

**证券研究报告—动态报告**

基础化工

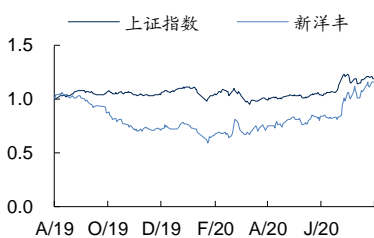
化学原料

**新洋丰(000902)**
**买入**

2020 半年度财报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 14 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,305/1,174
总市值/流通(百万元)	16,215/14,587
上证综指/深圳成指	3,319/13,309
12个月最高/最低(元)	12.75/6.14

**相关研究报告:**

《新洋丰-000902-2019 年年报和 2020 年一季报点评: 继续保持成本优势, 重点发力新型复合肥》——2020-05-06  
 《新洋丰-000902-重大事件快评: 拟投建 30 万吨合成氨技改项目, 强化一体化优势》——2020-03-30  
 《新洋丰-000902-联姻“绿港”, 优势互补, 实现共赢》——2016-07-18  
 《新洋丰-000902-2015 年年报点评: 主业提供安全边际, 迎接 16 变革元年》——2016-04-25  
 《新洋丰-000902-重大事件快评: 业绩增速 30%+, 动态 PE, 15 倍, 买入》——2016-03-08

**证券分析师: 商艾华**

电话:  
 E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

**证券分析师: 龚诚**

电话: 010-88005306  
 E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

**联系人: 万里明**

电话: 010-88005329  
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 不利因素消散, Q2 业绩持续改善

**● 上半年疫情延迟磷肥需求, 二季度业绩显著回暖**

公司 2020H1 实现营收 53.79 亿元 (同比-6.86%), 归母净利润 5.03 亿元 (同比-20.15%), 毛利率为 20.67% (同比-0.67pct)。Q1 公司处于疫情核心区, 停工影响公司毛利率约 5000 万, 防疫和运输影响毛利约 5000 万, 导致 Q1 归母净利润仅为 1.91 亿元 (-43.24%), 二季度短期影响消散, 归母净利润达到 3.11 亿元 (+6.68%), 环比持续改善。

**● 农作物价格触底反弹, 公司业绩有望持续改善**

从 2019 年到 2020Q1, 短期因素影响了公司业绩。1) 销量方面: 雷波产线停产和今年 Q1 的新冠疫情影响了销量; 2) 成本方面: 国际硫磺和钾肥价格大幅下降, 公司高价库存原料影响了盈利; 3) 售价方面: 19 年 Q3 开始国内复合肥价格下降, 叠加 2020Q1 新冠疫情影响。

2020Q2 以来不利因素消散, 业绩有望持续回暖。产能方面: 当前三磷整治持续进展, 行业供给端呈现收缩态势, 公司雷波产线复产; 价格方面: 当前全球粮食价格处于向好态势, 粮食价格整体向好保障了复合肥价格。成本方面, 2020 年钾肥海运进口合同 CFR 价格从 290 降至 220 美元/吨, 预计增加公司税前利润约 1.5 亿元。

**● 顺应国家化肥减量增效政策, 重点发展新型复合肥**

新型肥料行业需求旺盛。行业层面, 我国经济作物亩化肥费用超过 400 元, 为传统三大粮食作物的三倍。公司层面, 常规复合肥毛利在 300-400 元/吨, 新型复合肥可达到 600 元以上。2020H1 年公司新型复合肥营收达到 10.66 亿元, 营收占到复合肥的 25.3%, 毛利占比 31.1%。

**● 投资建议: 维持“买入”评级**

公司是国内磷复肥龙头企业, 一体化成本优势明显, 随着秋肥市场开启、农作物价格回暖和公司新型复合肥占比逐渐升高, 我们认为公司业绩会持续改善, 预计 2020-2022 年归母净利润 8.26/10.14/12.00 亿元, 同比增速 26.81/22.88/18.34%, 摊薄 EPS 为 0.62/0.76/0.90 元, 当前股价对应 PE=20/16/14, 维持“买入”评级。

**● 风险提示:**
**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,031	9,327	10,080	11,434	12,649
(+/-%)	11.05%	-7.01%	8.07%	13.44%	10.62%
净利润(百万元)	819	651	826	1014	1200
(+/-%)	20.39%	-20.49%	26.81%	22.88%	18.34%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.49	0.62	0.76	0.90
EBIT Margin	10.50%	9.57%	10.43%	11.18%	11.93%
净资产收益率(ROE)	13.17%	10.00%	11.72%	13.16%	14.15%
市盈率(PE)	20.23	25.45	20.07	16.33	13.80
EV/EBITDA	15.00	17.60	18.23	15.14	12.94
市净率(PB)	2.66	2.54	2.35	2.15	1.95

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

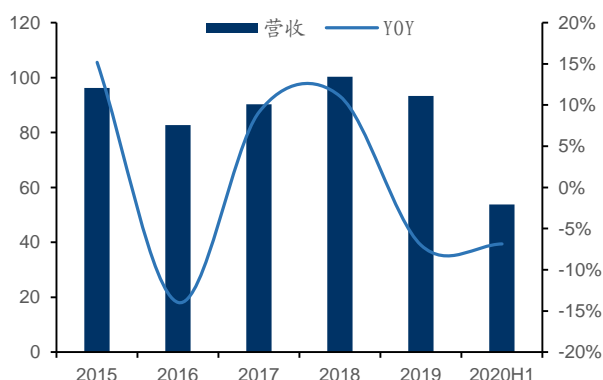
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 上半年疫情延迟磷肥需求，二季度业绩显著回暖

公司 2020 年上半年实现营收 53.79 亿元（同比-6.86%），归母净利润 5.03 亿元（同比-20.15%），加权 ROE 为 7.51%。上半年销售毛利率为 20.67%（同比-0.67pct），2019 年全年为 18.68%，销售净利率为 7.08%（同比-1.56pct），2019 年全年为 7.08%。

上半年营收和盈利下降，一方面是一季度公司处于疫情核心区，停工和开工率不足影响公司毛利率约 5000 万，防疫和运输影响毛利约 5000 万，导致一季度归母净利润仅为 1.91 亿元（-43.24%），二季度短期影响消散，归母净利润达到 3.11 亿元（+6.68%），环比持续改善，符合我们的预期。

图 1：公司营业收入和同比变化（亿元、%）



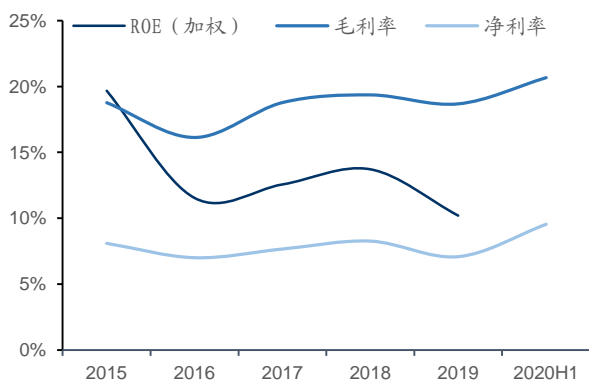
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（亿元、%）



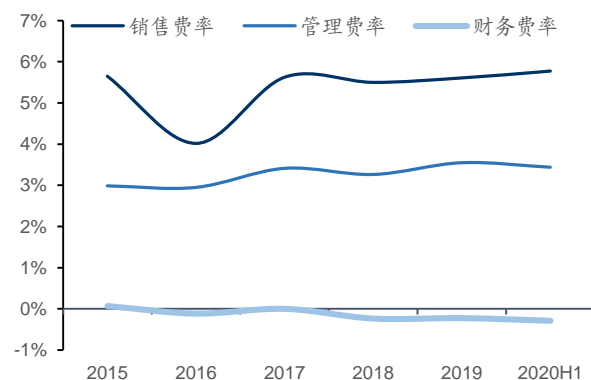
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

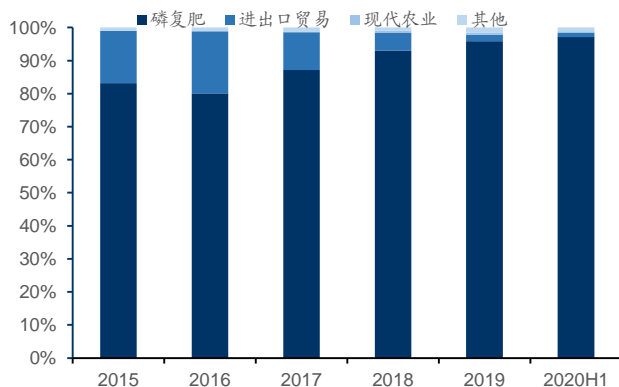
图 4：公司三费占比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

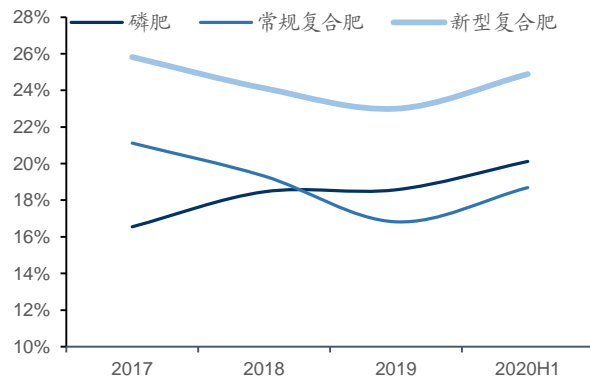
分产品来看，新型复合肥占比持续升高。上半年受疫情影响下，公司进出口贸易营收显著下滑，磷复肥营收占比增加至 97.1%，磷复肥中常规复合肥占比 60%，磷肥和新型复合肥占比分别为 20%。上半年磷肥、常规复合肥和新型复合肥营收分别为 10.12、31.45、10.66 亿元，毛利率分别为 20.12%（同比-1.40pct）、18.69%（同比-1.87pct）、24.89%（同比-0.74pct）。

图 5: 公司分产品营收占比结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司磷复肥产品毛利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 农作物价格触底反弹, 公司业绩有望持续改善

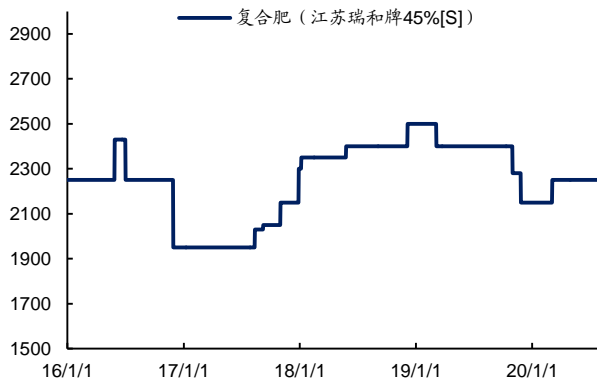
从 2019 年到 2020Q1, 虽然公司业绩表现不佳, 但主要是一些短期因素影响。

1) 销量方面: 2019 年主要是雷波产线停产、国庆阅兵和今年 Q1 的新冠疫情影  
响; 2) 成本方面: 从 19 年 Q3 开始, 国际硫磺和钾肥价格大幅下降, 公司  
高价库存原料影响了盈利; 3) 售价方面: 19 年 Q3 开始国内复合肥价格持续  
下降, 叠加 2020Q1 新冠疫情影响, 但当前需求正在逐步改善, 价格稳中有升。

**Q2 以来不利因素逐渐消散, 业绩将会持续回暖。**产能方面, 当前三磷整治持续  
进展, 行业供给端呈现收缩态势, 龙头集中加速, 公司雷波产线计划在三季度  
复产, 新建磷石膏利用项目将降低环保费用; 价格方面, 当前全球粮食价格处  
于向好态势, 玉米和水稻价格都在温和上涨, 供给端国内玉米种植面积不多、  
库存较低, 需求端饲料市场整体向好, 国家增加种植面积等政策正逐步落地,  
截止 2020 年 7 月底, 国内玉米批发价同比涨幅已经达到了 18%, 粮食价格整  
体向好保障了复合肥价格。

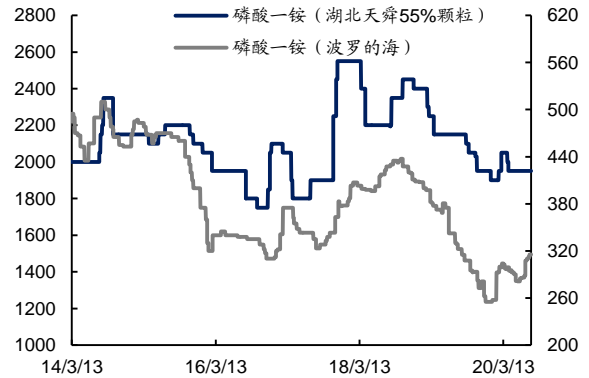
**成本方面, 原材料处于历史低位, 进口钾肥价格下降, 公司钾肥进口优势增加。**  
2020 年 4 月 30 日, 钾肥海运进口合同 CFR 价格从 290 降至 220 美元/吨, 考  
虑到 1%的关税、9%的增值税、20 美元/吨的进口返利和 150 元/吨的港口和运  
输费用, 公司钾肥单吨不含税价格约为 1575 元。国内按照盐湖 5 月钾肥 60%  
的进口价来看, 对应的不含税价格为 1927 元/吨。对比来看, 公司钾肥进口权  
带来单吨成本优势达到约 350 元。同行相比, 公司 30 万吨钾肥进口具有约 1.05  
亿元税前利润优势; 与公司去年同期相比, 进口钾肥降价可增加公司税前利润  
约 1.5 亿元。

图 7: 国内复合肥价格变化 (元/吨)



资料来源: BAIINFO, 国信证券经济研究所整理

图 8: 磷酸一铵价格变化 (左轴元/吨、右轴美元/吨)



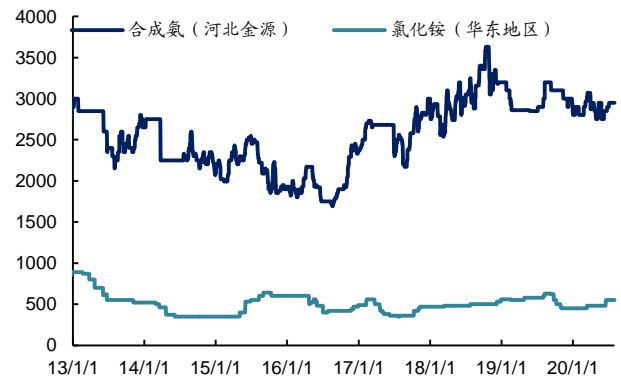
资料来源: BAIINFO, 国信证券经济研究所整理

图 9: 青海盐湖氯化钾价格 (元/吨)



资料来源: BAIINFO, 国信证券经济研究所整理

图 10: 合成氨和氯化钠价格变化 (元/吨)



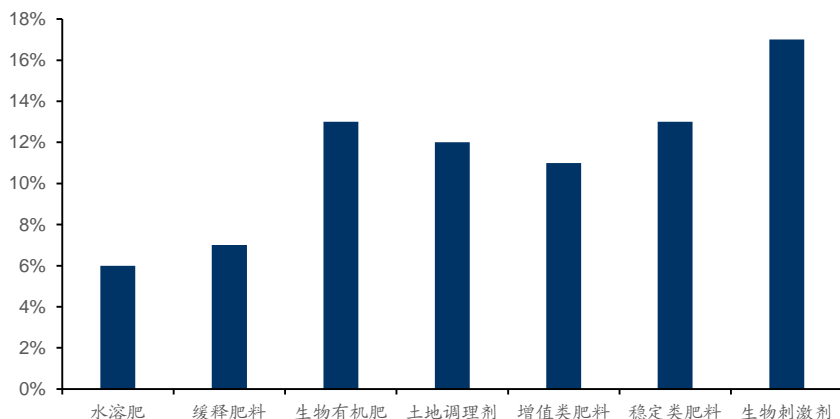
资料来源: BAIINFO, 国信证券经济研究所整理

### 顺应国家减量增效政策，重点发展高端新型复合肥

新型化肥市场需求旺盛，行业盈利空间宽广。十三五规划已经将复合肥的产业转型列为重点，行业需求旺盛。新型肥料更多应用于经济作物中，有助于肥料的营养提高、功能改善、减量增效、土壤改良等。2017年中国统计局数据显示，我国典型经济作物蔬菜等亩化肥费用可以达到421元，而传统三大粮食作物亩化肥费用只有131元，进一步说明了新型化肥市场发展潜力突出。公司层面，常规复合肥毛利在300-400元/吨，新型复合肥单吨毛利可以达到600元以上。

公司注重创新和产品研发，在新型复合肥市场表现抢眼。一方面，新洋丰通过与德国康朴专家公司在技术、生产、品牌和渠道等多个层面的深度融合，提升其对稳定性肥料技术的研发和改进。另一方面，新洋丰将新型肥料产品规划为特肥、有机肥+配方肥、缓控释肥、生态级肥和现有新品五大系列，对应设定五个项目组，加强新型肥料的研究和推广工作。

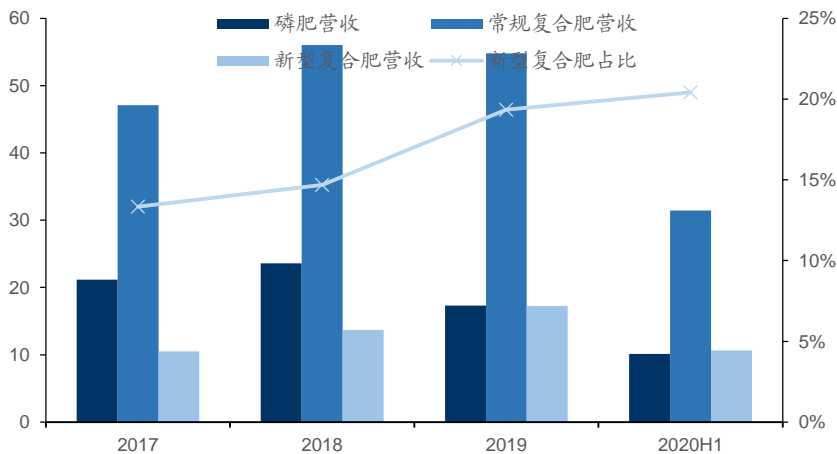
图 11: 新型复合肥未来五年预计年复合增速



资料来源: CNCIC、国信证券经济研究所

2018 年和 2019 年, 在农资市场整体低迷的情况下, 公司高盈利的新型复合肥开始发力, 2020H1 公司新型复合肥营收达到 10.66 亿元, 新型复合肥营收占到复合肥的 25.3%, 但毛利占到 31.1%。未来公司把新型复合肥作为重点发展方向, 目标做到新型复合肥和常规复合肥销量达到 1:1。

图 12: 公司新型复合肥占比显著提升 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议:

公司是国内磷复肥龙头企业, 一体化成本优势明显, 随着秋肥市场开启、农作物价格回暖和公司新型复合肥占比逐渐升高, 我们认为公司业绩会持续改善。我们维持原有预测, 预计公司 2020-2022 年归母净利润 8.26/10.14/12.00 亿元, 同比增速 26.81%/22.88%/18.34%, 摊薄 EPS 为 0.62/0.76/0.90 元, 当前股价对应 PE=20/16/14, 维持“买入”评级。

风险提示:

- (1) 农作物价格回暖不及预期;
- (2) 原材料价格波动风险;
- (3) 环保政策加严的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2271	2686	3193	3881	营业收入	9327	10080	11434	12649
应收款项	208	276	313	347	营业成本	7585	8053	9029	9896
存货净额	2438	2656	2973	3254	营业税金及附加	38	43	49	54
其他流动资产	695	751	852	942	销售费用	523	585	686	759
<b>流动资产合计</b>	<b>5732</b>	<b>6489</b>	<b>7452</b>	<b>8543</b>	管理费用	289	348	392	431
固定资产	0	44	107	123	财务费用	(21)	22	21	20
无形资产及其他	600	580	560	540	投资收益	5	0	0	0
投资性房地产	3371	3371	3371	3371	资产减值及公允价值变动	14	10	10	10
长期股权投资	16	19	22	25	其他收入	(121)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9718</b>	<b>10503</b>	<b>11511</b>	<b>12601</b>	营业利润	812	1039	1267	1499
短期借款及交易性金融负债	9	10	10	10	营业外净收支	(1)	(10)	(3)	(3)
应付款项	857	934	1045	1144	<b>利润总额</b>	<b>811</b>	<b>1029</b>	<b>1264</b>	<b>1496</b>
其他流动负债	1616	1768	1987	2176	所得税费用	151	191	235	278
<b>流动负债合计</b>	<b>2482</b>	<b>2712</b>	<b>3042</b>	<b>3330</b>	少数股东损益	10	12	15	18
长期借款及应付债券	404	404	404	404	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>651</b>	<b>826</b>	<b>1014</b>	<b>1200</b>
其他长期负债	137	147	157	167					
<b>长期负债合计</b>	<b>541</b>	<b>551</b>	<b>561</b>	<b>571</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3023</b>	<b>3263</b>	<b>3603</b>	<b>3901</b>	净利润	651	826	1014	1200
少数股东权益	185	193	202	214	资产减值准备	61	249	243	271
股东权益	6510	7047	7706	8487	折旧摊销	220	37	54	73
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9718</b>	<b>10503</b>	<b>11511</b>	<b>12601</b>	公允价值变动损失	(14)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	(21)	22	21	20
					营运资本变动	(2161)	146	128	166
					其它	(55)	(241)	(233)	(260)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(1298)</b>	<b>1006</b>	<b>1196</b>	<b>1441</b>
					资本开支	2579	(300)	(330)	(330)
					其它投资现金流	(120)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>2456</b>	<b>(303)</b>	<b>(333)</b>	<b>(333)</b>
					权益性融资	21	0	0	0
					负债净变化	404	0	0	0
					支付股利、利息	(261)	(289)	(355)	(420)
					其它融资现金流	(316)	1	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(11)</b>	<b>(288)</b>	<b>(355)</b>	<b>(420)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1147</b>	<b>415</b>	<b>508</b>	<b>688</b>
					货币资金的期初余额	1124	2271	2686	3193
					货币资金的期末余额	2271	2686	3193	3881
					企业自由现金流	1365	738	893	1138
					权益自由现金流	1453	721	875	1121

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032