天风证券 TF SECURITIES

新洋丰（000902）

证券研究报告
2020 年 08 月 13 日

经营拐点出现，利润超预期，现金流大幅改善！

事件：公司发布 2020 年中报，2020 年上半年实现营收 53.79 亿元，同减 6.86%；实现归母净利润 5.03 亿元，同减 20.15%。

公司业绩经营拐点出现，预计三季度将继续加速。

去年下半年以来，公司遭遇原材料价格暴跌、环保冲击以及新冠肺炎疫情影响等多重利空影响，业绩连续三个季度低迷。今年二季度，公司经营已经走上正轨，利润拐点已经到来，具体来看，单二季度，公司实现营收 25.68 亿元，同比下降 2.55%，实现归母净利润 3.11 亿元，同比增长 6.68%，环比增长 61.98%，为公司近 3 年内单季度次高归母净利体量；从 Q2 盈利能力来看，Q2 销售毛利率为 24.77%，同比上升 1.38pct，环比上升 7.84pct；Q2 销售净利率为 12.36%，同比上升 1.03pct，环比上升 5.4pct，盈利水平或受益于磷矿、硫磺等原材料价格下行、主粮价格上涨等因素得到显著改善。

我们认为，一方面受去年“三磷整治”政策影响，行业产能加速出清，公司作为磷复肥行业龙头或将显著受益于行业供给收缩带来的竞争格局优化；另一方面，2020 年国内主粮价格开启上涨，在疫情背景下粮食安全的重要性进一步凸显，**粮价上涨有望带动农资消费需求量价齐升；**同时 2019 年以来氮肥、钾肥、磷矿和硫磺等原材料价格下行也有望提升复合肥企业的盈利空间和农民的用肥意愿。**因此，我们预计三季度经营情况会持续大幅改善，业绩加速增长。**

经营现金流大幅改善，公司货币资金充足。

2020 年一季度和二季度公司经营现金流净流入分别 7.27 亿元和 12.89 亿元，现金流大幅改善，期末货币资金高达 33.53 亿元，为公司后续产能扩张以及产业整合提供了基础。

资源禀赋+产品升级，公司业绩拐点趋势凸显

1）公司自配 180 万吨磷酸一铵产能（全国第一），具备产业链一体化优势，能够大大降低复合肥成本；我们认为 2020 年若磷铵产业景气度进一步提升，公司业绩拐点向上趋势明显。2）公司自 18 年开始组建技术服务团队，持续加码新型肥研发和技术服务，新型肥料将成为复合肥行业产品结构优化方向，且盈利能力高于常规肥，公司新型肥业绩有望迎来持续高增长，这将进一步改善公司毛利率。3）随着我国农业规模化、新型农业经营主体持续增加，公司一方面构建尽可能触达农资消费者的渠道体系；另一方面针对需求细化农化服务，加强客户粘性。

投资建议：磷肥产能去化明显，复合肥竞争格局优化，新洋丰龙头地位进一步增强，公司推进渠道细化、产品升级，业绩拐点向上趋势明显，我们预计 2020-2022 年公司营收为 104.40/121.18/142.29 亿元，归母净利润为 8.97/11.94/15.11 亿元，对应的 EPS 分别为 0.69/0.92/1.16 元，考虑到公司产业一体化优势和资源优势，给予新洋丰对应 21 年 20 倍 PE，对应目标价为 18.40 元，给与“买入”评级。

风险提示：农产品和原材料价格波动；政策风险；成本测算局限性；竞争加剧

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,030.62	9,327.50	10,439.65	12,117.50	14,228.50
增长率(%)	11.05	(7.01)	11.92	16.07	17.42
EBITDA(百万元)	1,269.61	1,132.06	1,280.13	1,639.28	2,046.68
净利润(百万元)	818.84	651.05	897.17	1,193.69	1,511.14
增长率(%)	20.39	(20.49)	37.80	33.05	26.59
EPS(元/股)	0.63	0.50	0.69	0.92	1.16
市盈率(P/E)	19.80	24.91	18.07	13.58	10.73
市净率(P/B)	2.61	2.49	2.31	2.06	1.82
市销率(P/S)	1.62	1.74	1.55	1.34	1.14
EV/EBITDA	8.36	7.39	11.28	8.38	6.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.43 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,304.53
流通 A 股股本(百万股)	1,173.55
A 股总市值(百万元)	16,215.30
流通 A 股市值(百万元)	14,587.18
每股净资产(元)	5.10
资产负债率(%)	36.01
一年内最高/最低(元)	12.75/6.14

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com
李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com
魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com
蒋梦晗 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《新洋丰-公司点评:上调股份回购价格，彰显长期发展信心》 2020-07-15
2 《新洋丰-公司深度研究:产业竞争格局持续优化，公司竞争优势持续增强，2020 年迎业绩趋势性拐点！》 2020-07-08
3 《新洋丰-年报点评报告:行业供给侧改革加速，公司业绩拐点趋势凸显》 2020-05-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,124.39	2,270.99	1,472.76	2,199.21	2,998.19
应收票据及应收账款	574.60	207.78	952.18	394.21	1,107.69
预付账款	355.70	230.88	510.63	397.24	659.52
存货	2,716.35	2,438.21	2,520.67	2,873.19	3,467.43
其他	478.68	583.77	665.95	659.02	758.04
流动资产合计	**5,249.72**	**5,731.64**	**6,122.18**	**6,522.88**	**8,990.87**
长期股权投资	12.10	15.79	15.79	15.79	15.79
固定资产	2,805.00	2,817.68	2,865.97	2,867.07	2,841.58
在建工程	53.18	176.94	98.47	59.23	39.62
无形资产	511.56	600.05	583.17	566.28	549.40
其他	367.28	375.98	370.96	365.94	360.91
非流动资产合计	**3,749.13**	**3,986.44**	**3,934.36**	**3,874.32**	**3,807.29**
资产总计	**8,998.85**	**9,718.08**	**10,056.54**	**10,397.19**	**12,798.16**
短期借款	8.59	8.93	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	982.11	857.46	996.32	1,086.45	1,337.90
其他	1,520.75	1,615.84	1,703.08	1,103.52	2,176.89
流动负债合计	**2,511.44**	**2,482.23**	**2,699.40**	**2,189.97**	**3,514.79**
长期借款	0.00	403.54	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	111.70	137.18	137.18	137.18	137.18
非流动负债合计	**111.70**	**540.72**	**137.18**	**137.18**	**137.18**
负债合计	**2,623.14**	**3,022.95**	**2,836.58**	**2,327.15**	**3,651.96**
少数股东权益	156.57	184.74	195.64	210.14	228.49
股本	1,332.90	1,332.90	1,304.53	1,304.53	1,304.53
资本公积	533.63	448.73	448.73	448.73	448.73
留存收益	4,783.35	5,091.78	5,719.79	6,555.38	7,613.17
其他	(430.74)	(363.01)	(448.73)	(448.73)	(448.73)
股东权益合计	**6,375.71**	**6,695.13**	**7,219.96**	**8,070.04**	**9,146.20**
负债和股东权益总计	**8,998.85**	**9,718.08**	**10,056.54**	**10,397.19**	**12,798.16**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,030.62**	**9,327.50**	**10,439.65**	**12,117.50**	**14,228.50**
营业成本	8,089.02	7,585.19	8,342.04	9,612.81	11,189.32
营业税金及附加	43.36	37.93	41.76	48.47	56.91
营业费用	551.31	522.69	603.41	666.46	754.11
管理费用	293.92	288.77	301.71	296.88	327.26
研发费用	33.36	42.34	39.67	43.62	51.22
财务费用	(23.70)	(21.01)	(10.00)	(20.00)	(10.00)
资产减值损失	20.32	(13.58)	15.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
投资净收益	10.26	5.49	12.00	15.00	15.00
其他	(30.87)	67.45	(34.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	**1,043.62**	**812.23**	**1,123.07**	**1,484.26**	**1,874.68**
营业外收入	2.63	2.98	4.00	6.00	8.00
营业外支出	11.57	4.03	6.00	6.00	6.00
利润总额	**1,034.68**	**811.18**	**1,121.07**	**1,484.26**	**1,876.68**
所得税	206.01	150.62	213.00	276.07	347.19
净利润	**828.68**	**660.56**	**908.06**	**1,208.19**	**1,529.49**
少数股东损益	9.84	9.50	10.90	14.50	18.35
归属于母公司净利润	**818.84**	**651.05**	**897.17**	**1,193.69**	**1,511.14**
每股收益（元）	0.63	0.50	0.69	0.92	1.16

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	828.68	660.56	897.17	1,193.69	1,511.14
折旧摊销	230.69	225.22	167.06	175.02	182.00
财务费用	(6.70)	2.13	(10.00)	(20.00)	(10.00)
投资损失	(10.26)	(5.49)	(12.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(812.45)	432.75	(952.65)	(173.65)	(334.18)
其它	(44.56)	190.46	15.90	19.50	23.35
经营活动现金流	**185.40**	**1,505.62**	**105.48**	**1,179.56**	**1,357.32**
资本支出	270.54	423.19	120.00	120.00	120.00
长期投资	12.10	3.69	0.00	0.00	0.00
其他	(387.55)	(777.61)	(238.00)	(235.00)	(235.00)
投资活动现金流	**(104.92)**	**(350.74)**	**(118.00)**	**(115.00)**	**(115.00)**
债权融资	9.54	412.80	0.33	0.33	0.33
股权融资	2.03	(81.07)	(104.08)	20.00	10.00
其他	(355.31)	(274.62)	(681.95)	(358.44)	(453.68)
筹资活动现金流	**(343.75)**	**57.12**	**(785.70)**	**(338.11)**	**(443.34)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(263.26)**	**1,212.01**	**(798.23)**	**726.45**	**798.98**

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.05%	-7.01%	11.92%	16.07%	17.42%
营业利润	20.62%	-22.17%	38.27%	32.16%	26.30%
归属于母公司净利润	20.39%	-20.49%	37.80%	33.05%	26.59%
获利能力					
毛利率	19.36%	18.68%	20.09%	20.67%	21.36%
净利率	8.16%	6.98%	8.59%	9.85%	10.62%
ROE	13.17%	10.00%	12.77%	15.19%	16.95%
ROIC	18.65%	13.17%	20.77%	22.70%	28.27%
偿债能力					
资产负债率	29.15%	31.11%	28.21%	22.38%	28.54%
净负债率	-17.49%	-27.75%	-20.39%	-27.25%	-32.78%
流动比率	2.09	2.31	2.27	2.98	2.56
速动比率	1.01	1.33	1.33	1.67	1.57
营运能力					
应收账款周转率	16.05	23.84	18.00	18.00	18.95
存货周转率	4.20	3.62	4.21	4.49	4.49
总资产周转率	1.13	1.00	1.06	1.18	1.23
每股指标（元）					
每股收益	0.63	0.50	0.69	0.92	1.16
每股经营现金流	0.14	1.15	0.08	0.90	1.04
每股净资产	4.77	4.99	5.38	6.03	6.84
估值比率					
市盈率	19.80	24.91	18.07	13.58	10.73
市净率	2.61	2.49	2.31	2.06	1.82
EV/EBITDA	8.36	7.39	11.28	8.38	6.33
EV/EBIT	10.18	9.17	12.98	9.38	6.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com