

方正证券研究所证券研究报告

云图控股 (002539)

公司研究

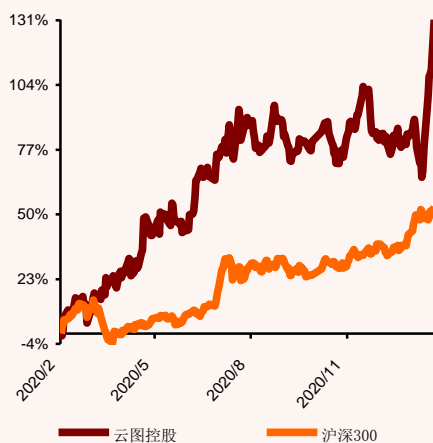
化工行业

公司事件点评报告

2021.01.25/强烈推荐(调升)

分析师：李永磊
 登记编号：S1220517110004

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

事件描述

1月25日，云图控股(002539)发布2020年度业绩预告，公司预计2020年度营业收入91.24亿元，同比增长5.77%；归属于上市公司股东的净利润5.05亿元，同比大增136.87%。

事件点评

景气持续向好，公司业绩大增

公司预计全年业绩大增，Q4单季营收达23.2亿元，(环比下降0.6%；同比增长20.3%)；归母净利达1.34亿元(环比下降25.1%；同比大增346.7%)。受益于农产品景气及下游需求提振，2020Q2以来复合肥价差扩大，公司披露20年主营业务复合肥产品的销量和毛利实现同比增加。

一体化产业链龙头，构筑成本优势

公司2019年复合肥产能达550万吨，其中硝基、缓控、水溶肥、BB肥等新型复合肥合计440万吨，占比达86%。公司通过向上游延伸构筑复合肥成本护城河，2019年公司氯化铵/磷酸一铵产能60/48万吨，自给率达52%/50%。此外公司对氯化铵及磷酸一铵进一步向上延伸，具有盐矿资源2.5亿吨、雷波东段磷矿储量1.81亿吨，即将实现探转采进一步降低磷酸一铵原材料成本。

销售端持续发力，品牌力有望提升

公司在构筑产业链一体化的同时也在销售端不断发力，公司现有“嘉施利”、“桂湖”、“土博士”等12大品牌。2019年公司一级经销商达4000余家，较2018年新增1200余家；2020年上半年SOUPRO(施朴乐)品牌得到推广，并推出星级加盟店模式，报告期增加300多家合作伙伴。受益公司产业链一体化带来的成本优势，公司有望依托高性价比复合肥产品快速拓展销售渠道，实现品牌力提升。

投资评级与估值

公司为低成本复合肥龙头，预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.05、6.95、8.76亿元，对应PE分别为16、12、9倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

自然灾害导致农作物损失的风险；全球疫情反复发酵影响农产品需求的风险；化肥供给大规模增加；安全环保风险；项目建设进度不及预期的风险

盈利预测:

| 单位/百万 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业总收入 | 8626 | 9125 | 10418 | 11787 |
| (+/-) (%) | 9.64 | 5.78 | 14.17 | 13.14 |
| 归母净利润 | 213 | 505 | 695 | 876 |
| (+/-) (%) | 21.35 | 137.01 | 37.49 | 26.08 |
| EPS(元) | 0.21 | 0.50 | 0.69 | 0.87 |
| ROE (%) | 0.07 | 0.14 | 0.16 | 0.17 |
| P/E | 38.57 | 16.19 | 11.77 | 9.34 |
| P/B | 2.54 | 2.20 | 1.85 | 1.55 |

数据来源: wind 方正证券研究所

注: EPS 预测值按最新股本摊薄

图表 1: 分产品收入预测表

| 业务名称 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 复合肥 | 销量(万吨) | 230.25 | 250.00 | 290.00 | 330.00 |
| | 单吨净利(元/吨) | 46.61 | 142.50 | 156.00 | 170.00 |
| | 净利润(亿元) | 1.07 | 3.56 | 4.52 | 5.61 |
| 磷化工产品 | 销量(万吨) | 8.02 | 8.26 | 9.08 | 9.99 |
| | 单吨净利(元/吨) | 948.99 | 1558.25 | 1863.00 | 1890.00 |
| | 净利润(亿元) | 0.76 | 1.29 | 1.69 | 1.89 |
| 纯碱 | 销量(万吨) | 83.11 | 85.61 | 89.89 | 94.38 |
| | 单吨净利(元/吨) | 74.86 | 32.50 | 114.75 | 147.00 |
| | 净利润(亿元) | 0.62 | 0.28 | 1.03 | 1.39 |
| 磷酸一铵 | 销量(万吨) | 23.91 | 25.00 | 26.25 | 27.56 |
| | 单吨净利(元/吨) | (40.60) | 29.25 | 50.00 | 71.75 |
| | 净利润(亿元) | (0.10) | 0.07 | 0.13 | 0.20 |
| 盐类 | 销量(万吨) | 47.85 | 49.28 | 51.75 | 54.33 |
| | 单吨净利(元/吨) | 10.56 | 49.00 | 47.95 | 47.25 |
| | 净利润(亿元) | 0.05 | 0.24 | 0.25 | 0.26 |

资料来源: wind 方正证券研究所

图表 2: 可比公司估值表

| 公司名称 | 当前股价(元) | 总市值(亿元) | PE | | | |
|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 新洋丰 | 19.06 | 248.64 | 15.8 | 29.17 | 23.66 | 20.11 |
| 史丹利 | 5.90 | 68.26 | 43.44 | 31.45 | 16.45 | 13.57 |
| 司尔特 | 5.66 | 40.65 | 14.4 | 15.49 | 12.22 | 10.09 |
| 兴发集团 | 13.22 | 147.98 | 31.15 | 32.20 | 23.13 | 18.83 |
| 平均值 | | | 26.20 | 27.08 | 18.87 | 15.65 |
| 云图控股 | 9.38 | 94.75 | 23.38 | 18.76 | 13.59 | 10.78 |

资料来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 4121 | 5483 | 7170 | 9197 | 营业总收入 | 8626 | 9125 | 10418 | 11787 |
| 货币资金 | 1592 | 2797 | 4250 | 5909 | 营业成本 | 7275 | 7555 | 8484 | 9515 |
| 应收票据 | 0 | 50 | 41 | 55 | 税金及附加 | 58 | 54 | 61 | 70 |
| 应收账款 | 384 | 413 | 460 | 527 | 销售费用 | 279 | 274 | 313 | 354 |
| 其它应收款 | 78 | 86 | 92 | 108 | 管理费用 | 478 | 465 | 531 | 601 |
| 预付账款 | 174 | 324 | 283 | 363 | 研发费用 | 114 | 91 | 104 | 118 |
| 存货 | 1618 | 1537 | 1768 | 1959 | 财务费用 | 167 | 144 | 139 | 134 |
| 其他 | 276 | 326 | 316 | 331 | 资产减值损失 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 5597 | 4969 | 4159 | 3373 | 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 17 | 49 | 65 | 88 | 投资收益 | 0 | 31 | 16 | 24 |
| 固定资产 | 4290 | 3677 | 2995 | 2276 | 营业利润 | 299 | 648 | 876 | 1094 |
| 无形资产 | 978 | 931 | 788 | 697 | 营业外收入 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 312 | 312 | 312 | 312 | 营业外支出 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 9718 | 10452 | 11329 | 12570 | 利润总额 | 289 | 648 | 876 | 1094 |
| 流动负债 | 5478 | 5806 | 6041 | 6437 | 所得税 | 71 | 143 | 184 | 219 |
| 短期借款 | 2931 | 2931 | 2931 | 2931 | 净利润 | 219 | 506 | 692 | 876 |
| 应付账款 | 703 | 799 | 897 | 1006 | 少数股东损益 | 5 | 0 | -3 | -1 |
| 其他 | 1844 | 2076 | 2213 | 2500 | 归属母公司净利润 | 213 | 505 | 695 | 876 |
| 非流动负债 | 941 | 841 | 791 | 761 | EBITDA | 1068 | 1287 | 1571 | 1821 |
| 长期借款 | 445 | 345 | 295 | 265 | EPS (元) | 0.21 | 0.50 | 0.69 | 0.87 |
| 其他 | 496 | 496 | 496 | 496 | | | | | |
| 负债合计 | 6419 | 6648 | 6832 | 7198 | 主要财务比率 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 83 | 83 | 81 | 80 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 1010 | 1010 | 1010 | 1010 | 营业总收入 | 8626 | 9125 | 10418 | 11787 |
| 资本公积 | 1127 | 1127 | 1127 | 1127 | 营业利润 | 299 | 648 | 876 | 1094 |
| 留存收益 | 1067 | 1572 | 2267 | 3143 | 归属母公司净利润 | 213 | 505 | 695 | 876 |
| 归属母公司股东权益 | 3216 | 3721 | 4416 | 5292 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 9718 | 10452 | 11329 | 12570 | 毛利率 | 0.16 | 0.17 | 0.19 | 0.19 |
| | | | | | 净利率 | 0.02 | 0.06 | 0.07 | 0.07 |
| 现金流量表 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | ROE | 0.07 | 0.14 | 0.16 | 0.17 |
| 经营活动现金流 | 939 | 1395 | 1467 | 1713 | ROIC | 0.06 | 0.12 | 0.19 | 0.31 |
| 净利润 | 219 | 506 | 692 | 876 | 偿债能力 | | | | |
| 折旧摊销 | 646 | 602 | 646 | 692 | 资产负债率 | 0.66 | 0.64 | 0.60 | 0.57 |
| 财务费用 | 192 | 147 | 144 | 142 | 净负债比率 | 1.16 | 0.98 | 0.81 | 0.67 |
| 投资损失 | 0 | -31 | -16 | -24 | 流动比率 | 0.75 | 0.94 | 1.19 | 1.43 |
| 营运资金变动 | -158 | 171 | 1 | 27 | 速动比率 | 0.46 | 0.68 | 0.89 | 1.12 |
| 其他 | 40 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | -265 | 57 | 179 | 118 | 总资产周转率 | 0.86 | 0.90 | 0.96 | 0.99 |
| 资本支出 | -330 | 57 | 179 | 118 | 应收账款周转率 | 23.30 | 22.89 | 23.87 | 23.90 |
| 长期投资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 11.23 | 12.15 | 12.29 | 12.39 |
| 其他 | 63 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | |
| 筹资活动现金流 | -681 | -247 | -194 | -172 | 每股收益 | 0.21 | 0.50 | 0.69 | 0.87 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金 | 0.93 | 1.38 | 1.45 | 1.70 |
| 长期借款 | 0 | -100 | -50 | -30 | 每股净资产 | 3.18 | 3.68 | 4.37 | 5.24 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 26 | 125 | 76 | P/E | 38.57 | 16.19 | 11.77 | 9.34 |
| 其他 | -681 | -173 | -269 | -217 | P/B | 2.54 | 2.20 | 1.85 | 1.55 |
| 现金净增加额 | -7 | 1205 | 1453 | 1659 | EV/EBITDA | 9.67 | 7.00 | 4.78 | 3.20 |

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接，对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接，本公司不对其内容负责。本公司提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，所链接地址的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站信息的费用或风险。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告所采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

| | | |
|----|---|--|
| 地址 | 网址： https://www.foundersc.com | E-mail： yjzx@foundersc.com |
| 北京 | 北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层 | |
| 上海 | 上海市浦东新区新上海国际大厦36层 | |
| 深圳 | 广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼 | |
| 长沙 | 湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层 | |