

新洋丰(000902)

报告日期: 2020年10月20日

经营拐点逻辑验证, 看好公司市占率持续提升

——新洋丰点评报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 陈煜、陈腾曦、史凡可、林骥川、姜文镹
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

公司发布20年三季报: 报告期内实现营收82.42亿元(+1.50%), 归母净利润7.96亿元(+23.90%), 扣非净利7.41亿元(+17.35%); 单Q3实现营收28.63亿元(+22.09%), 归母净利润2.92亿元(+2368.75%), 扣非归母净利润2.53亿元(+3095.63%), 经营拐点逻辑得到验证。

投资要点

❑ 黑天鹅事件影响褪去, 盈利持续兑现高增

19年Q3/Q4营收增速-17.93%/-26.10%, 净利润增速-93.99%/-89.46%, 主要系19年下半年环保停产、高价原材料、产品降价等多重黑天鹅事件叠加; 目前来看一次性影响因素逐步褪去, Q3收入、利润增速分别达22.09%、2368.75%。此外, 考虑到玉米去库存、种植面积减少、下游养殖行业需求边际改善(明年生猪存栏量增加), 主粮供需缺口放大, 玉米、水稻、小麦等农产品价格逐渐复苏(截至目前国内主粮玉米/小麦/早稻价格同比上涨29.6%/2.4%/3.7%)。预期秋耕叠加农产品价格上升促进复合肥行业需求企稳, 利好复合肥价格提升, 19Q4基数较低背景下20Q4盈利有望延续高增。

❑ 产品结构持续优化、产业链一体化逐步推进

(1)近期新型肥产能投产充分体现公司未来的战略重心, 产品结构将持续优化, 现有产品结构中新型肥收入占比不断提升(2020H1相较2019H1新型肥收入占比提升1%)。20年9月公司投产建设30万吨/年高品质经济作物专用肥项目, 计划投资额为2.40亿元, 建设周期为12个月, 建成后公司在新型肥料的布局将更加完善, 市场占有率将进一步提高。(2)20年3月公司发行可转债拟投资建设30万吨/年合成氨技改项目, 建设完成后预计合成氨生产成本可大幅降低, 增厚利润。此外, 公司拥有180万吨磷酸一铵产能(全国第一), 可节约成本约1.8亿元; 集团拥有约5亿吨磷矿, 年产能约500万吨, 产业链一体化优势明显。

❑ 预收账款同比高增, 存货同比下降, 看好公司市占率提升

报告期内公司预收账款(合同负债)10.63亿元, 较去年同期增加5.28亿元, 对下游占款能力较强体现下游经销商行业信心, 看好公司集中度提升。截止报告期末公司存货15.20亿元, 较期初减少9.18亿元, 存货周转天数较去年同期减少18.31至81.67天; 应收帐款及票据4.73亿元, 较期初增加2.12亿元, 应收帐款周转天数较去年同期减少4.23天至10.10天, 营运效率大幅提升, 主要系三季度是秋肥旺季、销售集中。报告期内公司经营性现金流净额为19.18亿元, 较去年同期增长7.89亿元, 现金流稳定。

❑ 盈利能力改善, 费用管控良好

公司前三季度综合毛利率为20.61%(+1.77pct), 期间费用率同比增加0.59pct至8.95%, 其中销售费用率为5.80%(+0.52%), 管理费用率为3.03%(+0.18%), 研发费用率0.48%(+0.07%), 财务费用率-0.36%(-0.19%)。单20Q3公司毛利率为20.50%(同比+7.78%), 期间费用率同比下降3.08pct至9.03%, 其中销售费用率为5.87%(-1.94%), 管理费用率为3.29%(-1.21%), 研发费用率为0.36%(+0.17%), 财务费用率为-0.49%(-0.1%), 综合来看Q3净利率为10.21%

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥12.20

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.23
2Q/2020	0.24
1Q/2020	0.15
4Q/2019	0.01



公司简介

全国磷复肥龙头企业, 中国化肥企业百强

相关报告

1《业绩逐季环比改善趋势确立, 超高分表质量凸显强大竞争优势——新洋丰中报点评》2020.08.13

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈煜、陈腾曦、史凡可、林骥川、姜文镹

点评报告

行业公司研究——服装II行业——

证券研究报告

(+9.71pct), 盈利显著改善。

□ 上调股份回购价格, 彰显公司未来发展信心

公司自 2019 年 10 月至 2020 年 7 月 20 日, 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。截至 2020 年 9 月 30 日, 公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份 1.20 亿元, 彰显公司未来发展信心。

□ 盈利预测及估值

结合公司前三季度盈利表现和历史 Q4 盈利 (Q4 为农业生产淡季), 我们上调全年净利润至 8.8 亿元。目前公司黑天鹅事件影响褪去, 农产品价格提升有望带动化肥价格量价齐升, 行业景气度上行; 此外公司中长期产品结构持续优化、产业链一体化持续推进。不考虑磷矿注入与合成氨投产的情况下, 保守预计 20-22 年公司实现营收 94.62、115.49、130.75 亿元, 同增 1.4%、22.1%、13.2%; 归母净利 8.81、10.83、12.86 亿元, 同增 35.3%、23.0%、18.8%, 当前股价对应 PE 为 18.5X、15.0X、12.6X, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格剧烈波动; 三磷整治力度超预期, 加大环保开支与经营成本; 农产品价格反弹乏力

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	9327.50	9462.16	11549.18	13074.57
(+/-)	-7.01%	1.44%	22.06%	13.21%
净利润	651.05	880.60	1083.08	1286.43
(+/-)	-20.49%	35.26%	22.99%	18.77%
每股收益 (元)	0.49	0.66	0.81	0.97
P/E	24.98	18.47	15.01	12.64

图 1：新洋丰季度财务数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	2,870.48	2,669.29	2,857.67	1,633.18	3,139.73	2,635.55	2,345.36	1,206.86	2,810.69	2,568.22	2,863.38
YOY	8.50%	7.56%	35.54%	-9.10%	9.38%	-1.26%	-17.93%	-26.10%	-10.48%	-2.55%	22.09%
归母净利润	280.18	258.42	197.20	83.04	338.68	291.78	11.84	8.75	192.16	311.26	292.37
YOY	25.29%	24.93%	21.16%	-4.45%	20.88%	12.91%	-93.99%	-89.46%	-43.26%	6.68%	2368.75%
扣非归母净利润	277.90	257.55	195.90	87.07	335.95	287.90	7.91	6.97	190.69	297.90	252.75
YOY	25.07%	25.53%	20.69%	5.36%	20.89%	11.78%	-95.96%	-92.00%	-43.24%	3.47%	3095.63%
毛利率	19.08%	20.24%	17.92%	19.93%	19.61%	23.39%	12.72%	17.54%	16.93%	24.77%	20.50%
期间费用率	6.65%	7.14%	8.98%	12.28%	5.90%	7.98%	12.11%	12.71%	8.16%	9.73%	9.03%
其中: 销售费用	118.50	121.77	182.70	128.34	114.79	130.99	183.22	93.69	148.04	162.07	168.16
销售费用率	4.13%	4.56%	6.39%	7.86%	3.66%	4.97%	7.81%	7.76%	5.27%	6.31%	5.87%
其中: 管理费用	77.54	74.61	75.67	77.38	67.85	57.99	105.47	57.46	83.36	72.30	94.17
管理费用率	2.70%	2.80%	2.74%	4.94%	2.26%	3.17%	4.69%	5.53%	3.11%	3.80%	3.65%
其中: 财务费用	-5.04	-5.75	-4.39	-8.52	-0.57	-4.17	-9.18	-7.09	-6.05	-9.81	-14.04
财务费用率	-0.18%	-0.22%	-0.15%	-0.52%	-0.02%	-0.16%	-0.39%	-0.59%	-0.22%	-0.38%	-0.49%
归母净利率	9.76%	9.68%	6.90%	5.08%	10.79%	11.07%	0.50%	0.73%	6.84%	12.12%	10.21%
存货	1,862.47	1,462.67	1,591.73	2,716.35	1,832.91	1,924.74	2,164.37	2,438.21	1,426.70	1,429.78	1,520.31
较上年同期增减	307.05	177.60	364.89	655.35	-29.56	462.07	572.63	-278.14	-406.22	-494.97	-644.06
应收账款(应收款项融资)	438.10	479.38	802.14	380.42	259.66	423.25	57.36	53.40	287.39	233.82	63.73
较上年同期增减	-97.27	118.19	291.46	-199.63	-178.44	-56.13	-744.78	-327.02	27.73	-189.43	6.37
应收账款	505.27	221.60	334.87	194.17	646.68	242.05	230.01	207.78	538.06	349.76	409.08
较上年同期增减	-57.03	-45.07	-6.31	98.70	141.41	20.45	-104.86	13.61	-108.62	107.72	179.07
应付账款及应付票据	1109.50	870.43	1033.49	982.11	1024.09	813.97	1068.99	857.46	910.09	1074.46	980.88
较上年同期增减	30.37	-43.59	-122.85	31.86	-85.41	-56.46	35.50	-124.64	-114.00	260.49	-88.11
预收账款(合同负债)	772.04	514.00	887.11	1051.09	394.96	1019.88	535.31	1122.20	922.54	1470.42	1062.74
较上年同期增减	37.61	-498.79	-24.75	-346.80	-377.08	505.88	-351.80	71.11	527.58	450.54	527.43
经营性现金流净额	-270.53	574.41	79.46	-197.93	252.81	1027.03	-151.17	376.96	726.52	1289.11	-97.85
较上年同期增减	-120.64	-731.15	245.34	-123.35	523.34	452.62	-230.62	574.89	473.72	262.08	53.32
筹资性现金流净额	-0.15	-261.18	0.00	-82.42	-32.50	-276.97	17.37	349.22	190.00	-380.74	-158.22
较上年同期增减	-0.35	14.07	-2.84	-82.60	-32.35	-15.80	17.37	431.64	222.50	-103.76	-175.59
资本开支	44.67	69.84	40.01	147.33	21.26	52.37	47.31	170.66	188.86	268.65	306.97
较上年同期增减	-129.93	64.73	-56.24	49.72	-23.42	-17.47	7.30	23.33	167.60	216.28	259.66
ROE	4.81%	4.34%	3.26%	1.34%	5.32%	4.47%	0.18%	0.13%	2.91%	4.67%	4.36%
YOY (+)	0.59%	0.52%	0.30%	-0.20%	0.51%	-3.07%	-1.21%	-2.41%	0.20%	4.18%	
资产负债率	28.59%	24.22%	28.62%	29.15%	23.01%	26.75%	25.34%	31.11%	31.29%	36.01%	32.83%
YOY (+)	-1.91%	-8.10%	-3.65%	-4.11%	-5.58%	2.53%	-3.28%	1.96%	8.28%	9.26%	7.49%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2：新洋丰收入拆分一览

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018H1	2018H2	2018	2019H1	2019H2	2019	2020H1
营业收入	9619.08	5061.12	9032.40	5539.77	4490.85	10030.62	5775.28	3552.22	9327.50	5378.91
YOY	15.17%	-7.03%	9.14%	8.04%	15.00%	11.05%	4.25%	-20.90%	-7.01%	-6.86%
分产品										
磷复肥										
磷肥										
营业收入	2341.66	1583.90	2115.50	1129.18	1228.29	2357.47	1084.58	647.79	1732.37	1012.36
占比	24.34%	19.14%	23.42%	20.38%	27.35%	23.50%	18.78%	18.24%	18.57%	18.82%
YOY	55.77%	-32.36%	33.56%	-	-	11.44%	-3.95%	-47.26%	-26.52%	-6.66%
毛利率	18.83%	16.39%	16.55%	20.54%	16.55%	18.46%	21.52%	13.62%	18.57%	20.12%
销量(万吨)	98.27	118.01	118.01	108.95	108.95	108.95	108.95	87.23	87.23	87.23
吨毛利(元/吨)	264.18	296.65	296.65	399.51	399.51	399.51	399.51	368.73	368.73	368.73
常规复合肥										
营业收入	4977.85	4322.76	4707.37	2930.96	2671.36	5602.32	3277.84	2199.72	5477.56	3145.39
占比	51.75%	52.23%	52.12%	52.91%	59.48%	55.85%	56.76%	61.93%	58.72%	58.48%
YOY	-	-13.16%	8.90%	-	-	19.01%	11.84%	-17.66%	-2.23%	-4.04%
毛利率	22.46%	19.73%	21.12%	20.86%	17.63%	19.32%	20.56%	11.25%	16.82%	18.69%
销量(万吨)	252.53	263.43	263.43	276.28	276.28	276.28	276.28	270.33	270.33	270.33
吨毛利(元/吨)	337.76	377.40	377.40	391.84	391.84	391.84	391.84	340.82	340.82	340.82
新型复合肥										
营业收入	682.36	717.09	1049.66	846.95	523.27	1370.22	1086.83	641.33	1728.17	1065.81
占比	7.09%	8.66%	11.62%	15.29%	11.65%	13.66%	18.82%	18.05%	18.53%	19.81%
YOY	-	5.09%	46.38%	-	-	30.54%	28.32%	22.56%	26.12%	-1.93%
毛利率	24.13%	24.72%	25.82%	25.08%	22.57%	24.12%	25.63%	18.54%	23.00%	24.89%
销量(万吨)	33.56	48.84	48.84	54.85	54.85	54.85	54.85	65.57	65.57	65.57
吨毛利(元/吨)	528.25	554.88	554.88	602.56	602.56	602.56	602.56	606.17	606.17	606.17

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5732	5265	6271	6202	营业收入	9327	9462	11549	13075
现金	2271	2366	2656	3007	营业成本	7585	7490	9146	10338
交易性金融资产	120	40	53	71	营业税金及附加	38	38	42	47
应收账款	208	493	568	485	营业费用	523	495	609	637
其它应收款	164	106	224	150	管理费用	289	295	358	382
预付账款	231	197	209	308	研发费用	42	38	46	52
存货	2438	1842	1969	1790	财务费用	(21)	1	(3)	(2)
其他	299	222	591	392	资产减值损失	81	17	15	38
非流动资产	3986	4361	4805	5370	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	57	55	37	投资净收益	5	5	5	5
长期投资	16	9	12	12	其他经营收益	16	15	16	16
固定资产	2818	3204	3492	3933	营业利润	812	1108	1358	1605
无形资产	600	697	809	938	营业外收支	(1)	(5)	(5)	(3)
在建工程	177	177	177	177	利润总额	811	1104	1353	1601
其他	376	216	259	272	所得税	151	214	261	305
资产总计	9718	9626	11076	11572	净利润	661	890	1093	1296
流动负债	2482	2732	4241	3544	少数股东损益	10	10	10	10
短期借款	9	9	9	9	归属母公司净利润	651	881	1083	1286
应付款项	857	1015	2032	1282	EBITDA	1085	1351	1611	1866
预收账款	1122	1243	1644	1625	EPS (最新摊薄)	0.49	0.66	0.81	0.97
其他	494	464	555	628	主要财务比率				
非流动负债	541	526	527	531		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	404	404	404	404	成长能力				
其他	137	122	124	128	营业收入	-7.01%	1.44%	22.06%	13.21%
负债合计	3023	3258	4768	4076	营业利润	-22.17%	36.46%	22.55%	18.14%
少数股东权益	185	194	204	213	归属母公司净利润	-20.49%	35.26%	22.99%	18.77%
归属母公司股东权益	6510	7410	8493	9780	获利能力				
负债和股东权益	9718	10862	13465	14069	毛利率	18.68%	20.84%	20.81%	20.93%
					净利率	7.08%	9.41%	9.46%	9.91%
					ROE	9.96%	12.32%	13.29%	13.77%
					ROIC	10.11%	11.88%	12.75%	13.14%
					偿债能力				
					资产负债率	31.11%	33.84%	43.05%	35.22%
					净负债比率	13.66%	12.68%	8.67%	10.14%
					流动比率	2.31	1.93	1.48	1.75
					速动比率	1.33	1.25	1.01	1.24
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	0.98	1.12	1.15
					应收帐款周转率	46.41	50.00	50.00	50.00
					应付帐款周转率	8.64	8.51	6.15	6.46
					每股指标(元)				
					每股收益	0.49	0.66	0.81	0.97
					每股经营现金	1.13	1.39	1.83	0.80
					每股净资产	4.88	5.56	6.37	7.34
					估值比率				
					P/E	24.98	18.47	15.01	12.64
					P/B	2.50	2.19	1.91	1.66
					EV/EBITDA	7.85	10.71	8.79	7.40

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1506	1855	2441	1069
净利润	661	890	1093	1296
折旧摊销	225	198	205	211
财务费用	(21)	1	(3)	(2)
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(293)	38	1305	(636)
其它	940	734	(153)	206
投资活动现金流	(351)	(136)	(213)	(231)
资本支出	(135)	(56)	(73)	(88)
长期投资	105	(50)	(1)	18
其他	(320)	(30)	(139)	(160)
筹资活动现金流	57	5	2	5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	404	0	0	0
其他	(347)	5	2	4
现金净增加额	1212	1724	2229	843

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>