

新 洋 丰 (000902.SZ)

新 洋 丰， 新 农 业

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价 (元): **24.3**

分析师 联系人
陈奇 张斌梅

S0740514070005

021-20315189 021-20315189

chenqi@r.qlzq.com.cn zhangbm@r.qlzq.com.cn

2016年07月25日

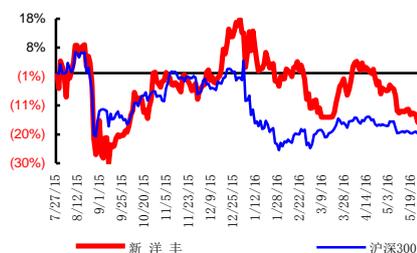
基本状况

总股本(百万股)	659
流通股本(百万股)	307
市价(元)	13.56
市值(百万元)	8,939
流通市值(百万元)	4,159

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	8,352.2	9,619.0	10,438.	13,273.	15,863.
营业收入增速	-14.61%	15.17%	8.52%	27.17%	19.51%
净利润增长率	19.55%	30.91%	33.13%	28.48%	21.25%
摊薄每股收益 (元)	0.68	1.13	0.75	0.97	1.18
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	16.59	26.85	17.96	13.98	11.53
PEG	0.50	0.87	0.54	0.49	0.54
每股净资产 (元)	4.35	6.99	9.33	11.05	13.13
每股现金流量	1.03	0.94	1.79	2.13	2.58
净资产收益率	20.82%	15.55%	14.32%	15.54%	15.85%
市净率	3.62	4.35	1.45	1.23	1.03
总股本 (百万股)	601.79	659.22	1,318.4	1,318.4	1,318.4

股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 新洋丰是全国收入规模排名第二的复合肥龙头企业, 公司拥有“选洗矿-磷铵-复合肥”的完整产业链, 在湖北荆门、湖北宜昌、湖北钟祥、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳和江西瑞昌建有 8 个大型的现代化生产基地, 形成每年 220 万吨磷酸一铵与 500 万吨复合肥的生产能力, 规模位居全国磷复肥企业前三强。
- 在稳健的业务拓展和区域布局之外, 公司自 2015 年开始试水苹果种植技术服务、对接采购销售: 为陕西洛川苹果种植户提供种植专用肥、农业技术指导、采购、网上直销服务, 尝试通过村淘的电商渠道降低流通成本, 做出自有品牌, 2015 年完成五十万斤苹果采购销售, 由于价格合理、品质突出, 获得了良好的口碑。2016 年伊始, 公司设立全资子公司北京新洋丰现代农业并购投资有限公司开展现代化农业领域股权投资, 于 7 月 18 日公告出资现金 3.99 亿元收购江苏绿港现代农业发展股份有限公司 51% 的股权。至此, 公司的新农业转型战略已现雏形, 技术服务和产业链整合的触角即将延伸至蔬菜市场。
- 国内果蔬供应市场总和达 8500 亿, 未来需求稳增展望。以蔬菜为例, 2015 年, 全国蔬菜总供应量为 7.8 亿吨, 呈现平缓上升的态势。以 2012 年人均家庭蔬菜消费单价 5 元/公斤测算, 考虑通货膨胀, 全国蔬菜市场约为 4200 亿元, 加上水果市场 4300 亿市场, 果蔬供应市场产值庞大。蔬菜下游需求, 由占比 18% 的居民家庭消费与占比 82% 的餐饮消费、深加工等共同组成, 随着年轻一代居民消费习惯的变化、蔬菜加工工业的成长发展继续保持快速增长, 我们对蔬菜未来需求维持增长展望。
- 国内蔬菜种植效率、品质与抗风险能力弱, 稳定供应市场能力有待提高。目前我国全国有超过 5000 万户小散菜农, 大部分菜农的生产规模小于 5 亩地; 现有设施蔬菜面积约 5700 多万亩, 占比全国蔬菜种植

面积仅为 17%；设施蔬菜种植单位面积年产量仅为 15 公斤/平方米，设施蔬菜的单位面积产量、质量、效益和劳动生产率与国外相比差距较大。蔬菜的供应受到效率、规模、风险及信息不对称影响较大，价格波动显著，稳定供应能力有待提升。

- **庞大的果蔬消费市场，加上稳定供应市场能力提升的驱动，蔬菜技术服务市场空间巨大，巨量市场静待掘金：**
 - **1) 硬件设施新增投入空间可达 2 万亿。**2015 年全国蔬菜播种面积达 3.2 亿亩，其中已有设施蔬菜种植面积为 5700 万亩，目前占比仅为 17%，与日本等蔬菜种植发达国家的 80% 占比仍存在巨大差距。我们中性预计随着专业化蔬菜种植的进阶，菜农对于经济收益、品质保证要求提高，设施蔬菜种植面积有望在未来 5 年扩大到 1 亿亩，硬件设施新增投入空间可达 2 万亿。
 - **2) 高端肥料崛起，其中水溶肥市场有望达到 200 亿。**目前蔬菜种植依然使用传统肥料为主，平均每亩地化肥用量在 35-45kg 之间，未来随着设施蔬菜和水肥一体化技术推广，我们保守预计未来五年推广年复合平均增速为 15%，到 2020 年将有望达到 1.5 亿亩。按 25kg 每亩地的保守施肥量计算，预计种植地推广面积中蔬菜占比 70%，设施蔬菜水溶肥 2016 年使用量约为 200 万吨，至 2020 年可达 260 万吨。
 - **3) 果蔬供应链信息化、冷链化改造蕴含千亿市场。**2014 年冷链市场的规模为 1.12 亿吨，其中果蔬的冷链流通率仅为 5%，规模化种植的果蔬其所对应的市场地域范围将更为广阔。我们以规模化种植的蔬菜有 50% 做到与超市、电商直接对接（目前全部蔬菜农超对接比例为 15%）测算，冷链使用率为 30%，以终端价格 15% 为冷链物流成本，则该部分对应的冷链市场空间为 1000 亿元。
- **此次收购项目江苏绿港主营果蔬育种研发、现代农业工厂化种植设施和果蔬产品及其专用肥料的生产、销售，属于现代设施农业，战略规划成为现代蔬菜全产业链集成服务商。**江苏绿港开发销售 8 大类 400 多个果蔬产品，绝大部分为其自主研发产品，其中 12 项产品国内领先、2 项产品国际领先、4 项产品打破了国外垄断；目前已经研发和推广的水肥一体化技术、椰糠无土栽培技术、蔬菜生产分段施肥机技术等在全国领先于同行业 5-6 年。江苏绿港主要的利润来自于种子、服务平台、工程项目建设、果蔬园区管理、都市园艺等六大业务板块贡献；当前，公司重要的利润贡献来自于设施果蔬项目建设，其中半数为政府的 PPP 项目，未来这类项目还将持续为公司提供稳定的业绩，并由于高标准的工程建设示范效应，我们对该项业务的持续增长乐观展望；江苏绿港 2016-2018 有望达到/超过承诺利润 6526、9789、13052 万元。
- 我们看好公司以稳健的主营业务为基础，向果蔬综合服务转型的大农业战略。预计新洋丰 2016、2017 年分别实现销售收入 104.38 亿元、132.74 亿元，同比增长 8.5%、24.2%，实现归属于母公司净利润 9.95 亿元、12.79 亿元，同比增长 33.1%、28.5%，对应 EPS 分别为 0.75、0.97 元。目前公司所处的复合肥行业龙头企业平均估值水平为 22X2017PE，我们看好公司以稳健的主营业务为基础，向果蔬综合服务转型的大农业战略，给予整体 25X2017PE，目标价 24.3 元，“买入”评级。
- **风险提示：**磷酸一铵景气继续大幅下行，可能影响公司盈利水平；高端复合肥的推广需要渠道、营销的大量投入，如果进度滞后，推广效果不达预期可能影响公司收入；未来转型进度与成效低于预期。

内容目录

转型现代农业，布局蔬菜技术服务.....	- 5 -
复合肥主业表现稳健，高端肥料是业绩增长亮点.....	- 5 -
试水苹果供应链整合，布局蔬菜技术服务.....	- 6 -
8500 亿果蔬消费市场，需求持续旺盛.....	- 7 -
居民饮食结构调整，果蔬需求持续旺盛.....	- 7 -
价格总体趋势向上，季节波动显著.....	- 11 -
专业化设施化进阶中的果蔬种植业.....	- 13 -
抵御灾害与品质提升对果蔬种植的专业化要求.....	- 13 -
设施蔬菜面积仅占比 17%，规模与生产效率仍有较大提升空间.....	- 13 -
专业化蔬菜种植产业链整合：百亿市场静待掘金.....	- 15 -
江苏绿港：现代蔬菜全产业链集成服务商.....	- 16 -
专业打造行业高标准，蓝海市场初露峥嵘.....	- 16 -
政府项目示范成效显著，现代农业集成服务商雏形已现.....	- 17 -
盈利预测及投资建议.....	- 18 -
盈利假设及预测.....	- 18 -
投资建议：“买入”，目标价 24.3 元。.....	- 19 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

图表 1：新洋丰 2010 年业务收入占比.....	- 5 -
图表 2：新洋丰 2014 年业务收入占比.....	- 5 -
图表 3：新型复合肥项目销售及盈利预测.....	- 6 -
图表 4：磷酸一铵价格（华北市场均价，55%粉状）.....	- 6 -
图表 5：国内果蔬供给量.....	- 7 -
图表 6：城镇居民人均蔬果消费支出.....	- 8 -
图表 7：城镇居民饮食结构中蔬果支出的占比.....	- 8 -
图表 8：农村与城镇居民家庭人均购买蔬菜数量.....	- 9 -
图表 9：城镇居民在外就餐支出.....	- 9 -
图表 10：餐饮收入零售总额.....	- 10 -
图表 11：果蔬加工企业营业收入.....	- 10 -
图表 12：国内蔬菜需求结构.....	- 11 -
图表 13：果蔬生产价格指数.....	- 11 -
图表 14：果蔬 CPI 同比.....	- 12 -
图表 15：寿光蔬菜价格指数.....	- 12 -
图表 16：广东果蔬批发价格指数.....	- 12 -
图表 17：全国蔬菜种植面积.....	- 13 -

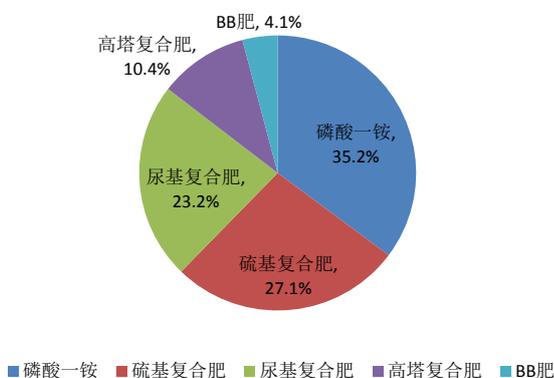
图表 18: 现在的生产者结构.....	- 14 -
图表 19: 未来的生产者结构.....	- 14 -
图表 20: 全国蔬菜平均每亩产量与用工数量.....	- 14 -
图表 21: 简易连栋拱棚 (造价 100 元/平方米)	- 15 -
图表 22: 高配连栋拱棚 (造价 200 元/平方米)	- 15 -
图表 23: 蔬菜每亩化肥使用量 (公斤)	- 16 -
图表 24: 江苏绿港现代农业科技园鸟瞰图.....	- 17 -
图表 25: 江苏绿港无土栽培技术.....	- 17 -
图表 28: 江苏绿港未来三年利润预测.....	- 17 -
图表 26: 不同蔬菜设施造价及运营费用.....	- 18 -
图表 27: 不同蔬菜设施运营利润测算.....	- 18 -
图表 29: 新洋丰费用和营业税金及附加假设.....	- 19 -
图表 30: 复合肥上市公司估值一览.....	- 19 -
图表 32: 新洋丰三张报表.....	- 20 -

转型现代农业，布局蔬菜技术服务

复合肥主业表现稳健，高端肥料是业绩增长亮点

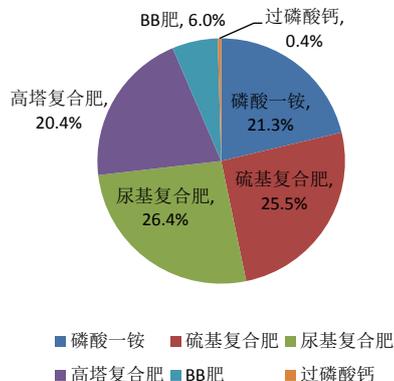
- 新洋丰是全国收入规模排名第二的复合肥龙头企业，公司拥有“选洗矿-磷铵-复合肥”的完整生产链，在湖北荆门、湖北宜昌、湖北钟祥、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳和江西瑞昌建有 8 个大型的现代化生产基地，形成每年 220 万吨磷酸一铵与 500 万吨复合肥的生产能力，规模位居全国磷复肥企业前三强。此外，公司积极探索“资源—产品—再生资源—再生产品”的循环经济发展模式，积极发挥磷资源深加工，延伸磷化工产业链，建立磷石膏综合利用、氟回收、硫酸钾复合肥副产的盐酸与合成氨生产的氨水结合生产氯化铵等，致力于建成资源开发、加工和废弃物回收利用的良性循环。
- 新洋丰的业务结构逐步走向多元化，磷酸一铵的收入占比从 2010 年的 35.2% 下降到 2014 年的 21.3%，复合肥业务整体占比扩大，特别是性能与外观较好的高塔复合肥占比在此期间扩大一倍至 20.4%。多元化的产品是复合肥企业打造综合产品与服务能力，适应全国化布局，适应种植结构变化的重要一环。公司于 2015 年 5 月完成上市后第一次增发，募投建设高端的新型肥料硝基肥水溶肥、硝基缓控释肥生产线。明年高端肥料开始投产放量，产品线多元化拓展，将是公司未来业绩增长的主要看点。

图表 1：新洋丰 2010 年业务收入占比



来源：中泰证券研究所

图表 2：新洋丰 2014 年业务收入占比



来源：中泰证券研究所

- 从同行业公司的销售数据来看，高端复合肥如硝基肥、水溶肥、缓控释肥等产品的毛利率比普通复合肥一般高 3-5%。通过产品结构的调整，公司的整体盈利能力将有望得到加强。公司目前募投的硝基水溶肥、硝基缓控释肥的进展顺利，目前第一期 80 万吨已经建成投产，春季用肥高峰期之前有望放量。我们中性估计 2016-2018 年投产逐步放量达到产能利用率分别为 50%、67%、80-85%，预测今年将为公司贡献销售收入 18.4 亿元。

图表 3：新型复合肥项目销售及盈利预测

(万吨)	2016E	2017E	2018E	预测单价(元/吨)
硝基复合肥	20	35	40	2600
尿基缓控释肥	20	35	40	2250
硝基水溶肥	15	28	30	3000
硝基缓控释肥	15	28	30	2800

来源：中泰证券研究所

- 此外，由于中东等地的产能投产，因出口拉动的 MAP 价格上涨受到抑制，从 2015 年第四季度开始 MAP 价格持续下滑，我们预期在全球需求未见明显改善的情况下，MAP 价格还将在低位徘徊。但考虑到国内磷铵产能管理严格，供应端不会制造新的压力，同时公司的孙公司获得磷铵出口澳大利亚的许可牌照，将有效缓解磷铵景气周期回落带来的业绩压力。我们对公司 2016 年的磷铵业务持量平价降的中性展望。

图表 4：磷酸一铵价格（华北市场均价，55%粉状）


来源：中泰证券研究所

试水苹果供应链整合，布局蔬菜技术服务

- 携手淘宝，初涉电商渠道。公司于 2015 年 6 月 15 日与阿里巴巴(中国)软件有限公司签署了《合作协议》，新洋丰在“村淘”上开设旗舰店，销售村淘特供产品并提供线上农化技术服务；并由阿里巴巴在当前各区域设置的村淘点负责新洋丰产品的宣传与订单收集，通过线上旗舰店在线下单，并由新洋丰通知其现有经销商提供产品配送及农化服务等相关线下服务。农村淘宝以 O2O 的模式，通过搭建县村两级服务网络，充分发挥电子商务优势，突破物流，信息流的瓶颈，实现“网货下乡”和“农产品进城”的双向流通功能。村淘计划在三至五年内投资 100 亿元，建立 1000 个县级服务中心和 10 万个村级服务站，覆盖全国 1/3 的县以及 1/6 的农村地区。在这个合作模式中，村淘主要提供线上流量入口和村掌柜的终端服务，新洋丰的产品和物流均由原有的经销商承担，对现有的渠道网络影响较小。
- 试水苹果供应链整合，效率提升品质保证。公司与中国农业大学联手打造全国测土配方施肥示范网络，在全国建设了 40 个示范基地，推广种植标准化模式。值得一提的是新洋丰参与苹果种植技术服务、对接采购

销售的尝试：主营苹果的洋丰果园位于陕西洛川，为当地苹果种植户提供种植专用肥、农业技术指导、采购、网上直销服务。公司关注到苹果供应链环节众多，由苹果经销商收购——冷库储藏——贸易批发商从苹果贩子手中收苹果——产地到销地物流——销地批发——零售分销等六个环节组成，尝试通过村淘的电商渠道降低流通成本，做出自有品牌。公司在当地采购苹果比苹果贸易商有 20% 加价，对苹果质量提出较高要求，因苹果流通环节加价可达翻倍，对生产者加价对终端价影响很小，但由于品质突出，获得了良好的口碑。

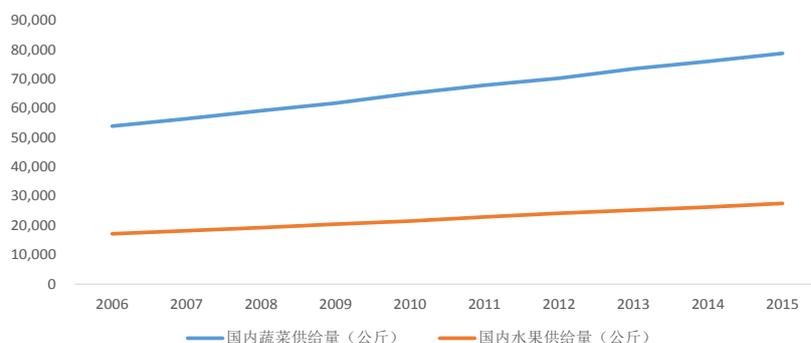
- **布局蔬菜种植技术服务，转型现代农业。**2016 年伊始，公司以自有资金出资 5000 万元人民币设立全资子公司北京新洋丰现代农业并购投资有限公司，拟开展智慧农业（农业大数据、物联网、农业电商及金融）、高端现代农机装备制造及农化服务等现代化农业领域股权投资。并于 7 月 18 日公告出资现金 3.99 亿元收购江苏绿港现代农业发展股份有限公司 51% 的股权。至此，公司的新农业转型战略已现雏形，技术服务和产业链整合的触角即将延伸至蔬菜市场。
- 公司以复合肥及农化服务为核心主业，并借助各类金融服务和资本平台，逐步拓展智慧农业（农业大数据、物联网、农业电商及金融）、高端现代农机装备制造及农化服务等现代化农业相关业务，增强技术研发和技术创新能力，提升产品的技术水准和市场影响力，为公司全力打造中国农业领域领导者奠定基础，实现从复合肥制造企业向农业综合服务解决方案提供商的现代农业企业的转型。我们认为新洋丰凭借全国布局的渠道网络、参与农业服务的成本优势明显，未来在现代农业领域大有可为。

8500 亿果蔬消费市场，需求持续旺盛

居民饮食结构调整，果蔬需求持续旺盛

- 随着中国经济社会的发展，农产品供应的总量提升，品类也日趋丰富，国内果蔬供应主要取决于国内的果蔬产量（进出口量占比较低，均不超过 1%），2015 年，全国蔬菜总供应量为 7.8 亿吨，同比增长 3.6%，水果总供应量为 2.7 亿吨，同比增长 4.7%，果蔬供给量呈现平缓上升的态势。以 2012 年人均家庭蔬菜消费单价 5 元/公斤，水果消费单价 15 元/公斤测算，考虑通货膨胀，全国蔬菜市场约为 4200 亿元，水果市场约为 4300 亿元。

图表 5：国内果蔬供给量

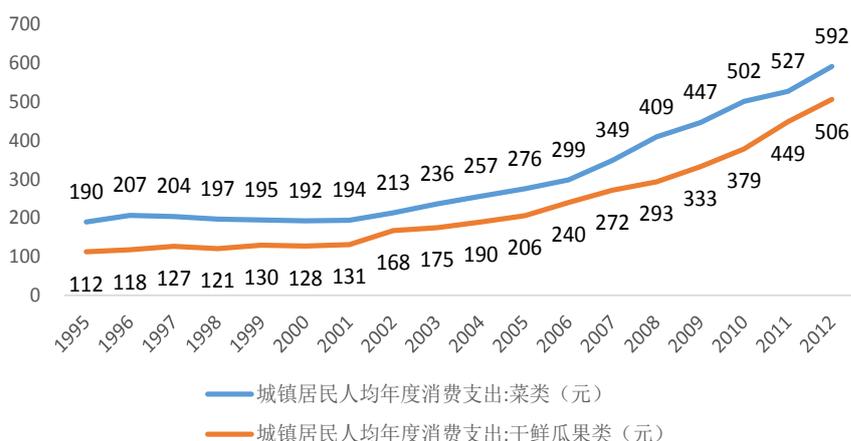


来源：中泰证券研究所

■ 我们认为果蔬消费需求主要来自于居民购买消费、餐饮业消费以及果蔬加工企业三个方向：

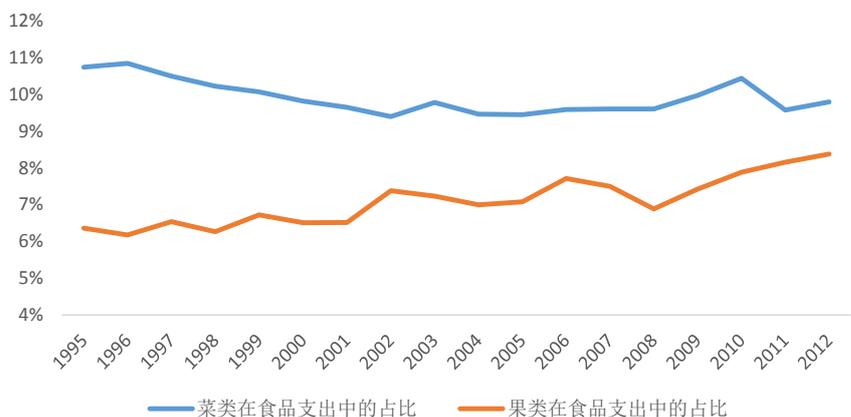
➢ 1) 居民购买消费保持增长，蔬菜占比维持稳定：近十年来，城镇居民人均年度果蔬消费支出逐年上升，且增速有不断加快的趋势，其中水果的消费支出 2012 年为 506 元，在近年来的食品消费支出中占比提升至 8.4%；蔬菜支出 2012 年为 592 元，占比 9.8%，基本保持平稳。蔬菜消费量下降，但人均消费支出不断上升，表明蔬菜价格的上涨以及消费者对蔬菜产品越来越高的标准和要求。

图表 6：城镇居民人均蔬果消费支出



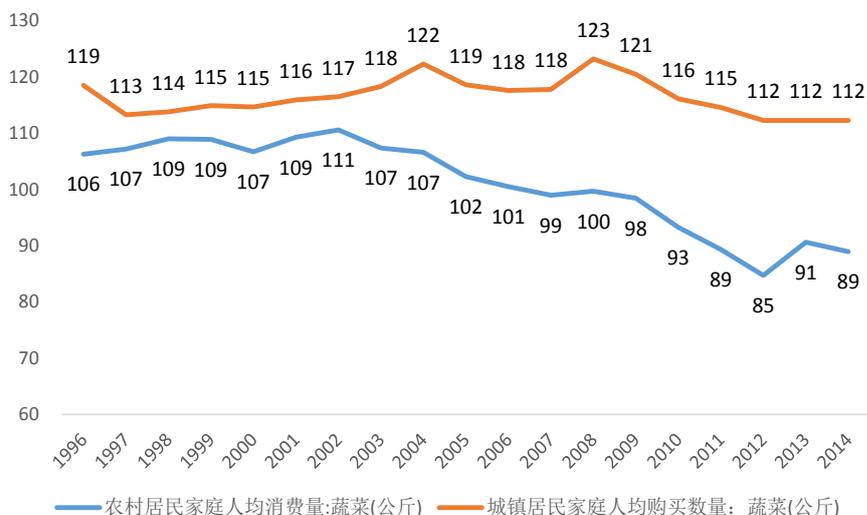
来源：中泰证券研究所

图表 7：城镇居民饮食结构中蔬果支出的占比



来源：中泰证券研究所

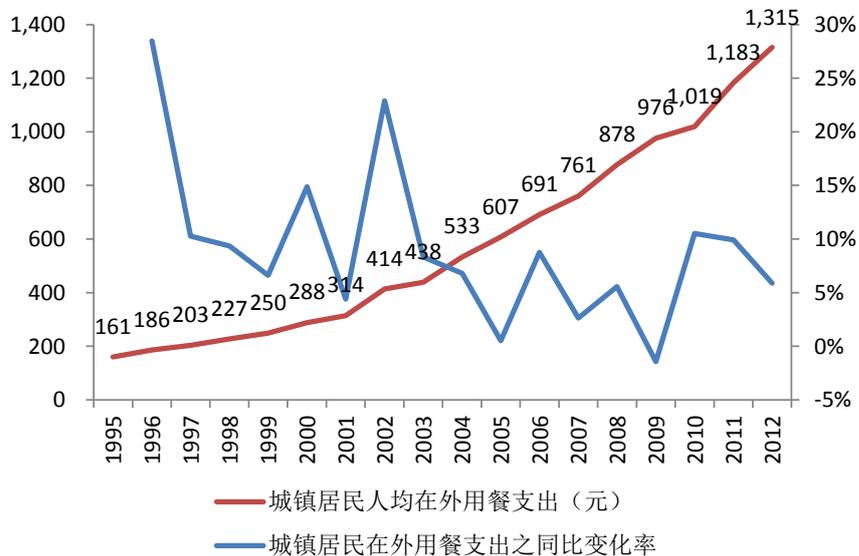
图表 8：农村与城镇居民家庭人均购买蔬菜数量



来源：中泰证券研究所

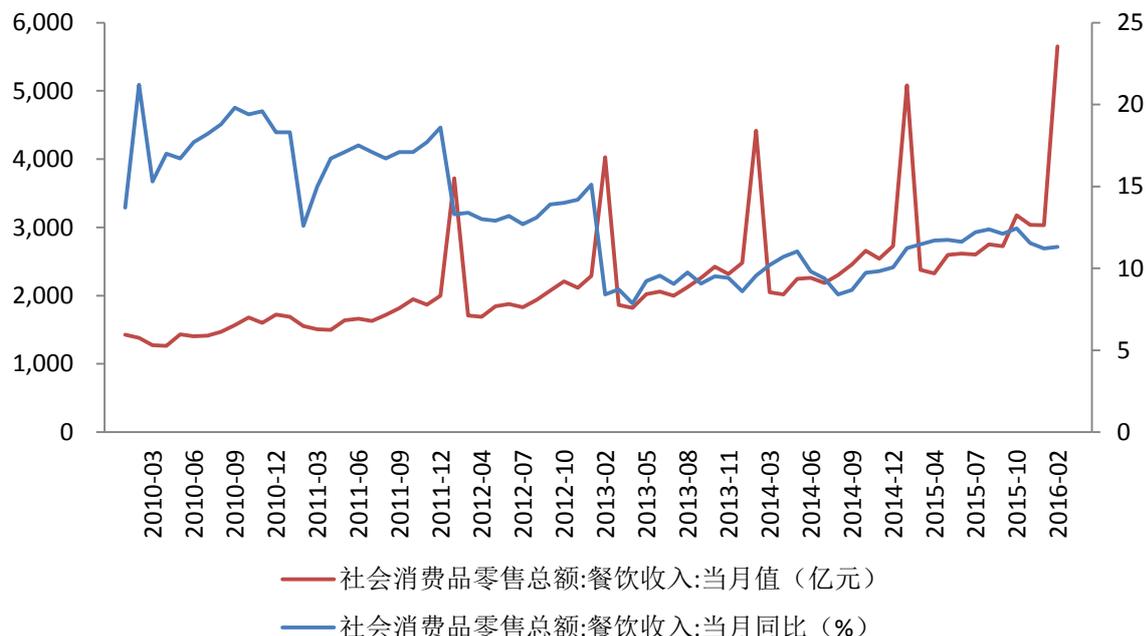
➤ **2) 居民外出就餐高增长，餐饮消费持续上升：**除了饮食结构的变化，我们还可以看到近十年来餐饮消费习惯的变化。居民人均购买蔬菜/鲜果并未看到大幅增长，但外出就餐支出持续提升，自 2000 年的 314 元高速增长至 1315 元，同时全社会餐饮消费自 2013 年后已经开始缓慢回暖，也为果蔬消费提供了较好支撑。

图表 9：城镇居民在外就餐支出



来源：中泰证券研究所

图表 10: 餐饮收入零售总额



来源: 中泰证券研究所

- **3) 果蔬深加工企业快速成长:** 果蔬消费的第三个主要方向即果蔬深加工, 2010 年开始, 包括罐头、果汁以及其他形式加工企业收入恢复快速增长。

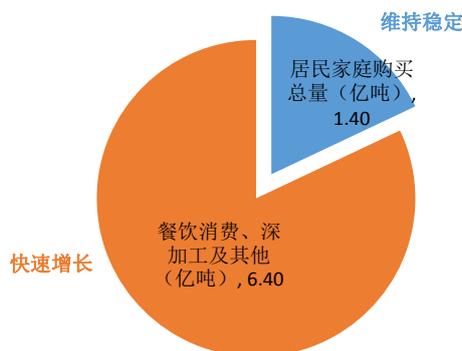
图表 11: 果蔬加工企业营业收入



来源: 中泰证券研究所

- 综上, 我们认为对蔬菜下游需求而言, 占比 18%的居民家庭消费总量将维持低速增长的稳定趋势, 而占比 82%的餐饮消费、深加工等将随着年轻一代居民消费习惯的变化、蔬菜加工工业的成长发展继续保持快速增长。蔬菜未来需求维持增长展望。

图表 12：国内蔬菜需求结构

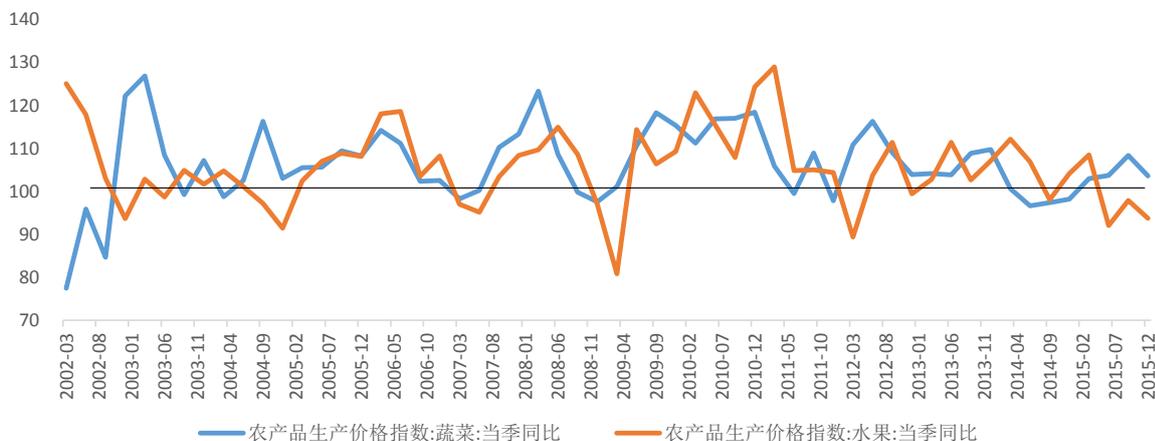


来源：中泰证券研究所

价格总体趋势向上，季节波动显著

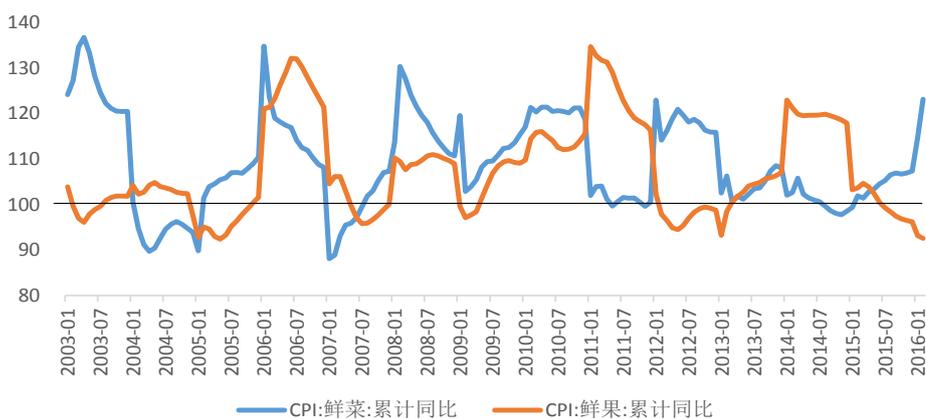
- 虽然从全年来看，蔬菜的供应与需求总量来看总体保持相对平稳，但年内供应波动较大，蔬菜价格季节波动显著。
 - 果蔬生产价格呈现波动上行的趋势，近年波动幅度收敛。果蔬生产价格具有明显的季节周期性，通常蔬菜秋冬季节生产价格指数高，水果冬春季节价格指数较高。果蔬生产价格指数为当季同比值，统计期内蔬菜和水果生产价格指数大于 100（即价格上涨）的天数分别占 76.8%和 75%。
 - 果蔬消费价格指数与生产价格指数的波动情况具有一定的一致性，波动上行、波幅收敛。
 - 山东省蔬菜批发价格指数和广东江南果蔬批发价格指数均表明水果和蔬菜批发价格具极强的季节波动性。
- 价格波动显著与蔬菜、鲜果供应具有季节性、农户高分散度关联度较大，蔬果供应在当季较为充足，冬季等相对短缺，同时农户接收供需信息相对滞后，都是蔬菜短期供需不平衡的重要原因。

图表 13：果蔬生产价格指数



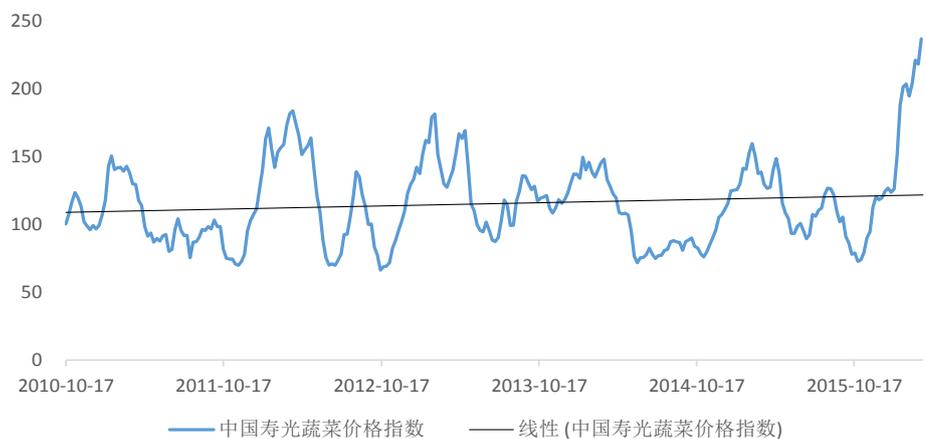
来源：中泰证券研究所

图表 14: 果蔬 CPI 同比



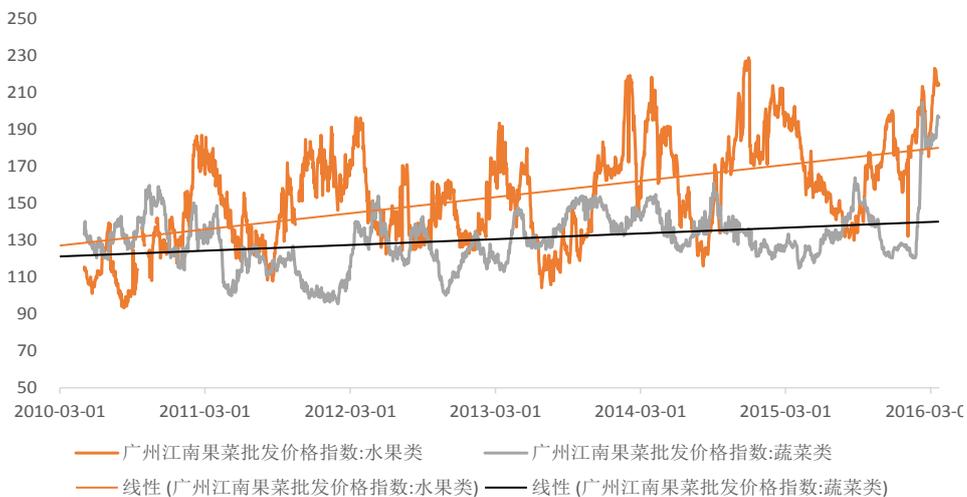
来源: 中泰证券研究所

图表 15: 寿光蔬菜价格指数



来源: 中泰证券研究所

图表 16: 广东果蔬批发价格指数



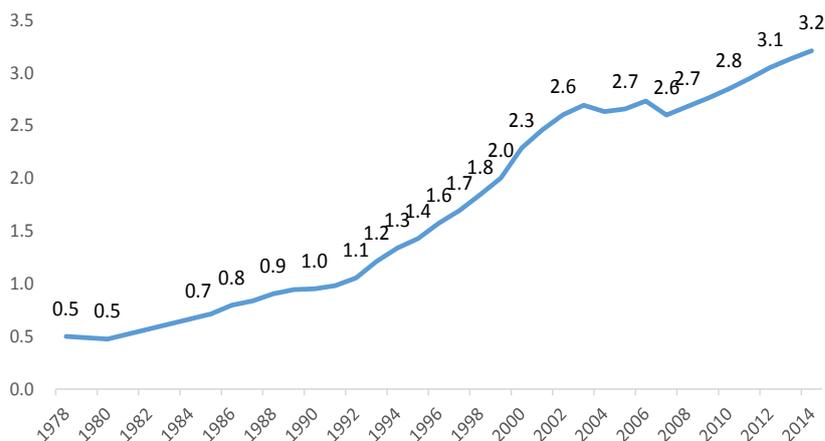
来源: 中泰证券研究所

专业化设施化进阶中的果蔬种植业

抵御灾害与品质提升对果蔬种植的专业化要求

- 我国蔬菜种植面积约为 3.2 亿亩，产量 7.8 亿吨；据 FAO 统计，我国蔬菜播种面积约占世界的 43%，产量约占世界的 49%，2011 年全国蔬菜（含西甜瓜）生产的总产值约 5,400 亿元，占种植业总产值比例高达 30% 以上，在种植业中的地位仅次于粮食，种植蔬菜已经成为增加农户经济收入的重要途径，在新农村建设中具有重要作用。

图表 17：全国蔬菜种植面积



来源：中泰证券研究所

- **蔬菜种植抵御自然灾害的能力比较弱，蔬菜生产均衡供应市场能力有待提高。**目前，国内蔬菜生产基本是以农户的小农生产为主，存在蔬菜生产设施简陋、抗击自然灾害的能力低等突出问题，蔬菜生产“靠天吃饭”的局面没有根本改变。自然灾害如冻害、冷害、暴雨和涝渍灾害、旱灾、高温热害等灾害的发生会导致蔬菜生产减产乃至绝收，进而会对蔬菜市场供应和社会稳定带来不利影响。
- **随着食品安全和食品健康关注度提升，高品质果蔬消费将促进果蔬生产技术改进。**发展有机果蔬的目的并不纯粹是为了获得经济利益，而是旨在努力建立一种综合的、健康的和环保的可持续发展的农业生产体系，使农业生态实现自我调节，农业资源实现再生利用。以蔬菜为例，目前我国的有机蔬菜生产处于发展阶段，消费者消费习惯仍处于培养发展阶段，预计 2020 年之前市场规模的复合增长率将达到 20%。到 2020 年，有机蔬菜在国内的需求将接近一亿吨的规模。有机果蔬的生产对种植过程的控制极为严格，且以规模化的种植为主。

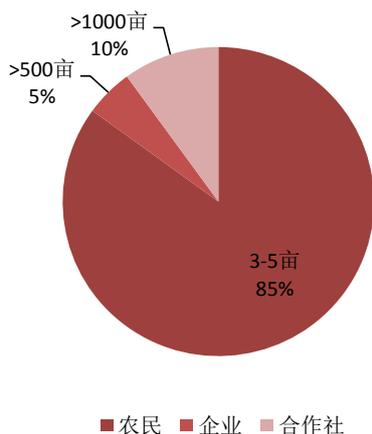
设施蔬菜面积仅占比 17%，规模与生产效率仍有较大提升空间

- **设施化蔬菜种植占比较低。**上个世纪 50 年代，我国从前苏联引进的保护地栽培技术，可谓简易的设施农业。60 年代末，我国北方才初步形成了由简单覆盖、风障等构成的保护地生产技术体系。70 年代，推广地膜覆盖技术，对保温、保水、保肥起到了很大作用。80 年代，以日光温室、塑料大棚为代表的设施园艺取得长足进步。90 年代以来，我国较大规模

引进国外大型连栋玻璃温室，设施农业迅猛发展。目前我国现有设施栽培面积 6160 万亩，设施蔬菜面积约占到 5700 多万亩，占比全国蔬菜种植面积 17%，其中 60% 以上集中在环渤海湾及黄淮地区。2015 年设施蔬菜重点县的调出量占全年淡季蔬菜调出量的 60.5%、占冬春淡季蔬菜调出量的 71.8%。

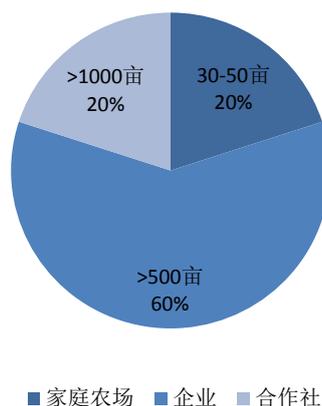
- **种植户十分分散。**全国有超过 5000 万户从事商品蔬菜生产的小散菜农遍布全国各地，其中大部分菜农的生产规模小于 5 亩地。分散的种植户使得蔬菜供需信息难以有效对接，菜价波动较大。

图表 18: 现在的生产者结构



来源：中泰证券研究所

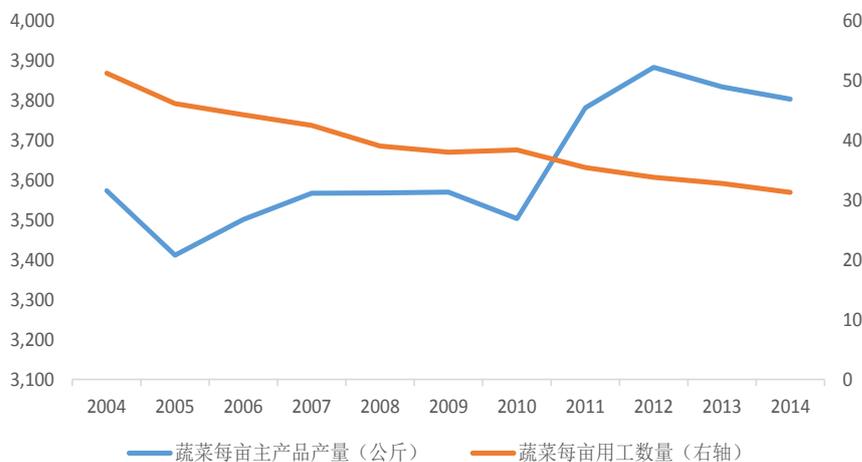
图表 19: 未来的生产者结构



来源：中泰证券研究所

- **设施化蔬菜种植生产率与国际差距较大。**尽管目前我国 95% 以上的设施农业在进行蔬菜生产，但平均单位面积年产量仅为 15 公斤/平方米，设施蔬菜的单位面积产量、质量、效益和劳动生产率与国外相比差距较大。单位面积水资源利用率仅为以色列的 1/6~1/5，肥料利用率更低。大型温室，特别是国产大型温室的环境控制能力较差，一年比荷兰等国少 160~170 天的生产时间。用工多、能耗高、产值低、品质低、设施生产技术不配套等问题，已成为影响我国设施蔬菜发展的重要原因。

图表 20: 全国蔬菜平均每亩产量与用工数量



来源：中泰证券研究所

专业化蔬菜种植产业链整合：百亿市场静待掘金

- 设施蔬菜未来将向精准化、轻简化、高效化、生态化方向发展，亦即利用物联网技术精确控制棚室内环境及肥水灌溉量实现精准化；利用设施专用机械、专用卡具等省工设备减少劳动用工实现轻简化；利用高效栽培技术提高单位面积产量，改善蔬菜产品品质，增加农民受益程度实现高效化；利用上述综合技术减少农药、化肥用量，实现生态化。与此相对应的是蔬菜种植进阶市场的巨大空间：
 - 硬件设施新增投入空间可达 2 万亿。2015 年全国蔬菜播种面积达 3.2 亿亩，其中已有设施蔬菜种植面积为 5700 万亩，目前占比仅为 17%，与日本等蔬菜种植发达国家的 80% 占比仍存在巨大差距。我们中性预计随着专业化蔬菜种植的进阶，菜农对于经济收益、品质保证要求提高，设施蔬菜种植面积有望在未来 5 年扩大到 1 亿亩，硬件设施新增投入空间可达 2 万亿。

图表 21：简易连栋拱棚（造价 100 元/平方米）



来源：中泰证券研究所

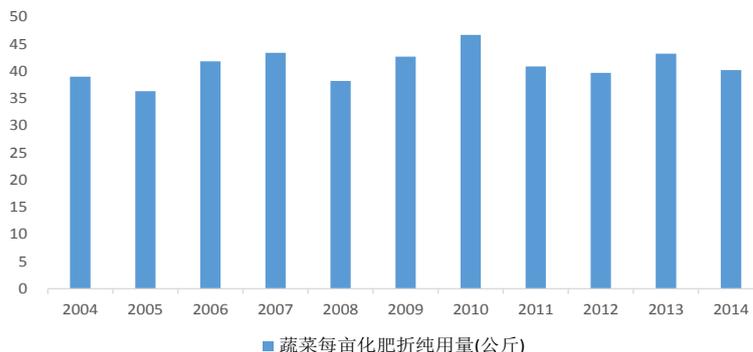
图表 22：高配连栋拱棚（造价 200 元/平方米）



来源：中泰证券研究所

- 高端肥料崛起，其中水溶肥市场有望达到 200 亿。目前蔬菜种植依然使用传统肥料为主，平均每亩地化肥用量在 35-45kg 之间。农业部 2013 年 3 月出台的《水肥一体化技术指导意见》将水肥一体化作为主推技术用以建设高效、可持续的现代农业体系，以缓解国内人多、地少的局面。蔬菜规模化的种植过程中合理使用水肥一体化技术将降低高达 90% 的人力成本，提升蔬菜产量 20%—30%。目前，我国水肥一体化技术推广总面积约为 7000 万亩，我们保守预计未来五年推广增速为 15%，到 2020 年将有望达到 1.5 亿亩。按 25kg 每亩地的保守施肥量计算，预计种植地改造中蔬菜种植地占比 70%，设施蔬菜水溶肥 2016 年使用量约为 200 万吨，增加的使用量可以达到 15 万吨。

图表 23：蔬菜每亩化肥使用量（公斤）



来源：中泰证券研究所

- **果蔬供应链信息化、冷链化改造蕴含千亿市场。**2014 年冷链市场的规模为 1.12 亿吨，其中果蔬的冷链流通率仅为 5%，规模化种植的果蔬其所对应的市场地域范围将更为广阔，进而将带动冷链物流产业的发展。我们以规模化种植的蔬菜有 50%做到与超市、电商直接对接（目前全部蔬菜农超对接比例为 15%）测算，冷链使用率为 30%，以终端价格 15%为冷链物流成本，则该部分对应的冷链市场空间为 1000 亿元。

江苏绿港：现代蔬菜全产业链集成服务商

专业打造行业高标准，蓝海市场初露峥嵘

- **江苏绿港主营果蔬育种研发、现代农业工厂化种植设施和果蔬产品及其专用肥料的生产、销售，属于现代设施农业，为国家级农业高科技行业。**江苏绿港开发销售 8 大类 400 多个果蔬产品，绝大部分为其自主研发产品，其中 12 项产品国内领先、2 项产品国际领先、4 项产品打破了国外垄断；目前已经研发和推广的水肥一体化技术，椰糠无土栽培技术、蔬菜生产分段施肥机技术等在全国领先于同行业 5-6 年。
- 自 2010 年起至今，标的公司连续被审定为“国家级高新技术企业”、“江苏省重点农业龙头企业”、“江苏省农业产业化省级重点龙头企业”、“江苏省民营高科技技术企业”，被评选为“2011 年度现代农业发展十佳农业龙头企业”，“2012 年度宿迁双百工程先进企业”、“江苏省第五批农业科技型企业”等。
- 目前，绿港拥有 26 项专利使用许可，1 项“一种蔬菜无土栽培育苗基质”发明专利使用许可，1 项自主研发的“日光温室及其施工方法”的发明专利正在审核办理中；拥有 13 项商标，另有 7 项商标正在审核办理中；拥有 2 项作物品种鉴定证书，12 项自主研发的作物新品种已经提交申请国家育种者权益保护，正在审核办理中；此外，标的公司还拥有 5000 余份果蔬种质资源（即种子遗传资源）给育种创造了强大的潜在空间。

图表 24：江苏绿港现代农业科技园鸟瞰图



来源：中泰证券研究所

图表 25：江苏绿港无土栽培技术



来源：中泰证券研究所

- 当前设施蔬菜的工程企业尚处于发育成长阶段，数量众多但体量较小，由于缺乏完善的标准体系，多数公司承建项目仅能达到短中期的使用要求。行业仍是蓝海，未来成长空间广阔，在此市场中专业性强、标准化程度高、上下游联合较好的企业有望脱颖而出。

政府项目示范成效显著，现代农业集成服务商雏形已现

- 江苏绿港主要的利润贡献来自于：
 - 基于自身蔬菜育种、生产及推广能力带来的种子产品贡献；
 - 提供技术服务、高端肥料等生产资料、无土栽培设施设备以及流通交易的服务平台贡献；
 - 中大型设施蔬菜项目建设贡献；
 - 果蔬园区管理贡献；
- 当前，公司重要的利润贡献来自于设施果蔬项目建设，其中半数为政府的 PPP 项目，未来这类项目还将持续为公司提供稳定的业绩，并由于高标准的工程建设示范效应，我们对该项业务的持续增长乐观展望。

图表 26：江苏绿港未来三年利润预测

(万元)	2016E	2017E	2018E
种业	200	400	800
技术服务平台	500	1000	2000
工程项目建设	5000	8000	12000
园区管理	800	1000	1500
都市园艺	200	500	1000
合计	6700	10900	17300
承诺利润	6526	9789	13052

来源：中泰证券研究所

- 设施蔬菜中，越高端的温室前期投入越高，后期持续的收益越稳定。绿港主打的项目是双模日光温室、连栋温室与玻璃温室，在设施蔬菜建设中属于中高端项目。

图表 27：不同蔬菜设施造价及运营费用

温室	造价	折旧	人工费用	种苗费用	塑料薄膜	追肥	整地	基肥	加温及水电	合计费用
大工棚	40000	5000	13340	1200	2401.2	4000	640	3000	0	32581
日光温室	120000	12000	16675	1200	2001	4000	640	4000	0	40516
双膜拱棚	153410	10227	11117	1200	3001.5	4000	640	4000	0	34186
双膜日光温室	185426	12362	11117	1200	3001.5	6000	640	4000	0	38320
连栋温室	186760	18676	12506	1200	1200.6	4000	640	3000	0	41223
玻璃温室	800400	26680	6670	1200	0	8000	0	0	53360	95910

来源：江苏绿港，中泰证券研究所

图表 28：不同蔬菜设施运营利润测算

温室	最低产量	最高产量	平均产量	价格	产值最低	产值最高	产值平均	费用合计	利润最低	利润最高	利润平均
大工棚	5336	13340	6670	3	16008	40020	20010	32581	-16573.2	7438.8	-12571
日光温室	6670	13340	10005	3	20010	40020	30015	41223	-21212.8	-1202.9	-11208
双膜拱棚	6670	20010	12006	3	20010	60030	36018	40516	-20506	19514	-4498
双膜日光温室	13340	26680	16675	3	40020	80040	50025	34186	5834.5	45854.5	15839.5
连栋温室	16675	26680	20010	3	50025	80040	60030	38320	11705.1	41720.1	21710.1
玻璃温室	40020	69368	46690	3	120060	208104	140070	95910	24150	112194	44160

来源：江苏绿港，中泰证券研究所

- 未来我们看好新洋丰与江苏绿港的合作与协同，具体表现为：
 - 现代农业未来具有巨大的发展空间，江苏绿港在行业内具有先进的科学生产理念、科研软实力和水肥一体化、无土椰糠栽培技术水平、物联网全程无死角数据归集分析等技术，对新洋丰拓展现代农业领域具有战略意义；
 - 江苏绿港全产业链、多维度的战略布局可以与新洋丰向现代农业全产业链延伸的战略目标融合，起到战略协同效应，可有效推动新洋丰战略实施；
 - 江苏绿港本身就是一家国家级高新技术企业，目前在现代农业领域居于领先地位，市场先入优势和竞争优势明显，财务盈利增长潜力巨大，可以为新洋丰带来二元收入；
 - 江苏绿港在作物种子、作物专用肥方面的技术与新洋丰在业内首先倡导并大力推广作物专用肥的市场理念高度契合，而标的公司在水肥一体自动灌溉装置方面的技术与产品与新洋丰适应行业发展趋势而大力推广的水溶肥可以形成水肥一体化的产品与服务组合，双方互补与协同优势明显。
 - 江苏绿港致力于发展的智慧农业（农业大数据、供应链金融、“互联网+B2B”及农村电商销售渠道）可为新洋丰向现代化、智慧型农业转型夯实基础，促进新洋丰向现代农业的加速转型，引领我国现代农业迅猛发展。

盈利预测及投资建议

盈利假设及预测

- 公司主要业务的销量、价格、毛利率预测详见销售收入预测表；
- 公司各年度期间费用预测如下；

图表 29：新洋丰费用和营业税金及附加假设

会计年度截止日：12/31	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位：人民币百万元					
营业税金及附加	6.42	19.11	9.39	17.26	20.62
占营业收入比重	0.08%	0.20%	0.09%	0.13%	0.13%
销售费用	491.56	543.11	605.42	929.17	1,269.07
占营业收入比重	5.89%	5.65%	5.80%	7.00%	8.00%
管理费用	304.48	287.05	334.02	398.22	491.76
占营业收入比重	3.65%	2.98%	3.20%	3.00%	3.10%
财务费用	54.62	6.53	-35.26	-66.36	-102.99
占营业收入比重	0.65%	0.07%	-0.34%	-0.50%	-0.65%

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 我们预计新洋丰 2016、2017 年分别实现销售收入 104.38 亿元、132.74 亿元，同比增长 8.5%、24.2%，实现归属于母公司净利润 9.95 亿元、12.79 亿元，同比增长 33.1%、28.5%，对应 EPS 分别为 0.75，0.97 元。

投资建议：“买入”，目标价 24.3 元。

- 目前公司所处的复合肥行业龙头企业平均估值水平为 22X2017PE，我们看好公司以稳健的主营业务为基础，向果蔬综合服务转型的大农业战略，给予整体 25X2017PE，目标价 24.3 元，“买入”评级。

图表 30：复合肥上市公司估值一览

所属行业	代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润			PE		
					2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
复合肥	002470.sz	金正大	8.5	265.6	11.1	14.0	18.0	23.9	19.0	14.8
复合肥	002588.sz	史丹利	13.5	157.0	6.2	7.5	9.1	25.3	21.0	17.3
复合肥	000902.sz	新洋丰	13.6	178.8	7.5	10.0	12.8	23.9	18.0	14.0
复合肥	002539.sz	新都化工	15.4	155.2	2.0	3.2	5.5	77.3	48.0	28.4
复合肥	002538.sz	司尔特	9.3	66.6	2.5	2.9	3.5	27.0	22.6	18.8
复合肥	002170.sz	芭田股份	9.5	83.4	1.6	1.8	2.1	52.5	46.3	39.7
平均 PE								38.3	29.2	22.2

来源：wind、中泰证券研究所

风险提示

- 磷酸一铵景气继续大幅下行，可能影响公司盈利水平；
- 高端复合肥的推广需要渠道、营销的大量投入，如果进度滞后，推广效果不达预期可能影响公司收入；
- 未来转型进度与成效低于预期。

图表 31: 新洋丰三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	6,889	8,352	9,619	10,438	13,274	15,863	货币资金	666	398	1,246	3,131	4,355	5,944
增长率	340.12%	21.2%	15.2%	8.5%	27.2%	19.5%	应收款项	208	207	331	400	508	607
营业成本	-5,597	-6,801	-7,813	-8,267	-10,343	-12,185	存货	1,041	1,401	1,551	1,483	1,856	2,187
% 销售收入	81.2%	81.4%	81.2%	79.2%	77.9%	76.8%	其他流动资产	379	733	887	1,224	1,425	1,604
毛利	1,292	1,551	1,806	2,172	2,931	3,679	流动资产	2,294	2,739	4,015	6,239	8,144	10,342
% 销售收入	18.8%	18.6%	18.8%	20.8%	22.1%	23.2%	% 总资产	49.0%	52.8%	57.6%	61.9%	71.4%	76.1%
营业税金及附加	-5	-6	-19	-9	-17	-21	长期投资	1	1	1	1	1	1
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	固定投资	2,036	1,955	2,263	3,164	2,607	2,602
营业费用	-352	-492	-543	-605	-929	-1,269	% 总资产	43.5%	37.7%	32.5%	31.4%	22.8%	19.1%
% 销售收入	5.1%	5.9%	5.6%	5.8%	7.0%	8.0%	无形资产	333	324	402	378	371	359
管理费用	-305	-304	-287	-334	-398	-492	流动资产	2,387	2,447	2,956	3,832	3,269	3,252
% 销售收入	4.4%	3.6%	3.0%	3.2%	3.0%	3.1%	% 总资产	51.0%	47.2%	42.4%	38.1%	28.6%	23.9%
息税前利润 (EBIT)	631	749	957	1,223	1,587	1,897	资产总计	4,681	5,186	6,970	10,071	11,413	13,593
% 销售收入	9.2%	9.0%	9.9%	11.7%	12.0%	12.0%	短期借款	808	270	0	378	0	0
财务费用	-91	-55	-7	35	66	103	应付款项	1,356	1,752	1,808	2,107	2,667	3,175
% 销售收入	1.3%	0.7%	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	其他流动负债	65	63	96	300	97	115
资产减值损失	1	-3	1	0	0	0	流动负债	2,229	2,085	1,903	2,785	2,764	3,290
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	130	166	0	0	0	0
投资收益	24	0	4	0	50	65	其他长期负债	51	6	-57	-57	-57	-57
% 税前利润	4.2%	0.0%	0.4%	0.0%	2.9%	3.1%	负债	2,410	2,257	1,847	2,729	2,707	3,233
营业利润	565	691	955	1,258	1,703	2,065	普通股股东权益	2,103	2,743	4,809	6,952	8,231	9,782
营业利润率	8.2%	8.3%	9.9%	12.1%	12.8%	13.0%	少数股东权益	169	186	314	390	475	579
营业外收支	13	18	12	2	2	2	负债股东权益合计	4,682	5,186	6,970	10,071	11,413	13,593
税前利润	578	709	967	1,260	1,705	2,067	比率分析						
利润率	8.4%	8.5%	10.1%	12.1%	12.8%	13.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-138	-121	-189	-189	-341	-413	每股指标						
所得税率	23.8%	17.0%	19.6%	15.0%	20.0%	20.0%	每股收益 (元)	1.194	0.906	1.087	1.336	1.716	2.081
净利润	441	589	778	1,071	1,364	1,654	每股净资产 (元)	5.841	4.352	6.995	9.331	11.048	13.129
少数股东损益	11	17	30	76	85	103	每股经营现金净流 (元)	2.464	1.034	0.937	1.788	2.130	2.580
归属于母公司的净利润	430	571	748	995	1,279	1,551	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	6.2%	6.8%	7.8%	9.5%	9.6%	9.8%	回报率						
							净资产收益率	20.44%	20.82%	15.55%	14.32%	15.54%	15.85%
							总资产收益率	9.18%	11.01%	10.73%	9.88%	11.20%	11.41%
							投入资本收益率	18.53%	20.90%	20.14%	22.94%	29.56%	34.83%
							增长率						
							营业总收入增长率	340.12%	21.24%	15.17%	8.52%	27.17%	19.51%
							EBIT增长率	8713.42%	18.71%	27.74%	27.82%	29.77%	19.58%
							净利润增长率	1072.82%	32.89%	30.91%	33.13%	28.48%	21.25%
							总资产增长率	307.88%	10.78%	34.41%	44.48%	13.33%	19.10%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	3.7	0.5	1.3	7.0	7.0	7.0
							存货周转天数	42.0	65.5	69.0	65.5	65.5	65.5
							应付账款周转天数	17.9	24.9	28.4	24.9	24.9	24.9
							固定资产周转天数	61.6	86.0	74.0	68.9	56.2	46.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	11.98%	1.31%	-24.31%	-37.50%	-50.02%	-57.38%
							EBIT利息保障倍数	6.9	13.7	146.6	-34.7	-23.9	-18.4
							资产负债率	51.47%	43.53%	26.49%	27.10%	23.72%	23.79%

来源: 新洋丰、中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。