

证券研究报告—动态报告

基础化工

农用化工

云图控股(002539)

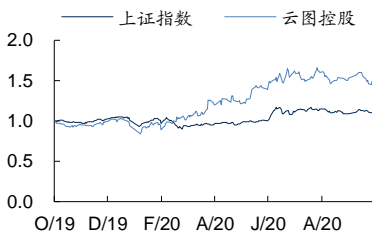
买入

2020 三季度业绩点评

(维持评级)

2020 年 10 月 30 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)	1,010/656
总市值/流通(百万元)	7,253/4,713
上证综指/深圳成指	3,273/13,520
12 个月最高/最低(元)	8.28/3.83

相关研究报告:

《国信证券-云图控股-002539-2020 半年报业绩点评: 降本增效强化营销, 业绩超预期》——2020-08-25
 《云图控股-002539-2019 年年报和 2020 年一季报点评: 厚积薄发一体化优势持续强化》——2020-05-06
 《云图控股-002539-2019 年三季报点评: 业绩持续增长, 磷肥有望回暖》——2019-11-05

证券分析师: 商艾华

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

一体化优势显现, 高盈利超预期

● 复合肥磷化工量价齐升, 三季度业绩大幅超预期

公司 2020 前三季度营收 68.04 亿元 (+1.57%), 归母净利润 3.71 亿元 (+102%), 毛利率同比大增 2.58pct 至 17.77%, 净利率大增 3.66pct 至 5.47%。公司复合肥和磷化工板块量价齐升, 复合肥依托渠道营销逆势大增, 磷化工产品受益于价格上涨。Q3 净利润 1.79 亿元 (+195%), 同比环比大幅上涨, 财务上一方面是去年盈利基数低, 另一方面是今年磷化工涨价和税率较低所致。前三季度公司自有上游资源保障了稳定生产, 线上直播等保障了销量, 物流方面在保春耕政策下物流顺畅。

● 多渠道营销助力复合肥逆势增长, 黄磷涨价毛利率大增

公司以复合肥业务为核心, 逐渐打造“盐-碱-肥”全产业链。目前公司拥有复合肥年产能 510 万吨, 其中新型复合肥达到 440 万吨。复合肥上游拥有 2.5 亿吨盐矿, 1.81 亿吨磷矿, 基本实现产业链一体化和全国布局, 成本优势显著。公司复合肥板块量价齐升, “资源+营销+科技+服务”四轮驱动营销模式, 打造了全产业链优势; 磷化工业务主要受益于黄磷涨价毛利率大增; 联碱下半年需求回暖纯碱涨价预期强烈; 磷酸一铵营收大增, 品种盐毛利率大增。

● 成立云图农服打造区块链农服平台, 降本增效再上新台阶

2020 年 7 月 10 日, 公司拟成立云图农服, 依托于公司的客户、经销商渠道资源, 构建一个基于区块链技术应用的农业服务平台, 即“云图农服区块链农业服务平台”, 增强公司品牌影响力。依托盐碱肥全产业链优势, 公司复合肥成本低于行业平均。公司利用雷波产地石灰石和黄磷副产尾气生产石灰, 新建 30 万吨石灰项目今年 7 月已试生产, 拓展了盈利业务, 上游磷矿石也正办理“探转采”手续。

● 投资建议: 维持“买入”评级

基于前三季度超预期表现, 我们上调了盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润 4.90/5.60/6.93 亿元, 同比增速 130/14/22%, EPS 分别为 0.49/0.55/0.69, 对应 PE 为 15/13/10 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 磷化工产品价格大幅波动; 复合肥需求回暖不达预期。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,868	8,626	9,406	10,321	11,391
(+/-%)	1.64%	9.64%	9.04%	9.72%	10.37%
净利润(百万元)	176	213	490	560	693
(+/-%)	68.33%	21.35%	129.90%	14.15%	23.92%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.21	0.49	0.55	0.69
EBIT Margin	5.18%	6.21%	7.95%	8.14%	8.81%
净资产收益率(ROE)	5.66%	6.63%	16.50%	20.80%	29.59%
市盈率(PE)	41.27	34.01	14.79	12.96	10.46
EV/EBITDA	14.80	11.91	11.76	11.53	11.10
市净率(PB)	2.34	2.26	2.44	2.70	3.09

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

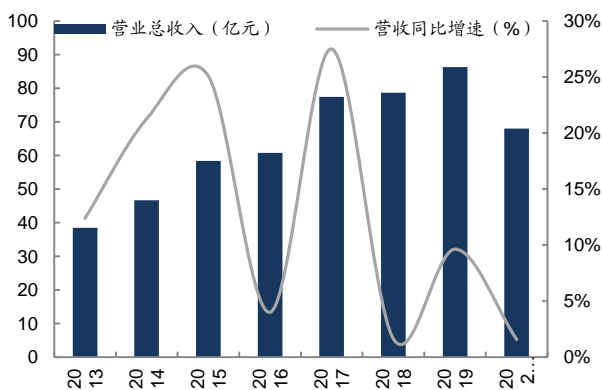
复合肥磷化工量价齐升，三季度业绩大幅超预期

公司 2020 前三季度实现营收 68.04 亿元，同比增长 1.57%，归母净利润为 3.71 亿元，同比增长 102%，毛利率同比增长 2.58pct 至 17.77%，净利率同比大增 3.66pct 至 5.47%。公司业绩增长主要贡献是复合肥和磷化工板块，复合肥板块落实“四个高效”综合服务，复合肥销量逆势增长，磷化工产品受益于价格上涨。

2020 年 Q1 公司归母净利润 0.58 亿元(+47.03%)，Q2 为 1.34 亿元(+60.96%)，Q3 净利润达到 1.79 亿元(+194.75%)，同比环比大幅上涨，财务上一方面是去年 Q3 磷化工降价，基数低，另一方面是今年磷化工涨价和税率较低导致。公司生产方面公司自有上游资源，主要生产基地稳定生产，销售上采取线上直播和线上会议形式，物流方面在国家保春耕政策下物流顺畅。

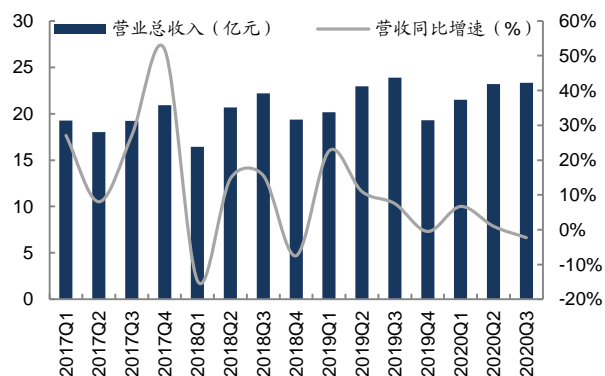
公司成本控制显著，三费占比整体延续下降趋势。2020 前三季度公司研发费用 1.38 亿元，主要是复合肥水溶肥系列新产品和节能减排技术研发。扣除研发费用后，管理、销售和财务费率分别为 5.12%/2.33%/1.58%，呈现持续下降趋势。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



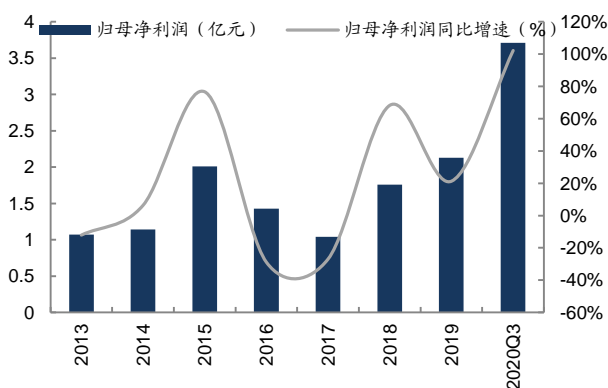
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



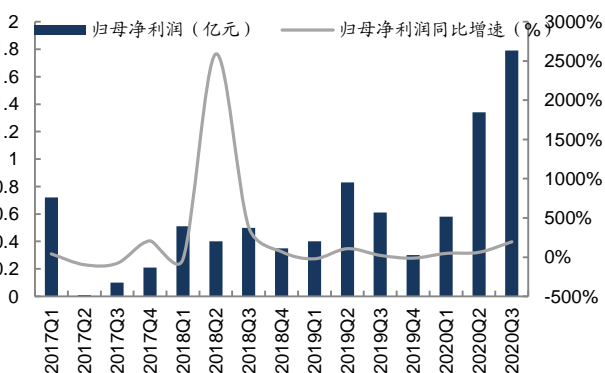
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



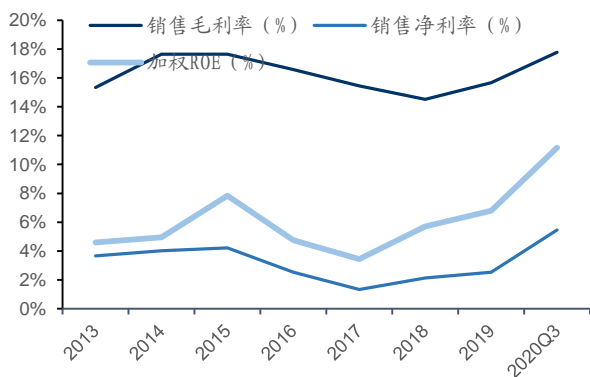
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



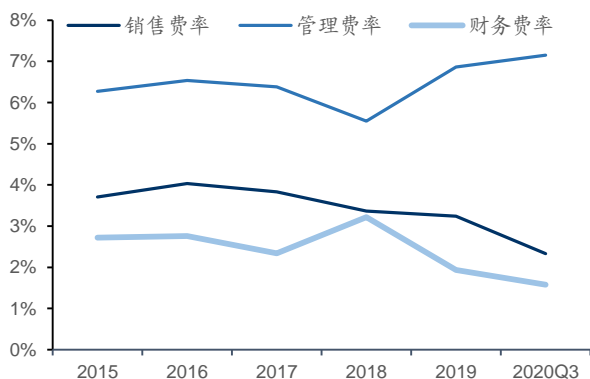
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变动（单位：%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率变动情况（单位：%）

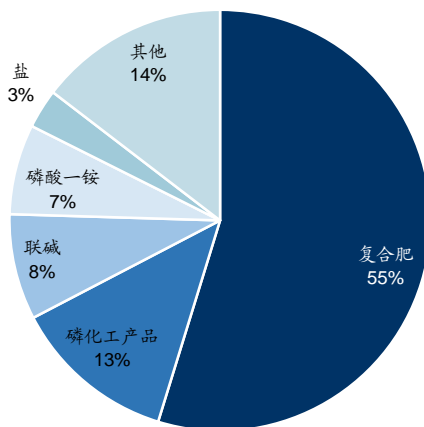


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

多渠道营销助力复合肥逆势增长，黄磷涨价毛利率大增

公司以复合肥业务为核心，逐渐打造“盐-碱-肥”全产业链。目前公司拥有复合肥年产能 510 万吨，其中新型复合肥达到 440 万吨，纯碱、氯化铵 60 万吨，品种盐 80 万吨、硝酸钠 10 万吨、黄磷 6 万吨、磷酸 5 万吨等。复合肥上游公司拥有 2.5 亿吨盐矿，1.81 亿吨磷矿，同时全面掌握、硫酸、纯碱、合成氨等的主要原材料，基本实现产业链一体化和全国布局，成本优势显著，可以有效抵御原材料波动风险。

图 7：2020H1 公司各产品营收占比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

复合肥业务：销量和毛利率同增。（1）公司湖北省基地全封闭管理，疫情期间不停产，并尝试“网络直播+线上会议”销售模式；（2）公司聚焦“品质农业”打造领导品牌，报告期间增加 300 多家合作伙伴；（3）公司着力搭建云图农服区块链农业服务平台，利用区块链技术打通农业全产业链，开拓了“农业种植管理”和“农产品进城”两大业务。

磷化工业务：主要是黄磷销售，毛利率大增 6 个百分点以上。一方面是三磷整治，黄磷价格持续上行，另一方面，公司黄磷项目向下以尾气为燃料建成年产 30 万吨石灰石项目，2020 年 7 月开始试生产，向上磷矿探矿权正在转产中，未来

取得探矿权后，产业链一体化优势将更加显著。

联碱业务：2020年纯碱行业持续低迷，上半年公司联碱营收和毛利率同步下降。2020年下半年以来，房地产和汽车等需求回暖，玻璃需求上涨带动纯碱价格上涨，近一个月纯碱行业库存已经减半，下半年纯碱价格会有显著上涨，公司联碱业务也会迎来环比上行。

其他业务：公司上半年磷酸一铵营收大增（H1增速达到45%），品种盐H1营收1.23亿元，毛利率为22.40%（+9.71pct），其他产品营收5.16亿元（+39.29%）。

成立云图农服打造区块链农服平台，降本增效再上新台阶

2020年7月10日，公司通过决议拟以自有资金5000万成立云图农服，公司深耕农村20多年，积累了庞大的客户资源，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，并拥有覆盖全国1,400余个农业县市的1,000余名营销地推人员和在化肥领域累积了20余年的交易数据。云图农服将依托于上述资源，通过区块链技术，构建一个基于区块链技术应用的农业服务平台，即“云图农服区块链农业服务平台”，让区块链技术找到在农业方面的应用场景。

公司产业链一体化优势显著，复合肥成本在同行中处于较低水平。2019年公司复合肥单吨平均成本为1669元，不仅显著低于史丹利的2077元/吨，更是低于同样具有磷矿石资源的新洋丰1753元/吨的平均成本。一方面因为公司上游的磷矿和盐矿资源满足了大部分复合肥氮和磷的原料需求，另一方面公司建设了业内最长、协同效率最高的氯基复合肥、硫基复合肥、硝基复合肥和盐四条产业链，极大地提高生产环节的效率 and 效益。

2020年新建环保节能项目，帮助公司在降本提效方面更上一层楼。公司2020年将在雷波磷化工基地新建20万吨石灰项目，利用热能回收做石灰，在湖北建设区域热电联产项目，为湖北基地节省电费，提升环保的同时创造收益。

投资建议：看好公司盐碱肥一体化发展，维持“买入”评级。

公司是优秀的磷化工龙头企业，同时也是“盐碱肥”一体化企业，拥有“磷矿石-磷酸-磷肥”和盐产业上下游布局，在当前行业下行的趋势下具有很好的成本优势和产业协同优势。在磷化工行业供给端持续收缩的背景下，公司的资源优势可以帮助公司增加议价能力和市场占有率，复合肥行业供需持续改善，下游需求市场有望回暖，公司盐产业布局趋于完善，未来具有良好的盈利能力。

基于前三季度超预期表现，我们上调了盈利预测，预计20-22年归母净利润4.90/5.60/6.93亿元，同比增速130/14/22%，EPS分别为0.49/0.55/0.69，对应PE为15/13/10倍，维持“买入”评级。

风险提示：磷化工产品价格下降；复合肥需求回暖不达预期；安全生产风险。

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	1592	1500	2453	3534	营业收入	8626	9406	10321	11391
应收款项	462	504	553	610	营业成本	7275	7767	8495	9301
存货净额	1618	1774	1945	2137	营业税金及附加	58	38	52	57
其他流动资产	449	490	538	593	销售费用	279	216	237	262
流动资产合计	4121	4268	5489	6875	管理费用	478	638	697	767
固定资产	4289	4158	3807	3452	财务费用	167	120	129	126
无形资产及其他	784	757	731	705	投资收益	(0)	30	30	30
投资性房地产	522	522	522	522	资产减值及公允价值变动	19	(20)	(15)	(10)
长期股权投资	2	1	(0)	(1)	其他收入	(88)	0	0	0
资产总计	9718	9707	10550	11554	营业利润	299	638	726	898
短期借款及交易性金融负债	3285	3301	3285	3285	营业外净收支	(10)	(10)	(10)	(10)
应付款项	1366	1498	1642	1805	利润总额	289	628	716	888
其他流动负债	827	909	1905	3101	所得税费用	71	126	143	178
流动负债合计	5478	5708	6833	8191	少数股东损益	5	12	13	17
长期借款及应付债券	445	445	445	445	归属于母公司净利润	213	490	560	693
其他长期负债	496	506	511	512					
长期负债合计	941	951	956	957	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6419	6659	7789	9148	净利润	213	490	560	693
少数股东权益	83	77	70	62	资产减值准备	(14)	2	(2)	(3)
股东权益	3216	2970	2691	2344	折旧摊销	612	435	464	474
负债和股东权益总计	9718	9707	10550	11554	公允价值变动损失	(19)	20	15	10
					财务费用	167	120	129	126
关键财务与估值指标					营运资本变动	(467)	(12)	876	1051
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	11	(8)	(5)	(6)
每股收益	0.21	0.49	0.55	0.69	经营活动现金流	336	927	1907	2220
每股红利	0.32	0.73	0.83	1.03	资本开支	(500)	(300)	(100)	(100)
每股净资产	3.18	2.94	2.66	2.32	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	6%	9%	12%	20%	投资活动现金流	(498)	(299)	(99)	(99)
ROE	7%	17%	21%	30%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	16%	17%	18%	18%	负债净变化	129	0	0	0
EBIT Margin	6%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(326)	(735)	(839)	(1040)
EBITDA Margin	13%	13%	13%	13%	其它融资现金流	317	15	(15)	0
收入增长	10%	9%	10%	10%	融资活动现金流	(75)	(720)	(855)	(1040)
净利润增长率	21%	130%	14%	24%	现金净变动	(237)	(92)	953	1081
资产负债率	67%	69%	74%	80%	货币资金的期初余额	1829	1592	1500	2453
息率	4.5%	10.1%	11.6%	14.3%	货币资金的期末余额	1592	1500	2453	3534
P/E	34.0	14.8	13.0	10.5	企业自由现金流	50	721	1912	2228
P/B	2.3	2.4	2.7	3.1	权益自由现金流	496	640	1793	2127
EV/EBITDA	11.9	11.8	11.5	11.1					

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