

# 种植景气度回暖提振化肥需求，磷酸铁项目投资有望增厚公司利润

## 新洋丰(000902)

### 主要观点:

#### ► 公司是国内磷复肥行业龙头

公司专业从事磷复肥和新型肥料的研究、开发、生产与销售，以及现代农业相关技术、设施、装备、产品和服务的供应，具有年产各类高浓度磷复肥 830 万吨的生产能力和 320 万吨低品位磷矿洗选能力，其中磷酸一铵产能 180 万吨（含工业级磷酸一铵产能 15 万吨），配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年。2014-2020 年，公司收入从 83.52 亿元稳步增长至 100.69 亿元（原贸易业务收入逐年改为净额结算），CAGR+3.16%；归母净利润从 5.71 亿元增长至 9.55 亿元，CAGR+8.94%。2021 年前三季度，公司实现营业收入 95.39 亿元，yoy+15.73%；实现归母净利润 10.51 亿元，yoy+32.54%。

#### ► 种植景气度回暖 & 集中度提升，复合肥需求拐点或现

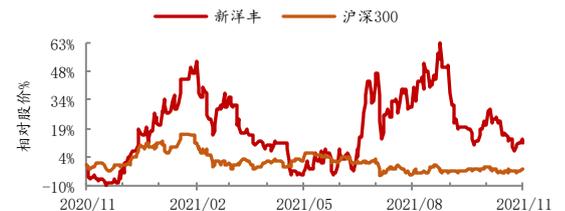
2016 年玉米临储政策取消，种植面积连年下降，2019 年玉米库存已下降至低位，而生猪产能触底回升，猪鸡替代效应下禽链高景气，饲料需求向好支撑玉米价格维持高位。小麦、水稻作为玉米的替代品，在玉米价格维持高位的背景下，替代需求逐步凸显，价格呈现温和上涨趋势。玉米、小麦、水稻等主要农产品价格普涨带动种植产业链景气度回暖。化肥需求和下游种植产业链景气度高度相关，下游种植产业链景气度回暖将刺激农户种植积极性，带动化肥需求向好。此外，国内多项政策（化肥淡储、一次性种粮补贴等）进一步带动化肥需求结构优化，而随着环保监管力度进一步强化、“三磷整治”等供给侧改革工作取得积极进展，原材料价格近两年大幅波动，落后中小产能难以为继，中小产能的退出推动行业集中度持续提升。2011-2020 年，复合肥消费量增速从 4498 万吨缓慢提升至 5134 万吨，年复合增速 1.48%，而公司复合肥销量从 180 万吨增长至 366 万吨，年复合增速 8.20%，远高于行业平均增速，对应市场份额也从 4.63% 提升至 7.13%。

#### ► 竞争壁垒不断巩固，磷酸铁助力公司高速成长

公司产品覆盖磷肥（主要为磷酸一铵）、常规复合肥、新型复合肥三大板块多个系列，产品系列在行业内完备齐全，多品牌矩阵满足了经销商与消费者多元化的个性需求和对高品质复合肥的需求。而品牌作为公司发展的重要驱动力，可以和推动渠道布局形成良好协同，不断提升公司品牌资产和价值。得益于公司区位优势以及合理的供给布局、具有钾肥进口权以及拥有 180 万吨磷酸一铵产能优势，公司成本竞争壁垒较强。此外，磷酸铁在未来数

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	16.45
股票代码:	000902
52 周最高价/最低价:	24.72/13.26
总市值(亿)	214.60
自由流通市值(亿)	195.15
自由流通股数(百万)	1,186.31



#### 分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110005  
联系电话: 0755-23947349

#### 分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100007  
联系电话:

华西农业 & 化工联合覆盖

年内供需缺口始终存在，2021年，公司公告规划建设20万吨磷酸铁项目，首期5万吨和二期15万吨分别于2022年2月和2022年底投产，公司在磷酸铁业务方面具有绝对优势，有望凭借磷酸铁业务实现二次高增长。

### 投资建议

受益于下游种植产业链景气度回暖，化肥需求将持续向好，公司作为国内化肥龙头，成本优势明显，行业景气度上行背景下，公司利润有望逐步释放，同时，磷酸铁项目投产有望增厚公司利润。我们预计，2021-2023年，公司营业收入分别为121.52/140.29/174.05亿元，归母净利润分别为12.09/16.61/23.26亿元，EPS分别为0.93/1.27/1.78元，2021年11月23日股价16.45元对应PE分别为18/13/9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

农产品价格波动风险，原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,327	10,069	12,152	14,029	17,405
YoY (%)	-7.0%	7.9%	20.7%	15.4%	24.1%
归母净利润(百万元)	651	955	1,209	1,661	2,326
YoY (%)	-20.5%	46.6%	26.7%	37.3%	40.1%
毛利率 (%)	18.7%	18.0%	20.5%	22.5%	24.3%
每股收益 (元)	0.50	0.73	0.93	1.27	1.78
ROE	10.0%	13.8%	14.9%	17.0%	19.2%
市盈率	32.96	22.48	17.74	12.92	9.23

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司是国内磷复肥行业龙头.....	4
2. 种植景气度回暖 & 集中度提升，复合肥需求拐点或现.....	6
2.1. 玉米供需缺口扩大，带动种植产业链景气度回暖.....	6
2.2. 供给侧改革淘汰中小产能，公司市场份额显著提升.....	10
3. 竞争壁垒不断巩固，磷酸铁助力公司高速增长.....	11
3.1. 产品布局完善，满足终端差异化需求.....	11
3.2. 复合肥成本优势明显，强化一体化竞争优势.....	12
3.3. 磷酸铁供需紧平衡趋势依旧，有望成为公司第二增长曲线.....	13
4. 盈利预测与投资建议.....	14
5. 风险提示.....	17

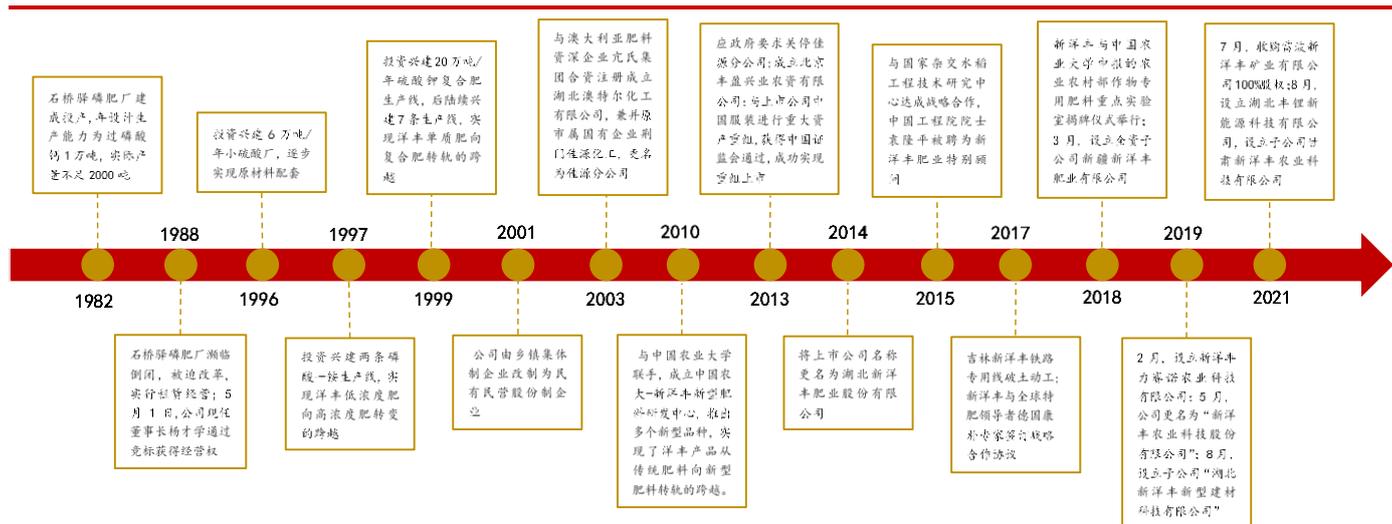
## 图表目录

图 1 公司发展历史示意图.....	4
图 2 公司业务结构示意图.....	4
图 3 2014-2021 前三季度，公司收入及其变动情况.....	5
图 4 2014-21 前三季度，公司归母净利及其变动情况.....	5
图 5 2018-2020 年，公司收入结构情况.....	5
图 6 2018-2020 年，公司毛利结构情况.....	5
图 7 公司股权结构示意图.....	6
图 8 2019 年，我国玉米消费结构示意图.....	6
图 9 2011-2021 年，我国玉米现货价格走势.....	7
图 10 2014-2019 年，我国玉米播种面积走势图.....	8
图 11 2014-2019 年，我国玉米产量走势图.....	8
图 12 2009-2021 年前九月，我国玉米进口量情况.....	8
图 13 2013-2019 年，我国玉米结转库存情况.....	8
图 14 2009-2021 年，小麦现货价格走势.....	10
图 15 2009-2021 年，粳稻现货价格走势.....	10
图 14 2011-2020 年，公司复合肥销量及市场份额.....	11
图 15 2011-2020 年，行业复合肥消费量及其增速.....	11
图 17 公司与可比公司复合肥毛利率对比.....	13
图 18 公司复合肥成本优势明显.....	13
图 19 磷酸一铵价格走势.....	14
表 1 国内玉米供需平衡表.....	9
表 2 公司多产品、多品牌矩阵示意表.....	12
表 3 新洋丰主要业务经营预测（单位：百万元）.....	16
表 4 可比公司盈利预测.....	17

## 1. 公司是国内磷复肥行业龙头

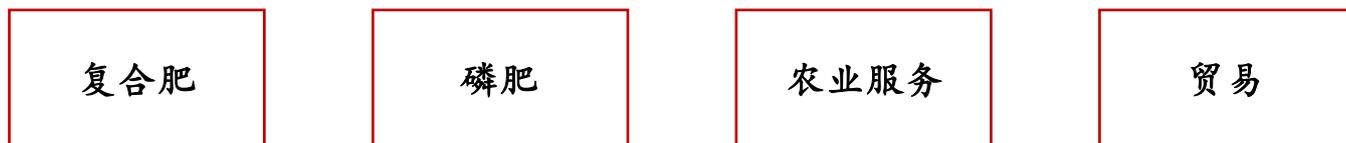
公司成立于1982年，2014年在深交所上市，专业从事磷复肥和新型肥料的研究、开发、生产与销售，以及现代农业相关技术、设施、装备、产品和服务的供应。具有年产各类高浓度磷复肥830万吨的生产能力和320万吨低品位磷矿洗选能力，其中磷酸一铵产能180万吨（含工业级磷酸一铵产能15万吨），配套生产硫酸280万吨/年、合成氨15万吨/年、硝酸15万吨/年。同时，公司是磷复肥行业龙头企业，磷酸一铵产能180万吨，规模稳居行业第一。

图1 公司发展历史示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

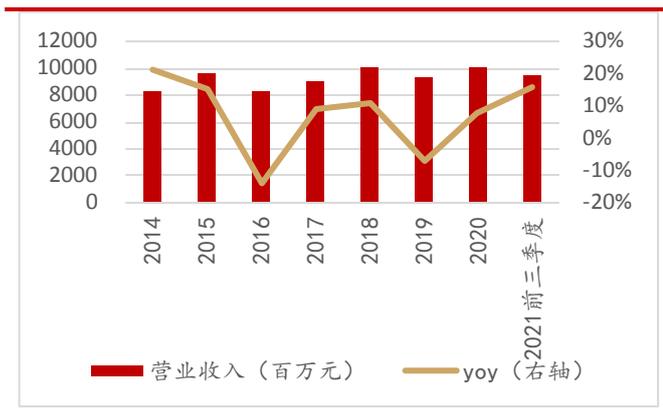
图2 公司业务结构示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

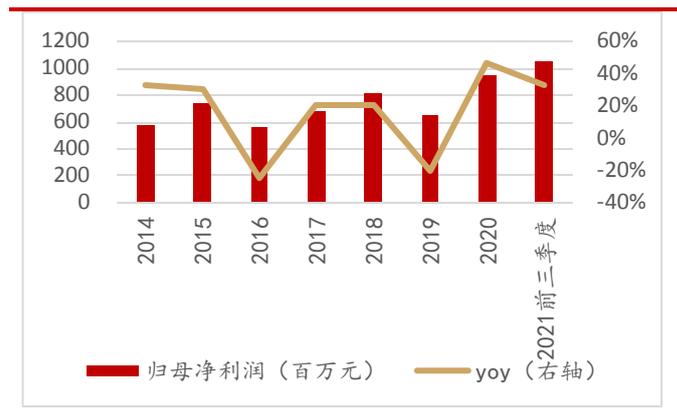
**公司收入/净利润稳步增长。**2014年，公司通过借壳中国服装实现上市，上市以来，公司营收/净利润整体呈现稳步增长趋势。2014-2020年，公司收入从83.52亿元稳步增长至100.69亿元（原贸易业务收入逐年改为净额结算），CAGR+3.16%；归母净利润从5.71亿元增长至9.55亿元，CAGR+8.94%。2021年前三季度，公司实现营业收入95.39亿元，yoy+15.73%；实现归母净利润10.51亿元，yoy+32.54%。

图 3 2014-2021 前三季度，公司收入及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

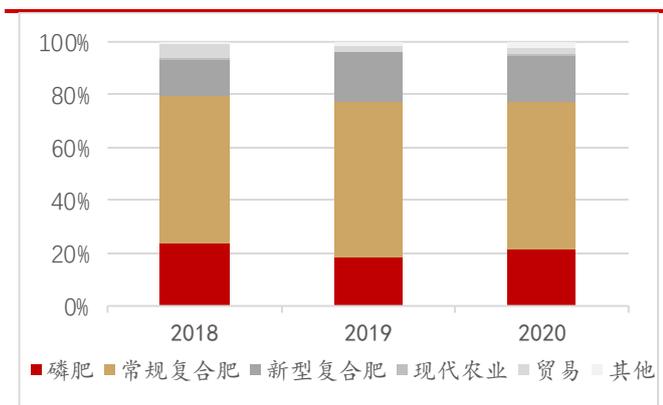
图 4 2014-21 前三季度，公司归母净利润及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

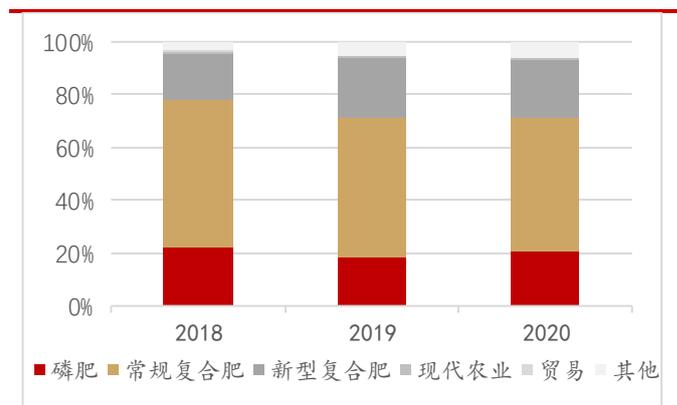
**复合肥是公司主要的收入和利润来源。**公司是国内磷复肥龙头，磷肥/常规复合肥/新型复合肥是公司主要的收入和利润来源。2018-2020 年，公司常规复合肥收入占比维持在 55%、毛利占比维持在 50%以上的较高水平，为公司第一大收入和利润来源。其次是新型复合肥，收入占比在 15%以上，毛利占比在 20%以上，且随着产品结构升级逐年提高。常规复合肥/新型复合肥合计收入和毛利占比均维持在 70%以上。

图 5 2018-2020 年，公司收入结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

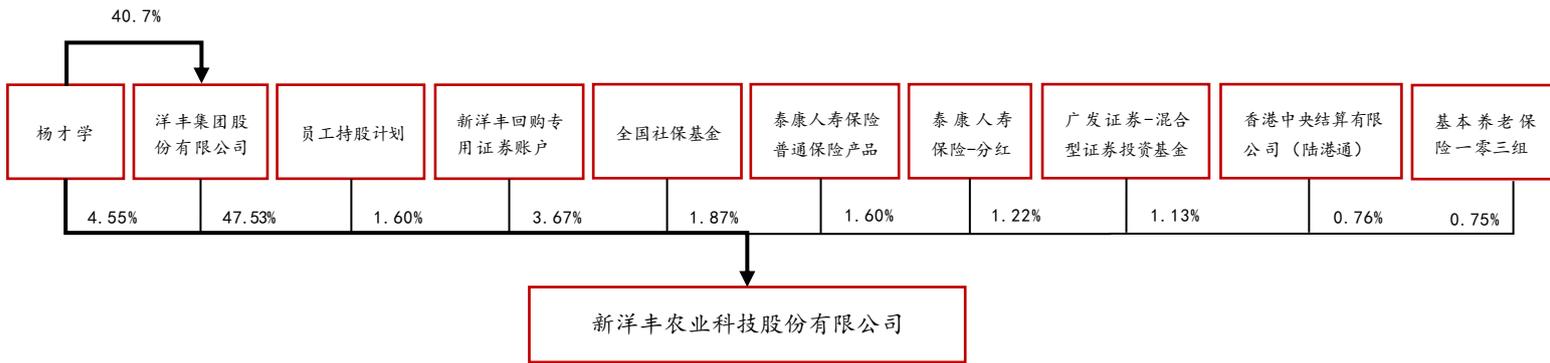
图 6 2018-2020 年，公司毛利结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**公司股权结构相对集中。**湖北洋丰集团股份有限公司是公司第一大股东，实际控制人是杨才学先生，其直接持有公司 4.55%股份，通过湖北洋丰集团股份有限公司间接持有公司 19.34%的股权。

图 7 公司股权结构示意图



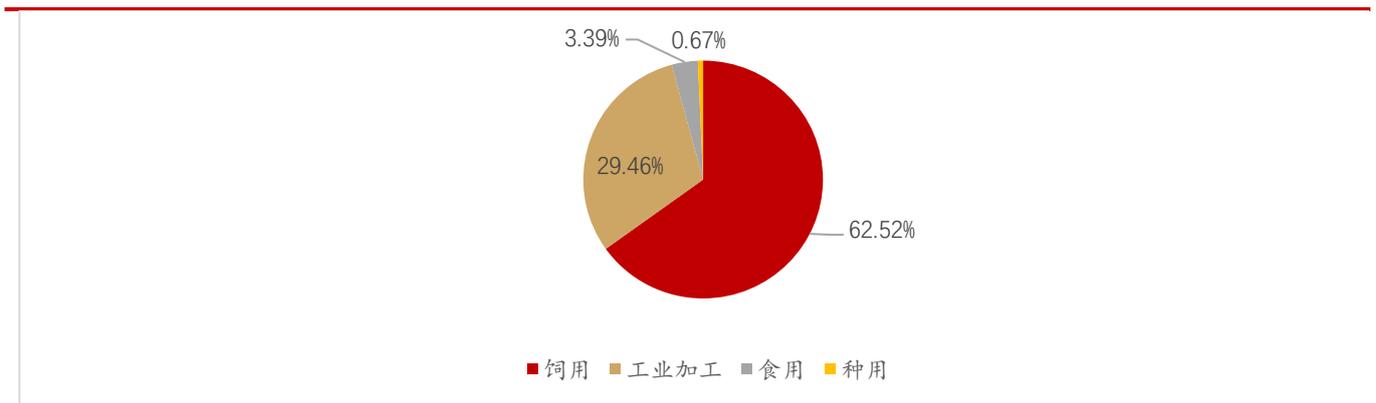
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 种植景气度回暖 & 集中度提升，复合肥需求拐点或现

### 2.1. 玉米供需缺口扩大，带动种植产业链景气度回暖

**玉米：饲用玉米需求旺盛，支撑玉米价格维持高位。**玉米是我国第一大粮食品种，饲用消费占比 60%以上。根据中国农业信息网数据，2019 年，我国玉米产量 2.61 亿吨，消费量为 2.78 亿吨，进口量 760 万吨，出口量 1 万吨，进口占消费比为 2.73%，进口依赖度低。下游消费主要有饲用、工业加工、食用及种用四大用途，其中，饲用、工业加工、食用及种用量占比分别为 62.52%、29.46%、3.39%、0.67%，饲用及工业消费占比高达 91.99%。

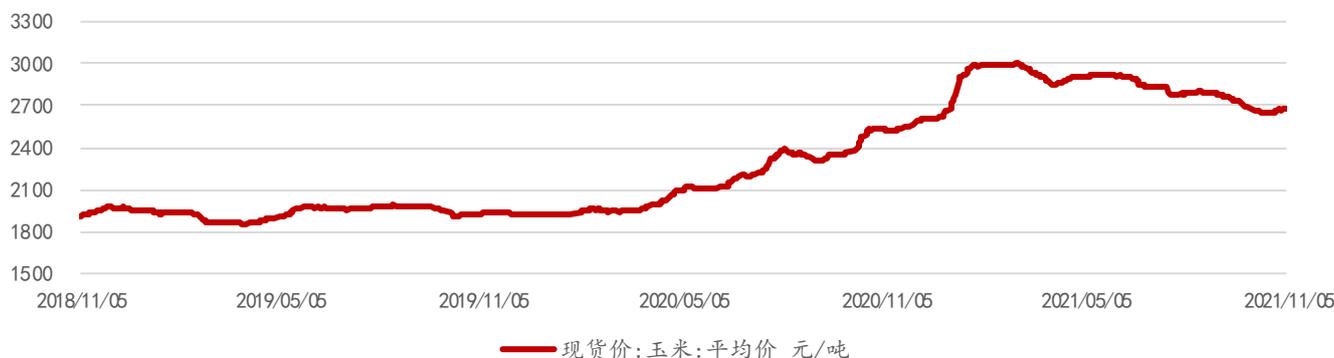
图 8 2019 年，我国玉米消费结构示意图



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们认为，在下游生猪存栏快速恢复的大背景下，玉米需求持续旺盛的态势是较为确定的。与此同时，供给端受耕地面积限制，短期内产量难以大幅提高，而临储库存已经见底，玉米供需矛盾有望推动玉米价格上行。

图 9 2011-2021 年，我国玉米现货价格走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

从供给端来看，临储政策取消后，我国玉米播种面积稳中有降。在高库存、玉米价格倒挂以及财政负担加重的背景下，2016 年 3 月，我国对玉米临储收购制度进行改革，将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”与“补贴”的新模式，我国玉米价格开始回落，粮农积极性下降，玉米播种面积连年回调。我国玉米播种面积已从 2016 年的 4418 万公顷下降至 2019 年的 4128 万公顷。受供给回落影响，2019 年开始我国玉米价格呈现底部复苏态势，粮农种植收益回暖，预计播种面积有望底部向上，但仍维持在相对稳定的区间。

**进口量持续高增，但数量依然相对有限。**我国玉米进口实行关税配额管理制度，配额内关税为 1%，配额外关税为 65%。受此政策影响，我国玉米进口量始终维持在相对较低的水平，占国内玉米消费量的比重在 1%左右。根据海关总署数据，2009-2019 年，我国玉米进口量从未超过 500 万吨，2020 年，受国内玉米供需短缺影响，玉米进口量达到 1130 万吨，同比增长 135.70%，2021 年前九个月，我国玉米进口量 2493 万吨，同比增长 274.50%，但相对于 2.8 亿吨左右的消费量来说依然相对有限。

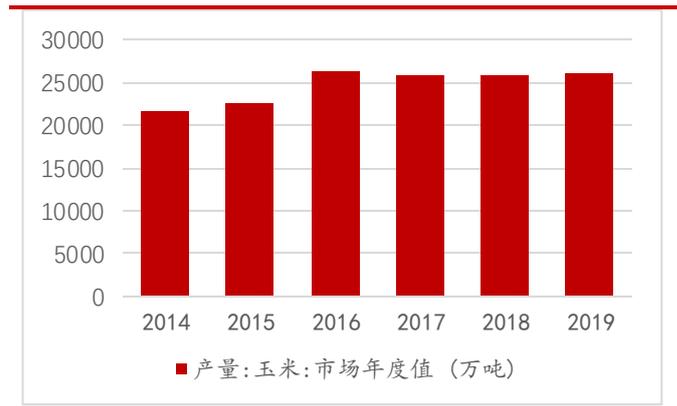
**拍卖行情火热，玉米临储库存已经见底。**受 2008 年玉米临储收购政策拉动，我国玉米产量大幅提高，而消费需求却未同步增长，我国玉米库存快速增长至 2016 年的 2.37 亿吨。2016 年，国家玉米临储收购政策取消后，我国玉米库存快速消化，2019 年拍卖结束后，临储玉米库存结余量总计约 5759 万吨。进入 2020 年，临储玉米拍卖行情火热，共计进行 15 次拍卖，临储玉米累计成交 5684 万吨，也就是说，作为玉米价格缓冲剂的临储库存已经见底。

图 10 2014-2019 年，我国玉米播种面积走势图



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 2014-2019 年，我国玉米产量走势图



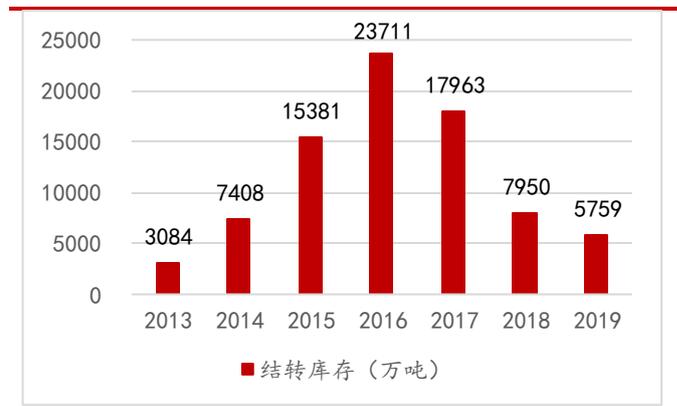
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 2009-2021 年前九月，我国玉米进口量情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 2013-2019 年，我国玉米结转库存情况



资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

从需求端来看，生猪产能快速恢复，饲用玉米需求趋旺。2019 年，受非洲猪瘟疫情影响，全国生猪存栏下滑幅度一度超过 40%，在生猪需求相对刚性的背景下，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。在养殖高盈利刺激下，生猪产能恢复速度较快。根据农业农村部数据，全国能繁母猪存栏于 2019 年 10 月实现首次环比转正，于 2020 年 6 月实现首次同比正增长，截至 2021 年三季度末，全国能繁母猪存栏 4459 万头，生猪存栏 4.38 亿头，产能恢复速度非常快。我们判断，随着生猪产能的快速释放，饲料进而玉米需求将持续趋旺。

表 1 国内玉米供需平衡表

	单位	2019/2020E	2020/2021E	10 月预测	11 月预测
播种面积	千公顷	41479	41823	41264.00	41264.00
收获面积	千公顷	41284	41693	41264.00	41264.00
单产	公斤/公顷	6316	6349	6317.00	6317.00
产量	万吨	26077	26471	26067.00	26067.00
进口量	万吨	300	700	2600.00	2956.00
消费量	万吨	28080	28817	28216.00	28216.00
食用消费量	万吨	943	955	955.00	955.00
饲用消费量	万吨	17400	18300	18000.00	18000.00
工业消费量	万吨	8450	8300	8000.00	8000.00
种子用量	万吨	187	188	187.00	187.00
损耗及其它	万吨	1100	1074	1074.00	1074.00
出口量	万吨	5	2	2.00	0.00
结余变化量	万吨	-1708	-1648	449.00	806.00

资料来源：农业农村部，华西证券研究所

**小麦、水稻：水稻、小麦替代需求旺盛，价格有望温和上涨。**水稻和小麦作为玉米的替代品，可以广泛用于饲料和深加工领域，在玉米供需缺口持续扩大，价格上涨支撑动力较强的背景下，替代需求持续趋旺，有望带动水稻、小麦库存整体走出高库存的发展阶段。我们判断，水稻、小麦作为国内主要的口粮作物，库销比仍维持在90%左右的较高水平，价格大幅上涨的可能性较小，但温和上涨的可能性比较大。

图 14 2009-2021 年，小麦现货价格走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 2009-2021 年，粳稻现货价格走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

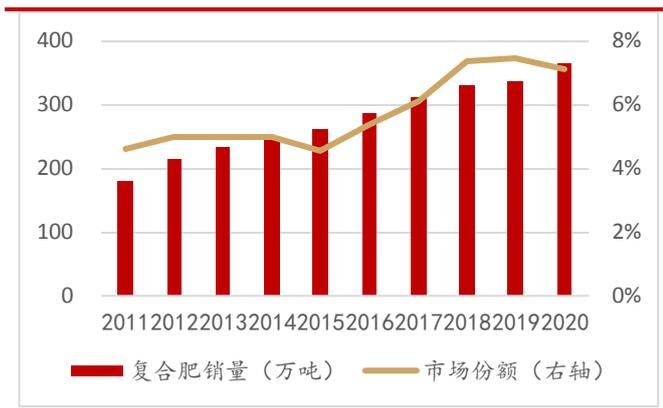
## 2.2. 供给侧改革淘汰中小产能，公司市场份额显著提升

复合肥养分全面、含量高。每粒复合肥中养分分布均匀，不仅为作物提供最好的养分，充分发挥营养元素之间的相互促进作用，而养分释放均衡，肥效平稳，供肥时间较长，故通常具有良好的肥效。单质肥料一般都含大量副成分，如硫酸铵只含 20% 的氮素，而大量的硫酸根除土壤中缺硫外，施入土壤中是浪费。推广复合肥也能较好的解决国内施肥不均衡的问题。

一方面，下游种植产业链景气度回暖将刺激农户种植积极性，带动化肥需求向好另一方面，国内多项政策（化肥淡储、一次性种粮补贴等）进一步带动化肥需求结构优化，而随着环保监管力度进一步强化、“三磷整治”等供给侧改革工作取得积极进展、原材料价格大幅波动，落后中小产能难以为继，中小产能的退出推动行业集中度持续提升。

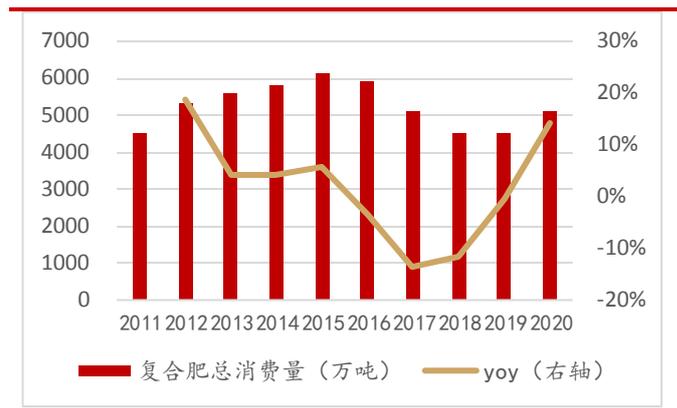
2011-2020 年，公司复合肥市场份额持续提升。2011-2020 年，行业复合肥消费量增速从 4498 万吨缓慢提升至 5134 万吨，年复合增速 1.48%，而公司复合肥销量从 180 万吨增长至 366 万吨，年复合增速 8.20%，远高于行业平均增速，对应市场份额也从 4.63% 提升至 7.13%。

图 16 2011-2020 年，公司复合肥销量及市场份额



资料来源：Wind、公司公告，华西证券研究所

图 17 2011-2020 年，行业复合肥消费量及其增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们认为，2019 年下半年粮价走出底部区域，2020 年我国复合肥消费量自 2016 年起首次转为正增长。其次，2021 年复合肥原材料短期内大幅上涨，下游经销商备货谨慎，而复合肥为农业必需消费品，2022 年下游渠道大概率集中备货。公司作为国内复合肥龙头，有望充分受益于下游消费需求回暖。

### 3. 竞争壁垒不断巩固，磷酸铁助力公司高速增长

#### 3.1. 产品布局完善，满足终端差异化需求

公司产品覆盖磷肥（主要为磷酸一铵）、常规复合肥、新型复合肥三大板块多个系列，产品系列在行业内完备齐全，能够充分满足不同区域、不同作物在不同周期的生长需要。

**常规复合肥：**依托综合性品牌“洋丰”、“澳特尔”，覆盖硫酸钾复合肥、尿基复合肥、高塔复合肥、BB 肥等多个品种。

**新型复合肥：**主要依托综合性品牌“洋丰”、“澳特尔”的子品牌，以及高端特肥品牌“力赛诺”和专有品牌“乐开怀”，包括对标国际一流品牌的洋丰优雅系列高端肥料、“洋丰正好”作物专用肥、“百倍邦”特种肥料、“水白金”和“简惠”水溶肥、“水白金”倍速 2.0 高端水溶肥、“洋丰硫”生态级肥、“锌磷美”中微量添加复合肥、“菌磷天下”复合功能性菌肥、“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”水溶肥与海藻肥、“两相宜”药肥、福康多特种液体肥料等系列。“力赛诺”作为 2019 年新推出的高端品牌，专注于功能肥料及特种肥料，“乐开怀”在兼顾电商销售、种植大户、种植基地直销的同时，专注于提质增效系列产品。

多品牌矩阵满足了经销商与消费者多元化的个性需求和对高品质复合肥的需求。而品牌作为公司发展的重要驱动力，可以和推动渠道布局形成良好协同，不断提升公司品牌资产和价值。

表 2 公司多产品、多品牌矩阵示意表

品牌	定位
洋丰	<ul style="list-style-type: none"> <li>综合性品牌，下辖洋丰优雅、洋丰正好、洋丰硫、百倍邦、逍道、水白金等子品牌</li> <li>产品系列覆盖常规肥与各类新型肥</li> </ul>
澳特尔	<ul style="list-style-type: none"> <li>综合性品牌，下辖澳特尔、澳之蓝、鑫澳等子品牌</li> <li>产品系列覆盖常规肥、新型肥等</li> </ul>
力赛诺	<ul style="list-style-type: none"> <li>细分性品牌，定位为高端系列，下辖力赛诺-洋丰·康朴、诺赛克两个子品牌</li> </ul>
乐开怀	<ul style="list-style-type: none"> <li>细分性品牌</li> <li>主打提质增效产品</li> <li>兼顾电商销售</li> </ul>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

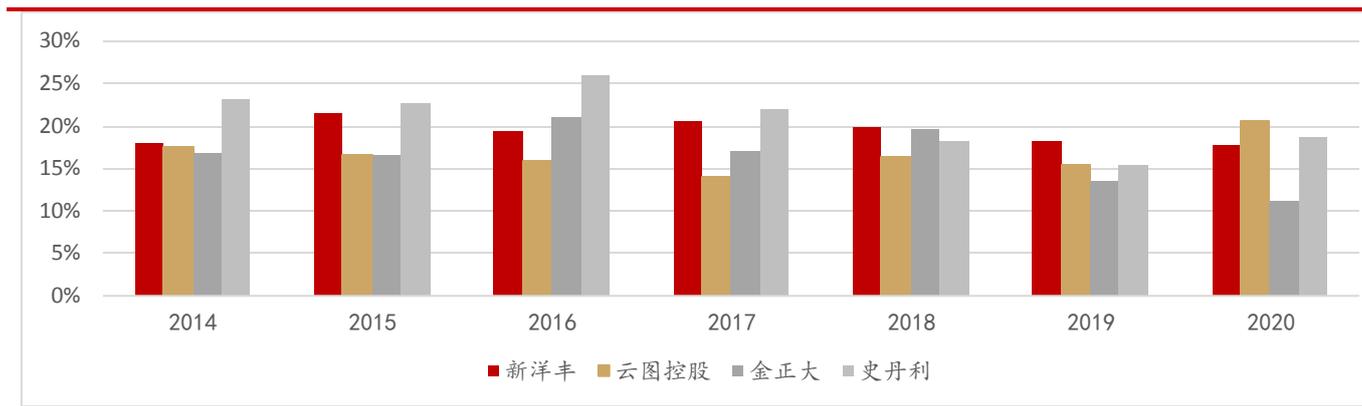
### 3.2. 复合肥成本优势明显，强化一体化竞争优势

公司复合肥产品成本优势明显，毛利率水平高于同行。整体来看，公司复合肥毛利率较为稳定，2014-2020 年，公司复合肥毛利率稳定在 19%左右，稳定性显著好于可比公司，同时，一般情况下，公司复合肥产品毛利率也要高于可比公司。

我们认为，公司复合肥成本优势明显的主要原因在于：1) 在“三磷整治”效果显著的背景下，供给端或永久性收缩，需求回暖带动起价格维持高位。公司拥有 180 万吨磷酸一铵产能，可以满足自身需求，在成本控制方面拥有绝对优势，同时还可以通过外销贡献利润增量。2) 公司是复合肥企业前三强中，唯一具有钾肥进口权的企业，由于内外价格差的存在，公司钾肥成本低于可比公司。3) 得益于公司区位优势以及合理的供给布局，公司运输成本优势也较为明显。

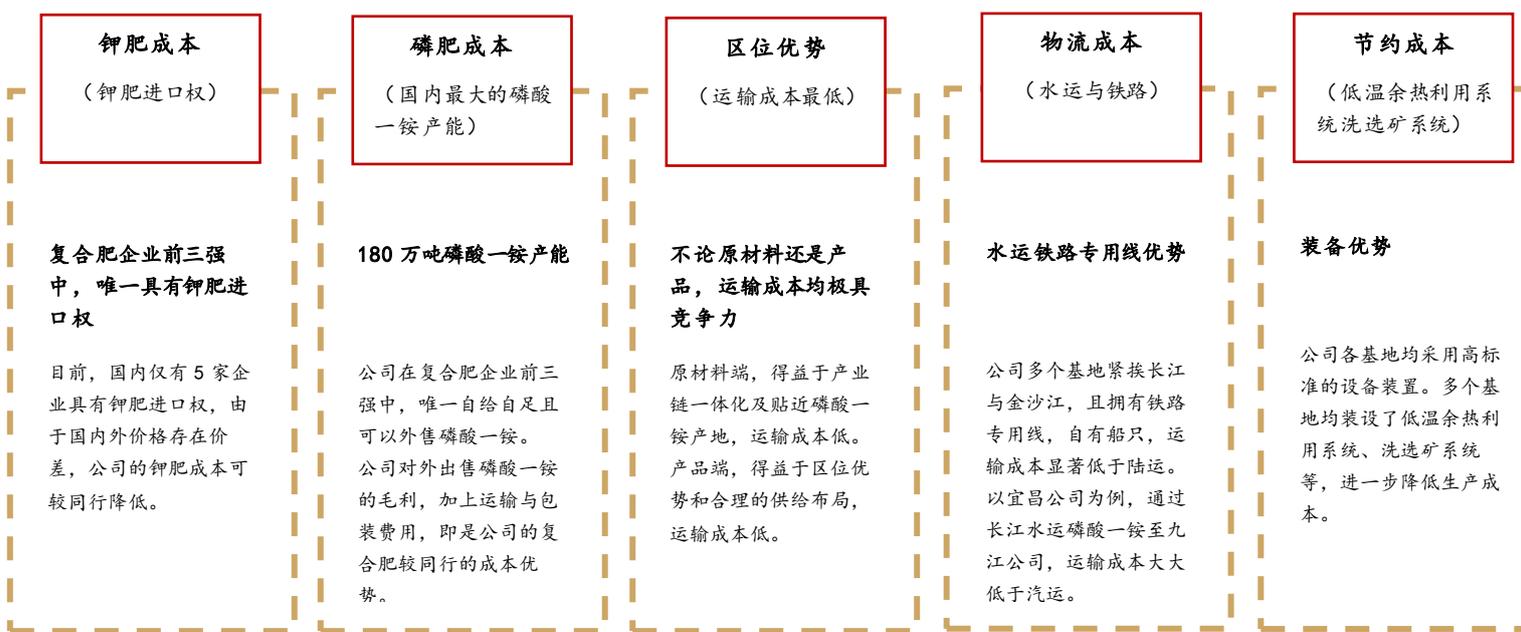
此外，公司成本仍有进一步下行的空间，主要逻辑在于：1) 公司 30 万吨/年合成氨技改项目将于 2022 年年中投产，投产后将满足湖北三个基地磷酸一铵及硫酸铵、硝酸铵等复合肥生产需求，有望进一步降低企业生产成本与外购运输费用，提升盈利能力，强化产业链一体化的战略布局，增强公司抵御风险的能力与磷复肥主业核心竞争力。2) 2021 年 7 月，公司收购雷波矿业 100%股权，从而取得原集团公司所属的巴姑磷矿的采矿权，雷波巴姑磷矿年产能为 90 万吨。控股股东洋丰集团拥有磷矿资源 5 亿吨，承诺将在下属磷矿形成稳定、持续生产能力后注入上市公司，中期公司一体化优势有望进一步加强。

图 18 公司与可比公司复合肥毛利率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 公司复合肥成本优势明显



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.3. 磷酸铁供需紧平衡趋势依旧，有望成为公司第二增长曲线

2021 年 8 月 18 日，公司发布《关于投资建设 20 万吨磷酸铁及相关配套项目》的公告，为抓住新能源市场机会，充分利用公司在磷化工行业的经验与积累，公司拟投资建设年产 20 万吨磷酸铁及上游配套项目，计划投资总额为人民币 25-30 亿元，项目资金来源为公司自有资金。建设项目除 20 万吨/年磷酸铁外，还配套建设 30 万吨/年硫铁矿制酸、40 万吨/年硫磺制酸、20 万吨/年磷酸等上游原材料项目。本项目分为两期，一期还是在明年的二月份左右，二期在明年年底。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

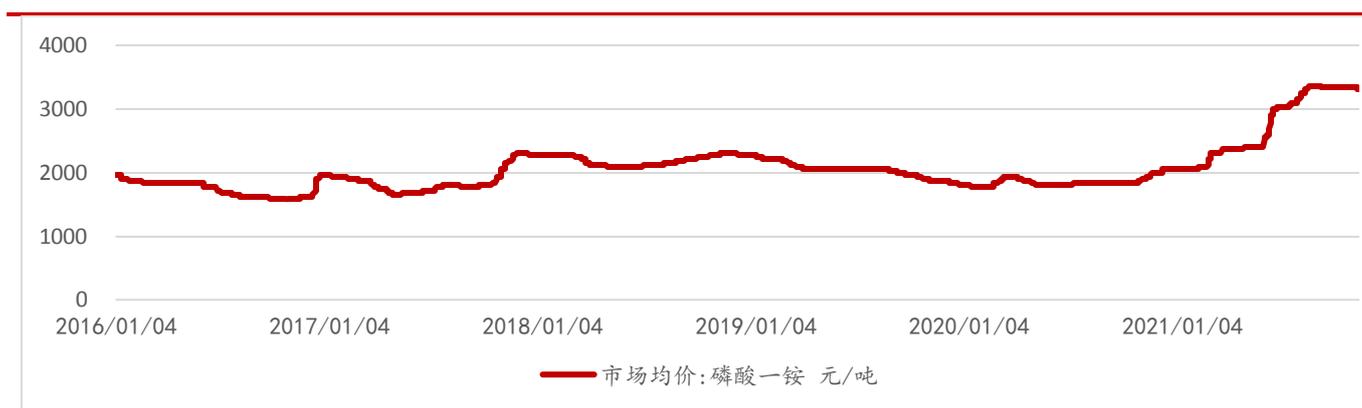
我们认为，磷酸铁有望成为公司第二增长曲线：

**首先，随着新能源技术的推广与应用，汽车产业“电动化”拉动磷酸铁锂需求。**2020年11月2日，国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》提出，到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。新能源汽车渗透率的持续快速提升，催生了对锂电池的旺盛需求。磷酸铁锂电池在循环寿命、安全性，成本方面具有明显优势，现已成为锂电池的主流选择之一，且占比仍在提升，磷酸铁作为磷酸铁锂的前驱体，处于供不应求的状态。

**其次，磷酸铁生产门槛较高，供需缺口在未来数年内始终存在。**1) 在双控背景下，能耗指标是稀缺资源，会对磷酸铁产能投产形成比较大的限制。2) 在磷化工的生产过程中会产生污染物磷石膏，处理磷石膏需要相当大的投资，会对新进入企业造成很大压力。基于此，我们认为，磷酸铁的供给受到诸多方面的限制，行业新建产能投产过程并不会太过顺利，未来数年内磷酸铁供需缺口将一直存在。

**最后，公司拓展磷酸铁业务优势明显。**公司是磷化工产业链的龙头企业之一，拥有180万吨磷酸一铵产能（含15万吨工业级磷酸一铵），位居全国第一。而且，公司拥有设计产能90万吨/年的磷矿石资产，控股股东洋丰集团股份有限公司拥有丰富的磷矿资源，根据重组上市时的承诺，洋丰集团在所属磷矿资产合法取得采矿权并形成持续、稳定的生产能力后，及时将相关磷矿资产注入上市公司。公司凭借丰富的磷矿资源、完整的磷化工一体化产业链和多年的行业积累，在推进磷酸铁产品的过程中将拥有明显的成本优势和产业协同优势。

图 20 磷酸一铵价格走势



资料来源：百川盈孚，华西证券研究所

我们认为，受益于国家大力发展新能源市场，磷酸铁需求持续向好，而新增产能投产又要受到能耗指标以及磷石膏污染物的影响，因此，磷酸铁供需缺口未来数年内都将一直存在。公司作为磷化工产业链的龙头企业，拥有丰富的磷矿资源，同时凭借完整的磷化工一体化产业链和多年的行业积累，在磷酸铁业务方面具有绝对优势，有望借助磷酸铁业务实现二次高增长。

## 4. 盈利预测与投资建议

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司主要业务包括磷肥、常规复合肥、新型复合肥、磷酸铁以及其他业务五大板块，假设中的部分将针对上述四大板块分别进行假设：

**磷肥：**种植产业链景气度回暖提振磷肥需求，公司产品品类丰富，能满足下游种植户的多样化需求。我们预计，2021-2023 年，公司磷肥业务收入稳健增长，增速分别为 10%/10%/10%，毛利率也有望逐年抬升，分别为 23.50%/24.50%/25.50%。

**常规复合肥：**公司常规复合肥依托综合性品牌“洋丰”、“澳特尔”，覆盖硫酸钾复合肥、尿基复合肥、高塔复合肥、BB 肥等多个品种。复合肥养分相较于单质肥料营养更为全面，也更符合实际生产需要，公司常规复合肥业务将直接受益于下游种植产业链景气度回暖。我们预计，2021-2023 年，公司常规复合肥收入增速分别为 20%/5%/5%，毛利率分别为 17.50%/18.00%/18.00%。

**新型复合肥：**中高端肥料消费群体的不断扩大是支撑新型复合肥高速增长的重要因素。且种植户对新型复合肥价格敏感度相对更低，价格上涨空间较大。我们预计，2021-2023 年，公司新型复合肥收入增速分别为 40%/15%/15%，毛利率分别为 25%/25%/25%。

**磷酸铁：**公司磷酸铁项目一期在明年的二月份左右投产，二期在明年年底投产。我们预计，2021-2023 年，公司磷酸铁产量分别为 0/5/20 万吨，毛利率分别为 0/44.44%/37.50%。

**其他：**公司其他业务有望保持平稳增长，我们预计，2021-2023 年，公司其他业务收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 23%/23%/23%。

表 3 新洋丰主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>磷肥</b>					
收入	1732.37	2143.54	2357.89	2593.68	2853.05
成本	1410.67	1767.56	1803.79	1958.23	2125.52
毛利	321.70	375.98	554.11	635.45	727.53
毛利率	18.57%	17.54%	23.50%	24.50%	25.50%
<b>常规复合肥</b>					
收入	5477.56	5627.25	6752.70	7090.34	7444.85
成本	4556.23	4712.82	5570.98	5814.07	6104.78
毛利	921.33	914.43	1181.72	1276.26	1340.07
毛利率	16.82%	16.25%	17.50%	18.00%	18.00%
<b>新型复合肥</b>					
收入	1728.17	1797.07	2515.90	2893.28	3327.28
成本	1330.69	1393.63	1886.92	2169.96	2495.46
毛利	397.48	403.44	628.97	723.32	831.82
毛利率	23.00%	22.45%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>磷酸铁</b>					
收入	-	-	-	900.00	3600.00
成本	-	-	-	500.00	2000.00
毛利	-	-	-	400.00	1200.00
毛利率	-	-	-	44.44%	37.50%
<b>其他</b>					
收入	389.40	500.67	525.70	551.99	579.59
成本	287.53	382.18	404.79	425.03	446.28
毛利	101.87	118.49	120.91	126.96	133.31
毛利率	26.16%	23.67%	23.00%	23.00%	23.00%
<b>费用率</b>					
销售费率	5.6%	2.6%	4.1%	3.9%	3.7%
管理费率	3.1%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
财务费率	-0.2%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.1%

资料来源：Wind，华西证券研究所

受益于下游种植产业链景气度回暖，化肥需求将持续向好，公司作为国内化肥龙头，成本优势明显，行业景气度上行背景下，公司利润有望逐步释放，同时，磷酸铁项目投产有望增厚公司利润。我们预计，2021-2023年，公司营业收入分别为

121.52/140.29/174.05 亿元，归母净利润分别为 12.09/16.61/23.26 亿元，EPS 分别为 0.93/1.27/1.78 元，2021 年 11 月 21 日股价 16.45 元对应 PE 分别为 18/13/9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司							
			EPS(元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002539.SZ	云图控股	13.41	0.49	0.98	1.17	1.33	27.37	13.68	11.46	10.08
002588.SZ	史丹利	5.44	0.25	0.36	0.44	0.49	21.76	15.11	12.36	11.10
平均							24.56	14.40	11.91	10.59

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 11 月 23 日收盘价

## 5. 风险提示

**农产品价格波动风险。**农产品价格受到自然灾害、国家政策等多种因素影响，可能存在价格波动风险，一旦农产品价格下降将会打击农民的种植积极性，种植面积下滑对化肥的需求量和价格都将产生不利影响。

**原材料价格波动风险。**磷矿、钾矿、尿素等原材料是公司生产成本的主要组成部分，一方面，随着磷矿开采和污染物防控标准的不断提升，其产量可能受到限制，刺激价格提升；另一方面，公司原材料钾肥部分依赖进口，成本会受到国际价格和进口政策影响。原材料价格上涨将显著增加公司的生产成本，对公司经营业绩产生不利影响。

**行业竞争加剧风险。**随着新能源行业的发展以及全球种植景气程度的提高，磷酸一铵和复合肥的需求量大大提升，行业内各公司加快产业布局，延伸产业链，存在行业竞争风险，影响公司的盈利水平。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,069	12,152	14,029	17,405	净利润	972	1,228	1,688	2,364
YoY (%)	7.9%	20.7%	15.4%	24.1%	折旧和摊销	224	610	384	422
营业成本	8,256	9,666	10,867	13,172	营运资金变动	1,264	-730	196	67
营业税金及附加	34	40	47	58	经营活动现金流	2,433	1,104	2,249	2,824
销售费用	265	498	542	650	资本开支	-948	-1,656	-1,216	-1,321
管理费用	354	398	467	582	投资	-30	0	0	0
财务费用	-32	20	14	14	投资活动现金流	-1,872	-1,633	-1,186	-1,283
资产减值损失	0	3	5	6	股权募资	0	0	0	0
投资收益	31	23	29	38	债务募资	201	-210	0	0
营业利润	1,202	1,515	2,078	2,912	筹资活动现金流	-371	-230	-14	-14
营业外收支	-6	0	0	0	现金净流量	186	-759	1,049	1,527
利润总额	1,196	1,515	2,078	2,912	<b>主要财务指标</b>				
所得税	224	286	391	548	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	972	1,228	1,688	2,364	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	955	1,209	1,661	2,326	营业收入增长率	7.9%	20.7%	15.4%	24.1%
YoY (%)	46.6%	26.7%	37.3%	40.1%	净利润增长率	46.6%	26.7%	37.3%	40.1%
每股收益	0.73	0.93	1.27	1.78	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	18.0%	20.5%	22.5%	24.3%
<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		净利率率	9.7%	10.1%	12.0%	13.6%
货币资金	2,512	1,753	2,802	4,329	总资产收益率 ROA	8.4%	9.6%	11.2%	12.9%
预付款项	341	369	412	508	净资产收益率 ROE	13.8%	14.9%	17.0%	19.2%
存货	2,099	2,806	3,081	3,700	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	1,487	1,698	1,713	1,834	流动比率	1.78	1.83	1.93	2.05
流动资产合计	6,440	6,625	8,008	10,370	速动比率	1.11	0.95	1.09	1.22
长期股权投资	18	18	18	18	现金比率	0.69	0.48	0.67	0.86
固定资产	2,911	3,430	3,722	4,057	资产负债率	37.1%	33.5%	32.1%	31.3%
无形资产	750	940	1,099	1,267	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	4,890	5,938	6,773	7,677	总资产周转率	0.89	0.97	0.95	0.96
资产合计	11,330	12,563	14,781	18,047	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	210	0	0	0	每股收益	0.73	0.93	1.27	1.78
应付账款及票据	1,155	1,236	1,406	1,721	每股净资产	5.31	6.23	7.51	9.29
其他流动负债	2,254	2,387	2,747	3,335	每股经营现金流	1.86	0.85	1.72	2.16
流动负债合计	3,619	3,623	4,153	5,055	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	401	401	401	401	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	188	188	188	188	PE	22.48	17.74	12.92	9.23
非流动负债合计	589	589	589	589	PB	3.02	2.64	2.19	1.77
负债合计	4,208	4,212	4,742	5,644					
股本	1,333	1,333	1,333	1,333					
少数股东权益	201	220	247	285					
股东权益合计	7,122	8,351	10,039	12,403					
负债和股东权益合计	11,330	12,563	14,781	18,047					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。