

## 公司研究

## 粮价回升带动业绩增长，多重优势巩固行业龙头地位

## ——新洋丰（000902.SZ）动态跟踪报告

## 要点

**事件:** 4月6日晚公司发布2020年年度报告, 2020年公司实现营业收入100.69亿元, 同比增长7.94%; 实现归母净利润9.55亿元, 同比增长46.65%, 扣非后归母净利润为9.20亿元。公司2020年ROE为14.19%, 同比增加4个百分点。

**粮价上涨, 带动复合肥需求提升, 2020业绩同比增长明显。** 公司2020Q1至Q4公司分别实现归母净利润1.92、3.11、2.92、1.59亿元。新冠疫情的影响也引发了人们对粮食安全的进一步重视, 2020年内粮食价格明显上涨, 其中大豆、玉米批发价格上升50%以上, 粮价的上涨明显带动了农资消费需求的提升, 下游经销商备货积极性提高, 2020Q3和Q4公司归母净利润分别同比提升约24倍和17倍, 呈现出“淡季不淡”的喜人局面。2020年全年公司磷复肥销售量和生产量分别为479万吨和537万吨, 分别同比增长13.23%和9.61%。

**“三磷”整治加速行业洗牌, 三大优势助力公司巩固龙头地位。** 自2019年开始, 在“三磷”整治的推动下磷肥行业出现洗牌, 大量中小产能退出, 行业集中度提升, 虽然短期内对公司经营造成了一定影响, 但公司凭借自身规模实力迅速回归业绩增长轨道。依托母公司磷矿资源和自身产业链一体化布局, 公司具有明显的成本优势。借助公司十大基地战略部署和总部地理位置的天然优势, 公司坐拥丰富的原料资源和产品运输优势。凭借自身成本优势, 通过部分让利以扩增下游经销商和终端零售商, 加强自身营销渠道优势。

**重视研发投入, 新型复合肥业务高速增长。** 公司与多方进行合作, 加大新型、高质量复合肥的产品研发, 以占据化肥行业制高点。2020年公司研发投入1.69亿元, 同比增长34.8%。新型复合肥业务营收占比由2016年的8.66%提升到了2020年的17.85%, 营收年均复合增长率达到25.8%, 销量复合增长率则达到了21.0%, 四年内实现了新型复合肥的销量翻倍。公司还布局有30万吨的高品质经济作物专用肥项目, 预计2021年下半年投产, 进一步扩大高端产品优势。

**盈利预测、估值与评级:** 在农产品价格回升背景下, 公司业绩增速明显, 2020年业绩符合预期。我们维持公司2021-2022年的盈利预测, 并新增2023年的盈利预测, 预计公司2021-2023年分别实现归母净利润12.03、13.49、17.23亿元, 折合EPS分别为0.92、1.03、1.32元/股, 随着行业产能洗牌, 集中度持续提升, 叠加公司产能释放和开工率提升, 公司市场份额和整体销售量也将随之稳步增长, 仍维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格波动风险, 下游需求不及预期风险, 项目建设不及预期风险, 安全生产和环境保护风险, 行业政策风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,327	10,069	12,004	13,572	15,239
营业收入增长率	-7.01%	7.94%	19.23%	13.06%	12.28%
净利润(百万元)	651	955	1,203	1,349	1,723
净利润增长率	-20.49%	46.65%	26.02%	12.14%	27.72%
EPS(元)	0.50	0.73	0.92	1.03	1.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.00%	13.79%	15.30%	15.46%	17.40%
P/E	33	23	18	16	13
P/B	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2021-04-12

## 买入(维持)

当前价: 16.60元

## 作者

分析师: 赵乃迪

执业证书编号: S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师: 吴裕

执业证书编号: S0930519050005

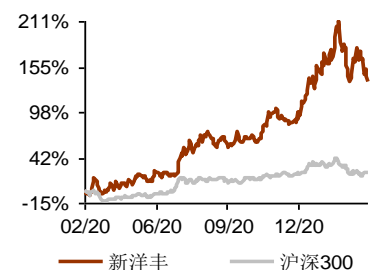
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	13.05
总市值(亿元):	216.55
一年最低/最高(元):	7.56/23.40
近3月换手率:	67.48%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.63	6.84	85.15
绝对	0.00	-0.13	120.38

资料来源: Wind

# 目 录

1、粮价上涨带动化肥需求，2020 年盈利明显回升.....	4
2、“三磷”整治助力供给侧改革，新洋丰作为龙头明显受益.....	6
2.1、“三磷整治”加速行业产能出清，磷肥行业竞争格局逐步优化.....	6
2.2、产业集中化进程加速，三大核心竞争力凸显新洋丰龙头优势.....	7
3、科研投入带动产品升级，新型复合肥助力公司抢占制高点.....	9
3.1、农业现代化促进优质农资需求，凸显新型复合肥优势.....	9
3.2、科研投入稳步提升，助力公司抢占新型复合肥制高点.....	11
4、投资建议.....	12
5、风险分析.....	13

## 图目录

图 1: 公司 2014-2020 年营业收入及增长率 .....	4
图 2: 公司 2014-2020 年归母净利润及增长率 .....	4
图 3: 国内粮价于 2020 年内明显上涨 (单位: 元/吨) .....	5
图 4: 公司磷复肥产销量及增长率 (单位: 万吨) .....	5
图 5: 公司 2016-2020 年各业务营收比例 .....	5
图 6: 公司 2014-2020 年经营活动现金净流量 (百万元) .....	5
图 7: 2014-2020 年全国磷矿石产量 (万吨) .....	7
图 8: 2014-2020 年全国磷酸一铵产能及产量 (万吨) .....	7
图 9: 国内复合肥企业产能占比 .....	8
图 10: 公司与可比公司的毛利率比较 .....	8
图 11: 公司与可比公司的净利率比较 .....	8
图 12: 国内磷矿资源基础储量 .....	9
图 13: 国内磷酸一铵行业区域产能占比 .....	9
图 14: 2004-2019 年我国农村承包耕地流转面积 (亿亩) .....	10
图 15: 2011-2019 年全国农民专业合作社数量 (万户) .....	10
图 16: 2000-2019 年国内蔬菜播种面积和果园面积 (亿亩) .....	10
图 17: 2011-2018 年不同作物每亩复合肥使用金额 (元) .....	10
图 18: 公司新型复合肥毛利率明显高于磷肥和常规复合肥 .....	11
图 19: 公司研发投入明显增加 (百万元) .....	11
图 20: 公司新型复合肥收入快速增长 (百万元) .....	11

## 表目录

表 1: 公司十大生产基地及磷复肥产能情况 .....	4
表 2: 《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》主要内容 .....	6
表 3: 2019 年内部分磷酸一铵淘汰产能企业名单 .....	7
表 4: 关键项目预测 (百万元) .....	12

# 1、粮价上涨带动化肥需求，2020 年盈利明显回升

公司是国内磷复肥龙头企业，主营业务为磷复肥、新型肥料的研发、生产和销售，并可为现代农业产业提供解决方案。自 1982 年公司建立以来，至今已经过近 40 年的发展，依托母公司洋丰集团 5 亿吨磷矿资源和全国范围内的十大生产基地，公司目前具备年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨/年的生产能力(含 180 万吨/年磷酸一铵，位列国内行业第一)和 320 万吨/年低品位磷矿洗选能力，同时可配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年，极具产业链一体化的竞争优势。同时，公司还具有 30 万吨钾肥进口配额，为复合肥销量前五家企业中唯一具有钾肥进口配额的公司。

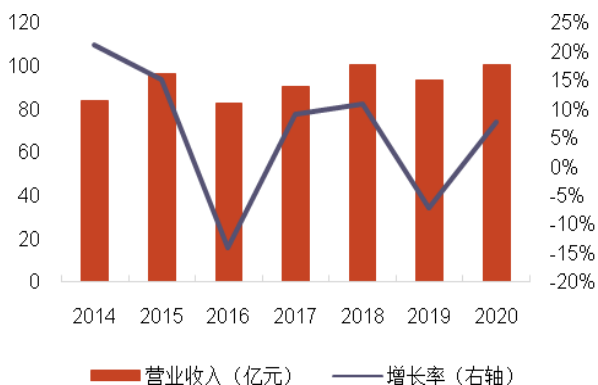
表 1：公司十大生产基地及磷复肥产能情况

生产基地	产能 (万吨/年)	
	磷酸一铵	复合肥 (含新型复合肥)
湖北荆门	10	195
湖北钟祥	40	60
湖北宜昌	80	
四川雷波	50	
山东菏泽		85
河北徐水		60
广西宾阳		60
江西九江		80
吉林扶余		100
新疆吉昌		10
<b>合计</b>	<b>180</b>	<b>650</b>

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，截至 2021 年 3 月

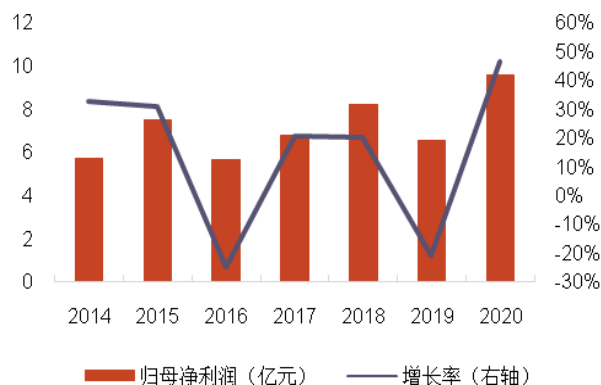
公司自 2014 年上市以来，由于国家政策调整以及环保态势趋严的影响，业绩存在有一定波动。由于“十三五”规划曾提出到 2020 年实现化肥用量 0 增长，2015 年化肥行业的补贴和增值税优惠相继取消，对公司而言这一不利影响虽然没有立即发酵，但仍对后续化肥需求产生一定抑制作用，2016 年公司业绩暂时下滑，不过公司凭借自身龙头竞争优势和抗风险能力很快恢复了业绩上升态势。2019 年由于“三磷”整治相关政策，化肥行业供给侧改革开启，但公司仍在这一轮行业洗牌中保持着自身竞争力和龙头优势，于 2020 年实现业绩的明显回升。

图 1：公司 2014-2020 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

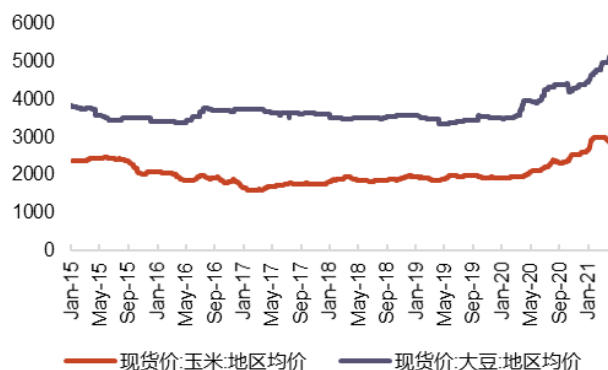
图 2：公司 2014-2020 年归母净利润及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

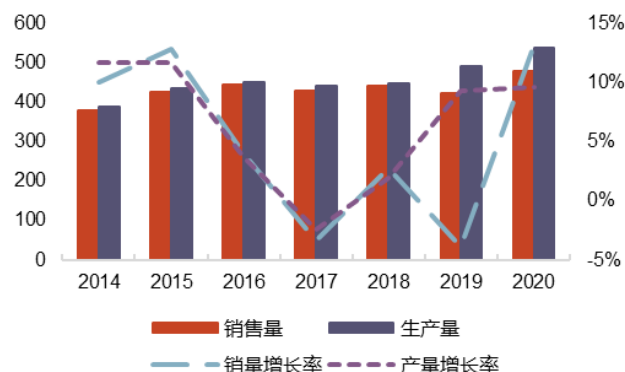
2020 年公司实现营业收入 100.69 亿元，同比增长 7.94%；实现归母净利润 9.55 亿元，同比大增 46.65%。公司 2020Q1 至 Q4 公司分别实现归母净利润 1.92、3.11、2.92、1.59 亿元。虽然 2020Q1 受新冠疫情影响公司盈利出现下滑，但自 2020Q2 开始就已回归增长趋势。同时，新冠疫情的影响也引发了人们对粮食安全的进一步重视，2020 年内粮食价格明显上涨，其中大豆、玉米批发价格上升 50%以上，粮价的上涨也明显带动了农资消费需求的提升，下游经销商备货积极性提高，2020Q3 和 Q4 公司归母净利润分别同比提升约 24 倍和 17 倍，呈现出“淡季不淡”的喜人局面。2020 年全年公司磷复肥销售量和生产量分别为 479 万吨和 537 万吨，分别同比增长 13.23%和 9.61%。

图 3：国内粮价于 2020 年内明显上涨（单位：元/吨）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至 2021 年 4 月 9 日

图 4：公司磷复肥产销量及增长率（单位：万吨）

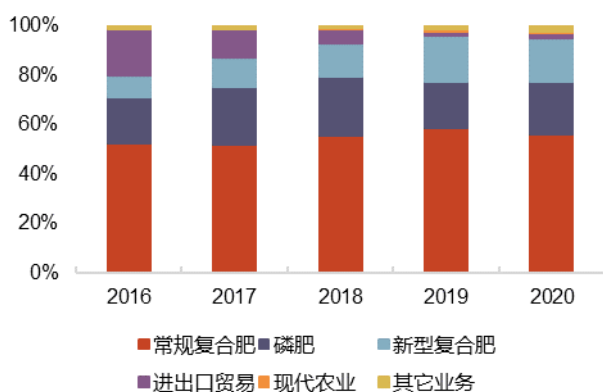


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

在公司磷复肥产销量提升的同时，公司主要业务的构成也在逐步优化。其中高毛利率的新型复合肥业务营收占比由 2016 年的 8.66% 提升到了 2020 年的 17.85%，营收年均复合增长率达到 25.8%，销量复合增长率则达到了 21.0%，四年内实现了新型复合肥的销量翻倍。磷肥业务在经历了 2019 年的环保政策调整后，于 2020 年也大幅回升，营收同比提升 23.7%，销量同比提升 29.7%。常规复合肥业务则保持相对稳定的增长，2020 年营收同比小幅提升 2.7%，销量同比提升 8.7%。

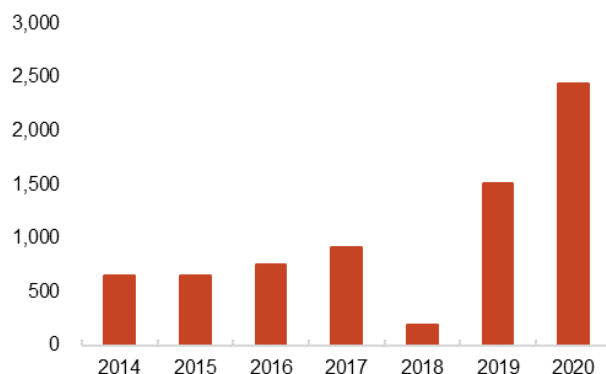
公司经营性现金流在近两年也有十分优异的表现。2020 年公司经营性现金流达到 24.33 亿元，同比增长 61.56%，占公司净资产的 35.14%。充盈的现金流为公司多个新建产能项目提供了充足的资金支持，为公司未来发展提供了良好的资金基础。

图 5：公司 2016-2020 年各业务营收比例



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：公司 2014-2020 年经营活动现金净流量（百万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 2、“三磷”整治助力供给侧改革，新洋丰作为龙头明显受益

### 2.1、“三磷整治”加速行业产能出清，磷肥行业竞争格局逐步优化

2019年1月21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》，提出组织湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆等省市开展“三磷”（即磷矿、磷肥和含磷农药制造等磷化工企业、磷石膏库）专项排查整治行动，要求2019年上半年，相关省市完成排查，制定限期整改方案，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。2019年4月30日，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等7省（市）“三磷”企业（磷矿、磷化工、磷石膏库）开展集中排查整治。从自查情况来看，湖北、贵州、云南、四川、湖南、重庆、江苏7省市聚集了全国60%以上的涉磷企业，“三磷”企业（矿、库）数量高达692家，其中有276家存在生态环境问题，占比高达40%。随着“三磷”整治的不断推进，2020年年底长江经济带11省（市）281家“三磷”企业（矿、库），均已完成问题整改。

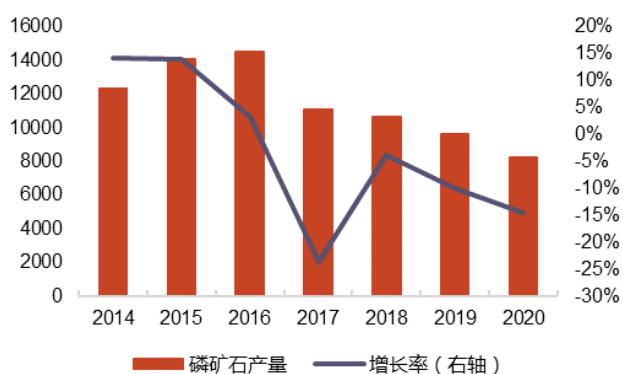
表 2:《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》主要内容

主要内容	
<b>排查地区</b>	湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等7省(市)
<b>三项重点</b>	<b>磷矿</b> 外排矿井水达标排放；矿区有效控制扬尘；矿山实施生态恢复措施。
	<b>磷化工</b> 雨污分流、初期雨水有效收集处理；污染防治设施建成并正常运行；外排废水达标排放，磷肥企业重点落实污水处理设施建设及废水的有效回用；含磷农药企业重点强化母液的回收处理；黄磷企业重点落实含元素磷废水“零排放”和黄磷防流失措施。
	<b>磷石膏库</b> 地下水定期监测；渗滤液有效收集处理；回水池、拦洪沟、排洪渠规范建设；磷石膏的综合利用。
<b>五个阶段</b>	<b>查问题</b> 组织开展“三磷”问题排查，掌握问题清单，梳理行业典型。
	<b>定方案</b> 制定“一企一策”整改方案，形成整改台账，分类开展整治，拉条挂账推进整治任务。
	<b>校清单</b> 开展强化督查，校核问题清单及整改方案，查漏补欠问题，清查瞒报漏报，并完成黄磷企业整改。
	<b>督进展</b> 核实整改情况，督促整改进度，对已完成整改任务予以销号，并完成磷矿、磷肥企业、含磷农药企业整改。
	<b>核成效</b> 持续推动重点磷石膏库整改，不断解决突出问题，核查验收“三磷”专项排查整治行动实效。
<b>行动目标</b>	争取利用两年左右时间，基本摸清“三磷”行业底数，重点解决“三磷”行业中污染重、风险大、严重违法违规等突出生态环境问题。

资料来源：生态环境部，光大证券研究所整理

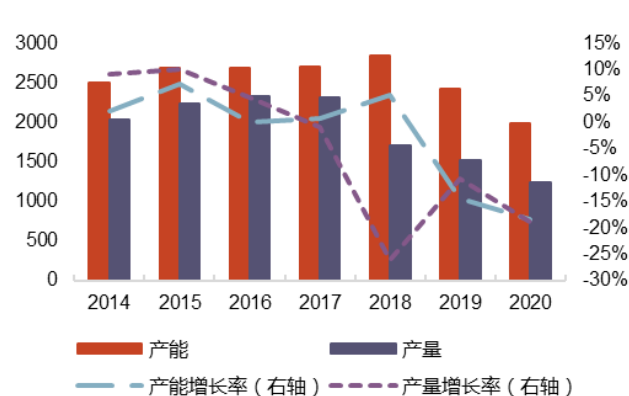
磷矿作为不可再生资源，盲目过度开采会威胁我国磷产业可持续发展和粮食安全，且会加重环境污染。2016年《全国矿产资源规划（2016-2020年）》首次将磷矿列入战略性矿产目录，磷矿产能扩张得到抑制。自此开始，政府出台一系列环保政策，中小企业工厂遭到频繁整顿，开工率无法得到保证，磷肥行业落后产能迅速出清，磷肥行业供给侧改革加速推进。2019年，“三磷”整治进一步加速行业产能去化进程，环保标准和行业准入门槛不断提升。从磷矿石产量来看，自2016年达到产量高点后，磷矿石产量开始持续降低，2020年全国磷矿石产量仅为8194万吨，同比减少14.5%，2016-2020年磷矿石产量年均下降13.3%。在环保持续高压与资源保护备受重视的背景下，预计未来磷矿石供给将持续缩紧。

图 7: 2014-2020 年全国磷矿石产量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理

图 8: 2014-2020 年全国磷酸一铵产能及产量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理

在“三磷”整治推动下, 磷酸一铵产能也在持续出清, 据百川盈孚统计, 2018 至 2020 年国内磷酸一铵产能减少约 859 万吨, 产能减少幅度约为 30.2%, 且不包含短期检修及限量减产的企业。2019 年我国磷酸一铵产量 1522 万吨, 较 2018 年的 1737.8 万吨下降 7.3%。对于停产企业而言, 环保条件与技术水平的缺乏使得现有生产工艺难以满足废水排放、磷石膏综合利用等相关标准, 前期磷肥价格下滑又使得企业没有足够资金进行改造, 复产之路漫长。对于新进入者来说, 环境保护工艺要求高, 项目审批难度明显加大, 也无疑增加了进入门槛。

表 3: 2019 年内部分磷酸一铵淘汰产能企业名称

地区	企业名称	淘汰产能 (万吨)
重庆	中化重庆涪陵化工有限公司	70
湖北	武汉中东磷业科技有限公司	60
湖北	湖北宜化集团有限责任公司	50
湖北	湖北华毅化工有限公司	50
江苏	江苏荣森化肥有限公司	30
四川	四川眉山广益磷化工有限公司	25
江苏	江苏绿陵润发化工有限公司	24
重庆	重庆华强控股(集团)有限公司	15
安徽	安徽辉隆中成科技有限公司	15
重庆	双赢集团有限公司	12
山东	山东汇泰化工有限公司	12
四川	四川省高宇化工有限公司	10
河南	新密市丰源磷化有限责任公司	10
<b>合计</b>		<b>383</b>

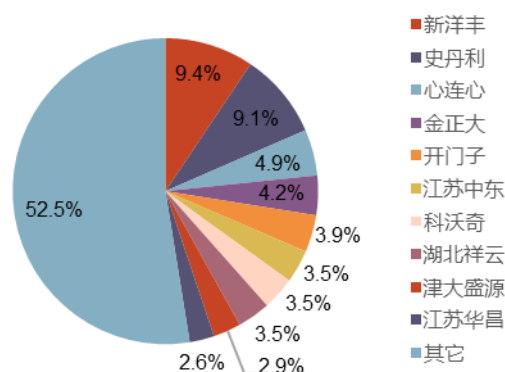
资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理

## 2.2、 产业集中化进程加速, 三大核心竞争力凸显新洋丰龙头优势

我国磷肥企业数量众多且多为中小企业, 行业集中度较低。2014 年, 我国复合肥生产企业有 5000 多家, 大部分企业是产能在 30 万吨以下的小型企业, 这类小企业生产设备简陋, 安全环保不达标, 开工率极低。而 200 万吨以上的企业只有三家, 不及所有复合肥生产企业数量的 0.06%。2016 年以来, 随着国内连续取消化肥行业优惠政策, 并提高环保标准, 抬升了企业的生产和经营成本,

复合肥行业装置设备落后、环保不达标、规模较小的老旧产能正加速退出市场，行业集中度逐渐提高。在“三磷”整治的推动下，磷铵产能持续出清，行业集中度进一步提高。在供给侧改革的深入推进下，未来中国复合肥行业的产业集中度发展空间较为广阔，集成本优势、区位优势、渠道优势于一身的新洋丰有望进一步抢占市场，巩固龙头地位。

图 9：国内复合肥企业产能占比



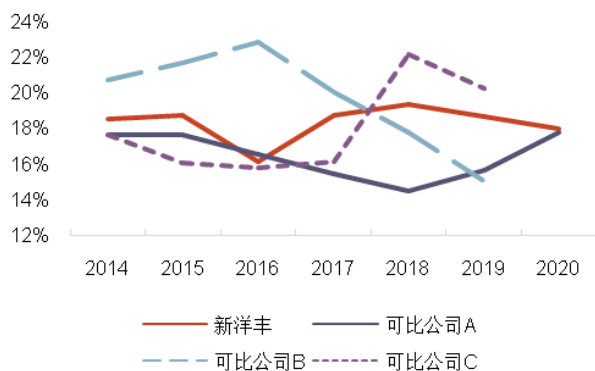
资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2021 年 3 月

### 成本优势：磷酸一铵完全自给叠加钾肥进口权

新洋丰是国内磷酸一铵产能最大的企业，年产能 180 万吨。其中近 40% 的磷酸一铵用于自给，其余外销。磷酸一铵在产企业较少，同行很难通过兼并收购获得公司的成本优势。随着下游复合肥企业需求复苏以及磷酸一铵国内供给量可能持续收缩，2021 年磷酸一铵价格有望企稳回升，提升公司盈利。此外，为了进一步强化公司产业链一体化竞争优势，加深公司的成本优势护城河，公司于 2020 年 3 月发布公告拟投资 15 亿元用于建设 30 万吨/年合成氨技改项目，预计建设周期为 2 年，预计于 2022 年 Q2 或 Q3 建成投产，建成后公司合成氨产能将实现翻倍，进一步增强公司成本优势。

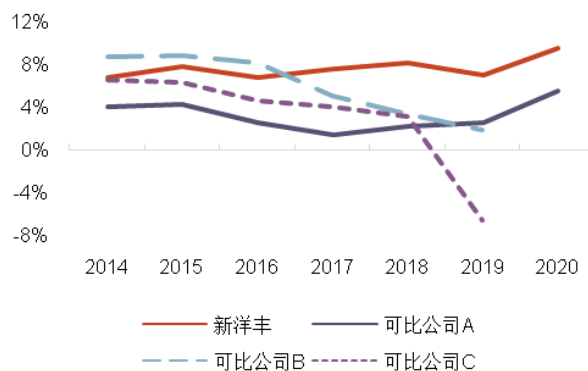
同时，公司获得国家商务部授予的进口钾肥权利，而国内钾肥价格通常高于国外进口价格 200-300 元/吨，这大幅降低了公司的原材料成本。

图 10：公司与可比公司的毛利率比较



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 11：公司与可比公司的净利率比较



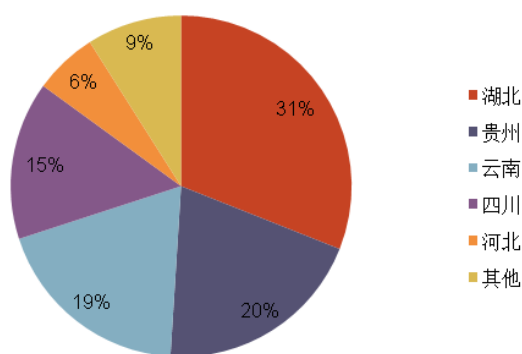
资料来源：Wind，光大证券研究所整理



### 区位优势：磷矿资源高度集中，母公司拥有 5 亿吨磷矿资源

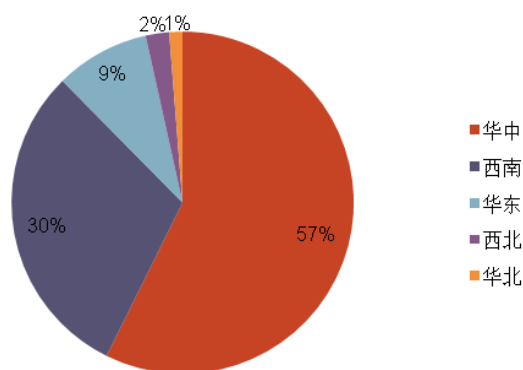
我国磷矿资源地域分布集中，主要分布于中部和西南部各省。其中湖北、贵州、云南、四川四省产量占到总产量的 95% 以上，资源优势明显。其中，湖北省具有丰富的磷肥生产原料和明显的交通运输优势。根据中国磷复肥工业协会数据统计，2018 年湖北省磷肥产量达 583 万吨，占全国总产量的 34.4%，位居全国首位。公司核心产能位于湖北荆门、湖北钟祥，依托母公司洋丰集团 5 亿吨磷矿资源，在环保政策持续加码和行业准入门槛不断提升的背景下，或将享受行业整合带来的发展红利。另外，公司区位布局合理，拥有水路和铁路专用线，物流成本较低，公司先进且完善的生产工艺及配套设施，也进一步降低了公司成本。

图 12：国内磷矿资源基础储量



资料来源：锐观咨询，光大证券研究所整理，数据截至 2018 年

图 13：国内磷酸一铵行业区域产能占比



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2021 年 3 月

### 渠道优势：依托成本优势，通过分利增强渠道粘性

基于公司复合肥较强的成本优势，以及良好的财务状况和现金流，公司将一部分成本优势分利给渠道，以吸引更多优质经销商，提升市场份额。在让利的同时，公司提供全方位农化专业技术服务，重视提升产品附加值，增加用户粘性。截至 2020 年底，公司现有营销人员近 1000 名，一级经销商 5,500 多家，终端零售商 70,000 多家，现有营销渠道稳定性好、执行力强、覆盖面广。

## 3、科研投入带动产品升级，新型复合肥助力公司抢占制高点

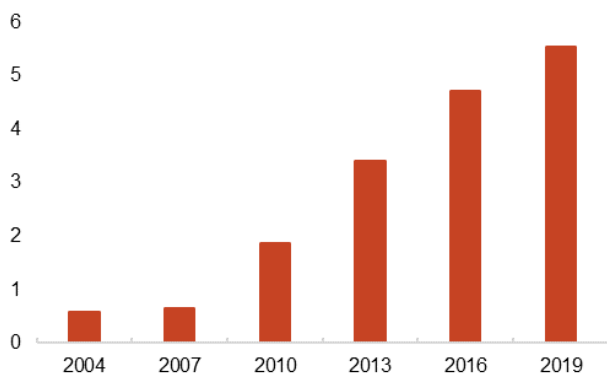
我国复合肥行业的转型升级被列为化肥行业“十三五”规划的重点，复合肥行业将向规模化、高效化、新型化方向发展，据中国化工信息中心预测，未来 5 年中国新型复合肥市场的年均复合增速将达到 10% 以上。虽然新型肥料市场广阔，盈利能力高于常规复合肥，但中小复合肥企业普遍缺乏研发新型肥料的技术实力和配套提供技术服务的能力，因此，新型肥料是大型复合肥企业，尤其是龙头企业竞逐的制高点。

### 3.1、农业现代化促进优质农资需求，凸显新型复合肥优势

**土地流转面积增加，加速迈向农业现代化步伐。**2004 年我国农村承包地流转面积仅为 0.58 亿亩，在国家强力推进土地流转的背景下，截至 2019 年，全国农村承包耕地流转面积超过 5.55 亿亩，占承包耕地总面积的比例达到 37% 以上，由此带动了我国新型农业经营主体快速发展。截至 2020 年 6 月，全国家庭

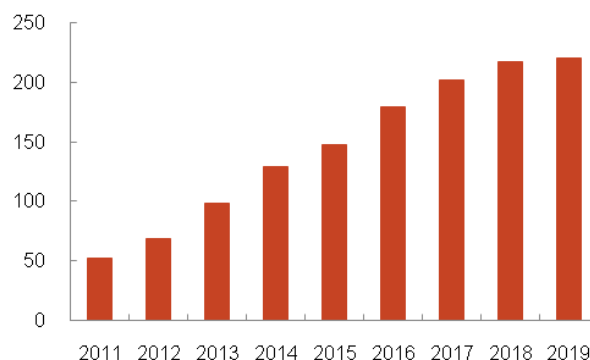
农场数量超过 100 万家，注册登记农民专业合作社 220 多万家，1.25 亿小农户融入现代农业发展。与传统的小农分散经营不同，种植大户、家庭农场、合作社等新型农业经营主体以市场为导向，生产经营的规模效应更好。因此，其对复合肥的消费更看重肥效与性价比，对于农业的生产技术和服务的投入更看重投入产出比，那些在产品、服务和价格方面具备优势，且真正能为规模化农户创造经济效益的优质企业将获得更广阔的市场空间。2004 至 2018 年间，农民对玉米、早粳稻和小麦的每亩化肥投入金额分别提升 299%、327%和 542%，这也侧面体现了农户对于高质量化肥的需求在逐步提升。

图 14: 2004-2019 年我国农村承包耕地流转面积 (亿亩)



资料来源: 中国产业信息网, 光大证券研究所整理

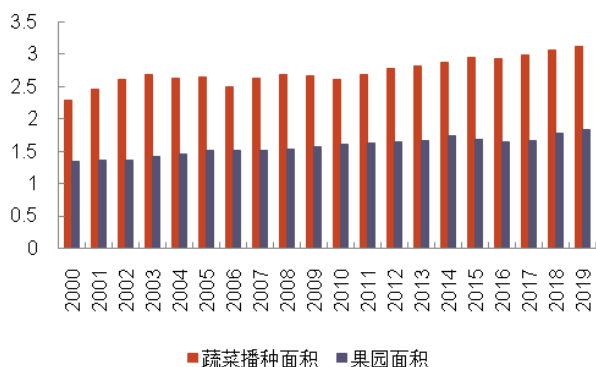
图 15: 2011-2019 年全国农民专业合作社数量 (万户)



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

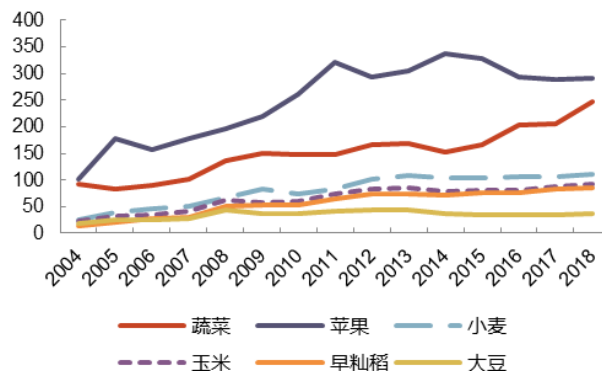
**居民膳食结构升级推动新型复合肥需求上涨。**随着我国经济发展和居民收入的增长,居民膳食结构和营养需求逐步升级,对高品质、多样化、营养健康、绿色安全的农产品需求越来越大,因此国内农产品种植户开始布局高档水果和蔬菜的种植。据国家统计局统计显示,2010 年、2015 年和 2019 年我国的蔬菜种植面积分别为 2.61 亿亩、2.94 亿亩和 3.13 亿亩,果园面积分别为 1.60 亿亩、1.68 亿亩和 1.84 亿亩,呈现逐年稳健增长态势。虽然苹果和蔬菜每亩复合肥使用金额多年来显著高于其他作物,但蔬菜、水果等经济作物产值高、利润好,种植户更关注化肥产品的功能和技术服务,因此对于高收益的蔬菜、水果而言,新型复合肥更加安全环保,效果更优,是未来发展趋势。

图 16: 2000-2019 年国内蔬菜播种面积和果园面积 (亿亩)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所整理

图 17: 2011-2018 年不同作物每亩复合肥使用金额 (元)

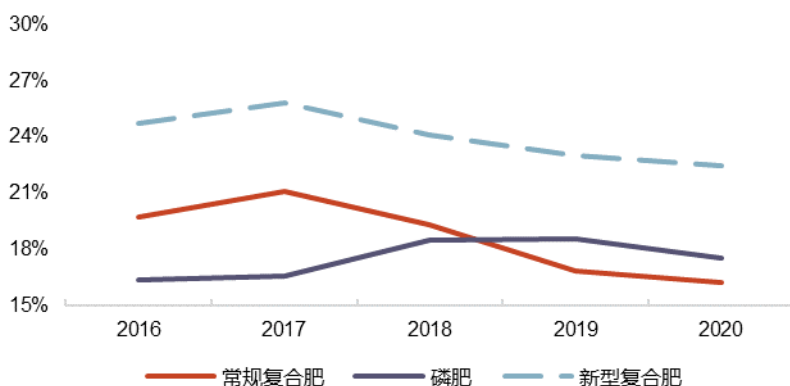


资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

**新型复合肥毛利率明显高于常规复合肥。**新型复合肥可以使肥料中营养元素的供应与作物对养分的需求基本同步、实现动态平衡,提高蔬菜、水果等农产品的质量,是复合肥的发展趋势。尽管新型复合肥相较于常规复合肥售价偏高,但在高档水果和蔬菜带来的巨大收益面前,肥料成本增加不会带来明显的影响,加

之新型农业经营主体更看重复合肥的肥效与性能,为新型复合肥售价的提高提供了一定空间。

图 18: 公司新型复合肥毛利率明显高于磷肥和常规复合肥

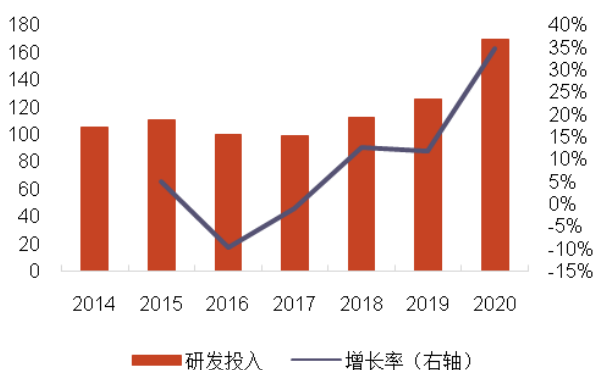


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

### 3.2、 研发投入稳步提升,助力公司抢占新型复合肥制高点

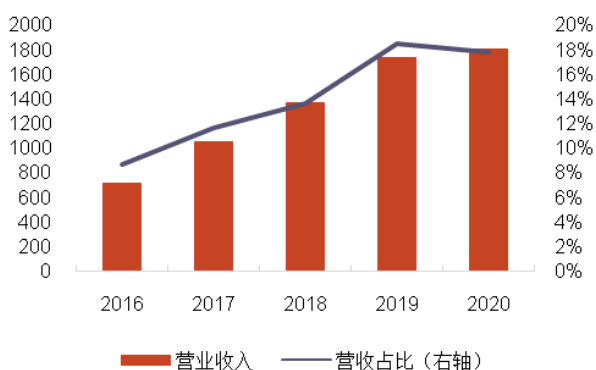
**研发投入推动产品升级,新型复合肥占比稳步提升。**近年来公司通过与中国农业大学、全国农技推广中心、德国康朴专家等国内外知名的科研院校、机构和企业战略合作,全面致力于研发、生产并推广能够满足作物全营养需求、提高肥料利用率、解决各种土壤问题的新型肥料产品。研发投入由 2017 年的 0.99 亿元增长至 2020 年的 1.69 亿元。在公司业务收入结构中,新型复合肥占磷复肥总收入的比重不断提升,由 2016 年的 14% 提升至 2020 年的 24%。盈利能力更强、经营壁垒更高的新型复合肥占比不断提升,公司的复合肥产品结构持续优化升级。

图 19: 公司研发投入明显增加 (百万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 20: 公司新型复合肥收入快速增长 (百万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

**公司的产品创新已经走在了同行业的前列。**公司将新型肥料产品规划为特肥、有机肥+配方肥、缓控释肥、生态级肥和现有新品五大系列,是目前行业内作物专用肥开发种类多、应用市场广、效果比较好的企业之一。公司新型肥料销量由 2016 年的 33.56 万吨增长至 2020 年的 72.02 万吨,年复合增长率 21.03%,四年内实现销量翻番。在产能建设方面,2020 年公司投资建设 30 万吨的高品质

经济作物专用肥项目，预计 2021 年的 6、7 月份正式投产，有望助力 2021 年秋肥期间销量的提升。公司具备的产业一体化优势、区位优势、规模和研发等优势有望推动公司在新型复合肥蓝海中抢占市场，赢得制高点。

## 4、投资建议

### 关键假设及盈利预测：

1.常规复合肥：2020 年公司复合肥开工率仅为 60%，随着农产品价格的逐步回升，下游农户种植意愿增强，将提升复合肥整体销量。同时伴随着行业产能洗牌，公司作为龙头市场份额将逐步提升，复合肥整体销量和开工率明显提升。因此随着我们认为 2021-2023 年公司常规复合肥业务的营收增速分别为 18%、12%和 12%，同时随着公司产业链一体化的成本优势，常规复合肥的毛利率也将小幅提升，预计公司 2021-2023 年常规复合肥业务的毛利率分别为 16.8%、16.9%和 18%。

2.磷肥：随着磷酸一铵价格的回升以及公司江西九江基地二期 40 万吨产能的释放，我们认为公司磷肥业务将保持较高增速，预计 2021-2023 年磷肥业务的营收增速分别为 20%、10%、10%，预计 2021-2022 年毛利率与 2020 年基本持平为 17.5%，2023 年受益于合成氨技改项目产能的完全释放，毛利率将有所增高，预计 2023 年毛利率为 20%。

3.新型复合肥：近年来下游对高质量复合肥的需求持续增加，公司新型复合肥销量保持着较高增速，伴随 2021 年下半年新增 30 万吨的高品质经济作物专用肥项目的产能释放，我们预计 2021-2023 年公司新型复合肥业务的营收增速分别为 25%、20%、15%，毛利率分别为 23%、23%、25%。

4.进出口贸易：公司进出口贸易业务在 2017-2019 年期间下降幅度较大，2020 年出现了一定的反弹。我们预计 2021-2023 年期间进出口贸易业务仍将延续之前的下降趋势，预计营收增速分别为-10%、-10%和-10%，业务毛利率预计与疫情前 2018-2019 年的水平的相当约为 5%。

5.现代农业：我们认为公司 2020 年现代农业业绩下降仅为偶发现象，2021-2023 年公司现代农业业务增速将会回升，预计营收增速分别为 25%、25%和 25%，毛利率将与疫情前持平，约为 33%。

6.其他业务：我们预计公司其他业务 2021-2023 年营收增速分别为 25%、25%和 25%，仍将与之前相当的高毛利率，预计约为 50%。

表 4：关键项目预测（百万元）

主营业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
常规复合肥	收入	5627.2	6640.2	7437.0	8329.4
	YOY	2.7%	18.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	16.3%	16.8%	16.9%	18.0%
磷肥	收入	2143.5	2572.3	2829.5	3112.4
	YOY	23.7%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.5%	17.5%	17.5%	20.0%
新型复合肥	收入	1797.1	2246.3	2695.6	3099.9
	YOY	4.0%	25.0%	20.0%	15%
	毛利率	22.5%	23.0%	23.0%	25.0%
进出口贸易	收入	229.6	206.6	185.9	167.3
	YOY	22.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	2.9%	5.0%	5.0%	5.0%
现代农业	收入	33.9	42.4	53.0	66.3

	YOY	-45.3%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	10.6%	33.0%	33.0%	33.0%
其他业务	收入	237.2	296.5	370.6	463.3
	YOY	70.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	45.7%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

在农产品价格回升背景下，公司业绩增速明显，2020 年业绩符合预期。我们维持公司 2021-2022 年的盈利预测，并新增 2023 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 12.03、13.49、17.23 亿元，折合 EPS 分别为 0.92、1.03、1.32 元/股，随着行业产能洗牌，集中度持续提升，叠加公司产能释放和开工率提升，公司市场份额和整体销售量也将随之稳步增长，仍维持公司“买入”评级。

## 5、风险分析

### (1) 原材料价格波动风险

除磷酸一铵外，复合肥行业上游原材料还包括有尿素、硝铵磷、氯化钾、硫酸钾等。原材料价格的波动将影响公司普通磷肥和复合肥的生产成本，进而影响公司相关业务的盈利能力。

### (2) 下游需求不及预期风险

终端农产品的价格的波动将影响农民的种植意愿，从而影响公司下游行业对于化肥的需求量。此外天气变化也将影响农产品种植情况，也会对公司下游需求造成影响，导致下游需求不及预期风险。

### (3) 项目建设进度不及预期风险

公司当前有多个项目正在建设过程中，包括有 30 万吨/年合成氨技改项目、30 万吨的高品质经济作物专用肥项目，以及一系列磷石膏相关项目。产能建设的延后或者停滞将会导致公司规划产能无法如期释放，对公司未来盈利水平造成明显的影响。

### (4) 安全生产和环境保护风险

公司工艺生产过程中涉及若干种危险化学品和污染品，存在有一定的安全隐患和污染源，如生产过程中不注意导致安全事故发生或污染源意外排放，将对公司造成较大的损失，甚至导致部分产能关停。

### (5) 行业政策风险

近年来国家对于化肥行业有多次的政策调整，相关环境保护政策未有放松态势，持续趋严。后续相关化肥行业政策的调整或出台或将会对公司经营和盈利能力造成影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,327	10,069	12,004	13,572	15,239
营业成本	7,585	8,256	9,747	10,985	12,080
折旧和摊销	220	219	266	273	278
税金及附加	38	34	40	45	51
销售费用	523	265	316	357	401
管理费用	289	354	422	477	536
研发费用	42	59	70	79	89
财务费用	-21	-32	-22	-16	-24
投资收益	5	31	18	25	22
营业利润	812	1,202	1,505	1,684	2,144
利润总额	811	1,196	1,500	1,680	2,139
所得税	151	224	280	313	399
净利润	661	972	1,220	1,366	1,740
少数股东损益	10	17	17	17	17
归属母公司净利润	651	955	1,203	1,349	1,723
EPS(元)	0.50	0.73	0.92	1.03	1.32

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,506	2,433	-427	1,380	1,766
净利润	651	955	1,203	1,349	1,723
折旧摊销	220	219	266	273	278
净营运资金增加	-835	-1,310	2,090	393	393
其他	1,469	2,569	-3,987	-635	-627
投资活动产生现金流	-351	-1,872	-81	-75	-78
净资本支出	-286	-948	-100	-100	-100
长期投资变化	-4	-2	0	0	0
其他资产变化	-61	-922	19	25	22
融资活动现金流	57	-371	-449	-472	-522
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	403	198	-210	-0	0
无息负债变化	-3	987	-1,323	199	172
净现金流	1,214	186	-957	833	1,166

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	18.7%	18.0%	18.8%	19.1%	20.7%
EBITDA 率	11.9%	13.4%	14.1%	14.2%	15.7%
EBIT 率	9.4%	11.1%	11.9%	12.2%	13.8%
税前净利润率	8.7%	11.9%	12.5%	12.4%	14.0%
归母净利润率	7.0%	9.5%	10.0%	9.9%	11.3%
ROA	6.8%	8.6%	11.3%	11.5%	13.2%
ROE (摊薄)	10.0%	13.8%	15.3%	15.5%	17.4%
经营性 ROIC	12.7%	17.7%	16.5%	18.4%	22.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	31%	37%	25%	24%	23%
流动比率	2.31	1.78	2.89	3.19	3.59
速动比率	1.33	1.20	1.70	1.96	2.34
归母权益/有息债务	15.77	11.34	19.62	21.78	24.72
有形资产/有息债务	21.87	17.18	24.84	27.63	31.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,718	11,330	10,757	11,834	13,200
货币资金	2,271	2,512	1,555	2,388	3,553
交易性金融资产	120	1,045	1,045	1,045	1,045
应收帐款	208	188	237	268	301
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	164	86	147	166	186
存货	2,438	2,099	2,479	2,794	3,074
其他流动资产	299	168	168	168	168
流动资产合计	5,732	6,440	6,034	7,283	8,826
其他权益工具	117	145	145	145	145
长期股权投资	16	18	18	18	18
固定资产	2,818	2,911	2,909	2,864	2,787
在建工程	177	756	619	517	440
无形资产	600	750	712	677	643
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	170	220	220	220	220
非流动资产合计	3,986	4,890	4,723	4,551	4,373
总负债	3,023	4,208	2,675	2,874	3,046
短期借款	9	210	0	0	0
应付账款	773	1,088	1,284	1,447	1,591
应付票据	85	67	79	89	98
预收账款	1,122	0	0	0	0
其他流动负债	0	148	148	148	148
流动负债合计	2,482	3,619	2,086	2,285	2,457
长期借款	404	401	401	401	401
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	171	171	171	171
非流动负债合计	541	589	589	589	589
股东权益	6,695	7,122	8,082	8,960	10,154
股本	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333
公积金	790	982	1,102	1,237	1,267
未分配利润	4,301	4,961	5,783	6,509	7,656
归属母公司权益	6,510	6,922	7,864	8,725	9,902
少数股东权益	185	201	218	235	252

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.60%	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%
管理费用率	3.10%	3.52%	3.52%	3.52%	3.52%
财务费用率	-0.23%	-0.32%	-0.18%	-0.12%	-0.16%
研发费用率	0.45%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%
所得税率	19%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.20	0.37	0.42	0.53
每股经营现金流	1.15	1.86	-0.33	1.06	1.35
每股净资产	4.99	5.31	6.03	6.69	7.59
每股销售收入	7.15	7.72	9.20	10.40	11.68

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	33	23	18	16	13
PB	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	19.6	15.5	12.8	10.9	8.4
股息率	1%	1%	2%	3%	3%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE