

**新洋丰(000902)/化工**
**成本端与销售端优势兼具，磷复肥龙头再起航**
**评级：买入(首次覆盖)**

市场价格：11.61

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

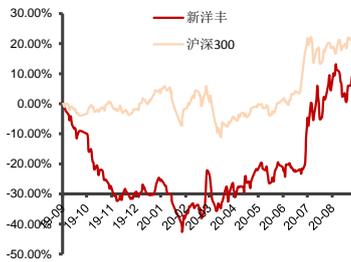
Email: xienan@r.qlzq.com.cn

联系人：叶欣怡

Email: yexy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,304.53
流通股本(百万股)	1,173.55
市价(元)	11.61
市值(百万元)	15,145.59
流通市值(百万元)	6,927.76

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,031	9,327	9,741	10,068	10,401
增长率 yoy%	11.05%	-7.01%	4.43%	3.36%	3.30%
净利润	819	651	840	1,048	1,223
增长率 yoy%	20.39%	-20.49%	29.02%	24.77%	16.69%
每股收益(元)	0.63	0.50	0.63	0.79	0.92
每股现金流量	0.14	1.15	0.55	1.06	1.14
净资产收益率	13.17%	10.00%	12.06%	13.72%	14.54%
P/E	18.50	23.26	18.42	14.76	12.65
P/B	2.44	2.33	2.22	2.03	1.84

备注：历史数据按最新股本计算，股价取自2020年9月16日

**投资要点**
**■ 公司为磷复肥龙头企业，受益于供给格局改善**

新洋丰成立于1982年，2014年在深交所上市，业务覆盖磷酸一铵、常规复合肥、新型复合肥三大板块，拥有10大生产基地、30余家销售公司。公司拥有磷矿-磷肥-复合肥-现代农业一体化产业链，在原料端布局深厚，具有年产各类高浓度磷复肥逾800万吨的生产能力和320万吨低品位磷矿洗选能力，配套生产硫酸280万吨/年、合成氨15万吨/年、硫酸钾15万吨/年、硝酸15万吨/年。磷复肥行业上游承接矿产，具备资源和周期属性；下游直接面对经销商和农户，具备消费品的特征。2015年以来，磷复肥行业进入艰难而漫长的整合期，伴随行业供给结构改善，行业有望进入新一轮景气周期，公司作为行业龙头盈利有望显著改善。

**■ 磷复肥行业：“三磷”整治开启中长期景气周期，需求存结构性机会**

随着供给侧改革与“三磷”整治推动，磷肥落后产能持续出清，我国磷酸一铵行业集中度逐渐提高，2019年前四大生产商产能占全国总产能的26%，其中新洋丰磷酸一铵产能达180万吨/年，位居全国第一。拉长时间维度来看，总量控制叠加优惠政策取消，磷复肥行业实质上已经具备了寡头垄断的必要条件。新洋丰一方面已在前两年完成了环保整改与磷石膏处理线的建设，未来环保风险大幅降低；另一方面，企业凭借一体化的产业布局，在未来磷矿供应趋紧时依旧能保证较高的盈利水平，凭借成本优势加速抢占市场，竞争优势愈发明显。需求方面，我国基础化肥需求进入存量市场。2019年以来主粮价格企稳回升，有望改善种植收益预期，拉动整体磷复肥需求。此外，伴随农业种植结构调整，经济作物种植比例持续提升，我国糖料、水果产量自2014年以来持续增长。经济作物产值高、利润好，有望打开高端肥市场空间。

**■ 公司资源禀赋深厚，消费端持续升级**

成本端，公司控股股东湖北洋丰集团拥有5亿吨储量的磷矿资源，产业链一体化优势明显；此外公司还具备钾肥进口权，有助于公司根据市场变化降低采购成本。2020年公司启动合成氨技改项目，进一步加强磷复肥主业核心竞争力。物流方面，公司产能靠近资源地，在多个基地建设了专用码头和铁路专用线，降低物流成本；产品方面，公司具备行业内品类最齐全的产品线，打造“力赛诺”品牌全面负责新型肥料市场开发；营销方面，公司在行业低迷期抢占优质的存量经销商资源，已在东北、湖北、河南等重点市场建立领先优势，技术服务赋能将加速产品推广，市占率有望进一步提升。

**■ 盈利预测：**预计2020-2022年公司营业收入分别为97.41亿元、100.68亿元、104.01亿元，归属净利润分别为8.4亿元、10.48亿元、12.23亿元，PE分别为18/15/13倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**■ 风险提示：**原材料价格波动风险、磷酸一铵价格下跌风险、环保政策风险。

## 目录

公司概况：全国磷复肥龙头企业，十大生产基地覆盖全国 .....	- 5 -
股权结构清晰，员工持股彰显对未来发展信心 .....	- 7 -
产业链一体化，实行多品牌策略 .....	- 8 -
盈利能力稳健，公司迈入新一轮成长期 .....	- 8 -
<b>磷复肥：压力下的新机遇 .....</b>	<b>- 12 -</b>
磷复肥行业是“典型”而又“不典型”的传统化工行业 .....	- 12 -
磷酸一铵：“三磷整治”拉开新一轮景气周期的序幕 .....	- 13 -
供给端：磷酸一铵供给格局或长期向好 .....	- 13 -
成本端：磷矿产量持续下滑，资源优势重要性凸显 .....	- 17 -
需求端：表观消费量负增长，出口市场或继续承压 .....	- 19 -
复合肥行业集中度提升，资源与渠道为核心竞争力 .....	- 20 -
主粮价格企稳有望提升种植收益，种植结构调整打开高端肥市场 .....	- 22 -
<b>竞争优势：资源禀赋深厚，消费端持续升级 .....</b>	<b>- 24 -</b>
成本优势：把握磷矿资源，区位优势明显 .....	- 24 -
区位优势：产能靠近资源地，自建铁路码头降低物流成本 .....	- 25 -
产品优势：产品线齐全，品牌优势显著 .....	- 25 -
营销优势：注重服务，销售渠道丰富 .....	- 27 -
<b>盈利预测及估值 .....</b>	<b>- 29 -</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>- 30 -</b>

## 图表目录

图表 1: 新洋丰发展历程.....	- 5 -
图表 2: 新洋丰国内生产基地布局.....	- 6 -
图表 3: 新洋丰 2019 年产能情况.....	- 6 -
图表 4: 新洋丰股权结构.....	- 7 -
图表 5: 新洋丰产业链布局.....	- 8 -
图表 6: 新洋丰四大品牌.....	- 8 -
图表 7: 新洋丰 2014-2020H1 年营业收入.....	- 9 -
图表 8: 新洋丰 2014-2020H1 年归母净利润.....	- 9 -
图表 9: 新洋丰销售毛利率、净利率.....	- 9 -
图表 10: 新洋丰费用率情况.....	- 9 -
图表 11: 新洋丰分产品营业收入.....	- 10 -
图表 12: 新洋丰分地区营业收入.....	- 10 -
图表 13: 新洋丰磷复肥产品营收变化.....	- 10 -
图表 14: 新洋丰磷复肥产品毛利率变化.....	- 10 -
图表 15: 新洋丰固定资产及资产负债率.....	- 11 -
图表 16: 新洋丰现金流情况.....	- 11 -
图表 17: 新洋丰在建工程增加.....	- 11 -
图表 18: 新洋丰研发支出营收占比逐年提升.....	- 11 -
图表 19: 公司所在磷复肥产业链.....	- 12 -
图表 20: “三磷”整治三项重点.....	- 13 -
图表 21: 我国磷化工地域分布.....	- 13 -
图表 22: 中国磷酸一铵产能变化.....	- 14 -
图表 23: 中国磷酸二铵产能变化.....	- 14 -
图表 24: 中国磷酸一铵地区集中度.....	- 14 -
图表 25: 中国磷酸一铵产能较为分散.....	- 14 -
图表 26: 2019 年至今国内磷酸一铵停产装置统计.....	- 15 -
图表 27: 我国磷酸一铵样本企业开工率提升.....	- 15 -
图表 28: 磷酸一铵价格价差变化.....	- 15 -
图表 29: 我国化肥相关优惠政策取消.....	- 16 -
图表 30: 2019 年全球磷矿石储量分布.....	- 17 -
图表 31: 2019 年全球磷矿石产量分布.....	- 17 -
图表 32: 我国磷矿石主产区产量持续下滑 (万吨).....	- 17 -
图表 33: 我国磷矿石出口量大幅下滑后维持低位.....	- 17 -

图表 34: 全球磷矿石需求结构 .....	- 18 -
图表 35: 磷酸一铵价格价差变化.....	- 18 -
图表 36: 复合肥企业磷矿资源统计 .....	- 18 -
图表 37: 我国磷酸一铵出口数量.....	- 19 -
图表 38: 我国磷酸一铵表观消费量 .....	- 19 -
图表 39: 未来全球 MAP 新增产能集中在东欧和中亚 .....	- 19 -
图表 40: 2015-2021E 全球 MAP 产能增速变化 .....	- 19 -
图表 41: 复合肥分地区产能分布.....	- 20 -
图表 42: 2019 年复合肥企业竞争格局.....	- 20 -
图表 43: 中国复合肥产能及增速.....	- 20 -
图表 44: 我国复合肥开工率较低.....	- 20 -
图表 45: 我国复合肥预计新增产能 .....	- 21 -
图表 46: 复合肥价格变动趋势基本与单质肥一致 .....	- 21 -
图表 47: 2019 年东北地区主要农作物种植成本结构.....	- 22 -
图表 48: 我国粮食成本收益变动.....	- 22 -
图表 49: 三大粮食作物播种面积 (千公顷) .....	- 22 -
图表 50: 三大粮食作物价格企稳回升.....	- 22 -
图表 51: 经济作物、大田作物亩均化肥费用.....	- 23 -
图表 52: 我国经济作物产量持续提升.....	- 23 -
图表 53: 我国磷复肥产品结构单一 .....	- 23 -
图表 54: 磷复肥行业产品结构仍有较大提升空间 .....	- 23 -
图表 55: 截止 2018 年湖北新洋丰集团磷矿资源开发情况.....	- 24 -
图表 56: 我国钾肥进口许可情况.....	- 24 -
图表 57: 我国钾肥进口依赖度高.....	- 25 -
图表 58: 钾肥进口与国产价格 .....	- 25 -
图表 59: 公司主要品牌及产品 .....	- 26 -
图表 60: 洋丰——常规复合肥.....	- 26 -
图表 61: 力赛诺——康朴®诺泰克®稳定性复合肥.....	- 26 -
图表 62: 各企业化肥单吨销售费用 .....	- 27 -
图表 63: 各企业化肥单吨广告费用 .....	- 27 -
图表 64: 公司营销人员及一级经销商数量 .....	- 27 -
图表 65: 试验田基地分布图 .....	- 27 -
图表 66: 公司农化服务覆盖领域.....	- 28 -
图表 67: 盈利预测业务拆分 .....	- 29 -
图表 68: 可比公司估值 .....	- 29 -

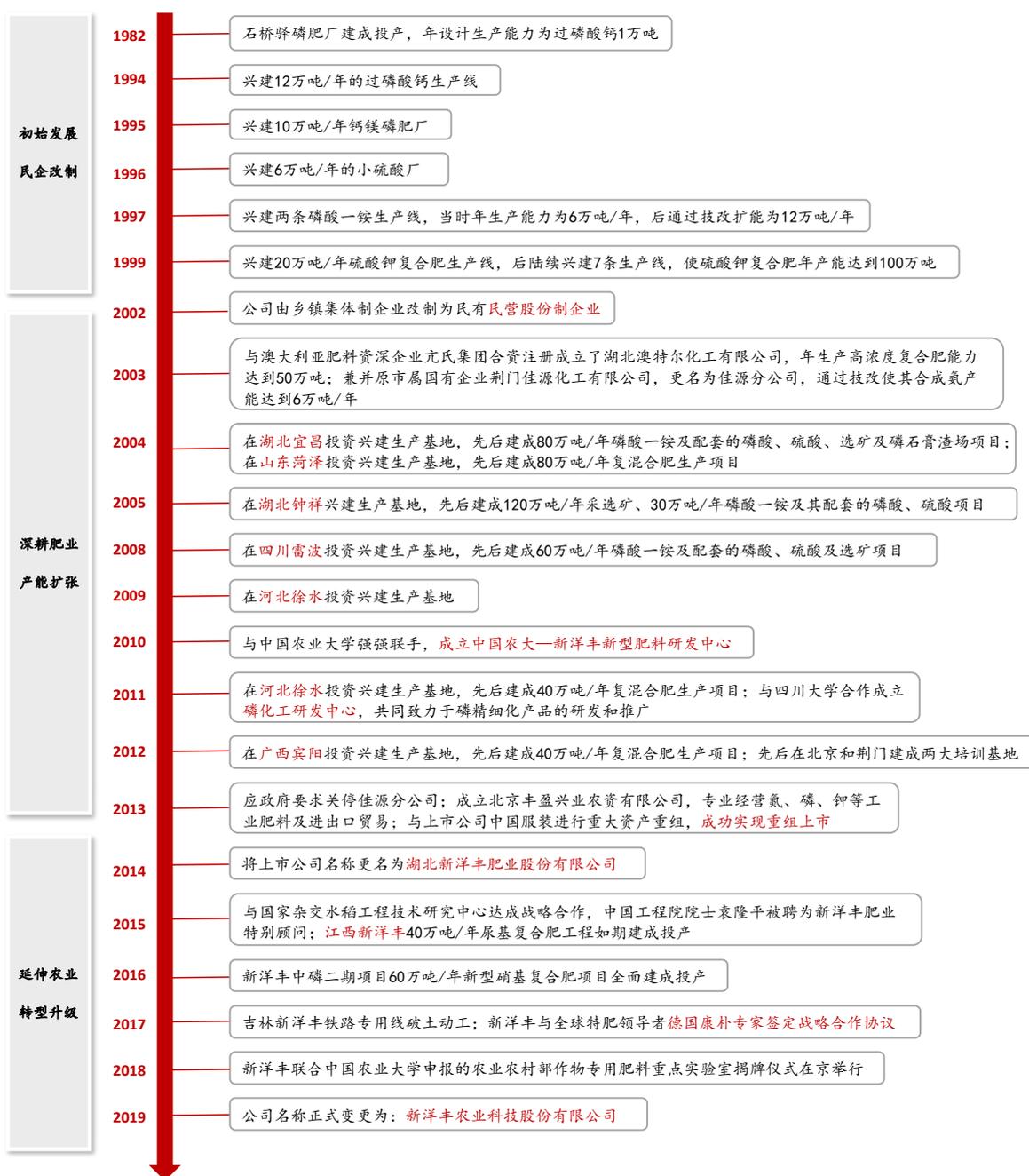
图表 68: 盈利预测..... - 30 -

## 新洋丰：磷复肥龙头企业

公司概况：全国磷复肥龙头企业，十大生产基地覆盖全国

- 新洋丰农业科技股份有限公司成立于 1982 年，2014 年在深交所上市。公司主营业务为复合肥及磷肥研发、生产、销售，并向下游延伸至现代农业。经过近 40 年的发展，公司已形成年产逾 800 万吨高浓度磷复肥和新型肥料的生产能力，企业规模位居全国磷复肥企业前列，是中国化肥企业百强、中国民营企业 500 强、中国制造业 500 强。

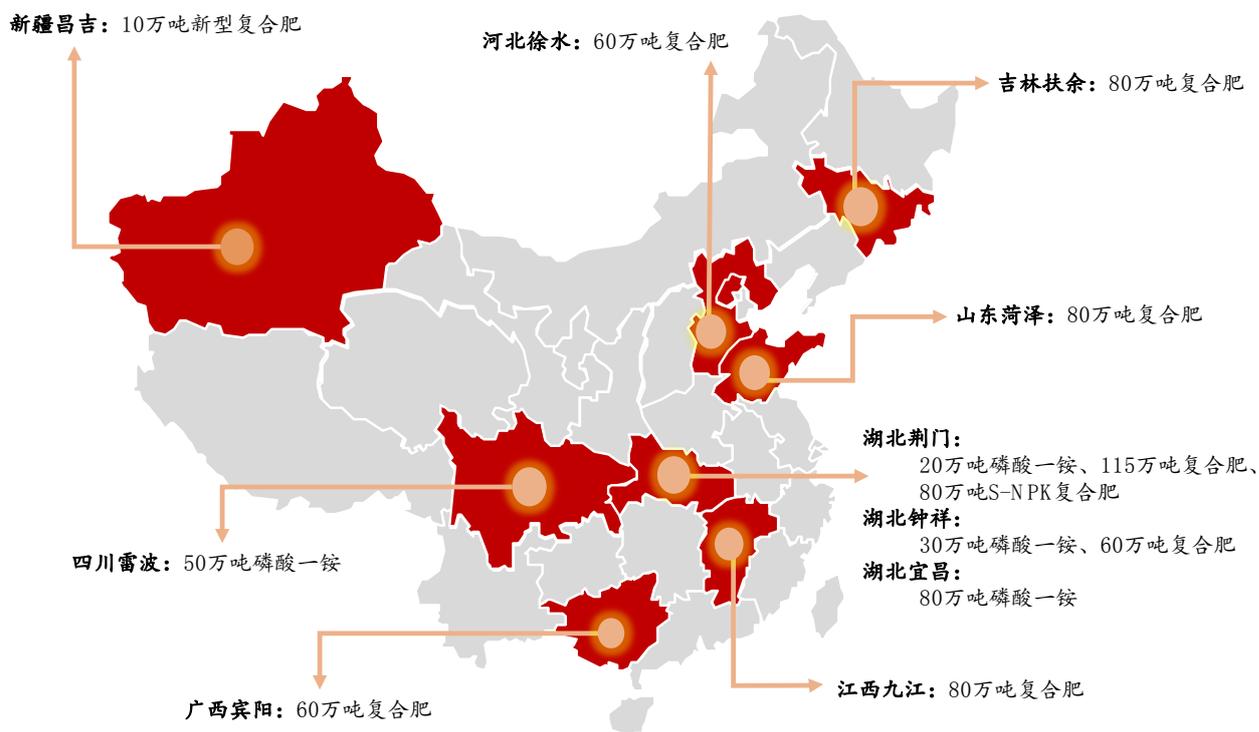
图表 1: 新洋丰发展历程



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司核心产能位于湖北荆门、湖北钟祥、江西九江和山东菏泽，毗邻中国农业大省，具有先天的区位优势。**此外，公司在宜昌、四川雷波、河北徐水、广西宾阳、吉林扶余、新疆昌吉建有大型生产基地，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，产品系列在行业内最为完备齐全。公司在全国设立 30 余家销售公司，拥有逾 5000 家经销商和近 7 万家终端零售网点，销售网络覆盖全国 2500 多个县。公司颗粒一铵、粉状一铵、工业级一铵、二元复合肥、三元复合肥等产品还外销至五大洲近 40 个国家和地区。

图表 2：新洋丰国内生产基地布局



资料来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

图表 3：新洋丰 2019 年产能情况

产品	生产基地	2019 产能 (万吨/年)	备注
硫酸		280	
硫酸钾		15	
硝酸		15	
合成氨		15	2020 年 3 月公司拟投资 15 亿元建设 30 万吨/年合成氨技改项目
磷酸一铵	湖北宜昌	80	2019 年 2 月宜昌新洋丰投资 12 亿元建设磷酸铵和聚磷酸铵及磷资源综合利用项目，预计 2020 年 7 月竣工
	四川雷波	50	
	湖北荆门	20	
	湖北钟祥	30	
磷酸一铵合计		180	磷酸一铵产能全国第一
	湖北荆门	195	115 吨复合肥及 80 万吨 S-NPK 复合肥

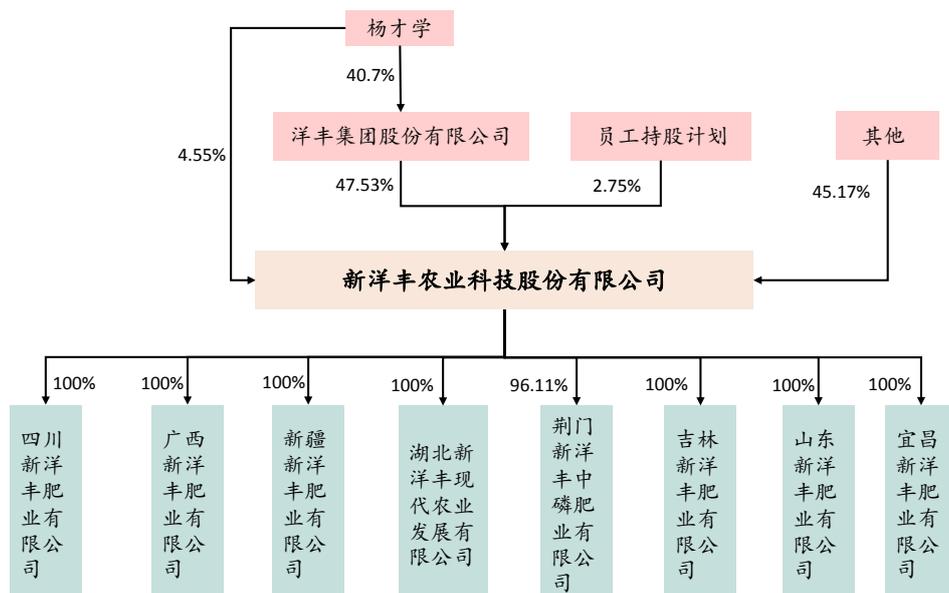
复合肥	山东菏泽	80	2004年在山东菏泽投资兴建复混合肥生产基地
	吉林扶余	80	2016年在吉林扶余建设复混合肥生产基地
	河北徐水	60	2011年在河北徐水投资兴建复混合肥生产基地
	新疆昌吉	10	2018年在新疆昌吉建设水溶肥生产基地
	广西宾阳	60	2012年在广西宾阳建设复混合肥生产基地
	江西九江	80	2015年在江西瑞昌（九江代管）建设复混合肥和新型肥料生产基地，二期建设40万吨
	湖北钟祥	60	2016年建成投产
复合肥合计		625	
低品位磷矿洗选		320	

资料来源：公司公告，环评报告，中泰证券研究所

### 股权结构清晰，员工持股彰显对未来发展信心

- 公司实际控制人为董事长杨才学，持有洋丰集团 40.70% 股权以及直接持有新洋丰 4.55% 的股权。杨才学历任荆门市第二磷肥厂厂长、党支部书记，湖北洋丰股份有限公司党委书记、总经理、董事长，现任洋丰集团股份有限公司董事局主席，新洋丰农业科技股份有限公司董事长。公司自成立以来股权结构稳定。
- 公司通过员工持股计划建立利益共享机制，彰显对未来发展信心。公司最早于 2017 年 5 月推出第一期员工持股计划，筹集资金总额不少于 16700 万元，参加员工持股计划的员工总人数不超过 1150 人，其中董监事高不超过 16 人，存续期为 24 个月。截至 2017 年 9 月，该员工持股计划累计买入公司股票 3590 万股，占总股本的 2.75%，成交均价为 9.55 元/股。2018 年 8 月，基于对公司发展前景的信心，第一期员工持股计划锁定期与存续期延长一年，2020 年 4 月，公司第一期员工持股计划存续期再度延长一年至 2021 年 6 月 15 日。

图表 4：新洋丰股权结构



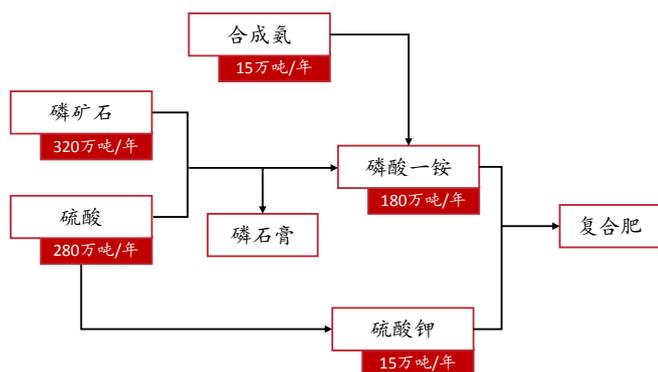
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

产业链一体化，实行多品牌策略

- 公司拥有磷矿-磷肥-复合肥-现代农业一体化产业链，在原料端布局深厚，具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力和 320 万吨低品位磷矿洗选能力，配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年。公司采用多品牌运作策略，现已形成“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”和“乐开怀”四大品牌联袂搏击市场的格局。

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，以及细分性品牌“力赛诺”和“乐开怀”，包括“洋丰正好”作物专用肥、“百倍邦”特种肥料等系列。“力赛诺”作为 2019 年新设的品牌，专注于高端肥料及与德国康朴专家合作品牌康朴®复合肥和康朴®诺泰克®稳定性复合肥的推广销售；“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。

图表 5：新洋丰产业链布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：新洋丰四大品牌

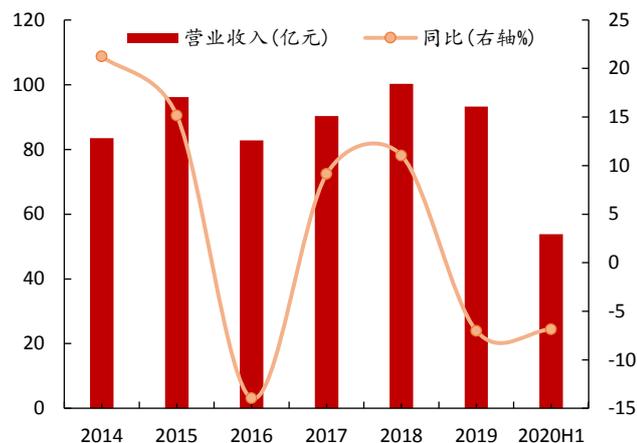


来源：公司官网，中泰证券研究所

盈利能力稳健，公司迈入新一轮成长期

- 公司上市以来盈利能力稳定，2019 年以来受环保政策及疫情影响业绩短期承压。公司营业收入自 2014 年的 83.52 亿元逐步增长到 2019 年 93.27 亿元，年复合增速为 2.23%；归母公司净利润从 2014 年的 5.71 亿元增长到 2019 年的 6.51 亿元，年复合增速为 2.66%。2016 年受宏观政策影响，复合肥行业遭遇寒冬，公司业绩有所下滑。2019 年“三磷整治”导致公司雷波基地生产线停工三个季度，叠加磷石膏处理环保开支增加，公司营业收入同比下降 7.01%，归母净利润同比下降 20.49%。2020 年上半年由于疫情影响，湖北基地磷酸一铵停工造成减产损失，公司营收为 53.79 亿元，同比下降 6.86%，归母净利润为 5.03 亿元，同比大幅下降 20.15%。

图表 7: 新洋丰 2014-2020H1 年营业收入



来源: wind, 中泰证券研究所

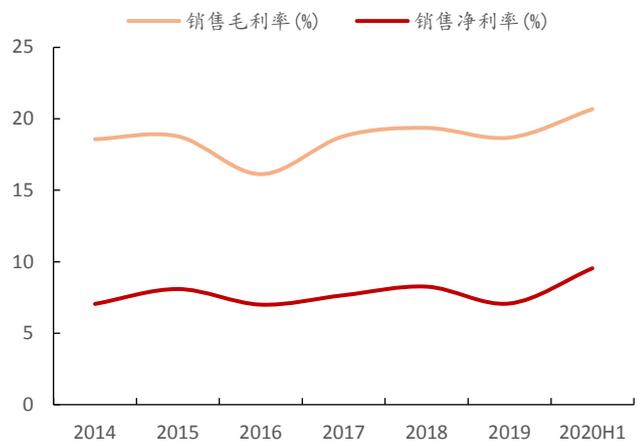
图表 8: 新洋丰 2014-2020H1 年归母净利润



来源: wind, 中泰证券研究所

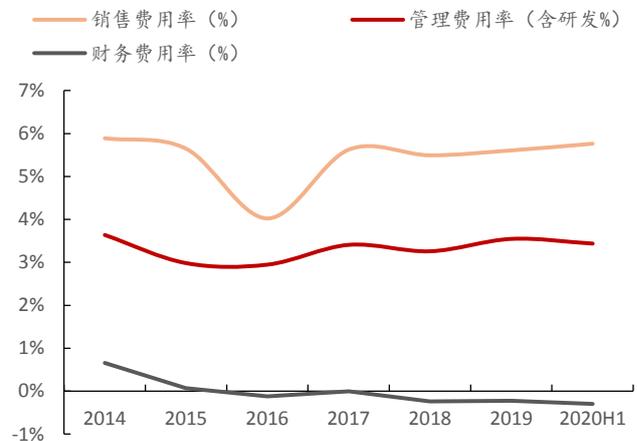
- 公司毛利率、净利率波动幅度较小，期间费用率维持低位。**公司销售毛利率稳定在 16%-19%，销售净利率稳定在 7%-8%。2016 年后随着新型复合肥占比提升，公司销售毛利率逐渐升高。2019 年公司销售毛利率为 18.68%，销售净利率为 7.08%。费用方面，公司期间费用率保持低位，财务费用率自 2016 年多年维持负值。2019 年，公司销售费用率为 5.61%，管理费用率（含研发）为 3.10%，财务费用率为-0.23%，公司费用控制能力较好。

图表 9: 新洋丰销售毛利率、净利率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 新洋丰费用率情况

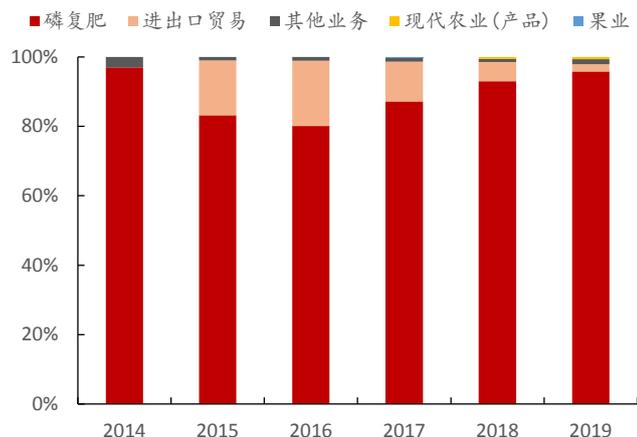


来源: wind, 中泰证券研究所

- 新型复合肥营收快速增长，销售区域集中在华南、华北、东北等地。**公司营收结构中磷复合肥占比稳定在 80%以上，2019 年达到 95.8%，其中，常规复合肥、磷肥、新型复合肥占比分别为 58.7%、18.6%、18.5%。公司销售以内销为主，依托湖北本部的区位优势，公司销售遍布全国主要粮食产地，其中华南地区营收占比最大，2019 年达到 27.5%。

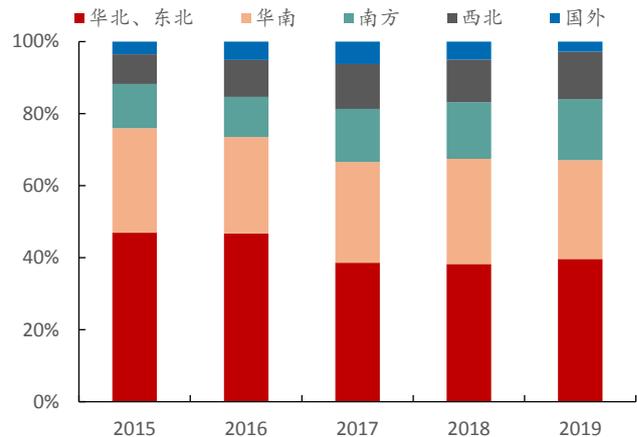
从产品盈利能力来看，新型复合肥产品毛利率达到 23%以上，约为常规复合肥的 1.3 倍。未来公司将进一步优化产品结构，提升新型复合肥的产品结构占比，为业绩持续增长提供加速动力。

图表 11: 新洋丰分产品营业收入



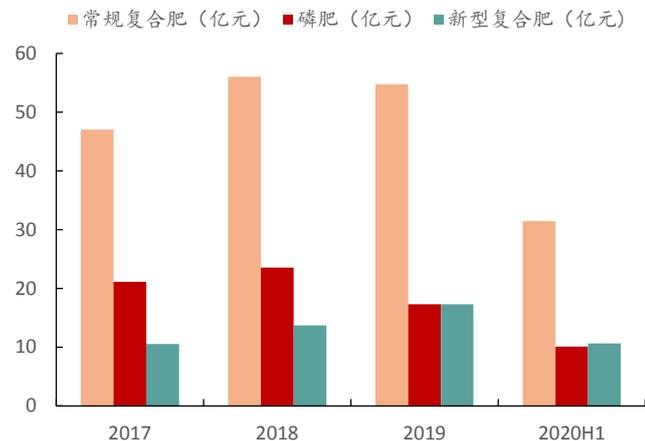
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 新洋丰分地区营业收入



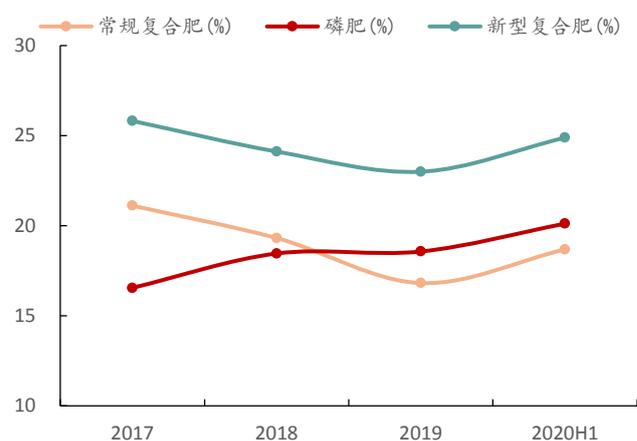
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 新洋丰磷复肥产品营收变化



来源: wind, 中泰证券研究所

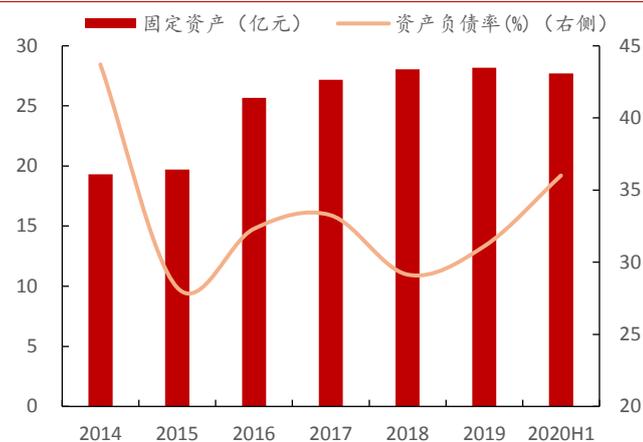
图表 14: 新洋丰磷复肥产品毛利率变化



来源: wind, 中泰证券研究所

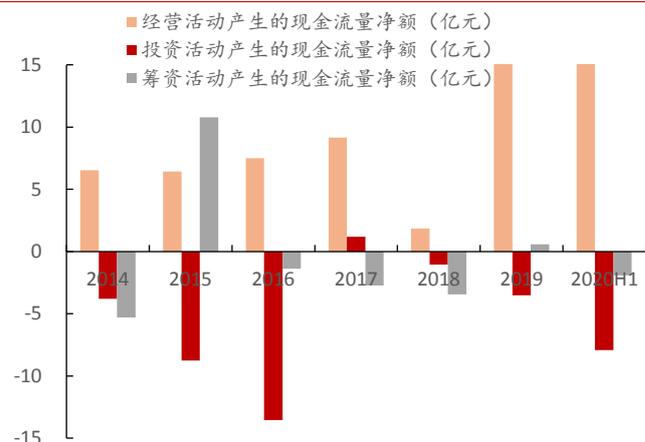
- 公司资产负债率较低, 经营性现金流持续为正。**2015-2019 年公司资产负债率始终保持在 30%左右, 财务运营稳健。公司经营性现金流除 2018 年外大体保持增长, 2018 年主要是受磷矿与钾肥价格持续上涨影响, 公司为锁定成本积极储备原材料, 且四季度尿素价格走低, 公司对优质客户提供了较为宽松的信用政策, 导致当年经营性现金流同比大幅下滑。2019 年得益于前期储备的原材料较多, 公司经营性净现金流为 15.06 亿元, 同比增长 712.1%。

图表 15: 新洋丰固定资产及资产负债率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 新洋丰现金流情况

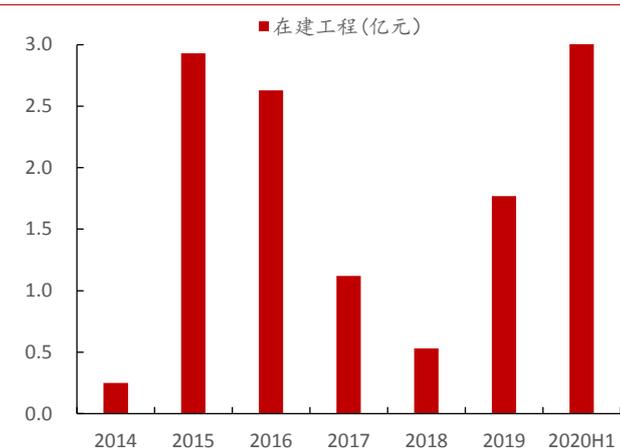


来源: wind, 中泰证券研究所

- 2020 年在建工程大幅增加, 公司迈入新一轮成长期。**2019 年公司积极应对三磷治理工作, 全资子公司宜昌新洋丰投资 12 亿元建设磷酸铵和聚磷酸铵及磷资源综合利用项目, 在承接现有产能的基础上, 将部分普通磷酸一铵升级为工业级磷酸一铵与聚磷酸铵, 作为公司高端水溶肥与滴灌肥的磷肥原材料, 有助于公司提升环保工艺, 优化产品结构。同时, 公司加快磷石膏转化利用, 新洋丰中磷磷石膏综合利用项目、雷波磷石膏综合利用项目有序推进, 公司还专门成立磷石膏建材公司, 从研发、生产和销售全线出击, 加速资源综合利用。

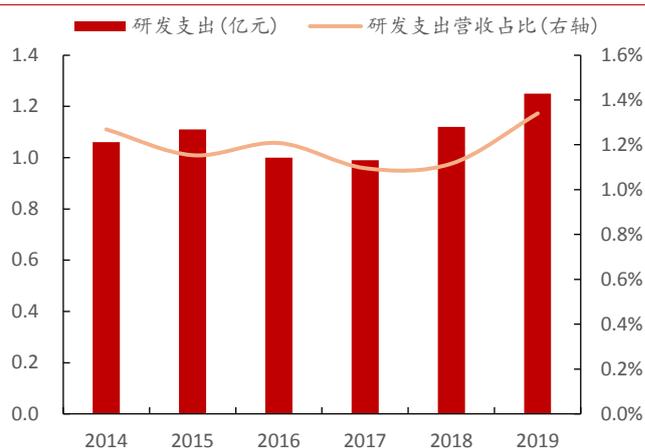
2020 年公司进一步强化产业链一体化的战略布局, 拟自筹 15 亿元投资建设 30 万吨/年合成氨技改项目, 降低下游磷酸一铵与复合肥生产成本和原料外购成本, 做大做强磷复肥主业。

图表 17: 新洋丰在建工程增加



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 新洋丰研发支出营收占比逐年提升



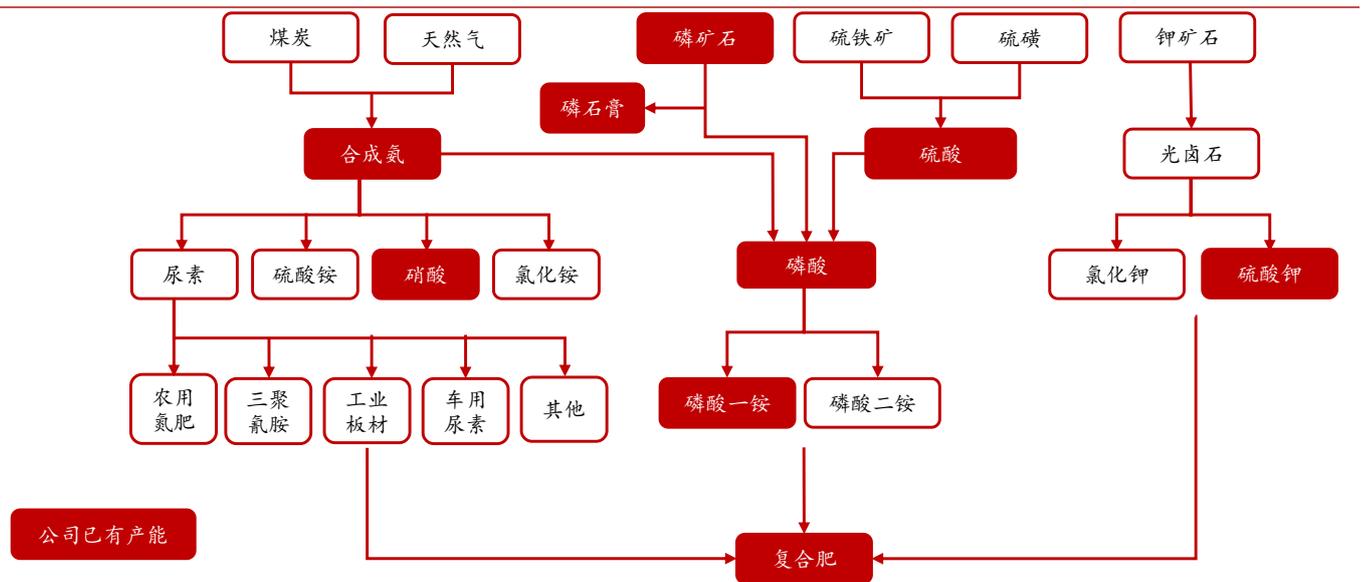
来源: wind, 中泰证券研究所

## 磷复肥：压力下的新机遇

磷复肥行业是“典型”而又“不典型”的传统化工行业

- **磷肥按照磷含量的高低可以分类低浓度磷肥和高浓度磷肥。**我国低浓度磷肥应用较早，主要包括过磷酸钙（SSP）和钙镁磷肥（FCMP）；高浓度磷肥发展于90年代初，并在2000年后得到快速发展。高浓度磷肥是指五氧化二磷含量在20%以上的磷肥，包括磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、重钙（TSP）、硝酸磷肥（NP）等，其中磷酸一铵和磷酸二铵占比超过80%。
- **有别于传统的化工行业，磷复肥上游承接矿产，具备资源和周期属性；而下游直接面对经销商和农户，具备消费品的特征。**2015年以来，磷复肥行业进入艰难而漫长的整合期，供给端面临产能过剩、环保趋严的压力，需求端则随着化肥减量增效行动的推进持续萎缩。我们认为，对于兼具资源与消费品属性的磷复肥行业来说，外部压力已成为加速发展的动力，主要体现在以下三点：
  - 1) **三磷整治推动行业进入中长期景气周期。**我国磷肥行业供需失衡严重。三磷整治将加速落后企业淘汰，筑起环保壁垒，改善行业整体的竞争格局，为优质企业的发展提供良好的市场环境。
  - 2) **存量市场结构性机会犹存，企业由比“量”转为拼“质”。**尽管化肥行业整体需求趋于稳定，具备高附加值的新颖肥料仍然是蓝海市场。在需求的结构变化中，具备技术创新优势的企业将脱颖而出，抢占更大的市场份额。
  - 3) **产业链上下游效益再平衡，品牌、渠道、产品的差异化竞争重塑市场格局。**在行业下行阶段，复合肥生产商和经销商之间存在互相磨合的过程，一方面是行情低迷导致经销商主观积极性下降，一方面是朝现代农业转型后双方角色的重新定义。企业一旦基于自身竞争优势找准行业与产业链定位，将有望开启新一轮成长。

图表 19：公司所在磷复肥产业链



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

磷酸一铵：“三磷整治”拉开新一轮景气周期的序幕

供给端：磷酸一铵供给格局或长期向好

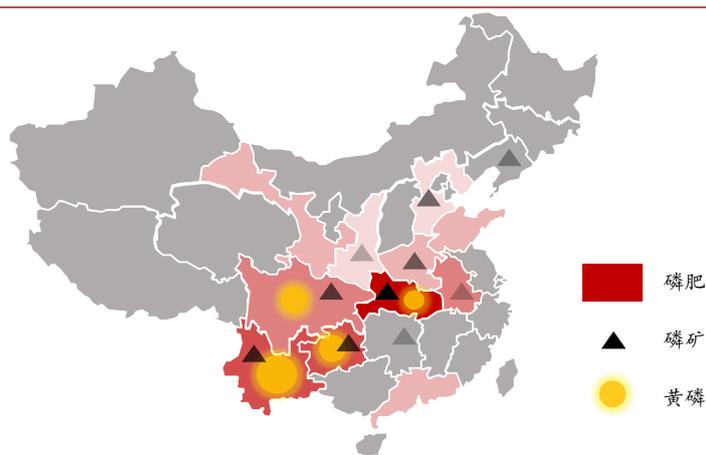
- “三磷整治”加速淘汰磷肥行业落后产能。2016 年以来随着供给侧改革的深入，我国磷肥产能自 2017 年见顶后下滑，2019 年的 “三磷整治”使得环保约束再次加强，加速行业产能出清。2019 年 1 月 26 日，生态环境部、发展改革委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，组织湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆等省市开展“三磷”专项排查整治行动。2019 年 4 月 30 日，国家生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，明确了长江“三磷”专项排查整治行动的总体要求和工作安排，可概括为三项重点、五个阶段。2019 年 8 月，生态环境部印发《长江“三磷”排查整治技术指南》，针对磷矿、磷肥、含磷农药、黄磷和磷石膏库 5 类重点，分别明确了关停取缔要求、规范整治要求和提升改造要求。

图表 20：“三磷”整治三项重点

<b>磷矿</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 外排矿井水达标排放</li> <li>• 矿区有效控制扬尘</li> <li>• 矿山实施生态恢复措施</li> </ul>
<b>磷化工</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 雨污分流、初期雨水有效收集处理</li> <li>• 污染防治设施建成并正常运行</li> <li>• 外排废水达标排放</li> <li>• 磷肥企业重点落实污水处理设施建设及废水的有效回用</li> </ul>
<b>磷石膏库</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 地下水定期监测</li> <li>• 渗滤液有效收集处理</li> <li>• 回水池、拦洪沟、排洪渠规范建设</li> <li>• 磷石膏的综合利用</li> </ul>

资料来源：生态环境部，中泰证券研究所

图表 21：我国磷化工地域分布



资料来源：百川资讯，中泰证券研究所

■ 我国磷酸一铵产能集中分布在长江流域，近三年我国磷肥行业持续出清，供给格局向好。我国超过一半的磷酸一铵产能分布在华中地区，其中湖北省占比最大。在“三磷”整治推动下，磷铵产能持续出清，据百川资讯统计，2019年至今我国长期停车的磷酸一铵产能达 378 万吨，尚不包含短期检修及限量减产的企业。2019 年我国磷酸一铵产能 2080 万吨，同比下降 5.3%，产量仅为 980 万吨，不及 2017 年的一半。随着落后产能持续出清，我国磷酸一铵行业集中度逐渐提高，2019 年前四大生产商产能占全国总产能的 26%，其中新洋丰磷酸一铵产能达 180 万吨/年，位居全国第一。

图表 22: 中国磷酸一铵产能变化



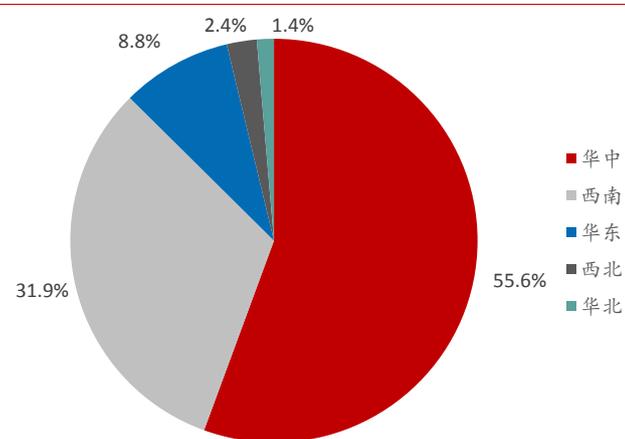
来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 23: 中国磷酸二铵产能变化



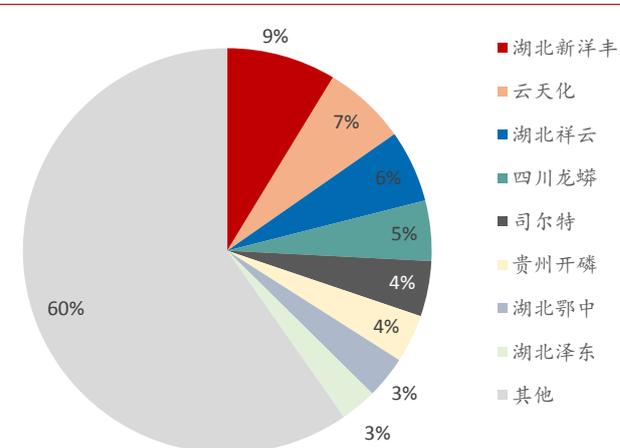
来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 24: 中国磷酸一铵地区集中度



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 25: 中国磷酸一铵产能较为分散



来源: 百川资讯, 公司公告, 中泰证券研究所

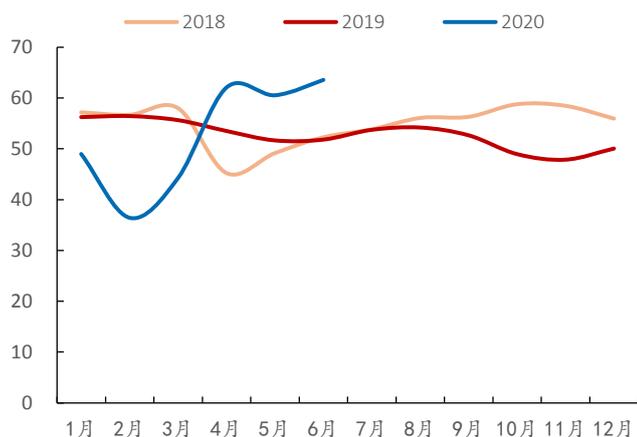
图表 26: 2019 年至今国内磷酸一铵停产装置统计

地区	厂家	年产能 (万吨)	备注
贵州	贵州瓮福	80	停车
重庆	中化涪陵	70	2019 年 11 月开始停车搬迁
华中	湖北中原磷化	30	停车
贵州	贵州路发	25	2019 年 4 月开始停车检修
江苏	江苏绿陵润发化工	24	停车搬迁, 暂无重启计划
甘肃	甘肃瓮福	24	停车
湖北	湖北春祥化工	20	停车, 暂无开车计划
四川	四川中正	20	停产
湖北	湖北丰利	20	停车
湖北	湖北中孚	18	2019 年 3 月开始停车检修
河南	济源万洋	15	停车
山东	山东无棣汇泰	12	停产, 暂无开车计划
四川	眉山广益	10	停车, 暂无开车计划
河南	新密丰源	10	停车, 暂无开车计划

来源: 百川资讯, 中泰证券研究所, 截止 2020 年 8 月

- 2020 年二季度以来磷酸一铵开工率已高于去年同期。**2018-2019 年国内磷酸一铵的开工率维持在 50% 左右, 价格下行导致库存高企。2020 年一季度湖北地区开工受疫情影响较大, 开工率跌破 40%, 叠加运输成本上涨, 行业库存持续上升。三月正值春耕备肥旺季, 供给收缩导致一铵价格上涨。二季度随着复工副产有序推进, 库存加速去化, 一铵开工率回升至 60% 以上, 高于去年同期水平。

图表 27: 我国磷酸一铵样本企业开工率提升



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 28: 磷酸一铵价格价差变化



来源: wind, 中泰证券研究所

- **拉长时间维度来看，总量控制叠加优惠政策取消，磷肥行业有望迎来上行周期。**实际上，除了“三磷”整治之外，我国已从能耗成本、总量控制、税收政策等多个方面对磷肥行业的发展进行调控。对于在“三磷”整治过程中停产的企业来说，由于缺乏环保条件与技术水平，现有生产工艺难以满足废水排放、磷石膏综合利用的相关标准，前期磷肥价格持续下滑又使得企业没有足够的资金积累负担改造费用，复产之路或比想象的更加漫长。对于新进入者而言，2020年为“化肥使用量零增长行动方案”的收官之年，磷复肥作为产能严重过剩行业，项目审批难度加大。

我们认为在这种情况下，磷复肥行业实质上已经具备了寡头垄断的必要条件。类似新洋丰这样的磷复肥龙头企业，一方面已在前两年完成了环保整改与磷石膏处理线的建设，未来环保风险大幅降低；另一方面，企业凭借“磷矿-硫酸/合成氨-磷肥-复合肥”一体化的产业布局，在未来磷矿供应趋紧时依旧能保证较高的盈利水平，凭借成本优势加速抢占市场，竞争优势愈发明显。

图表 29：我国化肥相关优惠政策取消

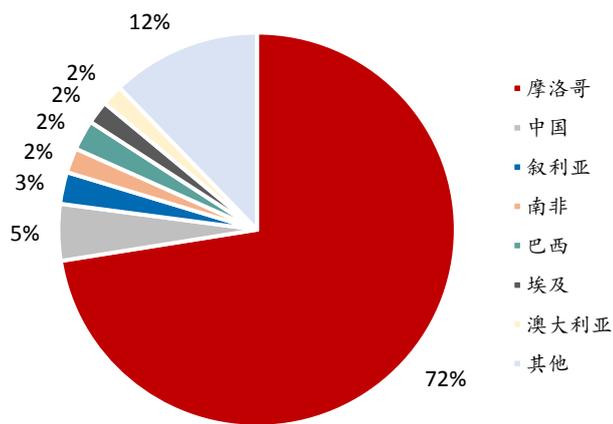
分类	政策	影响
生产成本	自 2016 年 11 月 10 日起，全面放开化肥用气价格，由供需双方协商确定。	天然气成本提高
	逐步取消化肥电价优惠，化肥生产用电执行相同用电类别的工商业用电价格；优惠价差较大的地方，分两步到位，2016 年 4 月 20 日起全部取消电价优惠。	用电成本提高
	磷矿石整车运输调整为执行 2 号运价，农用化肥调整为执行 4 号运价，自 2015 年 2 月 1 日起实行。	运费成本提高
税收变化	2015 年 9 月 1 日起，对纳税人销售和进口的化肥，统一按 13% 税率征收增值税；2018 年 5 月 1 日后下调为 10%，2019 年 4 月 1 日起下调为 9%。	恢复增值税
	2019 年起所有化肥产品出口关税降为 0；2020 年化肥进口暂定税率为 1%，出口税率继续保持 0 关税。	出口关税取消
总量控制	《“十三五”节能减排综合工作方案》强调严禁以任何名义、任何方式核准或备案产能严重过剩行业的增加产能项目。	严控化肥产能
	国家农业部于 2015 年 2 月下发《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》。	严控化肥产能
	根据 2015 年 7 月工业和信息化部关于推进化肥行业转型发展的指导意见，要求到 2020 年，磷肥产能 2400 万吨，产能利用率提升至 79%。	严控化肥产能
节能减排	2020 年，采用非无烟煤的合成氨产品占比从目前的 24% 提升至 40% 左右，硫资源对外依存度下降 10 个百分点。提高中低品位磷矿资源开发利用水平，采用浮选技术使入选磷矿品位下降 2-4 个百分点。磷石膏综合利用量从目前年产生量的 30% 提高到 50%。	提高行业节能减排标准

来源：中国政府网，中泰证券研究所

**成本端：磷矿产量持续下滑，资源优势重要性凸显**

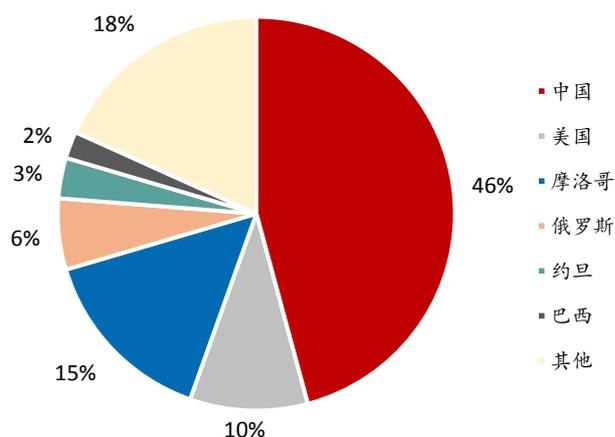
■ **中国磷矿石储量仅占全球的 5%，产量占全球的 46%。**从资源禀赋上来看，全球磷矿石主要分布在非洲、亚洲、美洲等 60 几个国家和地区，其中非洲磷矿资源占比超过 80%，我国储量为 32 亿吨，仅占全球的 5%。然而改革开放以来，随着我国磷复肥行业快速发展，我国已成为磷复肥生产与消费大国，2019 年上游磷矿石产量占全球总产量的 46%。由于我国磷矿以中低品位居多，品味大于 30%的富矿仅占 9.2%，前期“采富弃贫”的开采模式和粗放的生产工艺使得低品位磷矿大量堆积，环境污染严重。

图表 30：2019 年全球磷矿石储量分布



来源：USGS，中泰证券研究所

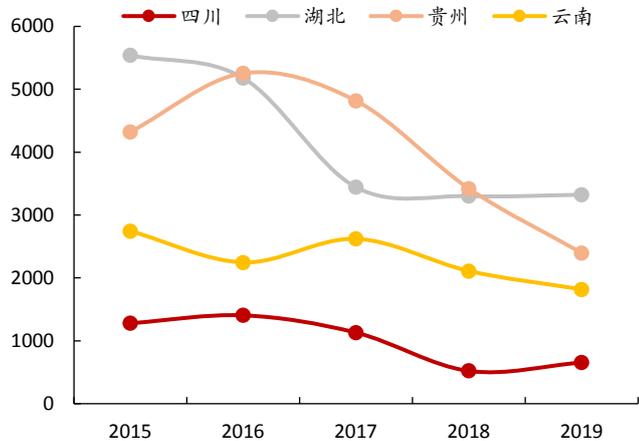
图表 31：2019 年全球磷矿石产量分布



来源：USGS，中泰证券研究所

■ **近三年我国磷矿石产量逐年下滑，供应趋紧。**由于我国磷矿储量并不丰富，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。我国磷矿主产区云南、贵州、四川、湖北四省 2017 年以来磷矿产量趋势性下滑，整体出口量也持续降低。据百川资讯统计，2019 年我国磷矿石产量为 9578 万吨，同比下滑 10.1%，未来在资源限采、环保高压的趋势下，磷矿石产量或进一步收缩。

图表 32：我国磷矿石主产区产量持续下滑（万吨）



来源：USGS，中泰证券研究所

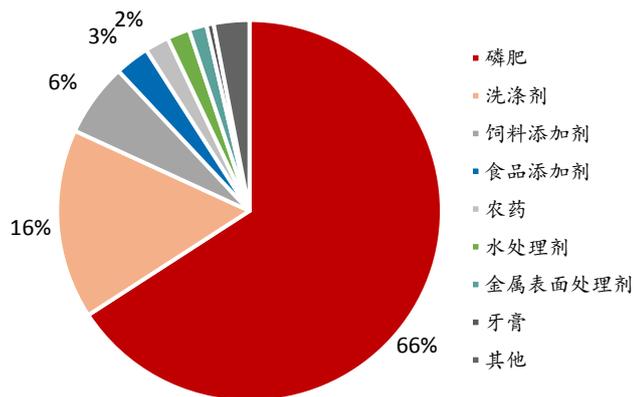
图表 33：我国磷矿石出口量大幅下滑后维持低位



来源：wind，中泰证券研究所

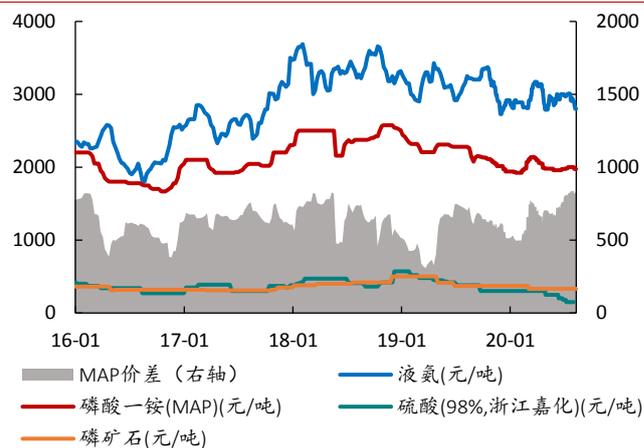
- 供应趋紧导致磷矿价格长期位于高位。**由于磷矿下游将近 66%用于磷肥领域，磷矿价格一方面取决于磷肥景气度，一方面受自身供给量的影响。每生产 1 吨磷酸一铵约需要 2 吨磷矿石，2018 年下半年以来，磷酸一铵价格由高点 2470 元/吨下跌至 2020 年 8 月的 1950 元/吨，跌幅超过 20%，而磷矿价格仅在 2019 年初下跌 50 元/吨左右，跌幅为 10%。我国磷复肥龙头企业如新洋丰、云天化、湖北祥云均自备磷矿产能，从资源端构筑起竞争壁垒。

图表 34: 全球磷矿石需求结构



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 35: 磷酸一铵价格价差变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: 复合肥企业磷矿资源统计

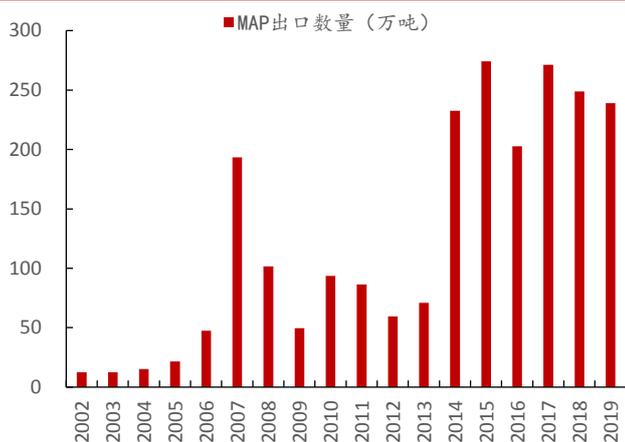
集团	磷矿运作企业	资源储量(亿吨)	阶段	公司持股比例	是否取得采矿许可证
云天化	云南磷化集团	1.93	开采	100%	是
	天宁矿业	0.88	勘察阶段	51%	是
湖北祥云	远安祥云矿业	2.00	尚未开采	100%	是
龙蟒大地	四川龙蟒磷化工		尚未开采(永久关闭)	100%	
	湖北龙蟒磷化工		建设	100%	是
	南漳龙蟒磷制品	0.01		100%	是
司尔特	贵州路发实业	0.37	开采	40%	是
	贵州政立矿业			55%	有
金诚信	贵州两岔河矿业	0.21	矿山基建期	90%	是
湖北鄂中	楚磷矿业			51%	是

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

需求端：表观消费量负增长，出口市场或继续承压

- 磷酸一铵下游主要应用于农业领域，受化肥总量调控影响表观消费量下滑。磷酸下游主要用于农业种植，其中玉米、蔬菜、小麦、水稻为主要应用领域，分别占比 22%、16%、15%和 14%。2010-2016 年我国磷酸一铵表观消费量逐步上升，2018 年后由于产量大幅减少，导致表观消费量下降，其中 2019 年表观消费量为 742.5 万吨，同比下滑 8.5%。由于我国是全球磷肥生产大国，2017-2019 年每年约出口磷酸一铵 250 万吨，2019 年总出口量占产量的 24.4%，国际市场变化对我国磷肥需求影响较大。

图表 37：我国磷酸一铵出口数量



来源：百川资讯，中泰证券研究所

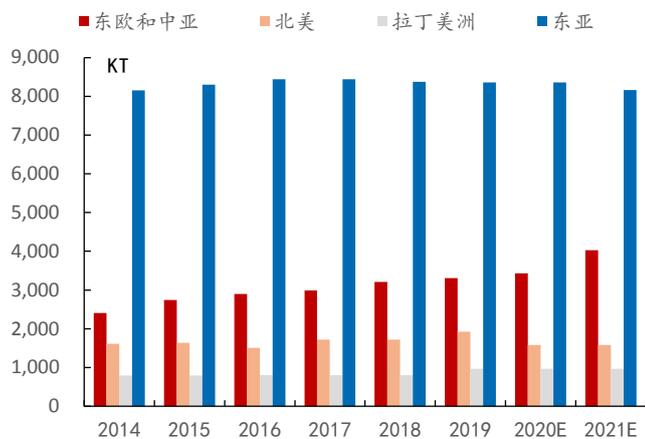
图表 38：我国磷酸一铵表观消费量



来源：百川资讯，中泰证券研究所

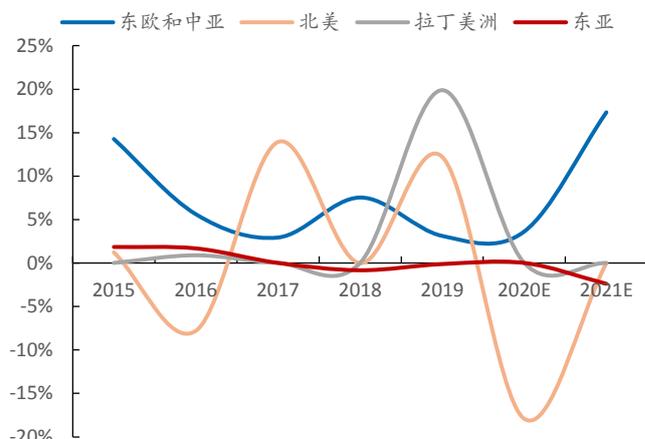
- 从出口市场来看，东欧和中亚磷酸产能增加或影响我国出口市场。我国磷酸一铵主要出口至巴西、澳大利亚、阿根廷、印度、越南等地，据 IFA 预测，未来全球磷酸一铵新增产能集中在东欧和中亚，2020 和 2021 年分别新增 120 万吨、595 万吨产能，包含摩洛哥 OCP 和沙特 Maaden 的扩产计划。

图表 39：未来全球 MAP 新增产能集中在东欧和中亚



来源：IFA，中泰证券研究所

图表 40：2015-2021E 全球 MAP 产能增速变化

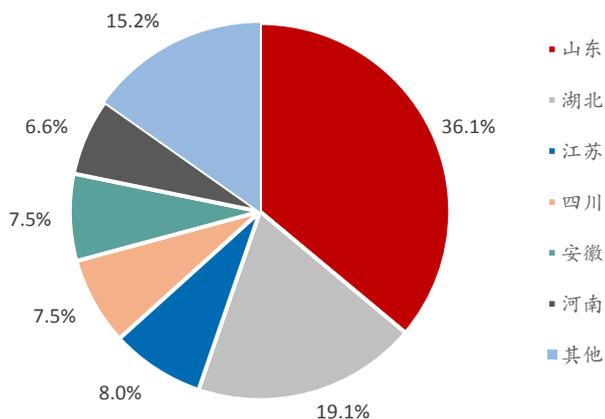


来源：IFA，中泰证券研究所

复合肥行业集中度提升，资源与渠道为核心竞争力

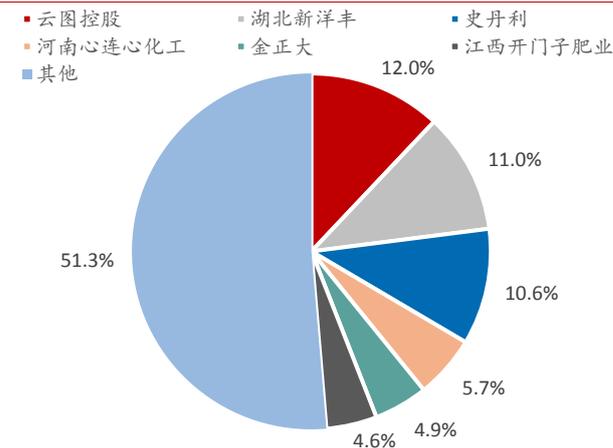
- 我国复合肥产能分布以农业大省和资源型省市为主。我国复合肥产能主要分布在山东（36.1%）、湖北（19.1%）、江苏（8.0%）、四川（7.5%）、安徽（7.5%）五大省，合计占我国总产能的 78%。复合肥行业属于寡头竞争型市场，2019 年云图控股、新洋丰、史丹利产能占比分别为 12%、11%、10.6%，行业中依旧有大部分年产能小于 100 万吨的企业存在。

图表 41: 复合肥分地区产能分布



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

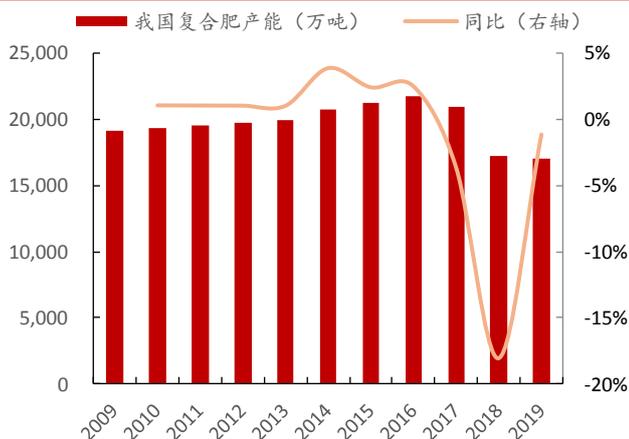
图表 42: 2019 年复合肥企业竞争格局



来源：百川资讯，中泰证券研究所

- 供给过剩矛盾突出，产能进入负增长时代。2019 年我国复合肥产能为 17000 万吨，产量为 4555 万吨，样本企业整体开工率仅为 26.8%，行业处于严重供大于求的状态。2016 年开始随着行业内多项优惠政策相继取消，叠加环保政策趋严、原材料价格上涨等因素，复合肥行业盈利能力进入低谷，老旧产能于 2017 和 2018 年集中退出。

图表 43: 中国复合肥产能及增速



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 44: 我国复合肥开工率较低



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

- 未来两年新增产能有限，以第二梯队企业和地方性企业为主。**根据卓创资讯统计，2020-2021年我国复合肥预计新增产能400万吨，仅占2019年全国产能的2.35%，对供给端冲击有限。扩产主力一方面为产能200万吨/年左右的第二梯队企业，通过扩产继续做大做强，如宁国司尔特、安徽红四方等；另一方面以地方型新兴企业为主，产能规模普遍较小。

**图表 45: 我国复合肥预计新增产能**

企业	产能(万吨/年)	地区	预计投产时间
内蒙古通四方	70	内蒙古	2020
宁国司尔特	65	安徽	2020
安徽红四方	60	安徽	2020
吉林隆源	40	吉林	2020
茂施	30	安徽	2020
天瑞丰收	20	江西	2020
安徽昊源	20	安徽	2020
阿波罗	20	江苏	2020
四川龙蟒	15	四川	2020
石家庄双联	60	河北	2021

资料来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

- 复合肥行业成本透明，价格波动幅度小于单质肥。**历史上复合肥与单质肥的价格同向波动，且复合肥价格调整的幅度较小。造成这种现象主要有三大原因：一是复合肥技术壁垒不高，国内生产厂家众多，市场竞争激烈挤压了价格上涨的空间；二是复合肥设备投资小，厂家折旧和退出成本较低，一旦价格跌破成本线，小产能即可减产或停产，避免市场价格进一步下探；三是近两年单质肥在环保压力下退出产能较多，导致价格波动幅度大，而复合肥靠近终端，销售又涉及多层经销商，成本变化传导不直接，导致复合肥价格波动较为平缓。

对于复合肥企业来说，一方面需面对不同规模企业之间的竞争，一方面将面临成本端的挤压。企业如何凭借自身的品牌、渠道、成本、产品等优势扩大市场份额，成为决定成败的关键因素。

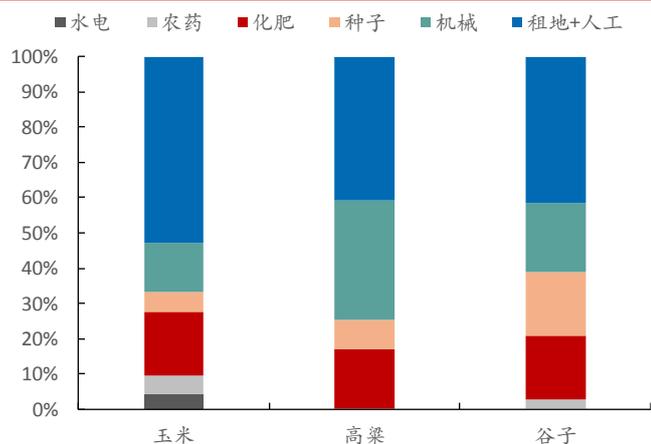
**图表 46: 复合肥价格变动趋势基本与单质肥一致**


资料来源: wind, 中泰证券研究所

主粮价格企稳有望提升种植收益，种植结构调整打开高端肥市场

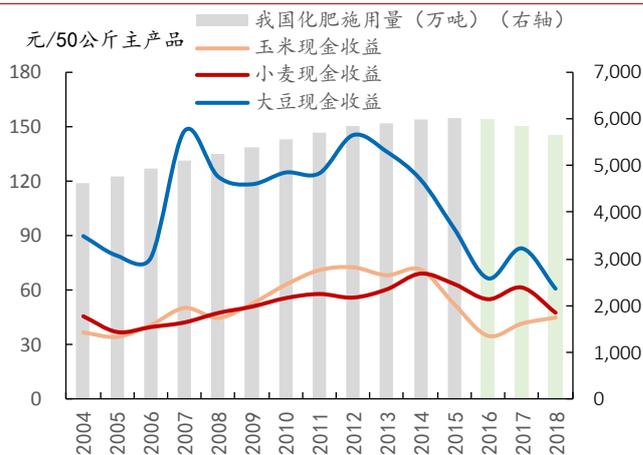
- **化肥占粮食种植成本的 18%左右，粮食收益下滑拖累化肥需求。**据《中国农资》统计，我国水稻、小麦、玉米用肥比例最高，在 70%以上，果树用肥占 11%，蔬菜用肥占 7%，茶叶和烟草各占 3%。分析东北地区玉米、高粱、谷子的种植成本结构可以发现，化肥分别在整体成本中占 18%、17%、18%，对种植成本影响较大。2014 年以来，我国主要粮食现金收益大幅下滑，一定程度上打压了农业生产积极性，拖累化肥下游需求，2016 年至今我国化肥施用量连年下滑。

图表 47: 2019 年东北地区主要农作物种植成本结构



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

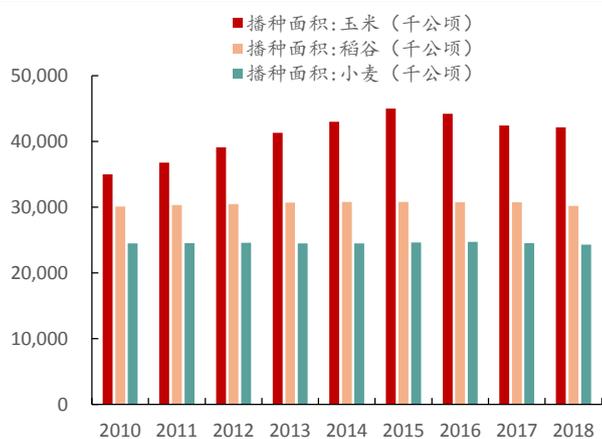
图表 48: 我国粮食成本收益变动



来源: wind, 中泰证券研究所

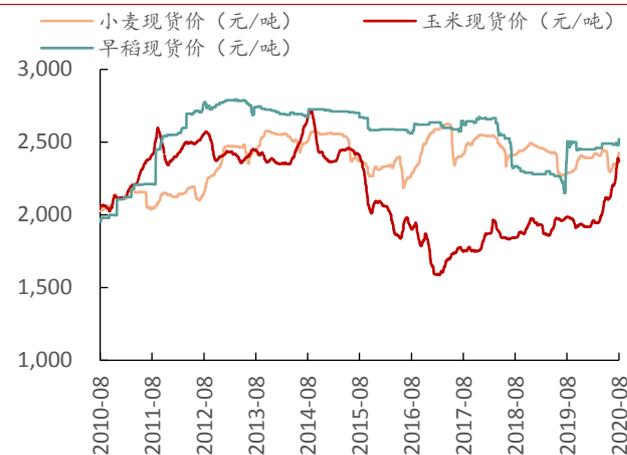
- **主粮价格企稳回升，或拉动整体磷复肥需求。**2015 年 5 月以来，我国白小麦最低收购价格从 2360 元/吨下滑至 2240 元/吨（2018 年 11 月），下滑幅度达 5.1%，中晚籼稻价格从 2760 元/吨下滑至 2540 元/吨（2020 年 2 月），下滑幅度达 8.0%。2016 年，国家取消了玉米的临储政策，调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制，导致玉米价格出现大幅下跌。2020 年以来受黑龙江玉米产量下降、洪涝灾害影响供应、临储玉米拍卖价高等因素叠加，玉米价格大幅上升，早稻和小麦价格也止跌回升，有望提升主粮收益预期，提振整体磷复肥需求。

图表 49: 三大粮食作物播种面积 (千公顷)



来源: wind, 中泰证券研究所

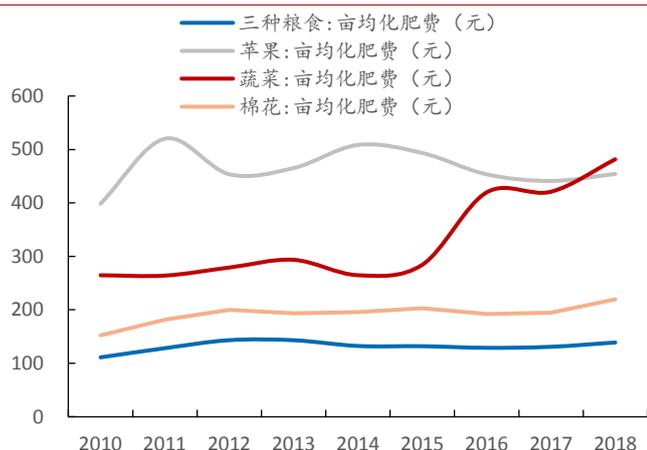
图表 50: 三大粮食作物价格企稳回升



来源: wind, 中泰证券研究所

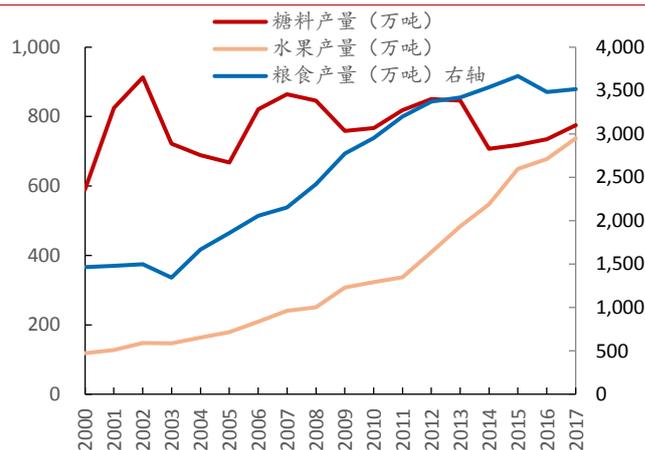
■ **经济作物产量持续提升将打开高端肥料蓝海市场。**随着化肥“零增长”等行动的提出，我国基础化肥需求进入存量市场。然而伴随农业种植结构调整，经济作物种植比例持续提升，我国糖料、水果产量自 2014 年以来持续增长。由于经济作物产值高、利润好，种植过程中更重视对作物的品质的改善和提升，新型肥料因其高效环保的特点脱颖而出，已成为化肥行业新的增长点。根据中国化工信息中心的预测，未来 5 年，中国新型复合肥市场的年复合增速将达到 10% 以上。

图表 51: 经济作物、大田作物亩均化肥费用



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: 我国经济作物产量持续提升

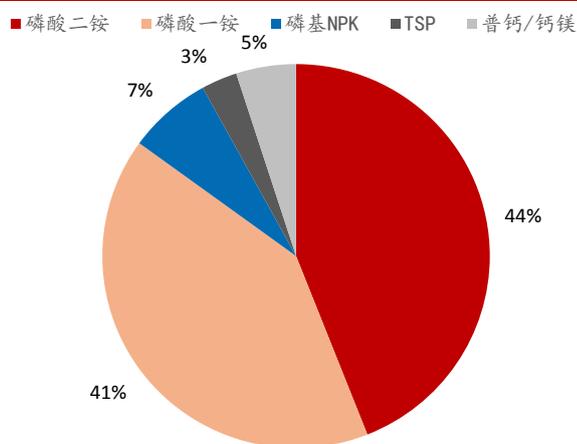


来源: wind, 中泰证券研究所

■ **就磷复肥行业而言，目前我国超过 80% 的磷复肥产品都属于基础肥料，产品同质化现象严重，近年来已有多家企业牵头进军新型肥料市场。**新洋丰围绕“力赛诺”高端品牌定位，推出了高产增效型、品质提升型、土壤改良型和新型液体肥四大类 30 余款新品，同时还储备了微生物氮磷增效等一批绿色高效新技术新产品；史丹利把功能性肥料、作物专用肥料、中微量元素肥料、水溶肥料、有机肥料等新型肥料作为未来肥料的发展方向进行大力布局和推广，逐步淘汰肥效差、有污染、利用率低的肥料。

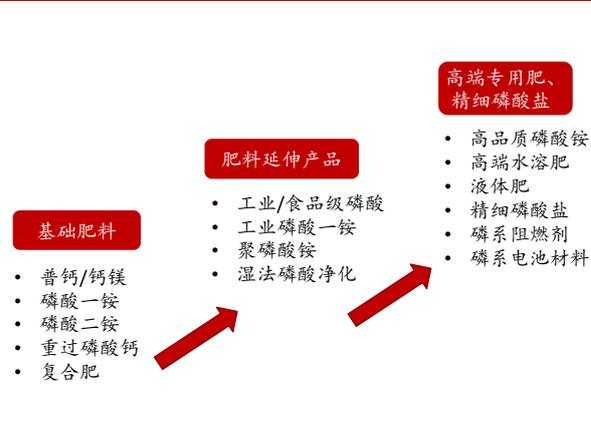
由于新型肥料的发展不仅需要技术积累与研发成本，还需要配合专业的农化团队结合下游需求进行配方定制，无形中增加了行业进入壁垒，未来具备技术创新优势的企业将脱颖而出，抢占更大的市场份额。

图表 53: 我国磷复肥产品结构单一



来源: 中国磷复肥工业协会, 中泰证券研究所

图表 54: 磷复肥行业产品结构仍有较大提升空间



来源: 中国磷复肥工业协会, 中泰证券研究所

## 竞争优势：资源禀赋深厚，消费端持续升级

成本优势：把握磷矿资源，区位优势明显

- 控股股东拥有丰富的磷矿石资源，产业链一体化优势明显。**公司目前已布局磷矿石、硫酸、硝酸、钾肥、磷酸一铵等，形成了产业链一体化的竞争优势，具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力和 320 万吨低品位磷矿洗选能力，配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年。控股股东湖北洋丰集团拥有 5 亿吨储量的磷矿资源，根据 2013 年资产重组时所作承诺，待新洋丰矿业所属资产合法取得采矿权并形成持续、稳定的生产能力后，雷波新洋丰矿业投资有限公司巴姑磷矿、保康竹园沟矿业有限公司、宜昌市长益矿产品有限公司 3 处矿权将及时注入上市公司。2020 年公司已向雷波新洋丰矿业、湖北昌达化工等子公司采购磷矿石用于产品生产。

图表 55：截止 2018 年湖北新洋丰集团磷矿资源开发情况

磷矿运作企业名称	资源储量(亿吨)	年产能(万吨)	阶段	公司持股比例	是否取得采矿证
湖北昌达洋丰磷化	0.78	150	试采阶段	参股 49%	是
保康竹园沟矿业	0.84	120	探转采阶段	控股 70%	否
保康堰垭洋丰磷化	0.29	30	试采阶段	控股 50%	是
雷波新洋丰矿业	0.49	90	试采阶段	控股 100%	是
远安昌达洋丰磷化	3.30	400	探转采阶段	参股 45%	否
宜昌市长益矿产品	0.17	28	探转采阶段	参股 50%	否
宜昌新洋丰矿业	待定	-	-	控股 70%	否

来源：《湖北洋丰集团股份有限公司 2018 年度第三期超短期融资券募集说明书》，中泰证券研究所

- 公司具备钾肥进口权，保障钾肥供应。**公司是复合肥行业规模前三的企业中，唯一具有钾肥进口权的企业，每年进口的钾肥可以满足公司一半的生产需求。我国钾肥进口依赖度高达 47%，海外钾肥供应充足导致内外盘价格存在一定的价差，公司拥有进口权一方面保证了供应的灵活性，另一方面也有助于公司根据市场变化调节进口比例，降低采购成本。

图表 56：我国钾肥进口许可情况

分类	企业名称
钾肥非国营贸易进口经营企业	山东某公司
	辽宁西洋特肥股份有限公司
	山东鲁北企业集团总公司
	湖北新洋丰股份有限公司
	中国石油天然气集团公司
化肥国营贸易进口经营企业	中国化工进出口总公司
	中国农业生产资料集团公司
化肥非国营贸易进口经营企业	中国化工建设总公司
	华垦国际贸易有限公司

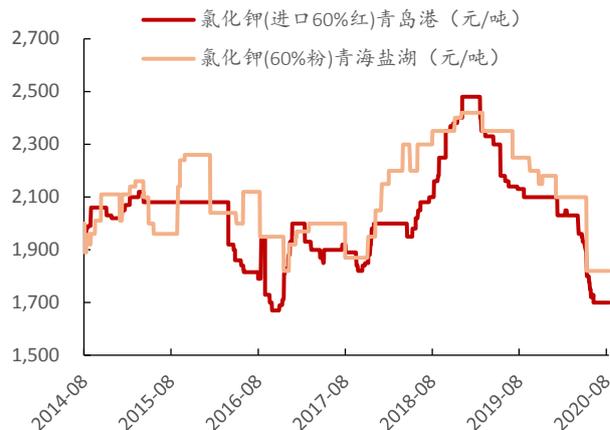
来源：商务部，中泰证券研究所

图表 57: 我国钾肥进口依赖度高



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 58: 钾肥进口与国产价格



来源: wind, 中泰证券研究所

- 合成氨技改项目将进一步加强公司一体化成本优势。**公司现有 15 万吨/年的合成氨产能, 工艺陈旧, 无法满足磷复肥的生产需求。以生产一吨磷酸一铵消耗 0.13 吨合成氨估算, 公司 180 万吨/年的磷酸一铵产能需对应合成氨产能 23 万吨。此次 30 万吨合成氨技改项目投产后, 将有效降低企业生产成本与外购运输费用, 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。

#### 区位优势: 产能靠近资源地, 自建铁路码头降低物流成本

- 磷酸一铵产能靠近资源地, 复合肥靠近市场终端。**公司总部位于“九省通衢”湖北江汉平原, 核心产能布局于湖北荆门、山东菏泽、湖北钟祥等, 恰好位于中国最重要的农业产区华北平原-长江中下游平原的中心, 辐射面广、运价低, 具有先天的区位优势。此外, 公司在瑞昌县沿长江开发区、雷波基地、宜昌基地建设了专用码头, 在总部基地、吉林扶余基地建设了铁路专用线, 在当前铁路运力紧张、运价不断上调的背景下, 物流优势越发明显。

#### 产品优势: 产品线齐全, 品牌优势显著

- 公司具备行业内品类最齐全的产品线。**公司产品覆盖磷肥、常规复合肥、新型复合肥、特种肥料、有机生物类肥料多个系列 200 多个品种, 能够充分满足不同区域、不同作物全生长期的营养需求和土壤改良需求。公司采用多品牌运作策略, 现已形成“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”和“乐开怀”四大品牌联袂搏击市场的格局。

2019 年 2 月新洋丰发布公告, 力赛诺将作为新洋丰高端肥料品牌的销售平台, 全面负责新型肥料市场开发, 目标是用三至五年时间打造一个新型专用肥料的行业领导品牌。未来公司将进一步优化产品结构, 提升新型复合肥的产品结构占比, 深度匹配现代化农业发展要求, 为业绩持续增长提供加速动力。

图表 59: 公司主要品牌及产品

品牌	产品	特点
洋丰	洋丰常规肥	包括硫酸钾复合肥、尿基复合肥、高塔复合肥、掺混肥料等产品
	生态肥	洋丰硫生态级肥料
	有机肥	包括菌临天下海藻微生物菌剂、生物有机肥、洋丰有机肥等产品
	土壤调理剂	百倍邦土壤调理剂
	专用肥	依据不同作物生长发育规律和土壤供肥特性研发的作物全周期专用配方肥
	水溶肥	满足市场作物水溶冲施、喷灌的需求，大大降低施肥成本
	硝基肥	产品中的硝态氮可被作物直接吸收利用，提高肥料利用率
力赛诺	特肥	含有海藻提取物的复合肥料，活性物质含量高，作物抗逆、增产、提质效果更显著
	力赛诺系列	产品分为高产增效系列、土壤改良系列、品质提升系列
康朴®诺泰克®	康朴®诺泰克®	德国进口，稳定性长效复合肥；双氮供应，速效加长效，提质增收
	澳特尔、澳之蓝	湖北澳特尔化工有限公司产品
乐开怀	乐开怀	乐开怀致力于研发、生产提质增效型的新型肥料；涵盖硝基复合肥、缓控释肥、硫酸钾复合肥、尿基复合肥、高塔复合肥、有机肥料等多种产品。

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 围绕“力赛诺”高端品牌定位，公司现已推出了增产增效型、品质提升型、土壤改良型和新型液体肥四大类 30 余款新品；针对价格敏感度高的的小麦、水稻等大田作物市场，开发了低成本生物增效技术，多省示范效果显著；提升硝硫基颗粒水溶肥产品质量，开发了清液型硝硫基颗粒水溶肥等。

图表 60: 洋丰——常规复合肥



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 61: 力赛诺——康朴®诺泰克®稳定性复合肥

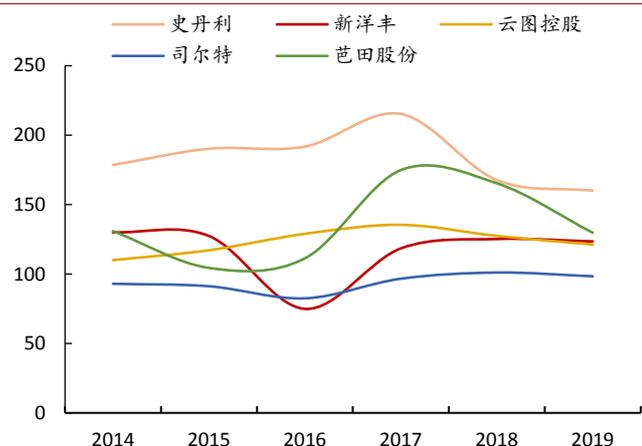


来源：wind，中泰证券研究所

**营销优势：注重服务，销售渠道丰富**

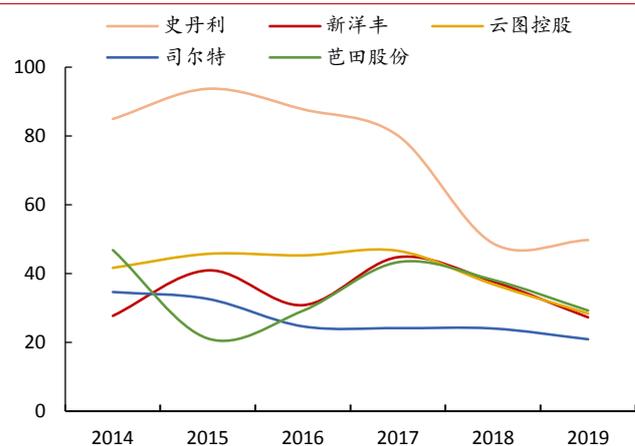
- **营销模式高效，单吨广告费用持续降低。**公司在全国建有 29 个销售分公司，通过“一级代理直管、深度营销”模式进行统一销售，并且根据地域差异、客户差异、季节差异、服务差异实施差异化营销模式，持续性创造渠道价值。在渠道管理与创新上，公司采取县级主要代理、乡镇网络分销、基地周边直销、专业户专营、种植大户直供、公司化运作与批零一体化、区域服务中心、第三方渠道共享等多种创新营销模式。凭借公司高效的营销模式，单吨化肥所对应销售费用和广告费用都处于较低水平。

图表 62: 各企业化肥单吨销售费用



来源: wind, 中泰证券研究所

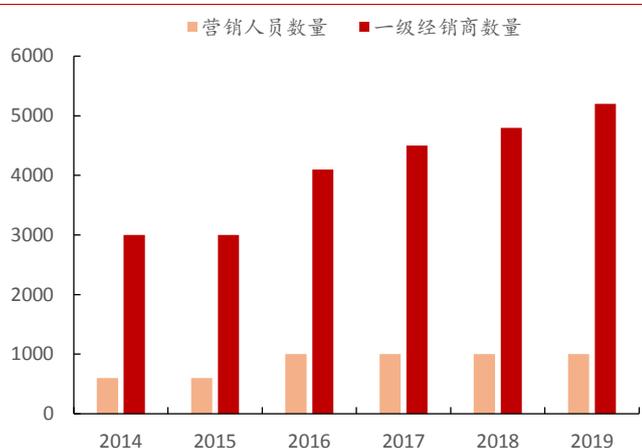
图表 63: 各企业化肥单吨广告费用



来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司在行业低迷期抢占优质的存量经销商资源，在重点市场建立领先优势。**上市以来，公司营销人员从 600 余名发展到 1000 余名，一级经销商数量从 3000 多家扩展到 5200 多家，终端零售商数量从 2016 年的 6 万多家发展到 2019 年的 7 万多家。2018 年以来，复合肥行业持续低迷，部分经销商因盈利困难而退出市场，公司积极抢占优质的存量经销商资源，一级经销商和终端零售商数量分别较 2017 年增加 16% 和 17%，已在东北、湖北、河南等重点市场建立领先优势。当下公司正不断加大资源投入西南、东南等相对薄弱的市场，未来市占率有望进一步提升。

图表 64: 公司营销人员及一级经销商数量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

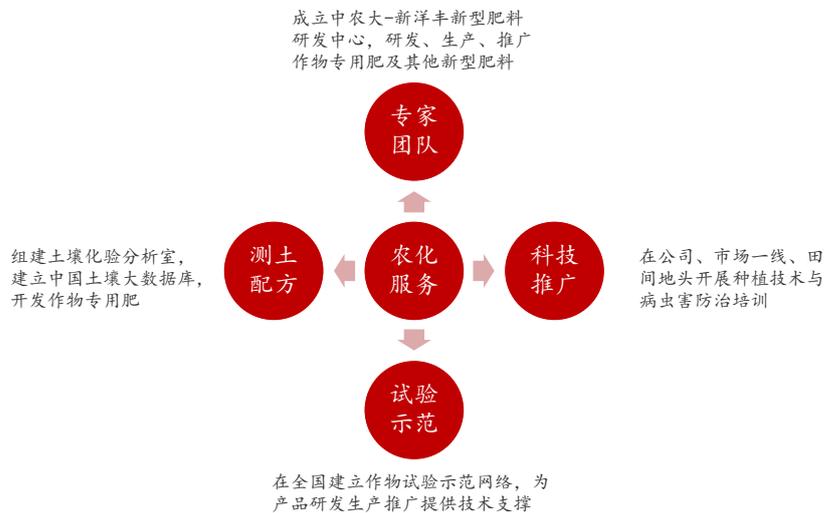
图表 65: 试验田基地分布图



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **技术服务加速跟进，助力营销端发力。**公司自 2018 年开始组建技术服务部门，目前技术服务部门已建设完成 237 块高标准示范田基地，规模居业内领先水平，覆盖全国主要省、市、自治区及主要经济作物品种。通过建设高标准示范田，向经销商与种植户直观展示新型肥的肥效，有助于增强经销商与种植户粘性，加速新型肥料的推广。

图表 66: 公司农化服务覆盖领域



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

## 盈利预测及估值

### ■ 假设：

(1) 假设主粮价格止跌企稳，20-22 年复合肥售价逐步提升（年均价格同比上升 1%-5%）。

(2) 假设复合肥行业竞争格局持续转好，公司开工率逐年提升。

(3) 假设单质肥维持供给宽松格局延续，20-22 年公司原材料成本小幅下降。

图表 67：盈利预测业务拆分

业务	2019	2020	2021	2022	
磷复肥	收入 (亿元)	89.4	92.4	95.7	99.0
	YOY	-4.2%	3.4%	3.5%	3.5%
	成本 (亿元)	73.0	73.5	75.7	76.5
	毛利率	18%	20%	21%	23%

资料来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

- 预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 97.41 亿元、100.68 亿元、104.01 亿元，归属净利润分别为 8.4 亿元、10.48 亿元、12.23 亿元，PE 分别为 18/15/13 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 68：可比公司估值

股票代码	简称	总市值	总股本	股价 (2020/9/16)	EPS				PE			
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002588.SZ	史丹利	63.86	11.57	5.52	0.09	0.22	0.47	0.43	41.77	25.50	11.85	12.70
002538.SZ	司尔特	44.38	7.18	6.18	0.32	0.39	0.50	0.63	14.36	16.04	12.48	9.77
000830.SZ	鲁西化工	137.40	14.65	9.38	1.15	0.65	1.02	1.48	9.10	14.51	9.19	6.36
600096.SH	云天化	74.11	14.31	5.18	0.11	0.13	0.30	0.39	49.81	38.40	17.49	13.42
600141.SH	兴发集团	106.54	10.31	10.33	0.33	0.35	0.44	0.53	34.95	29.22	23.45	19.48
	平均	85.26	11.60	7.32	0.40	0.35	0.54	0.69	30.00	24.73	14.89	12.34
000902.SZ	新洋丰	151.46	13.05	11.61	0.50	0.63	0.79	0.92	15.83	18.42	14.76	12.65

资料来源：wind、中泰证券研究所

备注：历史数据按最新股本计算，股价取自 2020 年 9 月 16 日

- 我们选取单质肥和复合肥领域上市公司进行估值对比，2020 及 2021 年平均估值 PE 为 25 倍和 15 倍（对应 2020 年 9 月 16 日收盘价），新洋丰 2020 年及 2021 年 PE 为 18 倍和 15 倍。我们认为公司作为复合肥行业龙头，同时具备资源优势和销售端优势，随着主粮价格止跌企稳，单质肥成本长期下行，公司盈利能力有望显著改善，给予公司“买入”评级。

图表 69: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>10,031</b>	<b>9,327</b>	<b>9,741</b>	<b>10,068</b>	<b>10,401</b>	货币资金	2,271	2,372	2,967	3,883
增长率	11.1%	-7.0%	4.4%	3.4%	3.3%	应收款项	372	832	413	873
营业成本	-8,089	-7,585	-7,648	-7,865	-7,950	存货	2,438	2,419	2,751	2,387
% 销售收入	80.6%	81.3%	78.5%	78.1%	76.4%	其他流动资产	650	780	667	787
毛利	1,942	1,742	2,092	2,203	2,450	流动资产	5,732	6,403	6,798	7,929
% 销售收入	19.4%	18.7%	21.5%	21.9%	23.6%	% 总资产	59.0%	62.3%	64.4%	68.6%
营业税金及附加	-43	-38	-40	-41	-42	长期投资	16	16	16	16
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,819	2,642	2,463	2,282
营业费用	-551	-523	-536	-554	-572	% 总资产	29.0%	25.7%	23.3%	19.7%
% 销售收入	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	600	669	736	800
管理费用	-294	-289	-292	-302	-312	非流动资产	3,986	3,874	3,757	3,635
% 销售收入	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	% 总资产	41.0%	37.7%	35.6%	31.4%
息税前利润 (EBIT)	1,053	893	1,225	1,306	1,524	<b>资产总计</b>	<b>9,718</b>	<b>10,277</b>	<b>10,555</b>	<b>11,564</b>
% 销售收入	10.5%	9.6%	12.6%	13.0%	14.7%	短期借款	9	295	0	0
财务费用	24	21	0	0	0	应付款项	2,312	2,521	2,403	2,623
% 销售收入	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	161	161	161	161
资产减值损失	20	-14	0	0	0	流动负债	2,482	2,977	2,565	2,784
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	404	0	0	0
投资收益	10	5	0	0	0	其他长期负债	137	137	137	137
% 税前利润	0.9%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>3,023</b>	<b>3,114</b>	<b>2,702</b>	<b>2,921</b>
营业利润	1,107	906	1,225	1,306	1,524	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,510</b>	<b>6,966</b>	<b>7,641</b>	<b>8,412</b>
营业利润率	11.0%	9.7%	12.6%	13.0%	14.7%	少数股东权益	185	197	212	230
营业外收支	-9	-1	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,718</b>	<b>10,277</b>	<b>10,555</b>	<b>11,564</b>
税前利润	<b>1,098</b>	<b>905</b>	<b>1,225</b>	<b>1,306</b>	<b>1,524</b>	<b>比率分析</b>				
利润率	10.9%	9.7%	12.6%	13.0%	14.7%					
所得税	-206	-151	-194	-242	-283	<b>每股指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	18.8%	16.6%	15.9%	18.6%	18.6%	每股收益 (元)	0.50	0.63	0.79	0.92
净利润	829	661	852	1,063	1,241	每股净资产 (元)	4.99	5.23	5.73	6.31
少数股东损益	10	10	12	15	18	每股经营现金净流 (元)	1.15	0.55	1.06	1.14
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>819</b>	<b>651</b>	<b>840</b>	<b>1,048</b>	<b>1,223</b>	每股股利 (元)	0.20	0.22	0.28	0.34
净利率	8.2%	7.0%	8.6%	10.4%	11.8%	<b>回报率</b>				
						净资产收益率	10.00%	12.06%	13.72%	14.54%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						总资产收益率	6.80%	8.29%	10.07%	10.73%
						投入资本收益率	13.16%	19.63%	23.14%	28.19%
净利润	829	661	852	1,063	1,241	<b>增长率</b>				
加: 折旧和摊销	231	225	226	231	236	营业收入增长率	-7.01%	4.43%	3.36%	3.30%
资产减值准备	20	81	0	0	0	EBIT 增长率	-12.56%	34.27%	6.64%	16.69%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	净利润增长率	-20.49%	29.02%	24.77%	16.69%
财务费用	-7	2	0	0	0	总资产增长率	7.99%	5.75%	2.71%	9.56%
投资收益	-10	-5	0	0	0	<b>资产管理能力</b>				
少数股东损益	10	10	12	15	18	应收账款周转天数	14.9	14.9	14.9	14.9
营运资金的变动	-812	432	-357	88	9	存货周转天数	99.5	89.8	92.4	88.9
<b>经营活动现金净流</b>	<b>185</b>	<b>1,506</b>	<b>722</b>	<b>1,382</b>	<b>1,485</b>	应付账款周转天数	41.6	42.3	42.0	42.2
固定资本投资	-29	-135	-30	-30	-30	固定资产周转天数	108.6	100.9	91.3	82.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-105</b>	<b>-351</b>	<b>-118</b>	<b>-118</b>	<b>-118</b>	<b>偿债能力</b>				
股利分配	-258	-258	-299	-373	-452	净负债/股东权益	-29.26%	-37.31%	-49.43%	-54.79%
其他	-86	315	-204	-295	0	EBIT 利息保障倍数	-43.4			
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-344</b>	<b>57</b>	<b>-502</b>	<b>-667</b>	<b>-452</b>	资产负债率	31.11%	30.30%	25.60%	25.26%
<b>现金净流量</b>	<b>-263</b>	<b>1,212</b>	<b>101</b>	<b>596</b>	<b>915</b>					

资料来源: wind、中泰证券研究所

## 风险提示

- (1) 原材料价格波动风险:** 复合肥行业的上游行业为基础化肥, 即尿素、硝酸磷、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾等。从复合肥的成本构成来看, 基础化肥在成本中占比一般达到 70% 以上, 原材料的价格波动对公司的生产经营具有一定影响。
- (2) 磷酸一铵价格下降风险:** 磷酸一铵行业景气度持续时间低于预期, 未来磷酸一铵可能存在价格下降的风险。
- (3) 环保政策风险:** 近几年我国环保监管督查标准更高、要求更严、力度更大, 化工企业面临长期环保风险。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**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。