

## 业绩符合预期，新型复合肥助力未来高增长

### 新洋丰（000902.SZ）2020 年年报点评

证券研究报告

2021 年 04 月 08 日

#### 核心结论

**事件：**公司公布2020年年报，全年实现营业收入100.69亿元，同比+7.94%；归母净利润9.55亿元，同比+46.65%，业绩较2019年实现高增长，符合市场预期。

**行业景气上行，公司产销量提升。**2020年以来玉米、大豆等粮食价格持续上行，带来复合肥的价格上升和利润空间扩大，公司实现了销量和盈利水平双增长。2020年公司磷复肥销量479.09万吨，同比+13.23%；其中新型复合肥销量72.02万吨，同比+9.84%，2016年至今年复合增长率为21.03%，2020年增速相对较低主要系疫情影响。在此基础上，公司2020全年依然实现净利率9.48%，同比+2.40个百分点，盈利能力提升显著。

**产能扩张稳步推进，新型肥助力业绩高增长。**2020年3月和9月，公司分别公告投资建设30万吨/年合成氨技改项目和30万吨/年高品质经济作物专用肥项目，前者将进一步降本增效，提升公司抵御原材料价格波动的能力，后者将持续贯彻公司产品向新型复合肥转型的战略。预期公司新型复合肥销量将保持高速增长，未来有望实现产品结构调整，迎来量价齐升。

**持续加大技术服务与研发投入，巩固竞争优势。**2020年公司研发费用同比+38.67%。截至2020年底，公司技术服务队伍已有农艺师近200名，已建设完成426块高标准示范田基地。优质高效的技术服务成为公司实现差异化竞争、提高产品溢价、增强用户的粘性的重要途径。

**投资建议：**预计公司2021/2022/2023年可实现营收116.7/132.0/145.2亿元；实现归母净利润12.56/14.75/17.72亿元。随着公司不断加大技术服务与研发投入，我们有望看到公司在终端展现农技服务+研发能力+渠道粘性+品牌认知的复合优势，获得更高市占率。综上，维持“增持”评级。

**风险提示：**项目建设进度不及预期；政策变动，环保治理力度减弱；农产品和原材料价格波动等

公司评级 增持

股票代码 000902

前次评级 增持

评级变动 维持

当前价格 17.79

#### 近一年股价走势



#### 分析师

杨晖 S0800520010003  
13717871708  
yanghui@research.xbmail.com.cn

#### 联系人

郑轶  
18810301712  
zhengyi@research.xbmail.com.cn

#### 相关研究

新洋丰：农化景气周期上行，公司龙头优势显著——新洋丰（000902.SZ）首次覆盖报告  
2021-03-24

#### 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,327	10,069	11,667	13,203	14,523
增长率	-7.0%	7.9%	15.9%	13.2%	10.0%
归母净利润（百万元）	651	955	1,256	1,475	1,772
增长率	-20.5%	46.6%	31.6%	17.4%	20.1%
每股收益（EPS）	0.50	0.73	0.96	1.13	1.36
市盈率（P/E）	35.2	24.0	18.3	15.5	12.9
市净率（P/B）	3.6	3.4	2.7	2.3	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 索引

## 内容目录

公司 2020 年业绩实现高增长.....	3
农化景气周期上行，公司产销量提升.....	4
产能扩张稳步推进，新型肥助力业绩高增长.....	5
产能投放将驱动公司销量进一步增长.....	5
公司资金优势明显，支撑产能扩张和下游渠道建设.....	5
持续加大技术服务与研发投入，巩固竞争优势.....	6
投资建议.....	6
风险提示.....	6

## 图表目录

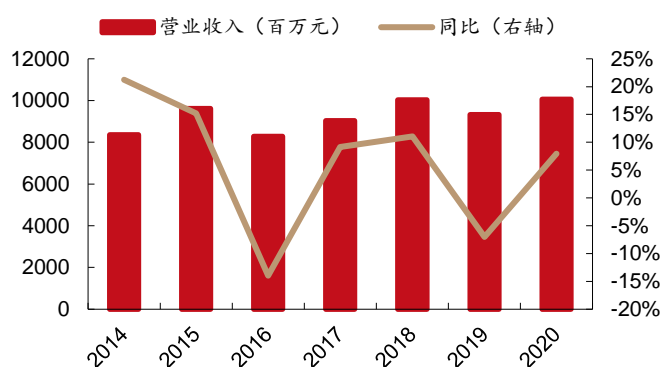
图 1：2020 年公司营收同比+7.94%.....	3
图 2：2020 年公司归母净利润同比+46.65%.....	3
图 3：2020 年公司盈利能力上行.....	3
图 4：公司期间费用率保持稳定.....	3
图 5：2020 年以来粮食价格持续上行.....	4
图 6：公司磷复肥销量回暖.....	4
图 7：公司 2020 年分业务营收占比.....	4
图 8：公司预收款/合同负债金额充裕（百万元）.....	5
图 9：公司账上货币资金充裕（百万元）.....	5
图 10：公司资产负债率良好.....	6
图 11：公司经营性现金流持续向好（百万元）.....	6
表 1：2020 年末公司相关在建工程情况.....	5

## 公司2020年业绩实现高增长

公司2020年实现营业收入100.69亿元，同比+7.94%；实现归母净利润9.55亿元，同比+46.65%，业绩较2019年实现高增长。其中，公司于2020年四季度实现营业收入18.26亿元，同比+52.28%；实现归母净利润1.59亿元，同比+81.71%。在2020年“抗疫”和“防汛”的双重压力下，公司在保证生产与经营的同时，抓住了复合肥行业景气度回升机遇，取得了全年各类肥料产销总量逆势增长的优异业绩。

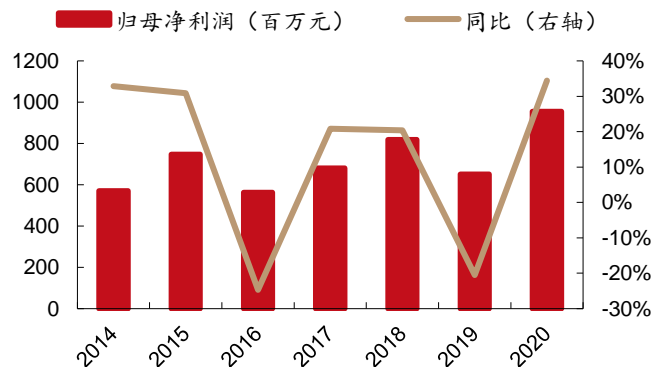
公司盈利能力上行，期间费用控制良好。2020年公司毛利率为18.01%，同比下降0.67个百分点，下降的原因主要是运费的确认方式从销售费用调整为营业成本。根据年报披露，公司2020年磷复肥业务共发生运输费用2.64亿元，占营业成本比重3.35%，若折算到占营收比重为2.62%。若剔除磷复肥运费确认准则调整带来的影响，公司2020年实际毛利率为20.63%，同比提高1.95个百分点。从净利率角度看，公司2020年实现净利率9.48%，同比提高2.40个百分点，盈利能力提升显著。公司期间费用率保持稳定，其中销售费用同比-49.33%，销售费用率减少2.98个百分点，系销售费用中运费纳入营业成本项目列示所致；管理费用同比+22.49%，管理费用率增加0.42个百分点；财务费用同比-52.38%，财务费用率下降0.09个百分点，主要系利息收入所致；研发费用同比+40.48%，研发费用率为0.59%，较2019年增长0.14个百分点，系公司加大研发投入力度所致。

图1：2020年公司营收同比+7.94%



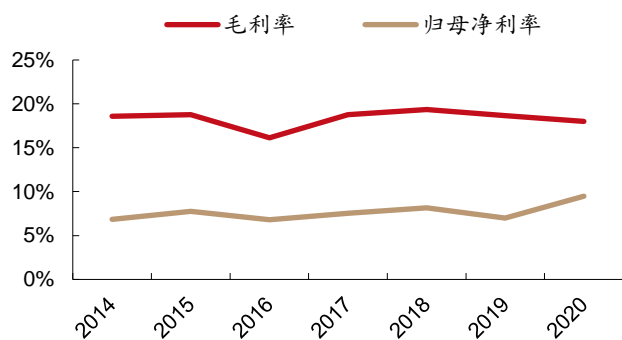
资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图2：2020年公司归母净利润同比+46.65%



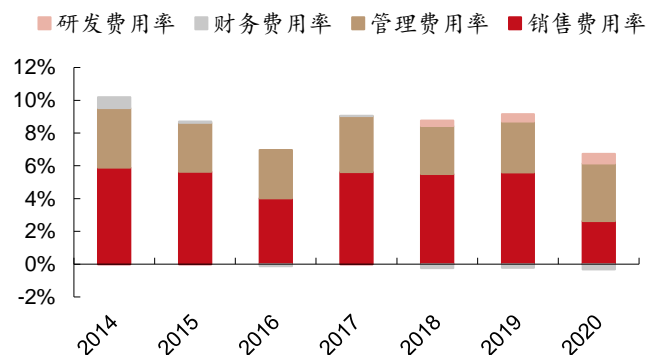
资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图3：2020年公司盈利能力上行



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图4：公司期间费用率保持稳定

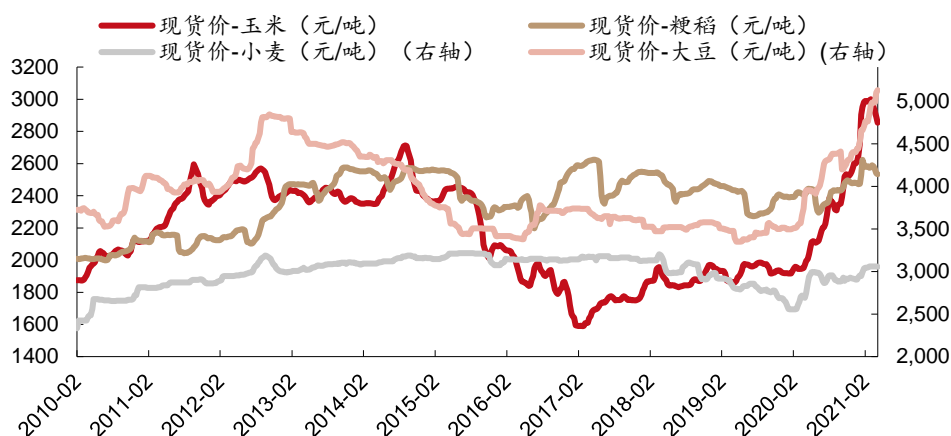


资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

## 农化景气周期上行，公司产销量提升

2020年以来玉米、大豆等粮食价格持续上行，农产品价格成为主导复合肥的价格和利润的主要因素。当前玉米价格已突破2800元/吨，大豆价格已突破5100元/吨，均超过2014年左右的高点。农产品价格上升提升了农户的种植收益和种植热情，公司主要产品需求提升，景气度持续复苏，各主营产品价格和毛利率均呈现不同幅度上涨，公司在2020年实现了盈利水平的高增长。

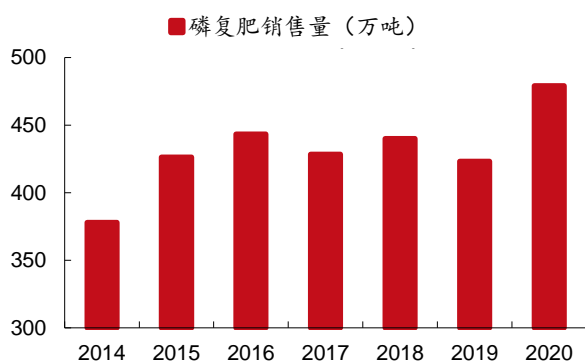
图5：2020年以来粮食价格持续上行



资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

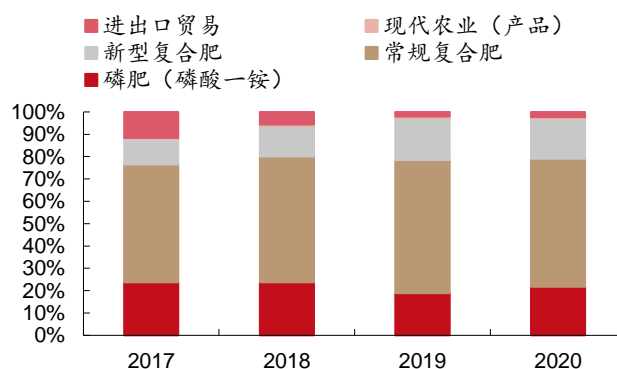
2020年公司共实现磷复肥销量479.09万吨，同比上涨13.23%。其中，公司复合肥销量自2017年至今连续稳定增长，新型复合肥营收占比持续提升。从销量来看，2020年公司常规复合肥销量293.91万吨，同比增长8.72%；新型复合肥销量72.02万吨，同比增长9.84%，2016年至今的年复合增长率为21.03%，其中2020年销量增速相对较低的原因主要系疫情影响。从营收来看，2020年公司常规复合业务实现56.27亿的营收，占总营收比重为55.89%，同比下降2.84个百分点；新型复合肥业务实现17.97亿的营收，占总营收比重为17.85%，同比下降0.68个百分点；磷肥（磷酸一铵）业务实现营收21.44亿元，同比增长23.79%，营收占比21.29%，同比增长2.72个百分点。

图6：公司磷复肥销量回暖



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图7：公司2020年分业务营收占比



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

## 产能扩张稳步推进，新型肥助力业绩高增长

### 产能投放将驱动公司销量进一步增长

2020年末公司共有在建工程19个，在建工程余额由1.78亿元增长至7.56亿元。2020年3月和9月，公司分别公告投资建设30万吨/年合成氨技改项目和30万吨/年高品质经济作物专用肥项目。前者将进一步通过降本增效，提升公司抵御原材料价格波动的能力；后者将持续贯彻公司产品向新型复合肥转型的战略。同时，随着国内经济作物需求的稳健增长以及土地流转的持续推进，预期未来新型复合肥的需求旺盛。公司前期投放产能的逐步释放将在匹配于此轮行业景气上行周期的同时，把握住新型复合肥行业的成长。预期公司新型复合肥产品销量将保持高速增长，未来有望实现产品结构的调整，迎来量价齐升。

表1：2020年末公司相关在建工程情况

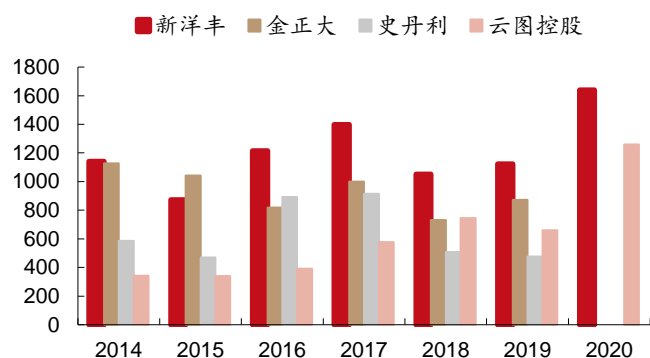
序号	在建工程项目	工程进度
1	宜都分公司磷酸铵和聚磷酸铵及磷资源综合利用项目	70%
2	30万吨/年磷石膏提纯精制项目	80%
3	<b>30万吨/年高品质经济作物专用肥</b>	<b>60%</b>
4	<b>30万吨/年合成氨技改项目</b>	<b>5%</b>
5	雷波磷石膏综合利用项目	90%
6	磷石膏二期	未披露
7	水溶肥生产线	未披露
8	年产20万吨石膏砂浆线	未披露
9	中磷磷石膏综合利用项目	100%
10	硫酸钾厂、硫酸厂等其他技改	未披露

资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

### 公司资金优势明显，支撑产能扩张和下游渠道建设

对比行业内竞争对手，公司具有更为充裕的预收款金额和货币资金，2020年末公司账上货币资金达25.12亿元。同时，公司具有较为优秀的资产负债率，经营性现金流持续向好，2020年公司经营性现金流净额为24.33亿元，同比增长61.6%。公司的资金优势使其在行业进入高景气周期时拥有充足的资本进行渠道的建设扩张，进而建立起作为行业龙头更加明显的竞争优势，并持续良性循环。

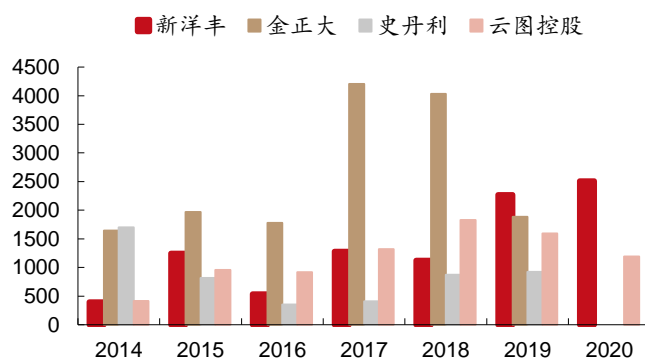
图8：公司预收款/合同负债金额充裕（百万元）



资料来源：Wind，各公司公告，西部证券研发中心

注：金正大、史丹利2020年报暂未披露

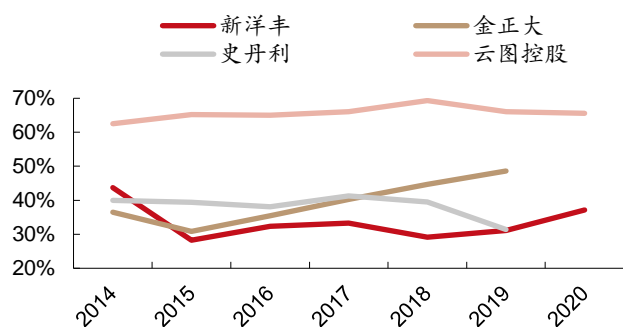
图9：公司账上货币资金充裕（百万元）



资料来源：Wind，各公司公告，西部证券研发中心

注：金正大、史丹利2020年报暂未披露

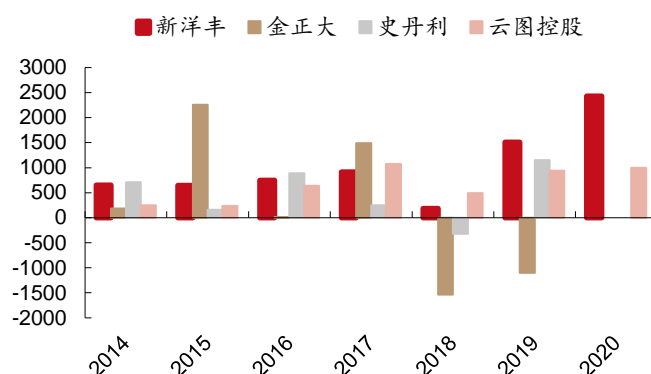
图 10: 公司资产负债率良好



资料来源: Wind, 各公司公告, 西部证券研发中心

注: 金正大、史丹利 2020 年报暂未披露

图 11: 公司经营现金流持续向好 (百万元)



资料来源: Wind, 各公司公告, 西部证券研发中心

注: 金正大、史丹利 2020 年报暂未披露

## 持续加大技术服务与研发投入, 巩固竞争优势

公司技术服务团队规模不断扩大, 助力技术推广。公司自 2017 年起开始组建技术服务部门, 截至 2020 年底已形成一支近 200 名经验丰富的农艺师组成的高素质技术服务队伍。公司预期在十四五末实现技术服务人员 400 人以上的规模。同时, 公司已建设完成 426 块高标准示范田基地, 较 2019 年新增 189 块。优质高效的技术服务成为公司实现差异化竞争、提高产品溢价、增强用户的粘性的重要途径。

公司持续加大研发投入。2020 年公司研发费用合计 5879.9 万元, 同比+38.67%, 研发费用率为 0.59%, 较 2019 年增长 0.14 个百分点, 研发投入力度不断加大。2020 年公司聘请澳大利亚墨尔本大学陈德立教授、阿德莱德大学 Mike 院士、国际肥料工业协会前秘书长米歇尔等专家为顾问, 成立 MAX-IFIC 国际肥料创新中心, 应用国际前沿技术开发高端新型肥料产品, 推动公司产品创新升级和技术进步。2021 年 2 月, 公司使用自有资金参股袁隆平农业高科技股份有限公司控股子公司隆平生物技术有限公司, 开展种、肥、药一体化协同合作探索, 将有助于公司进一步增强技术竞争优势、提升盈利水平。

## 投资建议

预计公司 2021-2023 年可分别实现归母净利润 12.56/14.75/17.72 亿元, 对应 EPS 分别为 0.96/1.13/1.36 元, 对应当前 PE 分别为 18.3x/15.5x/12.9x。我们认为伴随全球经济复苏需求端回暖, 粮价持续上行公司复合肥吨利润扩大, 同时公司新建项目将支持公司降本增效和并扩充新型复合肥产能, 带动公司业绩持续增长。随着公司不断加大技术服务与研发投入, 我们有望看到公司在终端展现农技服务+研发能力+渠道粘性+品牌认知的复合优势, 获得更高市占率。维持公司“增持”评级。

## 风险提示

项目建设进度不及预期; 政策变动, 环保治理力度减弱; 农产品和原材料价格波动等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,271	2,512	3,304	4,907	6,775	营业收入	9,327	10,069	11,667	13,203	14,523
应收款项	603	616	902	873	952	营业成本	7,585	8,256	9,129	10,265	11,149
存货净额	2,438	2,099	2,774	3,010	3,164	营业税金及附加	38	34	46	50	53
其他流动资产	419	1,213	635	756	868	销售费用	523	265	513	561	595
<b>流动资产合计</b>	<b>5,732</b>	<b>6,440</b>	<b>7,614</b>	<b>9,546</b>	<b>11,758</b>	管理费用	331	413	446	523	566
固定资产及在建工程	2,995	3,667	3,802	3,853	3,803	财务费用	(21)	(32)	(8)	(18)	(35)
长期股权投资	16	18	15	16	17	其他费用/(-收入)	59	(68)	(37)	(28)	(28)
无形资产	600	750	813	903	998	<b>营业利润</b>	<b>812</b>	<b>1,202</b>	<b>1,577</b>	<b>1,851</b>	<b>2,223</b>
其他非流动资产	375	455	399	411	422	营业外净收支	(1)	(6)	(5)	(4)	(5)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,986</b>	<b>4,890</b>	<b>5,030</b>	<b>5,183</b>	<b>5,240</b>	<b>利润总额</b>	<b>811</b>	<b>1,196</b>	<b>1,572</b>	<b>1,847</b>	<b>2,218</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,718</b>	<b>11,330</b>	<b>12,645</b>	<b>14,729</b>	<b>16,998</b>	所得税费用	151	224	293	346	414
短期借款	9	210	76	98	128	<b>净利润</b>	<b>661</b>	<b>972</b>	<b>1,278</b>	<b>1,501</b>	<b>1,804</b>
应付款项	2,473	3,261	3,163	3,663	4,074	少数股东损益	10	17	22	26	32
其他流动负债	0	148	49	66	88	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>651</b>	<b>955</b>	<b>1,256</b>	<b>1,475</b>	<b>1,772</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,482</b>	<b>3,619</b>	<b>3,288</b>	<b>3,827</b>	<b>4,289</b>						
长期借款及应付债券	404	401	535	713	816	<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他长期负债	136	188	145	156	163	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>541</b>	<b>589</b>	<b>680</b>	<b>869</b>	<b>979</b>	ROE	10.2%	14.2%	16.3%	16.2%	16.7%
<b>负债合计</b>	<b>3,023</b>	<b>4,208</b>	<b>3,968</b>	<b>4,696</b>	<b>5,268</b>	毛利率	18.7%	18.0%	21.7%	22.3%	23.2%
股本	1,333	1,333	1,305	1,305	1,305	营业利润率	8.7%	11.9%	13.5%	14.0%	15.3%
股东权益	6,695	7,122	8,676	10,033	11,730	销售净利率	7.1%	9.7%	11.0%	11.4%	12.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,718</b>	<b>11,330</b>	<b>12,645</b>	<b>14,729</b>	<b>16,998</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	-7.0%	7.9%	15.9%	13.2%	10.0%
						营业利润增长率	-22.2%	48.0%	31.2%	17.4%	20.1%
						归母净利润增长率	-20.5%	46.6%	31.6%	17.4%	20.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	31.1%	37.1%	31.4%	31.9%	31.0%
						流动比	2.31	2.32	2.32	2.49	2.74
						速动比	1.33	1.20	1.47	1.71	2.00
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.50	0.73	0.96	1.13	1.36
						BVPS	4.99	5.31	6.48	7.50	8.78
						<b>估值</b>					
						P/E	35.2	24.0	18.3	15.5	12.9
						P/B	3.6	3.4	2.7	2.3	2.0
						P/S	2.5	2.3	2.0	1.7	1.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上  
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间  
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%  
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。