

成本与渠道壁垒实现超额收益

公司是我国复合肥龙头，具有磷复肥产能 800 万吨，产能规模位居国内前三甲。公司最大的优势为其复合肥在上游一体化和终端营销构建的壁垒，使业绩成长穿越周期，逻辑如下：

核心观点

- **成本领先磨平周期波动：**公司凭借产业配套、区位优势及运营管理方面的优势构建起成本壁垒。第一，公司具有磷肥等原材料自给能力，无论是在全行业低谷还是在上游原材料暴涨都能保持相对稳定和领先的盈利能力，复合肥毛利率常年 20% 左右并呈现上升趋势；第二，公司地处江汉平原，具有先天运输优势；第三，18H1 公司期间费用率仅 6.9%，资产负债率仅为 24%，在重资产制造业中实属少见。经营管理和资产质量的优势使产业布局优势可充分施展，公司业绩增长穿越周期。
- **量价齐升释放规模优势：**随着近几年化肥行业政策利空逐渐消化，氮磷钾单质肥行业景气上行等行业大周期的演变，复合肥行业的回暖将受到格局改善等多方面支持。在当前上游强势的背景下，复合肥单养分与单质肥单养分价差已长期低于历史水平，从单养分价值回归的角度来看，复合肥景气有望继续上行，公司有望通过规模优势释放更大弹性。
- **渠道营销扩大溢价空间：**复合肥利润空间的本质在于下游需求侧对其单位养分溢价的接受程度。若单养分的溢价空间能够维持甚至提升，复合肥的利润不会受到上游涨价的侵蚀。公司近几年在渠道和营销建设上，从区位优势、网络搭建、产品优化、农服推广等方面多点发力，与自身成本优势相辅相成，锁定利润空间，通过渠道和营销优势推动得复合肥养分的价值回归。公司销售费用率也显著低于同行水平，充分体现其营销网络的高效率和高粘性。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 18-20 年每股盈利 EPS 分别为 0.68、0.84、1.03 元，按照可比公司 18 年 17 倍市盈率，给予目标价 11.56 元和买入评级。

风险提示

- 磷复肥行业供需修复不及预期；新产品推广不达预期；磷石膏消化风险

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,276	9,032	10,673	11,756	12,680
同比增长	-14.0%	9.1%	18.2%	10.1%	7.9%
营业利润（百万元）	722	865	1,140	1,405	1,729
同比增长	-24.4%	19.9%	31.7%	23.3%	23.0%
归属母公司净利润（百万元）	563	680	885	1,100	1,350
同比增长	-24.7%	20.8%	30.2%	24.2%	22.7%
每股收益（元）	0.43	0.52	0.68	0.84	1.03
毛利率	16.1%	18.8%	19.6%	20.9%	22.4%
净利率	6.8%	7.5%	8.3%	9.4%	10.6%
净资产收益率	11.4%	12.5%	14.8%	16.5%	17.9%
市盈率（倍）	20.8	17.3	13.3	10.7	8.7
市净率（倍）	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2018 年 09 月 20 日）	9.00 元
目标价格	11.56 元
52 周最高价/最低价	10.68/7.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	130,453/117,289
A 股市值（百万元）	11,741
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2018 年 09 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	3.3	11.0	3.3	-9.6
相对表现（%）	1.1	9.7	12.3	4.3
沪深 300（%）	2.3	1.3	-9.0	-13.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰
021-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 万里扬
021-63325888-2504
wanliyang@orientsec.com.cn

目 录

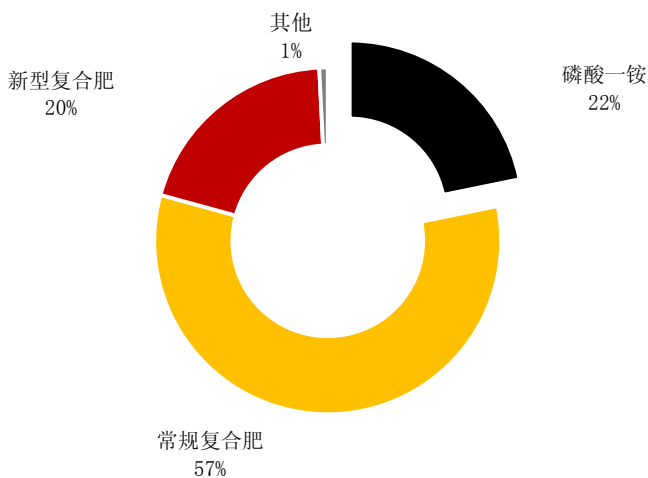
1	成本与渠道实现超额收益	3
2	成本领先磨平周期波动	4
2.1	产业布局降低生产成本	4
2.2	区位优势无法复制	5
2.3	期间费用成本极低	6
3	量价齐升释放规模优势	7
3.1	磷肥供需改善底部复苏	8
3.2	化肥政策冲击已充分消化	11
3.3	复合肥单位养分价值有望修复	12
4	渠道营销扩大溢价空间	14
5	盈利预测与投资建议	15
5.1	盈利预测	15
5.2	投资建议	16
6	风险提示	17

1 成本与渠道实现超额收益

新洋丰是我国复合肥龙头，产能规模位居国内前三甲。公司目前具备 800 万吨高浓度复合肥产能，其中包括 180 万吨磷酸一铵产能，可实现原材料磷肥的完全自给并部分外卖。当前上游单质肥原料经历供给侧出清呈现普涨局面，从复合肥到磷酸一铵再到磷矿石越向上游越强势，氮肥钾肥也处于高景气区间。我们认为，**对原材料单质肥成本的控制能力是复合肥企业实现利润的核心基础，而提升单养分相对单质肥的溢价则是提升盈利能力的关键。**公司最大的优势为其在上游一体化和终端营销方面构建的壁垒，契合这两大需求。同时，成本优势将提升公司对最终产品降价的容忍能力，能够以提升产品性价比来抢夺市场份额，与渠道布局形成正向反馈，促进复合肥养分溢价的回升。

公司具有 320 万吨/年低品位矿洗选能力，配套硫酸、合成氨等产能，实现一铵完全自给；公司还具有钾肥进口配额，是行业规模前三甲中唯一；这使得公司虽然体内暂不具有磷矿资源，但依旧在原材料方面构建起突出的成本优势。今年以来磷酸一铵和复合肥价格均比去年同期涨幅 10%-15%，然若以原材料全部外购测算，复合肥平均价差仅实现不到 3% 的增幅，行业利润向上游集中。而公司依靠自身部分原材料自给等成本控制方式实现高于行业平均水平的利润率。同时，公司现有 800 万吨磷复肥产能分布于湖北荆门、宜昌、钟祥、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江和吉林扶余九大基地，另外有新疆昌吉在建中；在坐拥湖北的地理及运输先天优势基础上，公司通过本地生产磷酸一铵运输至各终端复合肥基地的方式向全国辐射，可覆盖东北、华北、华东、西南、西北等重要化肥消费地。同时，公司通过 4500 余家县级代理和 60000 余家乡镇网络构建了强大的营销渠道，并通过产品创新与农业服务结合进一步提升产品毛利率。

图 1：公司毛利构成（2018H1）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 1：公司主营化工产品价差（元/吨，以原材料全部外采测算）

产品	2017Q1	Q2	Q3	Q4	2018Q1	Q2	Q3	2018Q3 同比改善
磷酸一铵	524	392	509	677	635	556	568	11.4%
复合肥	1207	1234	1222	1165	1276	1269	1255	2.7%

资料来源：百川资讯、东方证券研究所

整体而言，公司基于较强的成本优势在磷复肥行业低迷时期实现快速扩张，以突出的产品性价比建立用户粘性。从周期的角度看，短期上游强势，目前以单养分价格测算复合肥相对于单质肥溢价处于阶段性低位，农民将更偏向于使用性价比高的复合肥，公司凭借较强的成本控制能力在此背景下有机会争取更大市场份额；而从中长期来看，依据我们前期报告《磷肥供需改善景气有望大幅上行》的判断，磷肥及复合肥行业都将迎来底部复苏，上游压力将顺利传到至终端，整条产业链盈利都将改善，而公司将充分受益于其规模弹性及成本领先带来的超额收益。

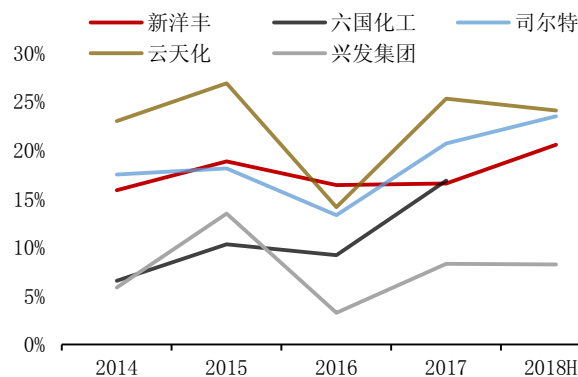
2 成本领先磨平周期波动

化工大宗品制造行业最典型的一个特点是低谷看成本，高峰看规模。作为复合肥龙头，公司通过产业配套实现磷酸一铵及部分原材料自给，无论是在全行业低谷还是在上游原材料暴涨时，产品都能保持相对稳定和领先的盈利能力，占据毛利润 77% 的复合肥毛利率常年保持在 20% 左右并呈现上升趋势。公司地处江汉平原，也具有先天运输优势。此外，公司在运营方面也通过远低于同行的期间费用率水平使得产业优势的盈利能力充分释放。公司凭借产业配套、区位优势及运营管理方面的优势，业绩成长得以穿越周期。

2.1 产业布局降低生产成本

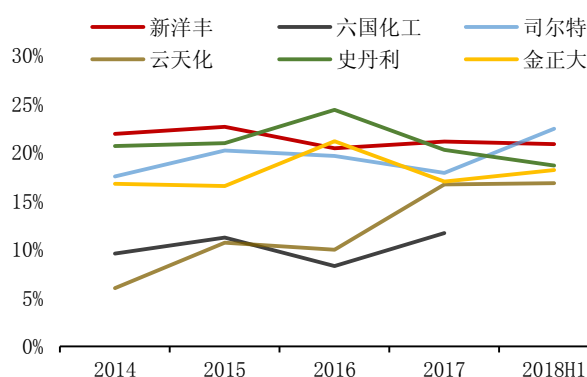
化肥的实质资源的整合与搬运，取之于大地用之于大地。复合肥最基础的元素为氮、磷、钾，分别以尿素、磷酸一铵和氯化钾单质肥原料为代表。复合肥企业以原材料供应模式可大致分为两种，一种是以新洋丰、司尔特、云天化为代表的以所在地区矿产禀赋及相应单质肥为起点，向下延伸生产复合肥；另一种则以金正大、史丹利为代表，本身不具备资源和原料肥生产能力，而是外购原材料并通过渠道优势建立壁垒。随着上游单质肥强势，17 年两类复合肥企业毛利率走势出现了背离，行业利润中枢向上游资源及重资产生产侧转移。公司通过磷和钾两种单质肥全部或部分自给，在此背景下实现了稳中有升的毛利率水平。

图 2：可比公司磷酸一铵毛利率



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 3：可比公司复合肥毛利率



资料来源：Wind、东方证券研究所

在磷单质肥供应上，公司具有 180 万吨磷酸一铵产能，能够满足复合肥生产的所有需求。以 17 年磷酸一铵营收和市场平均价格以及公司磷复肥总产销销量测算，公司 17 年磷酸一铵外销量 110 万吨左右，自用 60 万吨左右；复合肥销售量 310 万吨左右。不考虑常规复合肥和新型复合肥的区别，

公司吨复合肥的磷酸一铵平均单耗为 0.2 吨，以 17 年公司磷酸一铵 310 元/吨的毛利润水平测算，复合肥平均成本较外购类企业能够至少低 60 元以上。

另一方面，由于公司不具有磷矿资源，磷酸一铵毛利率在行业内仅处于中等偏上水平。但公司具有 320 万吨低品位矿洗选能力，能够充分利用低品位矿从而降低矿石采购成本；并且公司通过配备硫酸 280 万吨、合成氨 15 万吨等产能，一定程度上弥补磷矿石暂无法自给的劣势。此外公司控股股东洋丰集团对公司承诺，集团体内新洋丰矿业在合法取得采矿权并满足公司的品质要求等其他条件之后，会在 12 个月内将磷矿资产注入上市公司，以减少关联交易并提升公司盈利能力。若磷矿资源实现注入，参考兴发集团矿石毛利情况，吨矿石毛利至少在 100 元以上，届时可实现磷酸一铵成本下降 200 元左右，复合肥成本可进一步降低 40 元左右。

在钾肥供应方面，以复合肥的氯化钾单耗平均水平 0.2 吨测算，公司年氯化钾需求量至少在 60 万吨。公司是复合肥前三甲唯一具备钾肥进口权的企业，以百川资讯温哥华 FOB 氯化钾及相应海运费测算，直接进口钾肥成本较国内采购低 200 元/吨以上；以公司一半进口一半国内采购测算，钾肥使用成本比不具备进口权的复合肥企业低 100 元/吨，复合肥平均成本低 20 元/吨以上。

2.2 区位优势无法复制

公司总部荆门地处我国中心地带，不仅因位于磷矿产区湖北省具有便利获取矿产资源的条件，同时因为周边发达的水路、铁路和公路运力，能够辐射全国各主要种植区，并享受运距近、运价低等利好。**区位优势是公司无法被复制的先天壁垒。**公司以“基础肥料靠近资源地，二次加工肥靠近市场终端”的原则在磷矿产区湖北荆门、宜昌、钟祥和四川雷波建立磷酸一铵生产基地，借助运输优势向全国辐射，在湖北荆门、湖北钟祥、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江、吉林扶余和新疆昌吉（在建）扩张复合肥基地，实现全国性的产能布局。

图 4：公司生产基地布局（红色标签为复合肥基地，蓝色标签为一铵基地）



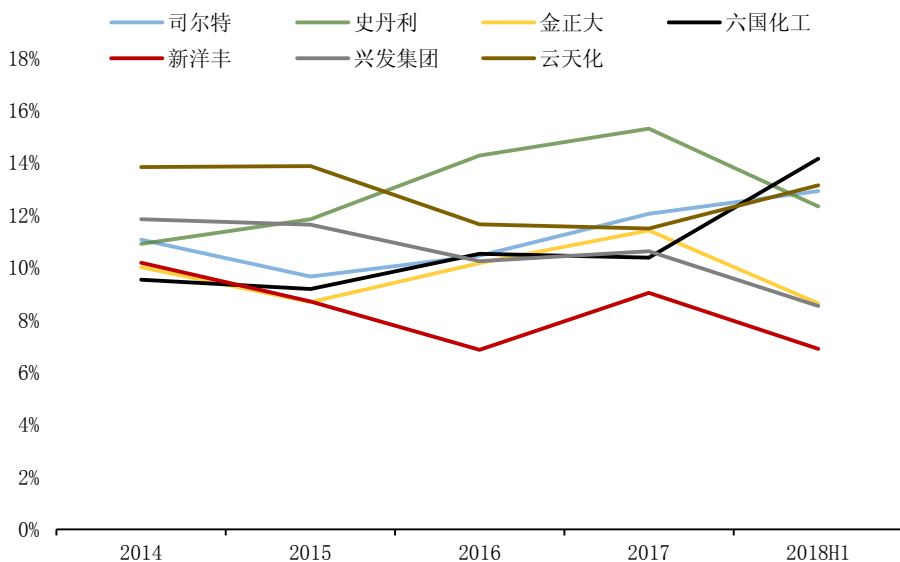
资料来源：公司公告、东方证券研究所

依据复合肥的磷酸一铵单耗测算，通过全国性的终端产品布局，运输磷酸一铵至消费地生产复合肥的运费仅为生产复合肥再向外长距离运输运费的 20% 左右。举例来说，根据 12306 提供的湖北荆门到山东菏泽的复合肥运费，门到门吨运费为 192 元，即运输原材料至消费地生产复合肥的成本比直接运输复合肥降低 150 元/吨左右，复合肥产能全国布局的优势显现。

2.3 期间费用成本极低

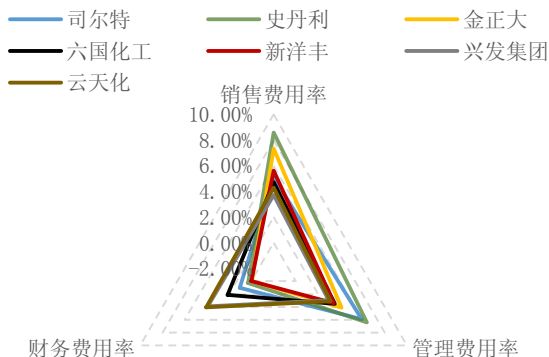
除产业配套带来的生产成本优势及交通运输的便利以外，公司在运营方面也通过远低于同行的期间费用率水平使得产业优势的盈利能力充分释放。17 年公司期间费用率不到 10%，18H1 更是下降至 6.9%。对 17 年各可比公司期间费用率进行拆分可以发现，公司在销售费用、管理费用和财务费用各个方面均处于行业领先地位。尤其是公司资产负债率 17 年仅为 33%，18 年 H1 下降至 24%，极低的资产负债率在重资产生产企业里十分少见。优质的资产质量和稳健的财务管理使得 17 年公司基本没有财务费用，18 年 H1 甚至获得了 1000 万元的利息净收益。在生产侧突出的成本优势及极低期间费用水平双重保障下，公司净利率水平穿越周期并在业内遥遥领先。

图 5：可比公司期间费用率



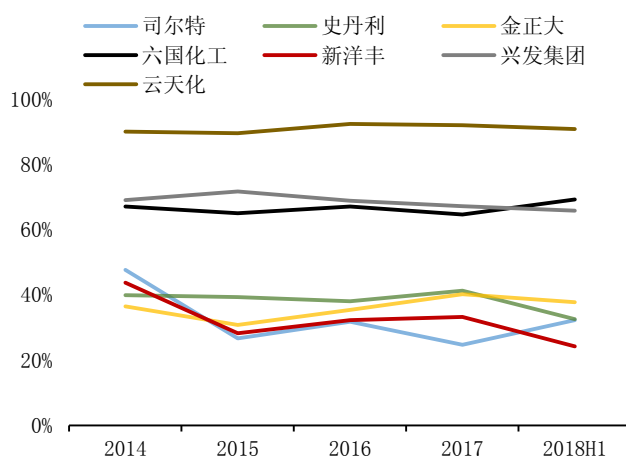
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 6：可比公司三费率（17 年）



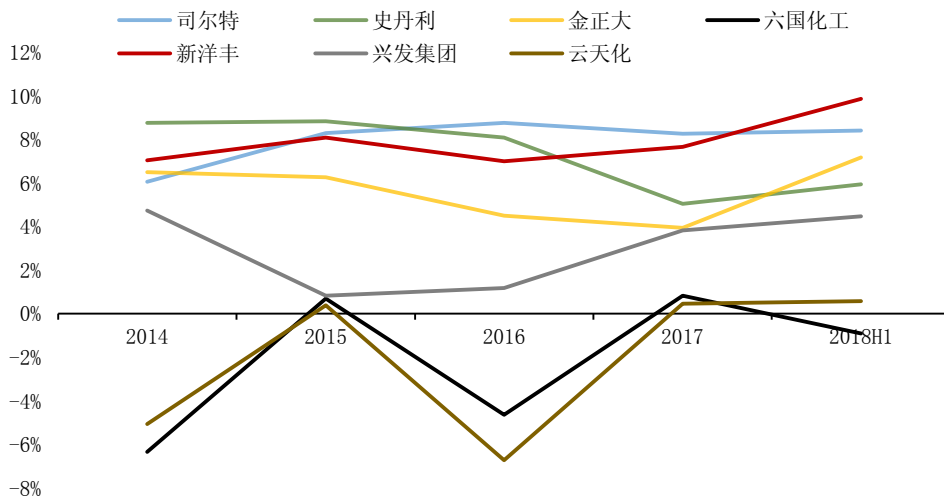
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 7：可比公司资产负债率



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 8：可比公司净利率



资料来源：Wind、东方证券研究所

3 量价齐升释放规模优势

高峰看规模，作为我国磷复肥行业规模上的龙头，公司最为受益复合肥的景气复苏。随着近几年化肥行业政策利空逐渐消化，氮磷钾单质肥行业景气上行等行业大周期的演变，复合肥行业的回暖将受到格局改善及成本支撑的多面支持。在当前上游强势的背景下，复合肥单养分与单质肥单养分价差已长期低于历史水平，从单养分价值回归的角度来看，复合肥景气有望继续上行，公司有望通过规模优势释放更大弹性。

3.1 磷肥供需改善底部复苏

如我们前期报告《磷肥供需改善景气有望大幅上行》所阐述，我国磷肥于 17 年四季度起从底部复苏，一铵、二铵价格均明显提升。18 年起，在磷矿石持续减产和磷石膏减量推行的两头压缩下，我国磷肥减量趋势不可逆。在海外新增产能有限，需求稳健增长背景下，行业格局将明显改善，磷矿-磷肥产业链将整体迎来景气上行。

3.1.1 双头挤压我国磷肥持续减产

我国磷复肥产业链经历多年景气下行，在环保压力助推下，落后小产能不断出清。17 年起磷矿石减产启动，加速下游以资源为核心整合。18 年贵州以渣定产的推行从终端限制磷肥产出。在原料减产和终端倒逼的两头压缩下，预计 18 年我国磷肥将进一步减量 300 万吨以上。同时海外新增产能将以 19 年为节点告一段落，行业供给侧有望迎来重大改观。

上游方面，18 年我国磷矿产量持续下滑，据百川资讯统计，我国 18 年 1-6 月总产量 5177 万吨，去年同期 7456 万吨，同比减产 2278 万吨，下滑 30%。其中四川、湖北下降尤为显著，降幅分别达到 67%及 40%。

表 2：四大主产区 18H1 磷矿石减产政策落实情况

地区	减产幅度	减产实情
四川	-67%	仅马边和雷波地区开采，什邡等地区因大熊猫基地等建设停产
湖北	-40%	宜昌产量由 17 年 1300 减至 1000 万吨，实际上仅开出 900 万吨矿票，100 万吨作为调剂
贵州	-24%	以渣定产实施严控磷石膏产量，同时贵州地区限载影响原矿下山，企业产出下滑
云南	-7%	滇池环保实际影响不大

资料来源：百川资讯、东方证券研究所

终端方面，磷石膏消化问题有望成为未来限制行业供给的重点，将逐步成为促进磷肥行业减量升级的重要推手。堆放是我国磷石膏处置的最通用方式，然而资源化处理才是消化磷石膏增量乃至存量的唯一方式。当前每年新增和存量磷石膏仍然成为生态环境及土地资源的重大威胁。目前贵州和湖北省已出台磷石膏资源化处理的限制性政策目标，要求磷石膏增量减少甚至归零，从终端推进磷肥产能的整合出清。

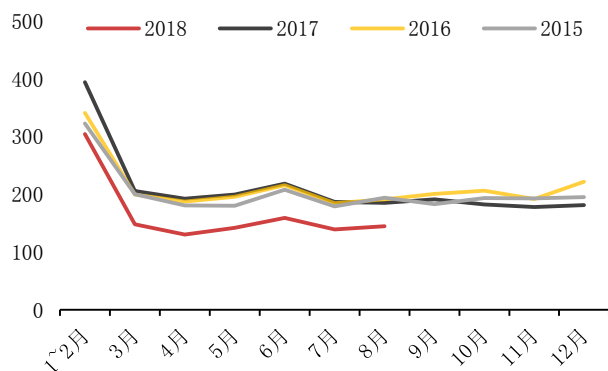
表 3：我国磷石膏地方限制性政策

时间	部门	政策	相关内容
2018.4	贵州省政府	《关于加快磷石膏资源综合利用的意见》	18 年全面实施 “以用定产”，实现产消平衡，争取无增量； 19 年起消大于产，年消纳量不低于 10% 递增，直至全省存量消纳完毕； 20 年综合利用产业链基本形成，综合利用规模水平大幅提升
2018.4	宜昌市政府	《宜昌市磷石膏综合利用三年行动计划(2018~2020 年)》	18 年产量比 17 年下降 5%，综合利用率不低于 40%（约 470 万吨）； 19 年产量比 18 年下降 10%，综合利用率不低于 50%（约 530 万吨）； 20 年产量比 19 年下降 15%，综合利用率不低于 65%（约 590 万吨）
2017.7	德阳市政府	《关于加快推进磷石膏综合利用工作的实施意见》	18 年增量利用率达到 100%，实现 “产消平衡” 并逐步消纳存量

资料来源：地方政府网、东方证券研究所

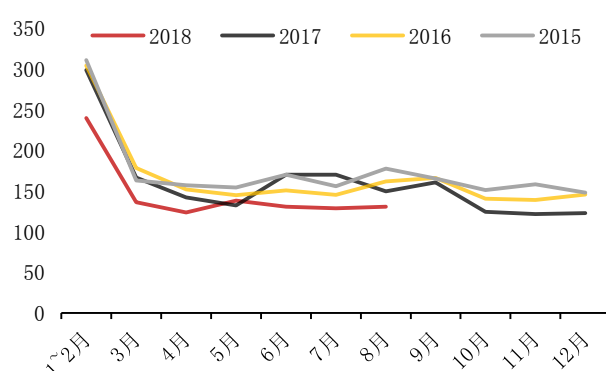
在上游原料减产及终端以渣定产双头挤压下，18 年减产形势尤为严重。并且从百川资讯的统计来看企业开工情况存在分化，大厂开工积极，基本满产满销；而小厂因为装置老化、环保不过关、资金链断的原因处于长期停产状态；磷石膏以渣定产的政策也倒逼企业减少磷肥生产并向磷矿资源高效利用的方向转型，我国磷肥减量的趋势不可逆。

图 9：我国磷酸一铵逐月产量（万吨）



资料来源：百川资讯、东方证券研究所

图 10：我国磷酸二铵逐月产量（万吨）



资料来源：百川资讯、东方证券研究所

3.1.2 海外磷肥新增供给有限

全球层面，海外新增供给所剩无几，且新增产能往往释放供给的进度慢于预期。摩洛哥 OCP 的三期于 17 年二季度投产，比原计划晚了近半年；四期原计划 17 年下半年投产，但实际上 18 年上半年末投产。沙特 Ma'aden 二期于 17 年投产，产能增产 300 万吨，然而 17 年生产约 45 万吨，预

计 18 年达到 150-200 万吨，至 19 年才可实现产能完全释放；三期预计在 2025 年以后才可能释放产能。另一方面美盛去年关停了其 Plantcity 高成本的 150-200 万吨产能（17 年产量约 130 万吨），并且美盛这部分关停的产能将由 Ma'aden 项目 300 万吨中的 25% 权益（75 万吨）和收购 Vale 的 180 万吨来补偿，通过对存量进行整合，我们判断关停的 Plantcity 高成本产能大概率不会在近年重启。整体而言，19 年全球产能新增高峰告一段落。

表 4：海外巨头磷肥装置产能新增情况（万吨）

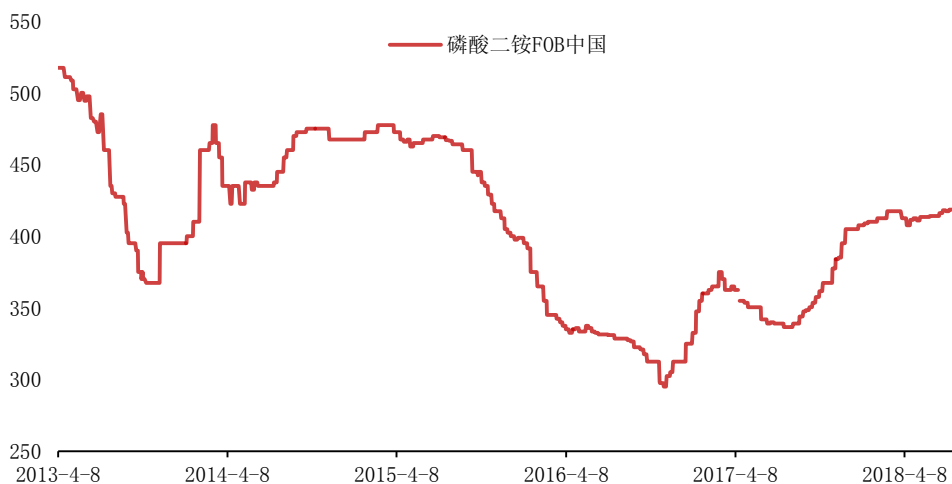
公司	工程	2017	2018	2019	2020
OCP	JFC-3	50	50		
	JFC-4		50	50	
Ma' aden	2 期	45	150	100	
	3 期				
Mosaic	Plant City		-150		
合计		95	100	150	0

资料来源：OCP、Ma'aden、Mosaic、东方证券研究所

3.1.3 磷肥需求有望稳健增长

短期来看，受印巴市场补库存需求的推动，我国 18 上半年磷酸二铵出口量同比显著增长。18 上半年我国磷酸二铵累计出口 249 万吨，同比增长 10%。国际磷肥市场景气上行，我国磷酸二铵出口价格坚挺在 420 美元/吨（实际成交 417 美元/吨左右），国外行情高位对国内价格强烈支撑。

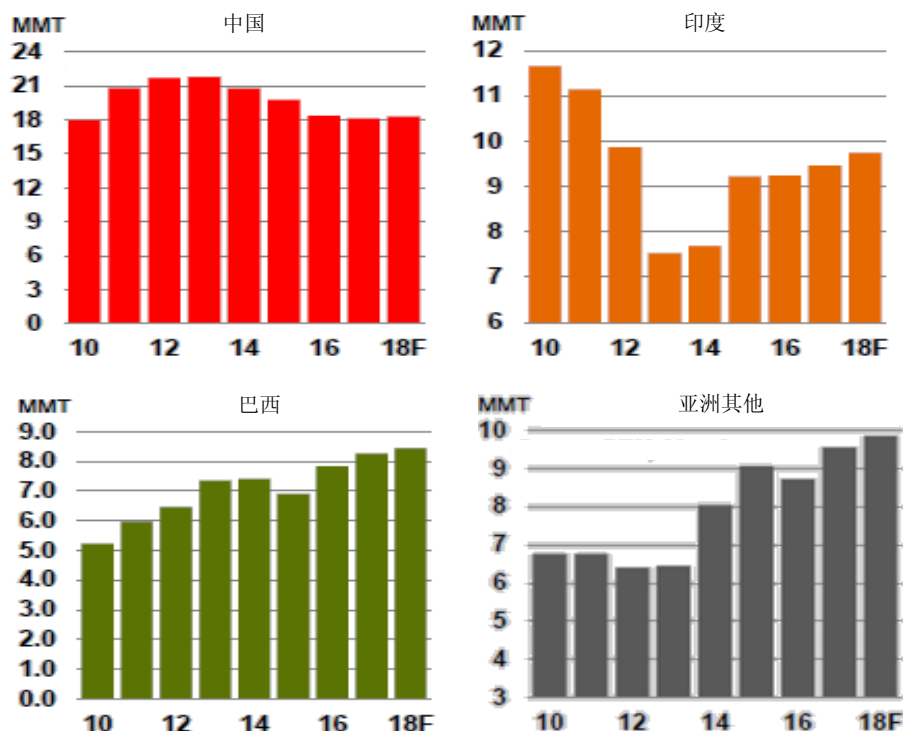
图 11：我国磷酸二铵出口 FOB 价格（美元/吨）



资料来源：Wind、东方证券研究所

中长期来看，随着前几年印度磷肥补贴降低、中国产能扩张库存累积及种植结构调整等利空因素的消化，加上以巴西为代表的新兴国家的需求增长，美盛和 CRU 预计至 2022 年全球磷肥需求增速在 1.7%-2.1% 左右，以当前全球 7000 万吨实物消费量测算，年需求增长量至少 120 万吨，全球磷肥供需关系将进一步收紧。

图 12: 全球磷肥需求及预测 (百万吨, 折 P₂O₅)



资料来源: Mosaic、东方证券研究所

表 5: 全球磷肥供需平衡测算 (万吨)

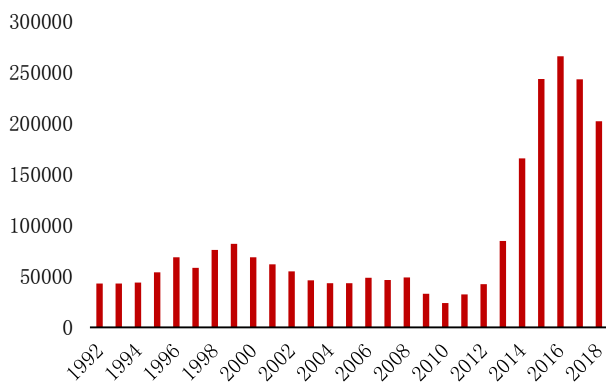
公司	2017	2018	2019	2020
新增需求	120	120	120	120
新增供给	95	100	150	0
供给过剩	-25	-20	30	-120

资料来源: 东方证券研究所

3.2 化肥政策冲击已充分消化

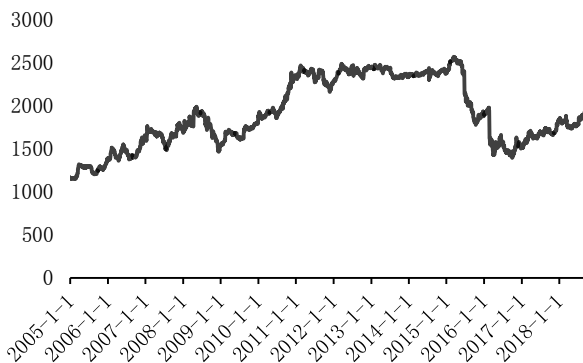
15 年以前国家为稳定玉米市场价格采取临储收购制度, 收购价格偏离市场真实水平并且造成库存快速累积。15 年国家首次下调玉米临储收购价格 10%, 并且 16 年 3 月调整为“市场化收购加补贴”的新机制, 价格跟随市场国家不再补贴。同时, 15 年 11 月出台了《农业部关于“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》, 提出在 20 年以前将镰刀弯地区玉米种植面积减少 5000 万亩左右。新政组合的实施造成玉米价格暴跌, 对玉米种植带来重大冲击, 并降低了化肥需求。近两年政策的效果逐渐显现, 玉米去库存已取得一定进展, 价格也逐渐从底部复苏, 短期对化肥需求的利空冲击也基本消化; 未来随着我国化肥零增长政策的持续推进, 化肥复合化率也将进一步提高, 复合肥需求还将迎来稳健增长。

图 13：我国玉米期末库存（千吨）



资料来源：Wind、东方证券研究所

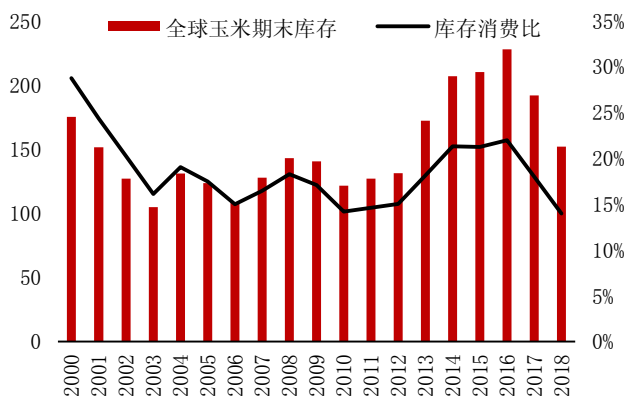
图 14：我国黄玉米期货结算价（元/吨）



资料来源：Wind、东方证券研究所

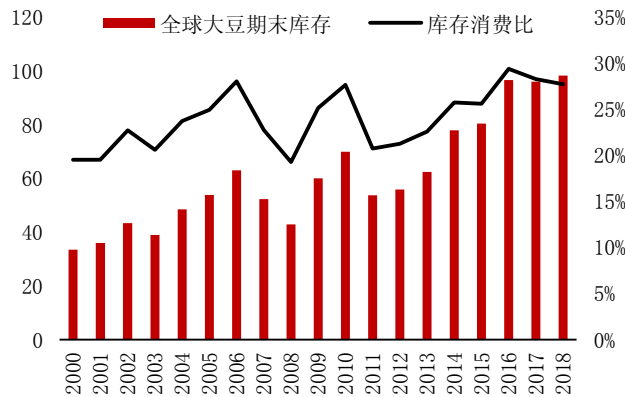
从全球视角看，据 USDA 的统计及预测，由于全球作物产量增速减缓且需求增长较为稳定，全球的玉米及大豆库存增速将放缓甚至将出现下滑。玉米和大豆的库存/消费比也出现下降，全球粮食去库存也将取得进一步进展，对未来作物价格回暖有良好支撑。

图 15：全球玉米期末库存（百万吨）及库存消费比



资料来源：USDA、东方证券研究所

图 16：全球大豆期末库存（百万吨）及库存消费比



资料来源：USDA、东方证券研究所

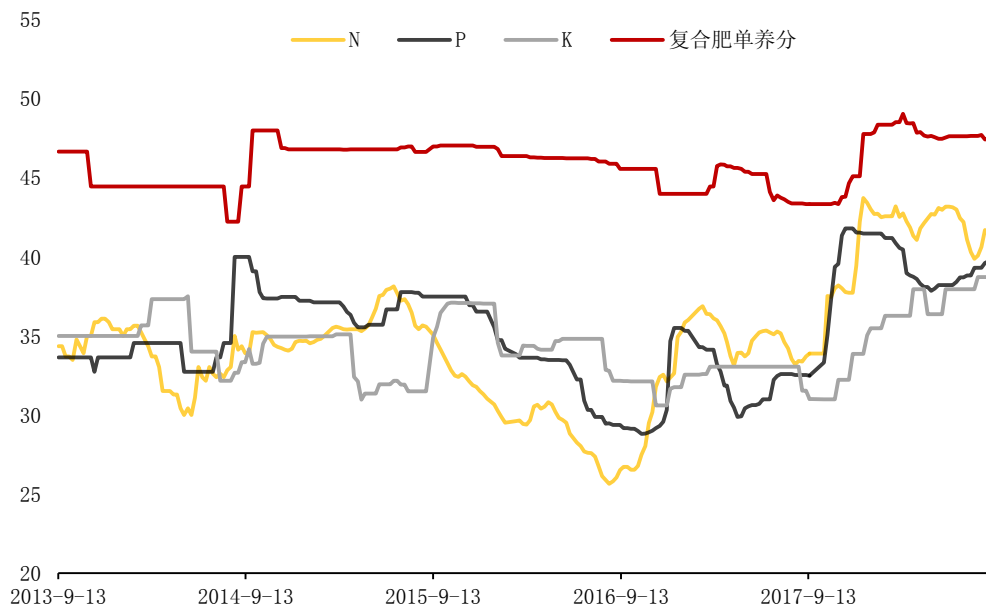
3.3 复合肥单位养分价值有望修复

综上所述，受我国近两年供给侧改革及环保压力的推动，在全球供需格局改善的背景下，氮磷钾单质肥景气均进入上行通道，单质肥的单养分价格平均值较 16 年的低位不到 30 元上升至当前的近 40 元。所谓单养分价格指的是单质肥折算成有效成分后每个百分比养分含量的价格。以尿素为例，其含氮量 46%，则 1900 元/吨的尿素单养分价格为 41 元。复合肥受成本支撑，单位养分价格亦从 17 年底上涨。

从近五年数据看，复合肥单位养分与单质肥单位养分的平均价差在 11 元左右，即相当于下游农户愿意承担复合肥同样养分较单质肥 11 元的溢价。而目前该价差仅为 7 元左右。从农户的角度来看，当前复合肥较以往具有更高的性价比，微观需求方面将获得支撑；而另一方面看，复合肥单位养分

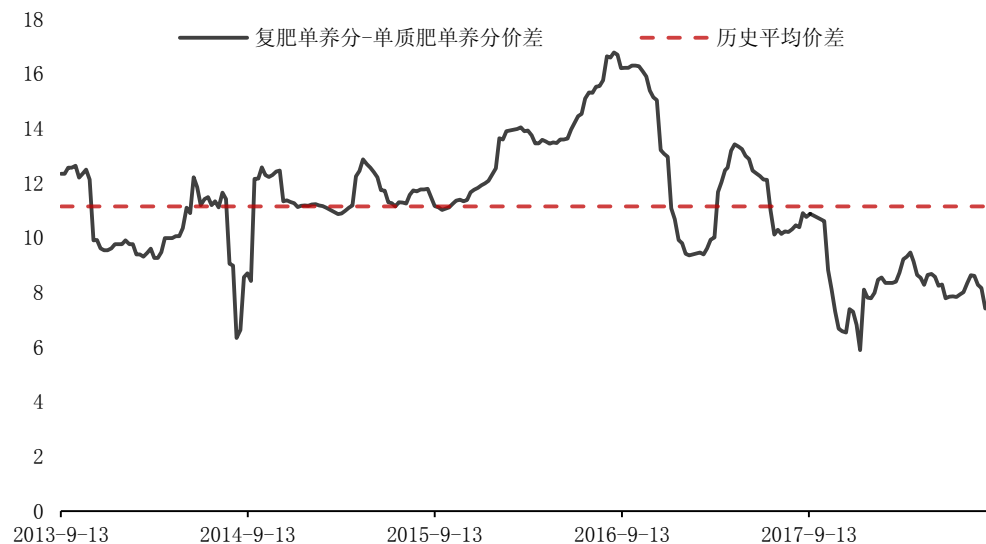
价值也存在回归空间，而这一部分溢价空间的维持及修复则依赖种植需求的持续回暖以及品质、渠道及服务所营造的用户粘性。

图 17：氮磷钾单质肥及复合肥单位养分价格（元）



资料来源：百川资讯、东方证券研究所

图 18：复合肥单位养分与单质肥单位养分价差（元）



资料来源：百川资讯、东方证券研究所

以湖北市场尿素、磷酸一铵及氯化钾的单位养分价值为例进行测算，目前氮磷钾单位基础养分价格为 42 元，加上复合肥单位养分平均 11 元的理论溢价，下游对氯基复合肥的心理承受价格在 2360 元/吨左右，较目前 2162 元/吨的市场价仍有 200 元/吨的提升空间。

表 6：氯基复合肥单位养分价值测算（湖北市场）

产品	实际价格	单质肥养分含量	单养分价格/价差	复合肥养分含量	理论价值
尿素（46%）	2020	46%	44	15%	659
磷酸一铵（55%）	2300	55%	42	15%	627
氯化钾（60%）	2350	60%	39	15%	588
单养分价差			11	15%	495
氯基复合肥（45%）	2162				2368

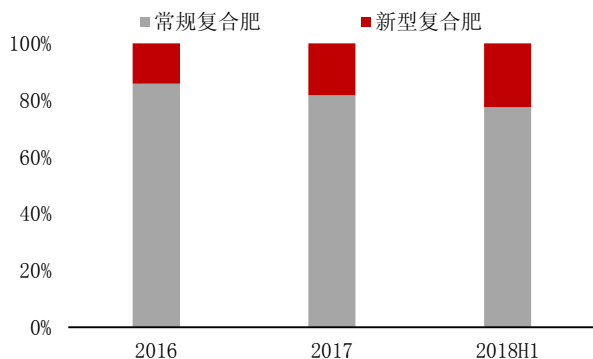
资料来源：百川资讯、东方证券研究所

4 渠道营销扩大溢价空间

与均质化的单质肥不同，复合肥因为配方、功效甚至宣传方式的不同存在差异性，也为营销和渠道带来了施展的空间和舞台。如前文所述，**复合肥利润空间的本质在于下游需求侧对其单位养分溢价的接受程度**。若单养分的溢价空间能够维持甚至提升，则复合肥的利润则不会受到上游涨价的侵蚀，反而会使强势的上游成为自己的成本支撑。公司近几年在渠道和营销建设上，从区位布局、网络搭建、产品优化、农服推广等方面多点发力，与自身成本优势相辅相成，锁定利润空间，通过渠道和营销优势使得复合肥养分的价值回归。

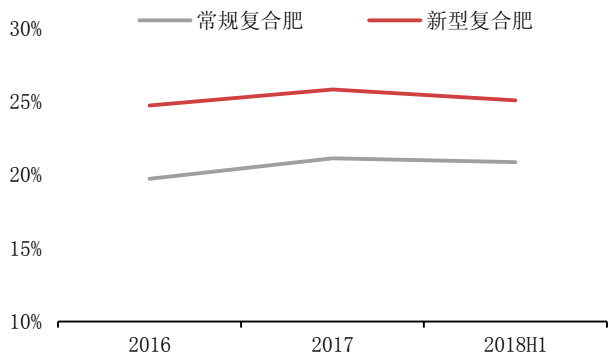
1. 空间布局上，公司在产九大生产基地中的七大复合肥基地靠近市场终端，在节约运输成本基础上能够增强对终端市场的反应敏感性，有助于公司发挥规模效应，提升公司整体竞争优势和持续盈利能力。
2. 网络搭建上，公司现有营销人员 1000 余名，一级代理商 4500 多家，终端零售商 60000 多家，一级经销商合作 10 年以上的占比 50% 以上；公司营销网络效率高、粘性强，这也体现在复合肥前三甲中公司销售费用率最低，18H1 仅为 4.34%，显著领先于以渠道为核心竞争力的其他两家企业。
3. 产品优化上，公司在科学研究市场差异化需求与现有产品结构的基础上，提升产品品质与功效，并大力加强高毛利率的新型复合肥推广；新型复合肥包括专用配方肥、硝硫基复合肥、生物有机肥等产品，平均毛利率较常规复合肥高近 5 个百分点；近两年新型复合肥的营收占比稳步提升，逐渐优化公司产品结构。
4. 最后，公司通过农服推广，将测土配方、实验示范等农化服务与产品营销进行紧密结合；此外，公司通过果业的尝试拓展探索特色农产品的种植与流通，满足更为丰富的消费侧差异化需求，全方位增强用户粘性，为产品的溢价空间服务。

图 19：公司复合肥产品营收结构



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 20：公司复合肥毛利率



资料来源：Wind、东方证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

1. 公司磷酸一铵、常规复合肥和新型复合肥价格逐步上升。保守估计公司 18-20 年磷酸一铵价格分别为 2250 元/吨、2350 元/吨、2400 元/吨；常规复合肥为 2250 元/吨、2350 元/吨、2400 元/吨；新型复合肥随着新产品迭代均价提升，分别为 2500 元/吨、2600 元/吨、2750 元/吨。
2. 新型复合肥比重扩大，假设 18-20 年销量占比为 20%、25%、35%；公司毛利率逐渐提升。公司 18-20 年毛利率分别为 19.6%，20.9%和 22.4%。
3. 公司 18-20 年销售费用率为 5.60%，5.55%和 5.55%，管理费用率为 3.30%。公司 18-20 年的所得税率估计在 20%左右。

收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
复合肥					
销售收入（百万元）	5,058.8	5,757.0	7,108.6	8,299.5	9,262.8
增长率	-11.0%	13.8%	23.5%	16.8%	11.6%
毛利率	20.4%	22.0%	23.0%	24.3%	26.2%
磷酸一铵					
销售收入（百万元）	1,564.9	2,115.5	2,381.3	2,249.9	2,186.3
增长率	-32.5%	35.2%	12.6%	-5.5%	-2.8%
毛利率	16.4%	16.5%	16.9%	17.0%	16.4%
其他业务					
销售收入（百万元）	1,652.6	1,159.9	1,183.1	1,206.7	1,230.9
增长率	2.2%	-29.8%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	2.8%	7.0%	4.5%	5.0%	5.0%
合计	8,276.3	9,032.4	10,672.9	11,756.2	12,679.9

增长率	-14.0%	9.1%	18.2%	10.1%	7.9%
综合毛利率	16.1%	18.8%	19.6%	20.9%	22.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

可比公司方面，我们选取典型的磷复肥及三元复合肥企业。金正大、云天化、司尔特是我国复合肥龙头企业，其中司尔特具备磷矿石部分自给及硫铁矿制酸自给能力。兴发集团是我国磷化工龙头，具有“矿-电-化”一体化优势。综上我们预测公司 18-20 年每股盈利 EPS 分别为 0.68、0.84、1.03 元，按照可比公司 18 年 17 倍市盈率，给予目标价为 11.56 元和买入评级。

表 7：可比公司简介

可比公司	主营业务	市值（亿元）	17 总营收（亿元）
金正大	复合（混）肥	204.31	198.34
云天化	氮肥、复合（混）肥、高分子聚合物等	67.92	559.71
司尔特	国内贸易、磷肥	34.18	26.03
兴发集团	磷矿石、磷肥、草甘膦有机硅等	82.54	157.58

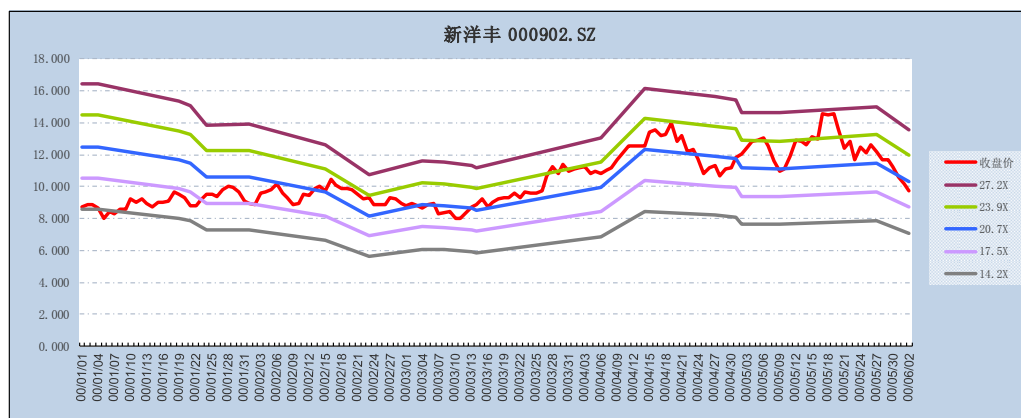
资料来源：Wind，东方证券研究所

表 8：可比公司估值（截至 2018/9/20）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
金正大	0.23	0.34	0.44	0.58	27.98	18.68	14.36	10.96
云天化	0.15	0.15	0.22	0.30	33.57	35.38	23.32	17.10
司尔特	0.30	0.37	0.46	0.53	16.05	13.04	10.46	8.98
兴发集团	0.44	0.77	0.98	1.20	25.71	14.65	11.58	9.44
调整后平均					26.85	16.66	12.97	10.20

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 21：公司 PE-band



资料来源：Wind，东方证券研究所

6 风险提示

1. 磷复肥行业供需修复不及预期：若磷复肥行业整合过程中减量不及预期，落后小产能在环保力度减弱后复产，则行业供给过剩改善将不及预期。若受制于粮食高库存，粮食价格回暖不及预期，将使得需求增长不及预期。
2. 新产品推广不达预期：若公司新型复合肥推广进度不达预期，将影响公司产品毛利率的提升。
3. 磷石膏消化风险：公司十年以来累计投入 3 个亿建设磷石膏渣场，目前共有 4 个渣场且环保配套领先。但据公开信息，公司还未系统性建成磷石膏资源化产线，若磷石膏“以渣定产”政策趋严，将可能对公司生产带来一定压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	537	1,278	1,956	2,865	3,988	营业收入	8,276	9,032	10,673	11,756	12,680
应收账款	56	95	93	113	116	营业成本	6,941	7,336	8,581	9,300	9,834
预付账款	380	559	575	680	709	营业税金及附加	56	35	45	58	55
存货	1,779	2,061	2,305	2,556	2,672	营业费用	333	508	598	652	704
其他	1,285	1,220	1,401	1,468	1,547	管理费用	244	308	352	388	418
流动资产合计	4,037	5,213	6,330	7,683	9,032	财务费用	(10)	0	(16)	(23)	(34)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	10	(0)	4	1
固定资产	2,567	2,717	2,642	2,467	2,254	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	263	112	32	10	6	投资净收益	10	17	14	15	14
无形资产	484	514	501	488	475	其他	0	14	14	14	14
其他	539	188	202	147	170	营业利润	722	865	1,140	1,405	1,729
非流动资产合计	3,852	3,532	3,378	3,112	2,904	营业外收入	17	2	2	2	2
资产总计	7,889	8,745	9,708	10,795	11,937	营业外支出	6	7	7	7	7
短期借款	10	10	10	10	10	利润总额	732	860	1,135	1,401	1,724
应付账款	927	950	1,129	1,214	1,289	所得税	153	168	229	279	346
其他	1,517	1,831	1,977	2,196	2,308	净利润	579	692	906	1,122	1,379
流动负债合计	2,453	2,791	3,115	3,420	3,607	少数股东损益	16	12	20	22	29
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	563	680	885	1,100	1,350
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.43	0.52	0.68	0.84	1.03
其他	97	117	118	118	118	主要财务比率					
非流动负债合计	97	117	118	118	118		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2,550	2,909	3,233	3,538	3,724	成长能力					
少数股东权益	154	154	174	196	225	营业收入	-14.0%	9.1%	18.2%	10.1%	7.9%
股本	1,343	1,333	1,333	1,333	1,333	营业利润	-24.4%	19.9%	31.7%	23.3%	23.0%
资本公积	579	600	600	600	600	归属于母公司净利润	-24.7%	20.8%	30.2%	24.2%	22.7%
留存收益	3,207	3,692	4,310	5,070	5,996	获利能力					
其他	56	58	58	58	58	毛利率	16.1%	18.8%	19.6%	20.9%	22.4%
股东权益合计	5,339	5,837	6,476	7,257	8,213	净利率	6.8%	7.5%	8.3%	9.4%	10.6%
负债和股东权益	7,889	8,745	9,708	10,795	11,937	ROE	11.4%	12.5%	14.8%	16.5%	17.9%
现金流量表						ROIC	10.9%	12.4%	14.5%	16.1%	17.5%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
净利润	579	692	906	1,122	1,379	资产负债率	32.3%	33.3%	33.3%	32.8%	31.2%
折旧摊销	256	244	374	405	431	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(10)	0	(16)	(23)	(34)	流动比率	1.65	1.87	2.03	2.25	2.50
投资损失	(10)	(17)	(14)	(15)	(14)	速动比率	0.92	1.13	1.29	1.50	1.76
营运资金变动	(192)	(119)	(109)	(146)	(39)	营运能力					
其它	127	115	88	4	1	应收账款周转率	148.5	112.8	107.5	108.2	104.8
经营活动现金流	750	915	1,229	1,346	1,722	存货周转率	4.2	3.8	3.9	3.8	3.8
资本支出	(929)	(257)	(203)	(191)	(197)	总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
长期投资	(271)	210	(105)	52	(26)	每股指标（元）					
其他	(155)	166	14	15	14	每股收益	0.43	0.52	0.68	0.84	1.03
投资活动现金流	(1,355)	118	(294)	(123)	(209)	每股经营现金流	0.58	0.70	0.94	1.03	1.32
债权融资	4	11	(6)	3	(1)	每股净资产	3.98	4.36	4.83	5.41	6.13
股权融资	57	(63)	0	0	0	估值比率					
其他	(197)	(221)	(251)	(317)	(389)	市盈率	20.8	17.3	13.3	10.7	8.7
筹资活动现金流	(137)	(272)	(257)	(314)	(391)	市净率	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
汇率变动影响	5	8	0	0	0	EV/EBITDA	10.8	9.4	6.9	5.8	4.9
现金净增加额	(737)	769	678	909	1,123	EV/EBIT	14.6	12.0	9.3	7.5	6.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

