

## 云图控股(002539)/化工

## 三季度超预期, 复合肥景气持续上行

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 7.14

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xianan@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)	1,010.10
流通股本(百万股)	656.45
市价(元)	7.14
市值(亿元)	72.12
流通市值(亿元)	38.90

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 云图控股深度报告: 产业链布局完备, 乘复合肥景气之风上行

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,868	8,626	9,012	9,411	9,859
增长率 yoy%	1.64%	9.64%	4.47%	4.43%	4.76%
净利润	176	213	499	655	722
增长率 yoy%	68.33%	21.35%	133.91%	31.29%	10.18%
每股收益(元)	0.17	0.21	0.49	0.65	0.71
每股现金流量	0.49	0.93	1.57	0.75	2.00
净资产收益率	5.66%	6.63%	15.19%	19.32%	20.47%
P/E	41.04	33.82	14.46	11.01	10.00
P/B	2.32	2.24	2.20	2.13	2.05

备注: 股价取自 2020 年 10 月 28 日

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2020 年三季度报, 前三季度实现营收 68.03 亿元, 同比增加 1.57%, 归母净利润 3.71 亿元, 同比增长 102.28%。第三季度实现营收 23.35 亿元, 同比减少 2.25%, 单季度归母净利润 1.79 亿元, 同比增加 194.75%。
- **点评:**
- **复合肥毛利扩大持续增厚业绩, 公司单季度毛利率大幅增加。** 伴随复合肥价差持续扩大, 公司单季度归母净利润达 1.79 亿元, 环比增长 34%, 同比大增 194.75%。复合肥行业自 2019 年末开始, 原料价格持续回落, 成本压力缓解, 行业开启新一轮景气周期。2020 年第三季度, 氯基复合肥和硫基复合肥均价分别较去年同期下滑 10.1%和 9.1%, 而单质肥中氯化钾、硫酸钾、尿素、磷酸一铵 Q3 均价分别同比下滑 20.0%、11.6%、9.9%、7.2%。由于单质肥价格下滑幅度更大, 公司 20Q3 单季度毛利率达 21.07%, 较去年同期提升 6.17pct。前三季度公司毛利率为 17.77%, 已超过 2014-2015 年上一轮景气周期时的水平。此外, 磷化工产品价格上涨也有望对下半年业绩产生正向贡献。公司磷化工板块拥有黄磷产能 6 万吨、磷酸 5 万吨、磷酸二氢钾 1.5 万吨及三聚磷酸钠 3.5 万吨。下半年以来黄磷价格上涨 12.6%至 16100 元/吨, 磷酸价格上涨 10.2%至 5400 元/吨, 三聚磷酸钠价格上涨 9.3%至 5900 元/吨, 而原料磷矿价格持平。磷化工产品价格上涨有望持续推动业绩上行。
- **三项费用降低, 持续加大研发投入。** 2020 年前三季度公司销售费用率为 2.33%, 管理费用率为 5.12%, 财务费用率为 1.58%, 分别较 2019 年全年降低 0.91pct、0.43pct、0.35pct。研发费用持续增长, 前三季度研发费用达 1.38 亿元, 已超过 2019 年全年 1.14 亿元的水平。公司近年来重点拓展水溶肥产品线, 并致力于新型肥料的研究和推广, 2019 年推出“施朴乐”, 2020 年 9 月推出“裸诺”, 正式进军特肥市场, 在新型肥蓝海中开辟成长空间。
- **产业链优势显著, 销售端发力助力公司成长。** 公司是具备矿业、化工、化肥上下游完整产业链的复合肥龙头。近几年公司在行业低谷期坚持渠道开拓, 2019 年新增一级经销商 1200 余家。现已拥有一级经销商 4,000 余家、镇村级零售终端网点 10 万余家、客户群体触及到的农业耕地面积达 5 亿亩, 打造云图农服, 开拓农化服务新赛道。在成本端与销售端合力下, 公司迎来快速发展期。
- **风险提示:** 单质肥及复合肥价格大幅变动, 粮食价格大幅波动, 宏观经济下行。
- **盈利预测:** 考虑到复合肥景气上行, 我们调整盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.99 亿元、6.55 亿元、7.22 亿元(调整前预测值分别为 3.97 亿元、5.53 亿元、6.65 亿元), PE 分别为 14/11/10 倍, 维持买入评级。

图表 1: 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>7,868</b>	<b>8,626</b>	<b>9,012</b>	<b>9,411</b>	<b>9,859</b>	货币资金	1,592	1,663	1,737	1,820
增长率	1.6%	9.6%	4.5%	4.4%	4.8%	应收款项	462	495	504	542
营业成本	-6,727	-7,275	-7,333	-7,667	-7,986	存货	1,618	1,365	1,831	1,457
%销售收入	85.5%	84.3%	81.4%	81.5%	81.0%	其他流动资产	449	698	476	724
毛利	1,142	1,351	1,679	1,744	1,873	流动资产	4,121	4,221	4,549	4,543
%销售收入	14.5%	15.7%	18.6%	18.5%	19.0%	%总资产	42.4%	45.9%	51.0%	54.8%
营业税金及附加	-60	-58	-65	-67	-71	长期投资	2	2	2	2
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	3,837	3,278	2,717	2,153
营业费用	-265	-279	-298	-311	-326	%总资产	39.5%	35.6%	30.5%	26.0%
%销售收入	3.4%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	无形资产	785	764	743	723
管理费用	-409	-478	-484	-506	-530	非流动资产	5,597	4,983	4,367	3,749
%销售收入	5.2%	5.5%	5.4%	5.4%	5.4%	%总资产	57.6%	54.1%	49.0%	45.2%
息税前利润 (EBIT)	408	536	833	860	948	<b>资产总计</b>	<b>9,718</b>	<b>9,204</b>	<b>8,916</b>	<b>8,292</b>
%销售收入	5.2%	6.2%	9.2%	9.1%	9.6%	短期借款	2,931	2,326	2,220	900
财务费用	-253	-167	0	0	0	应付款项	2,092	2,547	2,244	2,786
%销售收入	3.2%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	455	455	455	455
资产减值损失	44	-16	0	0	0	流动负债	5,478	5,328	4,918	4,140
公允价值变动收益	0	3	0	0	0	长期借款	445	0	0	0
投资收益	63	0	0	0	0	其他长期负债	496	496	496	496
%税前利润	26.5%	—	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>6,419</b>	<b>5,824</b>	<b>5,415</b>	<b>4,636</b>
营业利润	262	356	833	860	948	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,216</b>	<b>3,284</b>	<b>3,389</b>	<b>3,525</b>
营业利润率	3.3%	4.1%	9.2%	9.1%	9.6%	少数股东权益	83	96	112	131
营业外收支	-24	-10	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,718</b>	<b>9,204</b>	<b>8,916</b>	<b>8,292</b>
税前利润	<b>239</b>	<b>346</b>	<b>833</b>	<b>860</b>	<b>948</b>	<b>比率分析</b>				
利润率	3.0%	4.0%	9.2%	9.1%	9.6%		2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-40	-71	-143	-188	-208	<b>每股指标</b>				
所得税率	16.9%	20.5%	17.2%	21.9%	21.9%	每股收益(元)	0.21	0.49	0.65	0.71
净利润	168	219	512	672	740	每股净资产(元)	3.18	3.25	3.36	3.49
少数股东损益	-8	5	13	17	18	每股经营现金净流(元)	0.93	1.57	0.75	2.00
归属于母公司的净利润	<b>176</b>	<b>213</b>	<b>499</b>	<b>655</b>	<b>722</b>	每股股利(元)	0.16	0.41	0.54	0.58
净利率	2.2%	2.5%	5.5%	7.0%	7.3%	<b>回报率</b>				
						净资产收益率	6.63%	15.19%	19.32%	20.47%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						总资产收益率	2.25%	5.56%	7.53%	8.92%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	投入资本收益率	7.25%	10.33%	17.02%	18.87%
净利润	168	219	512	672	740	<b>增长率</b>				
加: 折旧和摊销	602	646	610	612	614	营业总收入增长率	9.64%	4.47%	4.43%	4.76%
资产减值准备	44	30	0	0	0	EBIT增长率	29.85%	50.26%	3.23%	10.18%
公允价值变动损失	0	-3	0	0	0	净利润增长率	21.35%	133.91%	31.29%	10.18%
财务费用	275	192	0	0	0	总资产增长率	-6.31%	-5.29%	-3.12%	-7.00%
投资收益	-63	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>				
少数股东损益	-8	5	13	17	18	应收账款周转天数	18.3	18.3	18.3	18.3
营运资金的变动	-529	-543	460	-524	664	存货周转天数	64.8	59.6	61.1	60.0
<b>经营活动现金净流</b>	<b>493</b>	<b>939</b>	<b>1,581</b>	<b>759</b>	<b>2,019</b>	应付账款周转天数	38.0	38.1	38.0	38.1
固定资本投资	-266	96	-30	-30	-30	固定资产周转天数	159.6	142.1	114.7	88.9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-482</b>	<b>-265</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>偿债能力</b>				
股利分配	-162	-162	-418	-549	-586	净负债/股东权益	62.67%	27.92%	21.55%	-16.93%
其他	69	-519	-1,062	-107	-1,320	EBIT利息保障倍数	3.3			
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-93</b>	<b>-681</b>	<b>-1,480</b>	<b>-656</b>	<b>-1,906</b>	资产负债率	66.06%	63.28%	60.73%	55.91%
<b>现金净流量</b>	<b>-82</b>	<b>-7</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>83</b>					

资料来源: wind、中泰证券研究所

**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。