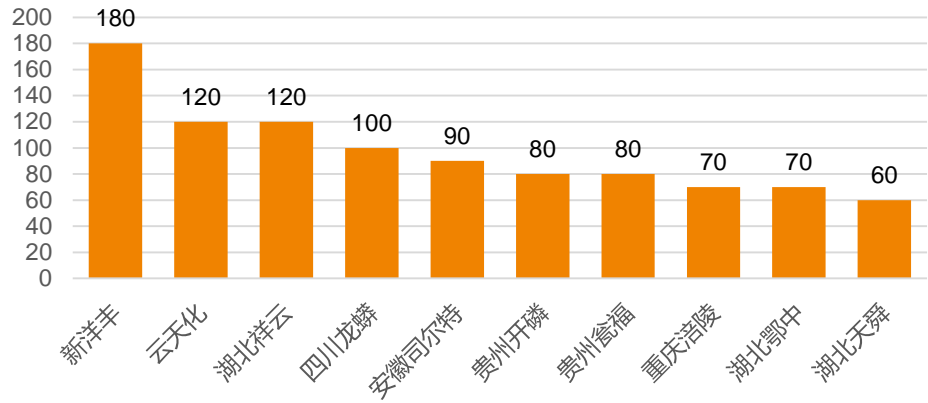


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.1. 资源禀赋: 磷酸一铵价格 2020 年有望底部复苏, 提升公司磷复肥盈利能力

公司拥有磷酸一铵产能, 具备产业链一体化优势。公司拥有 180 万吨磷酸一铵的产能, 位居全国之首。磷酸一铵作为磷复肥的原材料, 公司自配磷酸一铵产能能够大大降低复合肥端的成本。

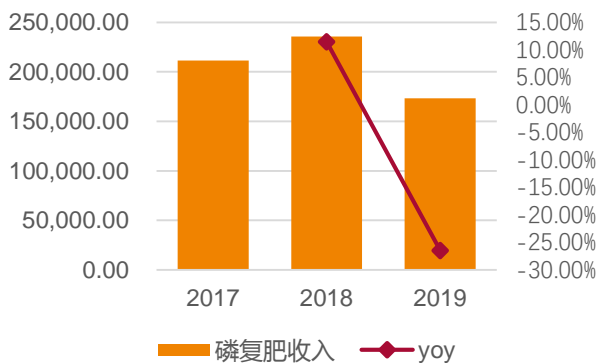
图 28: 新洋丰拥有全国最大的磷酸一铵产能 (万吨)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

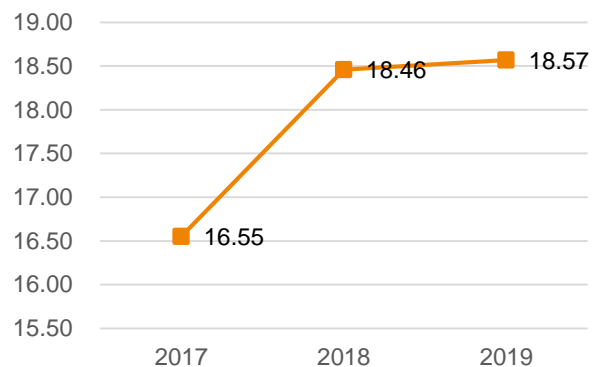
新洋丰磷复肥业务盈利能力较为稳健。公司目前生产的磷肥产品包括磷酸一铵和过磷酸钙。2019年，受“三磷整治”影响，公司磷肥实现营收17.32亿元，同比降26.52%，但磷肥毛利率持续提升，2019年为18.57%，同比增0.11pct，在行业供给侧改革背景下保持了较好的盈利水平。

图 29：新洋丰磷复肥营收及同比增速（万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：新洋丰磷复肥业务毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

若磷酸一铵价格上涨，将提高公司盈利能力。公司磷肥用于供应下游客户及满足自身需求，因此若磷酸一铵价格上涨，将为公司从营收和成本两方面提升业绩：

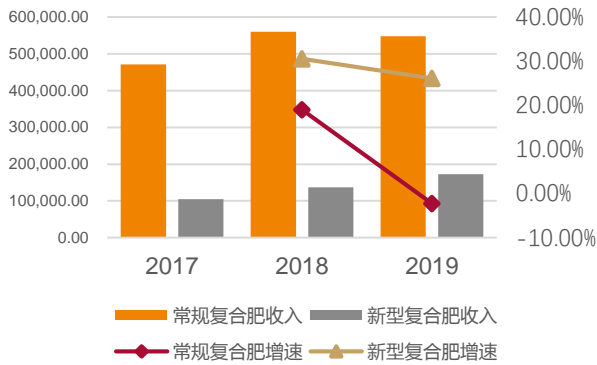
- **营收方面：公司磷酸一铵盈利提升，增厚公司整体销售业绩。**假设每吨磷酸一铵价格上涨5%，基于5月14日1840元的现货价格则磷酸一铵价格上涨约92元/吨，税后价格上涨约80元/吨，将为公司磷酸一铵产品显著提升盈利能力。
- **成本方面：进一步增厚公司复合肥的成本优势。**若磷酸一铵价格上涨5%，基于5月14日1840元的现货价格则磷酸一铵价格上涨约92元/吨，按照一吨磷酸一铵生产4吨复合肥计算，则公司每吨磷复肥成本优势将增厚23元。

3.2. 产品升级：种植效益主导下游需求，公司复合肥产品迭代方向符合需要

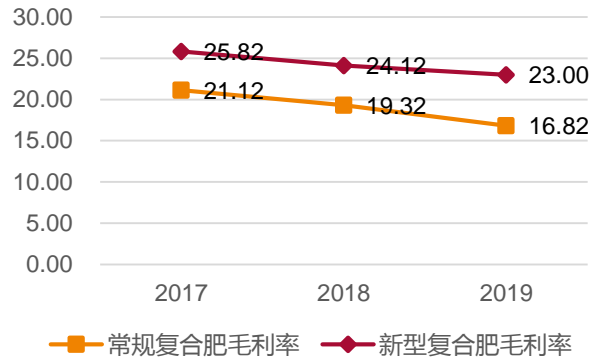
常规肥为业绩支撑主力，新型肥为业绩提升动力。常规肥长期为公司业绩支撑，截至2019年，占总复合肥营收比例的61.28%。近年来随着新型肥业务快速拓展，该业务营收贡献比例快速提升，截至2019年底新型肥占比已达19.33%。毛利率方面，新型肥毛利率显著高于常规肥，约在24%，较常规肥高约5pct，可见公司复合肥业务产品结构优化进展顺利。

图 31：新洋丰常规肥与新型肥营收及同比增速（亿元，%）

图 32：新洋丰常规肥与新型肥毛利率（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

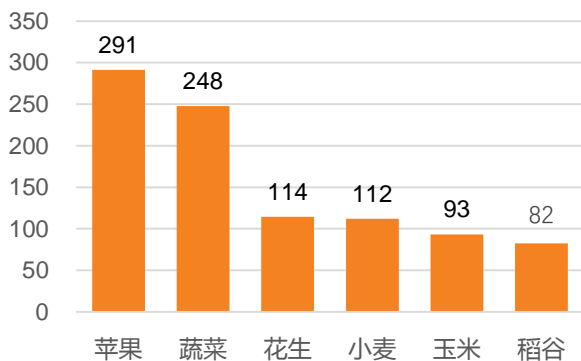


资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司复合肥业务的发展离不开下游需求的提升。复合肥产品的下游用户主要为农户，复合肥产品的使用品种和施用量根据其种植需要决定，而农户的种植需要主要由该农产品可带来的种植效益主导。其中新型肥效果好、可应用空间大，将是复合肥行业的发展方向。

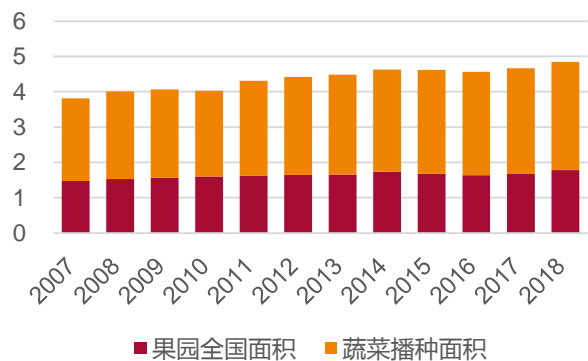
经济作物的种植效益高于大田作物，复合肥料大有可为。近年来，由于主要农产品种植效益持续低迷，促使部分农民耕种传统的大田作物意愿降低，改种经济附加值更高的大棚蔬菜。从多年单亩种植效益来看，蔬菜、苹果等经济作物无论是从总产值还是从亩均利润来看都远高于玉米、小麦、稻谷等大田作物。相应地，蔬菜和苹果的亩均化肥及其中复合肥的使用金额也更高；从蔬菜和水果的种植面积来看，2008年以来蔬菜和水果的种植面积一直保持着稳步增长。2018年我国蔬菜种植面积3.07亿亩，果园1.78亿亩，若按照蔬菜每亩复合肥使用248元，水果（以苹果代替）每亩使用291元，则蔬菜领域的复合肥市场规模将超过500亿元，果园领域的复合肥市场规模将超过400亿元，结合我国目前复合肥施用量占总化肥施用量的比率仍较低的背景，未来复合肥市场容量合计有望接近2000亿元。

图 33: 2018年不同作物每亩化肥中复合肥使用金额(元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 我国水果和蔬菜的种植面积(亿亩)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我国复合肥行业转型升级被列为化肥行业“十三五”规划的重点，新型肥是复合肥行业产品结构优化方向。复合肥行业将向规模化、高效化、新型化方向发展。着眼于营养提高、功能改善、减量增效、土壤改良、环境友好等需求的新型肥料，将具有广阔的市场前景。根据中国化工信息中心的预测，未来5年，中国新型复合肥市场的年复合增速将达到10%以上。在经济作物上，蔬菜、水果等经济作物产值高、利润好，对应需要使用更多的复合肥提升种植效率，因此农户对于复合肥的价格敏感度也相对更低，会更关注产品功能和技术服务；在大田作物上，根据公司2019年10月的投资者交流调研纪要，随着土地流转的深入开展，规模效应提升，大田作物区也开始尝试使用新型肥。因此，新型肥料将成为复合肥行业产品结构优化的方向，且由于存在替代可能和更高的技术含量，新型肥的市场空间将较传统的常规肥的更大、盈利能力更强，而拥有新型肥研发生产能力的公司未来将占有复合肥行业的制高点。

新洋丰：技术和产品升级，完善产品线，全方位推广新型肥。公司近年来通过组建技术服

务团队，持续加码新型肥研发和技术服务。公司新型复合肥包括作物专用肥、特种肥料、水溶肥、生态级肥、中微量添加复合肥、有机-无机复合肥、稳定性肥料、“硝硫基肥、水溶肥与海藻肥等多个系列。与金正大着力打造缓控释肥、水溶肥不同，公司在产品升级方面更多的精力放在专用肥方面。专用肥主要能为作物提供必需的营养成分及微量元素、改良土壤、调节或改善作物的生长机制、改善肥料品质和提高肥料的利用效率。公司根据全国测土配方试验和作物需肥规律进行科学配方，生产出水稻、小麦、马铃薯、花生、大蒜等大田作物，以及苹果、柑橘、茶叶、甘蔗、香蕉、葡萄、猕猴桃等经济作物专用肥，是目前行业内作物专用肥开发种类多、应用市场广、效果比较好的企业。2019 年上半年，公司又新成立的力赛诺团队，专注于新型肥，2020 年也会开始贡献销量。

表 5：新洋丰新型肥相关体系

| 体系 | 具体举措 |
|----|--|
| 研发 | 完善的研发体系：1、公司内部采用荆门、北京双总部，山东、广西两基地，系统化地开展新型肥料研究工作；2、依托外部科研机构，推行产学研结合，与国际国内权威专家、科研机构、高等院校及优势企业机构广泛开展合作交流，增强企业技术研发创新能力；3、与国际先进技术接轨，与国际肥料行业知名企业和肥料专家合作，聘请国际肥料专家担任技术顾问，学习国际上最先进的肥料生产技术和工艺。4、2018 年，公司成功申报了“农业农村部作物专用肥料重点实验室”。 |
| 技术 | 2018 年公司新获国家专利 22 件，另有 5 件发明专利进入实审阶段，历年累计授予专利权 130 件。2018 年，公司研发投入约 1.12 亿元，同比增长 12.80%。 |
| 产品 | 2016 年公司就推出了专用肥、水溶肥、高塔硝硫基、锌磷美、海藻酸、生物有机肥等新产品新配方 50 个。目前已经生产出水稻、小麦、马铃薯、花生、大蒜等大田作物，以及苹果、柑橘、茶叶、甘蔗、香蕉、葡萄、猕猴桃等经济作物专用肥，是目前行业内作物专用肥开发种类最多、应用市场最广、效果最好的企业。 |
| 品牌 | 公司立足于“全力打造中国作物专用肥领导者”的品牌定位，新型复合肥主要依托子品牌布局市场，公司现已形成“洋丰”“澳特尔”“力赛诺”和“乐开怀”四大品牌联袂搏击市场的新格局。“洋丰”品牌先后获得“中国名牌产品”“中国驰名商标”“国家免检产品”等荣誉称号，“澳特尔”品牌先后获得“国家免检产品”“湖北著名商标”等荣誉称号。 |
| 推广 | 公司已形成由专家顾问团队、内部农技师团队、基层服务团队构建的农化服务三级“金字塔”体系，针对核心大客户、核心经销商、政府采购项目等服务对象，提供整体解决方案、区域农化服务、测土配方施肥指导、定制产品等特色服务。截至 2018 年底，公司已建设完成 113 块高标准示范田基地，其规模居业内领先水平。 |

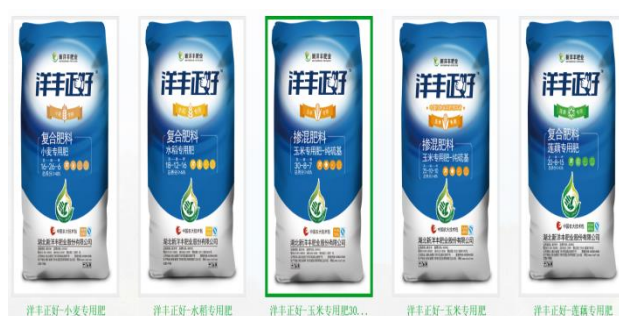
资料来源：新洋丰公司公告，天风证券研究所

图 35：新洋丰部分经济作物专用肥产品



资料来源：新洋丰官网，天风证券研究所

图 36：新洋丰部分大田作物专用肥产品



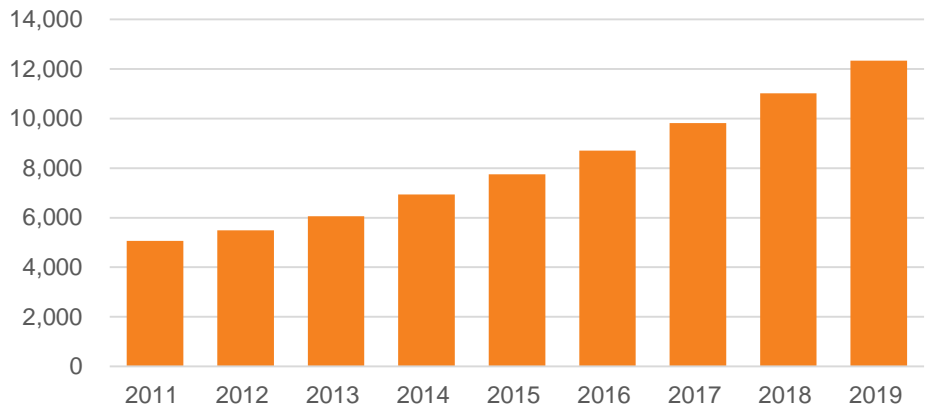
资料来源：新洋丰官网，天风证券研究所

3.3. 渠道完善：农资消费品新逻辑布局下游渠道，为公司构筑护城河

我国农业生产规模化快速发展，新型农业经营主体持续增加。目前，政府政策不断加大对农业规模化种植的补贴，合作社数目大幅度增长，促进了我国农业生产规模化的快速发展。家庭农场、专业大户和农民专业合作社等规模化生产经营的组织迅速增加。根据农业部统计，2016 年，我国家庭农场、农民专业合作社、农业产业化龙头企业等新型农业经营主体

总量达到 280 万个，同时，新型职业农民不断壮大，总数超过 1270 万人，成为农业现代化发展的引领力量。

图 37：我国农民专业合作社数量持续快速增加（万个）



资料来源：Wind，国家工商总局，天风证券研究所

新型农业经营主体对农资的消费特点区别于传统农户，要求化肥生产企业和流通环节对此做出新的应对策略。与传统农户的个体购买、更关注肥料价格、先储后用、在店面购买等消费特点不同，新型经营主体的购买具有参与农资团购方式购买肥料、更加关注肥料性价比、现用现购的消费特点，以及对肥料使用要求省工省力、提供技术服务、农村金融、种植解决方案、农产品收购等需求。这一变化对肥料生产企业和流通环节带来深远影响。肥料企业的渠道需要进一步优化和趋于扁平化，并联合经销商、零售商打造全方面的综合服务和多元化经营能力，满足新型农业主题的全方位需求。

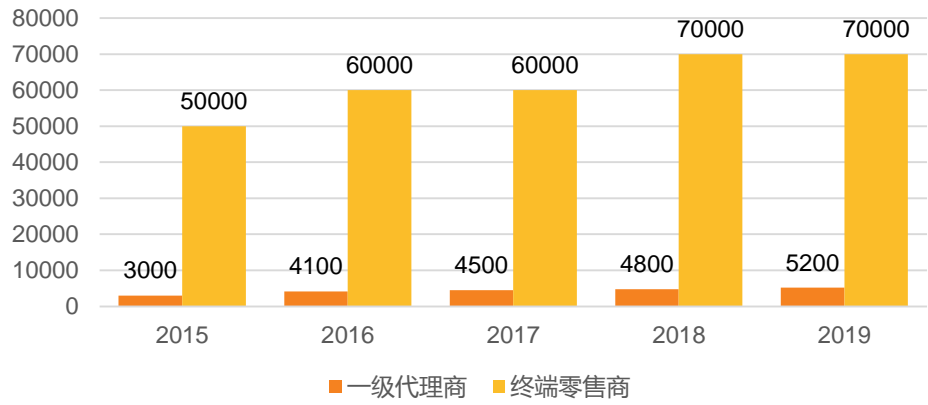
新洋丰的渠道建设和服务体系均为应对这一变化而打造：

1、渠道方面：构建尽可能触达消费者的渠道体系，通过提高各环节粘性确保业务稳定展开

广泛布局基础经销渠道：2014 年，公司通过借壳上市之后，积极推动渠道建设：

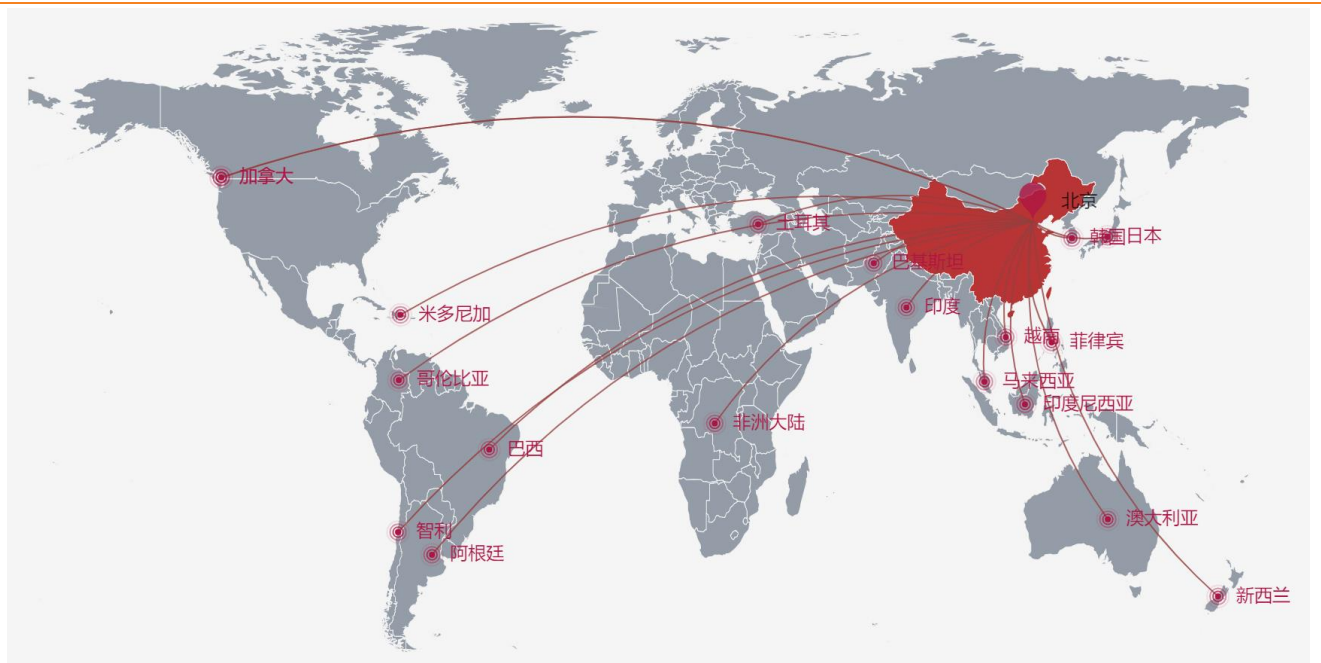
- **人员方面**，截至 2019 年底，公司拥有营销人员 1000 余名，并拥有一个由 100 余名经验丰富的农技师组成的技术服务部门。该部门于 2018 年开始组建，现已形成一支约高素质专业队伍；
- **布局方面**：**在国内**，公司自上市以来，快速扩大经销商体系。公司的一级经销商主要是各县级的经销商，二级经销商则是村镇级的代理商。一级经销商由 2015 年底的 3000 家提升至 2019 年的 5200 家，二级经销商由 2015 年底的 50000 家提升至 2019 年的 70000 多家。复合肥行业历经数年调整，部分经销商因盈利困难而退出市场，或者通过转投具备上游资源优势的复合肥企业来保障自身利润空间，而公司利用此次调整机会持续提升市场占有率。目前，公司在东北、湖北、河南等用肥大省已经建立绝对领先的优势，在西南、东南等相对薄弱的市场作为重点市场，也在不断加大资源投入，提升市占率；**在海外**，公司覆盖了五大洲近 40 个国家和地区，对其出口颗粒一铵、粉状一铵、工业级一铵、二元复合肥、三元复合肥等产品；**此外**，除了在传统经销商渠道上的开拓和改造外，在东北率先发掘了与中石油合作的全新渠道。将新洋丰的品牌、技术、产品、生产优势与中石油完善的加油站网络体系结合，利用独立品牌，开辟第三渠道。

图 38：公司营销体系持续扩充（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

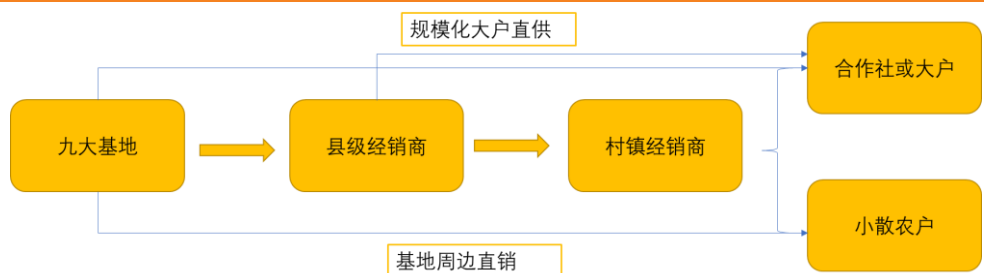
图 39：新洋丰全球营销布局



资料来源：新洋丰官网，天风证券研究所

创新渠道建设模式：公司对渠道实施品牌联合营销战略和扁平化渠道管理。公司实施“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”和“乐开怀”四个品牌联合营销的战略，采取县级代理、乡镇网络分销、基地周边直销、专业户专营、种植大户直供及批零一体化等营销模式，下沉销售网络，实施扁平化渠道管理。

图 40：公司营销为两级销售网络和基地直供相结合

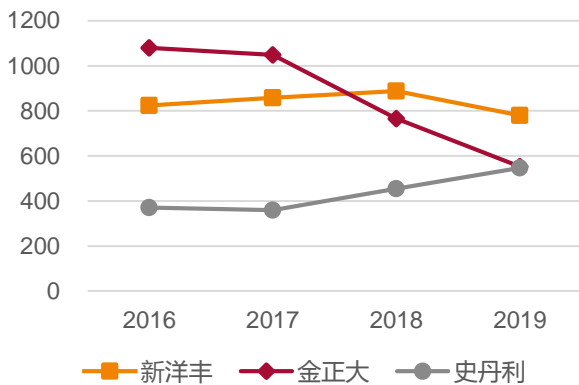


资料来源：公司公告，天风证券研究所

渠道强粘性为公司业务稳定铺开奠定基础：

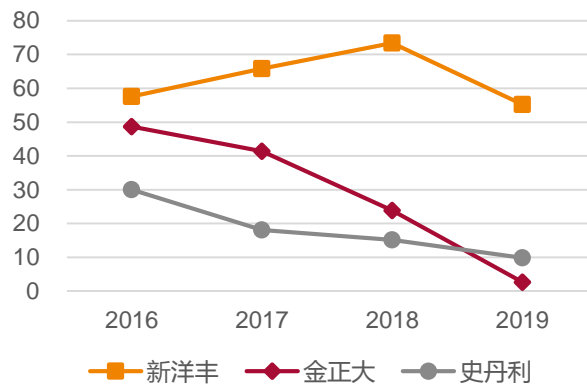
- **公司因成本优势可给经销商更多激励，提升经销商粘性。**由于公司成本显著低于同行，且产品品质和品牌也居于行业前列，因此，一方面公司能够给经销商更多的激励，另一方面公司的产品性价比高也更容易进行销售。同时，公司也在经销商层面推行阶梯销售量激励制度，销售量越高激励越多，极大的激发了经销商的销售积极性；
- **创新的渠道模式易于加深公司与经销商的合作，提升渠道各环节粘性。**公司实施扁平化渠道管理，因地制宜探索渠道模式创新，大力推进公司化运作与批零一体化、区域服务中心模式、多元化直营模式、迪智成模式、第三方渠道共享等创新模式，充分激活渠道效益，深度提升代理合作与终端消费粘性；
- **对公司销售人员强化激励，提升自身员工粘性。**公司推行超额任务完成奖励和营销优胜奖励，在经理层和业务员层面推行差异化绩效管理。以上措施对调动营销团队的积极性、持续推升整体销量目标，起到了积极的推动作用。从销售人员的绩效来看，2018-2019年新洋丰销售人员的人均收入和利润均高于金正大和史丹利。

图 41：新洋丰人均销售人员收入较高（万元/人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：新洋丰人均销售人员净利润高于同行（万元/人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2、服务方面：针对新型经营主体消费需求细化农化服务，通过打造服务型销售加强客户粘性

公司通过将农化服务与产品营销紧密结合以加强用户粘性。近年来，公司大力推进服务体系的建设，努力从生产销售型企业向生产服务型企业转型，打造了一支过硬的服务团队，通过农化服务来强化客户粘性，促进复合肥的销售。目前，公司具有完善的测土配方农化服务流程，将测土配方、实验示范、培训、种植技术指导等农化服务与产品营销进行紧密结合。未来，公司还将进一步加强用户粘性，实现业务之间的良性渗透和互补。

表 6：新洋丰全方位打造农户服务体系

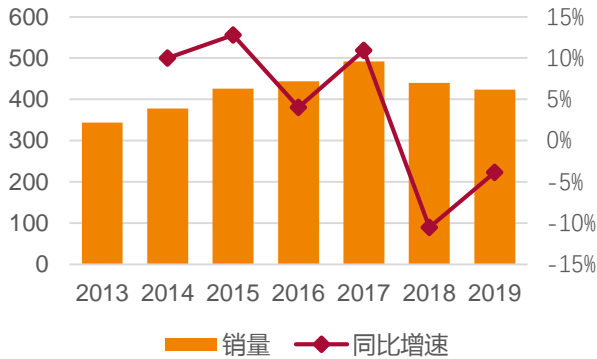
| | 具体举措 |
|------------|---|
| 在服务团队建设方面 | 公司携手中国农业大学等农业科研院校，用五年时间打造了专家顾问团队、专职农艺师队伍和基层服务队伍的三级服务网络。此外，公司自建一支以研究生为主的高素质农化服务队伍，并组织全体销售业务员持续学习农化知识，基本达到乡镇农技员的水平。 |
| 在服务网络和覆盖方面 | 公司与中国农大专家教授为首的专家顾问团队共建中国配方肥试验示范网，相关专家教授全程技术指导，经常组织开展现场观摩活动，取得了良好的示范效果。 |
| 在服务模式方面 | 公司联合中国农业大学等国内外顶尖的科研院校，打造三级技术服务网络，探索“中国农业科技小院”、“现场观摩会”、“技术培训”等多种服务模式，从而稳步提升终端市场的掌控能力和品牌影响力。 |

资料来源：新洋丰公司公告，天风证券研究所

总体来看，公司在下游渠道和服务的不断完善对公司产品销量的持续增长带来积极影响。公司肥料销量多年保持增长势头，2013年至2017年，公司肥料销量 CAGR 为 9.39%。即

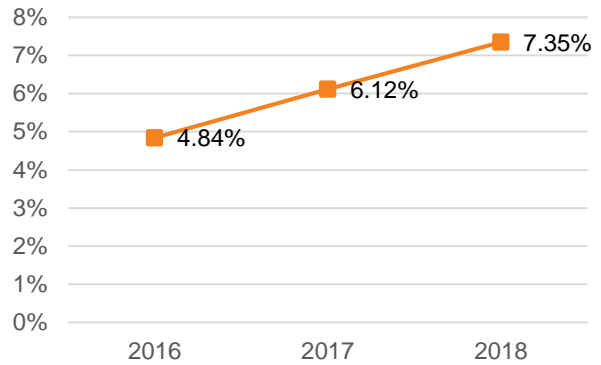
便在行业调整阶段的 2018 年，公司在肥料销量下滑的情况下在复合肥市场上的占有率仍在提升，从 2017 年的 6.12% 提升至 2018 年的 7.35%。由此可见，公司所构建的下游渠道和服务体系正在发挥良好的功能，使公司肥料业务得已穿越周期，在不同时期均有能力紧抓时机抢占市场份额，加速提升市占率，为公司稳健成长构造护城河。

图 43：2013-2019 年，公司肥料销量整体呈上行态势（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：公司复合肥市场占有率逐年提升（%）



资料来源：新洋丰公司公告，卓创资讯，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们预计：1、2020-2022 年，公司新型肥料持续快速增长，新型肥销售量分别达到 75 万吨、88 万吨和 120 万吨；2、常规复合肥保持稳健增长，预计 2020-2022 年维持 5-10% 的销量增长；3、磷酸一铵均价继续小幅上涨，公司磷复肥毛利率持续提升。

图 45：公司收入拆分

| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 磷复肥 (外销) | 销售量(万吨) | 362.26 | 379.53 | 425.93 | 440.08 | 423.13 | 448 | 501 | 580 |
| | 增长率 | | 4.77% | 12.23% | 3.32% | -3.85% | 5.88% | 11.83% | 15.77% |
| | 价格(元/吨) | 2208.77 | 1745.25 | 1848.32 | 2120 | 2112 | 2146 | 2175 | 2255 |
| | 收入(百万元) | 8001.50 | 6623.76 | 7872.54 | 9330.01 | 8938.10 | 9615.35 | 10897.5 | 13078.5 |
| | 增长率 | -1.21% | -17.22% | 18.85% | 18.51% | -4.20% | 7.58% | 13.33% | 20.01% |
| | 毛利率 | 21.53% | 19.47% | 20.52% | 19.92% | 18.35% | 20.74% | 21.76% | 22.13% |
| 贸易 | 毛利(百万元) | 1722.95 | 1289.80 | 1615.45 | 1858.14 | 1640.51 | 1994.51 | 2371.20 | 2893.88 |
| | 收入(百万元) | 1516.41 | 1559.44 | 1029.61 | 550.79 | 187.85 | 644.30 | 1000 | 900 |
| | 增长率 | | 2.84% | -33.98% | -46.50% | -65.89% | 242.99% | 55.21% | -10.00% |
| 现代农业 | 毛利率 | 2.39% | 1.07% | 1.85% | 1.90% | 2.10% | 2.50% | 2.70% | 2.70% |
| | 毛利(百万元) | 36.28 | 16.69 | 19.05 | 10.47 | 3.94 | 16.11 | 27.00 | 24.30 |
| | 收入(百万元) | | 1.06 | 20.58 | 55.81 | 62.06 | 60.00 | 70.00 | 80.00 |
| | 增长率 | | | 1841.51% | 171.19% | 11.20% | -3.32% | 16.67% | 14.29% |
| 其他 | 毛利率 | | 14.31% | 30% | 35% | 38% | 45% | 45% | 45% |
| | 毛利(百万元) | | 0.15 | 6.17 | 19.53 | 23.58 | 27.00 | 31.50 | 36.00 |
| | 收入(百万元) | 101.18 | 92.08 | 109.68 | 94.01 | 139.49 | 120.00 | 150 | 170 |
| | 增长率 | -60.01% | -8.99% | 19.11% | -14.28% | 48.37% | -13.97% | 25.00% | 13.33% |
| 合计 | 毛利率 | 46.03% | 31.17% | 51% | 50% | 53% | 50% | 50% | 50% |
| | 毛利(百万元) | 46.57 | 28.70 | 55.49 | 47.01 | 73.93 | 60.00 | 75.00 | 85.00 |
| | 收入(百万元) | 9619.08 | 8275.27 | 9032.40 | 10030.62 | 9327.50 | 10439.65 | 12117.50 | 14228.50 |
| | 增长率 | 15.17% | -13.97% | 9.15% | 11.05% | -7.01% | 11.92% | 16.07% | 17.42% |
| 合计 | 毛利率 | 18.40% | 15.93% | 18.79% | 19.29% | 18.68% | 20.09% | 20.67% | 21.36% |
| | 毛利(百万元) | 1769.52 | 1318.50 | 1696.16 | 1935.14 | 1741.96 | 2097.61 | 2504.70 | 3039.18 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

从估值来看，新洋丰不仅低于金正大，而且大幅低于海大集团。根据我们前文所述，新洋丰成本低，产品力突出，渠道粘性强，盈利能力和成长性均较优，因此，我们认为新洋丰的估值应高于金正大，并向海大集团的估值看齐。历史来看，2013-2019 年海大集团的 PE 在 30-35 倍之间，我们认为新洋丰将向此估值靠拢。

我们预计 2020-2022 年公司营收为 104.40/121.18/142.29 亿元(前值为 104.85/124.5/142.2 亿)，归母净利润为 8.97/11.94/15.11 亿元(前值为 8.4/11.2/13.6 亿元)，对应的 EPS 分别为 0.69/0.92/1.16 元，考虑到公司产业一体化优势和资源优势，给予新洋丰对应 21 年 20

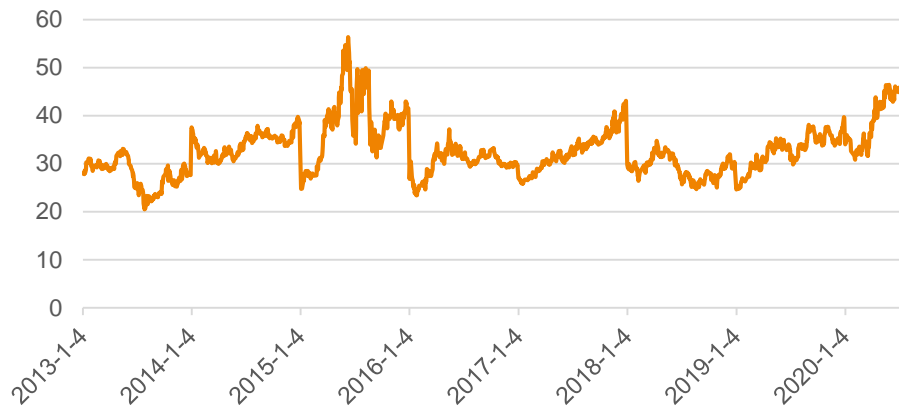
倍 PE，对应目标价为 18.40 元，给与“买入”评级。

表 7：同行业公司估值比较

| | | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020E | 2021E |
|------------------------|------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 归母净利润 (亿) | 新洋丰 | 6.80 | 8.19 | 6.51 | 7.98 | 9.88 |
| | 金正大 | 7.16 | 4.21 | (6.83) | -- | -- |
| | 海大集团 | 12.07 | 14.37 | 16.49 | 24.57 | 31.08 |
| 对应 7 月 2 日市值的 PE | 新洋丰 | 17.06 | 14.16 | 17.82 | 14.54 | 11.74 |
| | 金正大 | 9.41 | 16.00 | (9.86) | -- | -- |
| | 海大集团 | 62.47 | 52.47 | 45.72 | 30.69 | 24.26 |

资料来源：Wind，盈利预测为 Wind 一致预期，以 7 月 2 日市值为 PE 计算基准，天风证券研究所

图 46：海大集团历史估值（PE，TTM）中枢在 30-35 倍左右



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1、农产品和原材料价格波动。公司所处磷复肥行业与农产品行业具有很强的相关性，农产品价格、农产品的种植结构的变化，将对本行业发展造成显著的影响。同时，如发生极端气候，也将对农产品的产量产生影响，从而影响公司复合肥的产销量。

2、磷酸一铵价格大幅下跌风险。复合肥行业的上游行业为基础化肥，即尿素、硝铵磷、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾等。从复合肥的成本构成来看，基础化肥在成本中占比一般达到 70%以上，以磷酸一铵为主的原材料价格波动对公司的生产经营具有一定影响。

3、成本测算的局限性。上述两种风险为成本测算带来了局限性。

4、环保政策风险。“土十条”、《长江保护修复攻坚战行动计划》等环保法规的发布，反映了国家对环境污染治理的决心。2019 年 4 月 30 日，国家生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，这意味着磷肥行业即将面对空前的环保标准和监察力度，不达标企业将被勒令停产。

5、竞争加剧&复合肥销量不及预期风险。2020 年化肥和农药零增长行动计划的进一步推进，在有利于行业的持续健康发展的同时，也导致了行业现存企业面临较大的竞争压力。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,124.39 | 2,270.99 | 1,472.76 | 2,199.21 | 2,998.19 | 营业收入 | 10,030.62 | 9,327.50 | 10,439.65 | 12,117.50 | 14,228.50 |
| 应收票据及应收账款 | 574.60 | 207.78 | 952.18 | 394.21 | 1,107.69 | 营业成本 | 8,089.02 | 7,585.19 | 8,342.04 | 9,612.81 | 11,189.32 |
| 预付账款 | 355.70 | 230.88 | 510.63 | 397.24 | 659.52 | 营业税金及附加 | 43.36 | 37.93 | 41.76 | 48.47 | 56.91 |
| 存货 | 2,716.35 | 2,438.21 | 2,520.67 | 2,873.19 | 3,467.43 | 营业费用 | 551.31 | 522.69 | 603.41 | 666.46 | 754.11 |
| 其他 | 478.68 | 583.77 | 665.95 | 659.02 | 758.04 | 管理费用 | 293.92 | 288.77 | 301.71 | 296.88 | 327.26 |
| 流动资产合计 | 5,249.72 | 5,731.64 | 6,122.18 | 6,522.88 | 8,990.87 | 研发费用 | 33.36 | 42.34 | 39.67 | 43.62 | 51.22 |
| 长期股权投资 | 12.10 | 15.79 | 15.79 | 15.79 | 15.79 | 财务费用 | (23.70) | (21.01) | (10.00) | (20.00) | (10.00) |
| 固定资产 | 2,805.00 | 2,817.68 | 2,865.97 | 2,867.07 | 2,841.58 | 资产减值损失 | 20.32 | (13.58) | 15.00 | 5.00 | 5.00 |
| 在建工程 | 53.18 | 176.94 | 98.47 | 59.23 | 39.62 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 无形资产 | 511.56 | 600.05 | 583.17 | 566.28 | 549.40 | 投资净收益 | 10.26 | 5.49 | 12.00 | 15.00 | 15.00 |
| 其他 | 367.28 | 375.98 | 370.96 | 365.94 | 360.91 | 其他 | (30.87) | 67.45 | (34.00) | (40.00) | (40.00) |
| 非流动资产合计 | 3,749.13 | 3,986.44 | 3,934.36 | 3,874.32 | 3,807.29 | 营业利润 | 1,043.62 | 812.23 | 1,123.07 | 1,484.26 | 1,874.68 |
| 资产总计 | 8,998.85 | 9,718.08 | 10,056.54 | 10,397.19 | 12,798.16 | 营业外收入 | 2.63 | 2.98 | 4.00 | 6.00 | 8.00 |
| 短期借款 | 8.59 | 8.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 11.57 | 4.03 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 应付票据及应付账款 | 982.11 | 857.46 | 996.32 | 1,086.45 | 1,337.90 | 利润总额 | 1,034.68 | 811.18 | 1,121.07 | 1,484.26 | 1,876.68 |
| 其他 | 1,520.75 | 1,615.84 | 1,703.08 | 1,103.52 | 2,176.89 | 所得税 | 206.01 | 150.62 | 213.00 | 276.07 | 347.19 |
| 流动负债合计 | 2,511.44 | 2,482.23 | 2,699.40 | 2,189.97 | 3,514.79 | 净利润 | 828.68 | 660.56 | 908.06 | 1,208.19 | 1,529.49 |
| 长期借款 | 0.00 | 403.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 9.84 | 9.50 | 10.90 | 14.50 | 18.35 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 818.84 | 651.05 | 897.17 | 1,193.69 | 1,511.14 |
| 其他 | 111.70 | 137.18 | 137.18 | 137.18 | 137.18 | 每股收益(元) | 0.63 | 0.50 | 0.69 | 0.92 | 1.16 |
| 非流动负债合计 | 111.70 | 540.72 | 137.18 | 137.18 | 137.18 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,623.14 | 3,022.95 | 2,836.58 | 2,327.15 | 3,651.96 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 156.57 | 184.74 | 195.64 | 210.14 | 228.49 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 1,332.90 | 1,332.90 | 1,304.53 | 1,304.53 | 1,304.53 | 营业收入 | 11.05% | -7.01% | 11.92% | 16.07% | 17.42% |
| 资本公积 | 533.63 | 448.73 | 448.73 | 448.73 | 448.73 | 营业利润 | 20.62% | -22.17% | 38.27% | 32.16% | 26.30% |
| 留存收益 | 4,783.35 | 5,091.78 | 5,719.79 | 6,555.38 | 7,613.17 | 归属于母公司净利润 | 20.39% | -20.49% | 37.80% | 33.05% | 26.59% |
| 其他 | (430.74) | (363.01) | (448.73) | (448.73) | (448.73) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6,375.71 | 6,695.13 | 7,219.96 | 8,070.04 | 9,146.20 | 毛利率 | 19.36% | 18.68% | 20.09% | 20.67% | 21.36% |
| 负债和股东权益总计 | 8,998.85 | 9,718.08 | 10,056.54 | 10,397.19 | 12,798.16 | 净利率 | 8.16% | 6.98% | 8.59% | 9.85% | 10.62% |
| | | | | | | ROE | 13.17% | 10.00% | 12.77% | 15.19% | 16.95% |
| | | | | | | ROIC | 18.65% | 13.17% | 20.77% | 22.70% | 28.27% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 29.15% | 31.11% | 28.21% | 22.38% | 28.54% |
| | | | | | | 净负债率 | -17.49% | -27.75% | -20.39% | -27.25% | -32.78% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.09 | 2.31 | 2.27 | 2.98 | 2.56 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.01 | 1.33 | 1.33 | 1.67 | 1.57 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 16.05 | 23.84 | 18.00 | 18.00 | 18.95 |
| | | | | | | 存货周转率 | 4.20 | 3.62 | 4.21 | 4.49 | 4.49 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.13 | 1.00 | 1.06 | 1.18 | 1.23 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.63 | 0.50 | 0.69 | 0.92 | 1.16 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.14 | 1.15 | 0.08 | 0.90 | 1.04 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.77 | 4.99 | 5.38 | 6.03 | 6.84 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 16.55 | 20.82 | 15.11 | 11.35 | 8.97 |
| | | | | | | 市净率 | 2.18 | 2.08 | 1.93 | 1.72 | 1.52 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 8.36 | 7.39 | 9.20 | 6.75 | 5.03 |
| | | | | | | EV/EBIT | 10.18 | 9.17 | 10.58 | 7.56 | 5.52 |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |