

新洋丰（000902）：新一轮回购开启，复合肥龙头成长性持续

2020 年 07 月 22 日

强烈推荐/维持

新洋丰

公司报告

新洋丰拟启动新一轮的回购公司股份方案，彰显对自身未来发展的信心。公司自 2019 年 10 月至 2020 年 7 月 20 日，已累计回购公司股份 2.01 亿元，达到了上一轮回购股份方案的回购金额下限。目前公司将实施新一轮的回购方案，回购金额区间为 3~6 亿元，回购价格不高于 13.5 元/股，体现了公司对于自身价值的高度认可和未来发展的信心。

新项目将建设完善公司产业链一体化战略布局。（1）公司拟发行可转债，募资金额不超过 10 亿元，将用于投建“年产 30 万吨合成氨技改项目”。公司通过实施本次项目，将淘汰现有的 15 万吨合成氨落后产能，引进水煤浆气化工工艺等先进技术，提升先进合成氨产能产量，预计投产后将有效满足公司复合肥生产所需的合成氨原料的自给自足，提升盈利能力。本次项目计划建设周期 2 年，我们预计将于 2022 年中建成。（2）宜昌磷铵搬迁项目预计将于今年 Q4 建成投产，届时公司磷铵产品生产线将全面提升，由单一生产普通磷酸一铵提升到集成生态磷铵、工业级磷酸一铵和聚磷酸铵等高品位生产能力于一体的多元化产品线，作为公司高端水溶肥与滴灌肥的磷肥原材料，有效增强公司产品竞争力。

复合肥龙头成长性持续。新洋丰作为国内磷复肥行业龙头和作物专用肥领导者，产业链上下延伸，不断完善一体化布局。凭借产业链一体化优势和区位优势，打造出领先同业的巨大成本优势。公司凭借领先同行的巨大成本优势向渠道分利，获取优质经销商资源，增强渠道粘性，提升市场份额，未来复合肥行业回暖时新洋丰销售增长弹性最大。此外，公司新型复合肥业务发展迅速，产品结构持续优化升级，未来有望充分受益国内新型肥蓝海市场的大力发展。

公司盈利预测及投资评级：我们预测公司 2020~2022 年净利润分别为 7.96 亿元、9.91 亿元、12.23 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.74 元、0.92 元。目前股价对应 P/E 分别为 20 倍、16 倍、13 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：农产品价格下滑；磷肥、复合肥价格下滑；环保力度减弱。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,030.62	9,327.50	10,132.67	11,424.03	12,326.01
增长率（%）	11.05%	-7.01%	8.63%	12.74%	7.90%
归母净利润（百万元）	818.84	651.05	795.55	991.43	1,223.22
增长率（%）	20.39%	-20.49%	22.19%	24.62%	23.38%
净资产收益率（%）	13.17%	10.00%	11.30%	12.87%	14.35%
每股收益（元）	0.61	0.49	0.60	0.74	0.92
PE	20	25	20	16	13
PB	2.57	2.46	2.27	2.08	1.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

新洋丰国内领先的磷复肥生产企业，始建于 1982 年，于 2014 年 3 月借壳上市。公司现有各类高浓度磷复肥年产能逾 800 万吨（其中磷酸一铵 180 万吨，规模位居行业第一）和 320 万吨低品位矿洗选能力，配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年。

交易数据

52 周股价区间（元）	12.0-6.35
总市值（亿元）	156.54
流通市值（亿元）	140.82
总股本/流通 A 股（万股）	130,453/117,355
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.24

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

分析师：张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

新洋丰作为国内磷复肥行业龙头和作物专用肥领导者，产业链上下延伸，不断完善一体化布局。凭借产业链一体化优势和区位优势，打造出领先同业的巨大成本优势，凭此为基础向渠道分利，获取优质经销商资源，增强渠道粘性；强化技术服务，提升产品附加值；产品结构升级，有效提升竞争力和盈利水平。

- **成本优势突出，经营护城河优势显著。**保守测算，公司磷酸一铵自给、进口钾肥的价格优势、区位优势带来的物流优势三方面带来的复合肥成本优势约在 165 元/吨，综合成本优势预计近 200 元/吨。
- **分利予渠道，强化技术服务，增强渠道粘性，提升复合肥产品销量。**新洋丰的分利营销模式有助于争取到更多的经销商资源，提升市场份额，未来复合肥行业回暖时新洋丰销售增长弹性最大。构建全方位农业专业技术服务，提升产品附加值。
- **产品结构升级，强化品牌建设。**针对种植业的消费升级领域，公司积极研发推广主要面向经济作物的高端肥、新型肥，促进产品结构升级。公司新型肥占比提升空间大，目前仅有 22%，看好未来 5~10 年逐步提升至 50% 左右。
- **未来注入磷矿，成本将进一步降低。**不断完善产业链一体化布局，看好成为中国的加阳、雅苒。

图 1：公司复合肥产品（常规肥+新型肥）市场份额逐年提升

复合肥销量（万吨）	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
金正大	239	289	368	447	537	618	689	541
新洋丰	180	216	235	251	261	288	312	331
史丹利	157	166	187	204	243	256	210	224
云图控股	86	92	109	145	185	190	219	210
司尔特	70	76	96	110	139	164	137	144
芭田股份	60	69	76	85	78	82	83	90
心连心化肥	35	37	49	61	82	95	124	140
行业总消费量	4498	5342	5574	5802	6131	5908	5105	4505
以上公司合计市占率	18%	18%	20%	22%	25%	29%	35%	37%
CR3	12.81%	12.57%	14.17%	15.55%	16.97%	19.66%	23.73%	24.33%
新洋丰市占率	4.00%	4.05%	4.21%	4.33%	4.25%	4.87%	6.12%	7.35%

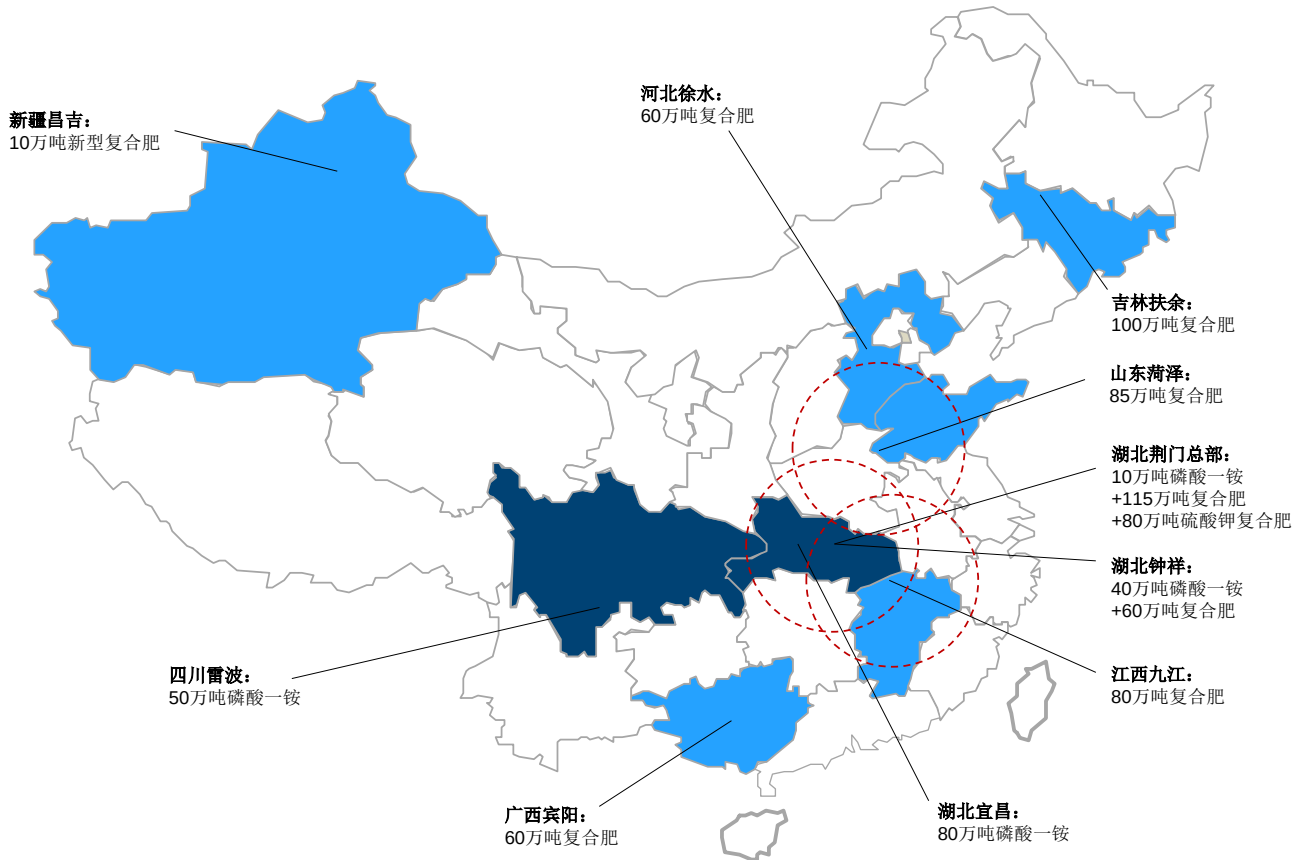
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司上市以来经销商数量快速提升

时间	销售人员数量	一级经销商数量	二级经销商数量	复合肥总销量（万吨）	平均每家一级经销商销量（吨）	平均每家二级经销商销量（吨）
2013	-	2000+	25000+	235	1174	94
2014	885	3000+	n.a	251	838	n.a
2015	947	3000+	50000+	261	869	52
2016	1005	4100+	52000+	288	701	55
2017	1052	4500+	60000+	312	694	52
2018	1000+	4800+	~70000	331	690	47
2019	1000+	5200+	70000+	336	646	48

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：新洋丰生产基地布局全国



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：新洋丰原材料运输具备区位优势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新型复合肥发展方兴未艾，龙头企业竞逐新型复合肥蓝海市场。业界预测未来5年中国新型复合肥市场的年均复合增速将达到10%以上。中小复合肥企业普遍缺乏研发新型复合肥的技术实力和配套提供技术服务的能力，因此新型复合肥主要是大型复合肥企业、尤其是龙头企业竞逐的制高点。

新洋丰的新型复合肥业务发展迅速，产品结构持续优化升级。我们分析认为，新洋丰新型复合肥业务高速增长的原因有以下三方面：

- **加强品牌建设，持续研发创新。**公司采用多品牌运作策略，现已形成四大品牌联袂搏击市场的格局。公司拥有完善的研发体系和较强的自主研发能力，构建并持续优化新型肥料产品体系。
- **营销渠道建设与创新。**公司现有营销网络稳定性好、执行力强、覆盖面广，营销队伍专业水平高。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；同时公司把西南、东南、华南等相对薄弱的市场作为重点市场，不断加大资源投入，提升市场占有率。
- **持续加码技术服务，实行差异化竞争。**公司已构建了由专家顾问团队、内部农技师团队、基层服务团队组成的技术服务金字塔体系。公司着力通过试验田示范与技术服务相结合的方式助力高端肥料销售。

图 5：公司的多品牌矩阵

公司复合肥产品类型	采用的品牌	产品品种
常规复合肥	综合型品牌“洋丰”、“澳特尔”	硫酸钾复合肥、尿基复合肥、高塔复合肥、BB肥等
新型复合肥	综合型品牌“洋丰”、“澳特尔”的子品牌	“洋丰正好” 作物专用肥
		“百倍邦” 特种肥料
		“水白金”、“简惠” 水溶肥
		“洋丰硫” 生态级肥
		“锌磷美” 中微量添加复合肥
		“机多宝” 有机-无机复合肥
		“洋丰-康朴” 稳定性肥料
		“道道” 硝硫基肥
		“澳之蓝” 水溶肥、海藻肥
	“力赛诺”	“力赛诺” 高端肥料
		“康朴”、“康朴诺泰克” (与德国康朴专家合作品牌) 稳定性复合肥
	“乐开怀”（电商销售品牌） 提质增效系列产品	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：公司三层技术服务体系



资料来源：公司宣传材料，东兴证券研究所

风险提示：农产品价格下滑；磷肥、复合肥价格下滑；环保力度减弱。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	5250	5732	6584	7764	8981	营业收入	10031	9327	10133	11424	12326
货币资金	1124	2271	2874	3673	4663	营业成本	8132	7623	8244	9186	9733
应收账款	194	208	226	254	275	营业税金及附加	43	38	41	46	50
其他应收款	207	164	250	278	295	营业费用	551	523	568	640	691
预付款项	356	231	179	201	217	管理费用	294	289	314	354	382
存货	2716	2438	2637	2938	3112	财务费用	-24	-21	-28	-38	-51
其他流动资产	653	419	419	419	419	资产减值损失	20	14	0	0	0
非流动资产合计	3749	3986	3859	3676	3492	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	12	16	16	16	16	投资净收益	10	5	0	0	0
固定资产	2805	2818	2812	2684	2519	营业利润	1033	864	990	1231	1516
无形资产	512	600	584	569	553	营业外收入	3	3	0	0	0
其他非流动资产	420	553	447	408	403	营业外支出	12	4	0	0	0
资产总计	8999	9718	10443	11440	12473	利润总额	1035	811	990	1231	1516
流动负债合计	2511	2482	2675	2995	3199	所得税	206	151	184	229	282
短期借款	9	9	9	9	9	净利润	829	661	806	1002	1235
应付账款	982	773	836	931	987	少数股东损益	-10	-10	-10	-11	-11
预收款项	1051	1122	1219	1374	1483	归属母公司净利润	819	651	796	991	1223
一年内到期的非流	1	0	0	0	0	EBITDA	1001	781	951	1182	1454
非流动负债合计	112	534	534	534	534	EPS (元)	0.61	0.49	0.60	0.74	0.92
长期借款	0	404	404	404	404	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2623	3023	3209	3529	3733	成长能力					
少数股东权益	157	185	195	206	217						
实收资本 (或股本)	1333	1333	1333	1333	1333	营业收入增长	11%	-7%	9%	13%	8%
资本公积	534	449	449	449	449	营业利润增长	21%	-16%	15%	24%	23%
未分配利润	4353	4729	5258	5923	6741	归属于母公司净利	20%	-20%	22%	25%	23%
归属母公司股东权	6219	6510	7039	7705	8522	获利能力					
负债和所有者权益	8999	9718	10443	11440	12473						
现金流量表						毛利率(%)	19%	18%	19%	20%	21%
						净利率(%)	8%	7%	8%	9%	10%
			单位:百万元			总资产净利润(%)	9%	7%	8%	9%	10%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	13%	10%	11%	13%	14%
经营活动现金流	185	1506	965	1139	1399	偿债能力					
净利润	819	651	796	991	1223						
折旧摊销	227	220	231	236	238	资产负债率(%)	29%	31%	31%	31%	30%
财务费用	-24	-21	-28	-38	-51	流动比率					
应付账款的变化	362	-812	249	381	227	营运能力					
预收账款的变化	-268	-42	206	321	204						
投资活动现金流	-105	-351	-110	-53	-53	总资产周转率	2.76	2.41	2.58	3.03	3.44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	69	46	47	48	47
长期股权投资减少	-302	-292	-100	-50	-50	应付账款周转率	11.43	11.60	11.47	11.91	24.98
投资收益	10	5	0	0	0	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-344	57	-252	-288	-355						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.49	0.60	0.74	0.92
长期借款增加	0	403	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.19	0.90	0.45	0.59	0.74
普通股增加	1	21	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.67	4.88	5.28	5.78	6.39
资本公积增加	-67	-85	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	-259	1214	603	799	991						
						P/E	19.53	24.57	20.11	16.13	13.08
						P/B	2.57	2.46	2.27	2.08	1.88
						EV/EBITDA	12.12	14.13	11.45	8.98	6.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	磷肥短期供需矛盾突出，长期趋于健康有序发展	2020-02-26
公司深度报告	化工龙头系列研究之四：新洋丰(000902)——新型肥业务何以高增长？	2019-08-29
公司深度报告	新洋丰(000902)深度报告：成本、技术、渠道优势突出，农资消费白马成长性持续	2019-03-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业高级分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526