

证券研究报告—动态报告

基础化工

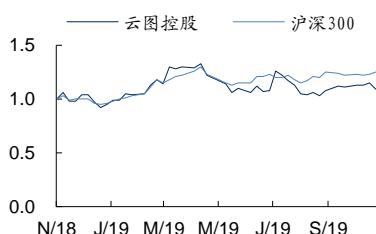
农用化工

云图控股(002539)
增持

2019年三季度点评

(首次覆盖)

2019年11月05日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,010/606
总市值/流通(百万元)	4,788/2,870
上证综指/深圳成指	2,958/9,802
12个月最高/最低(元)	6.10/3.99

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

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

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

业绩持续增长, 磷肥有望回暖

事件: 公司公布 2019 年三季度报, 实现营业收入 66.99 亿元, 同比增长 12.96% 归母净利润 1.83 亿元, 同比增长 30.04%。单季度来看, 2019Q3 实现营收 23.88 亿元 (同比+7.53%), 归母净利润 0.61 亿元 (同比+21.22%)。公司预计 2019 年全年实现归母净利润 2.11-2.64 亿元, 同比增长 20%-50%。

● 公司盈利能力逐渐提升, 管理成本控制效果显著

公司 2019 年前三季度营收有较大的提升, 主要由于公司复合肥销量较上年有较大提升, 联碱产品和磷化工产品价格上涨。前三季度公司毛利率和净利率分别为 15.19%/2.81%, 相比 2018 年同期分别上升 1.28pct/0.46pct。Q3 单季度期间费用率为 11.95%, 环比-0.25pct, 其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为 2.66%/7.92%/1.37%, 环比变动-0.87/+0.77/-0.16pct, 管理费用上涨主要是新型复合肥等研发费用上升导致。

● 公司“盐碱肥”多行业布局一体化经营, 协同优势明显

公司以复合肥业务为核心, 逐渐开拓盐产业、磷精细化工、调味等业务。目前拥有复合肥年产能 510 万吨, 纯碱、氯化铵 60 万吨, 品种盐 40 万吨、和磷酸一铵 43 万吨等。纵向上, 公司上游拥有磷矿资源超 2 亿吨和年产 100 万吨井盐生产能力, 下游有各种新型复合肥和数百种盐品种, 拥有“盐-碱-肥”全产业链, 在上游供给收缩的大环境下, 具有明显的成本优势和抗风险能力。

● 磷化工供给持续收缩, 长期复合肥需求持续增长

受到“三磷整治”的持续影响, 磷化工供给端收缩仍在持续。我国磷矿石产量下降明显, 2018 年以来磷矿石价格持续上涨, 虽然 19 年以来磷矿石价格有所回落, 但供给收缩短期仍难以改变, 公司磷矿石资源优势将进一步强化。下游化肥行业较为低迷, 但是公司利用一体化成本优势和差异化产品战略逆势增长, 随着农产品周期上行, 化肥刚性需求也会持续拉动公司业绩增长。

● 投资建议: 看好公司盐碱肥一体化发展, 首次覆盖给予“增持”评级。

根据前三季度经营情况, 我们预计 2019-2021 年归母净利润 2.55/3.80/4.34 亿元, 同比增速 45/49/14%; 摊薄 EPS=0.25/0.38/0.43 元, 当前股价对应 PE=18.7/12.5/11.0x。

● 风险提示: 磷化工产品价格下降; 复合肥需求回暖不达预期。
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,742	7,868	9,027	10,520	11,557
(+/-%)	27.5%	1.6%	14.7%	16.5%	9.9%
净利润(百万元)	104	176	255	380	434
(+/-%)	-26.9%	68.3%	45.0%	49.2%	14.1%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.17	0.25	0.38	0.43
EBIT Margin	4.4%	5.2%	4.9%	5.8%	5.9%
净资产收益率(ROE)	3.4%	5.7%	7.9%	11.1%	11.9%
市盈率(PE)	45.7	27.1	18.7	12.5	11.0
EV/EBITDA	12.2	12.3	14.0	12.7	13.1
市净率(PB)	1.55	1.54	1.48	1.39	1.31

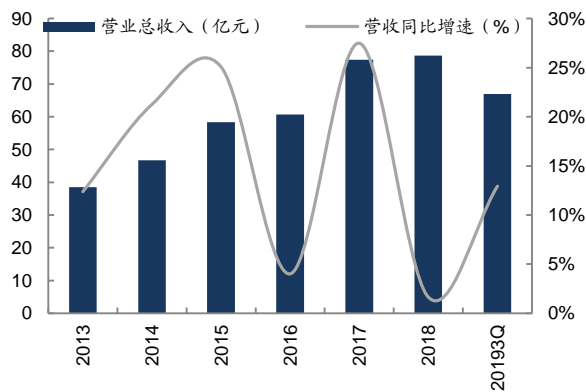
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司盈利能力逐渐提升，成本控制效果显著

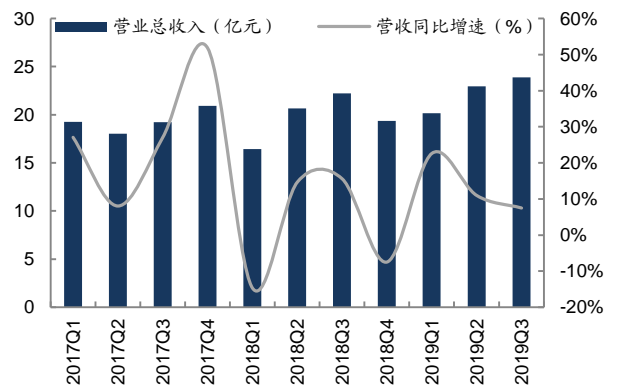
公司 2019 年前三季度营收有较大的提升，主要由于公司复合肥销量较上年有较大提升，联碱产品和磷化工产品价格上涨。前三季度公司毛利率和净利率分别为 15.19%/2.81%，相比 2018 年同期分别上升 1.28pct/0.46pct。Q3 单季度期间费用率为 11.95%，环比-0.25pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 2.66%/7.92%/1.37%，环比变动-0.87/+0.77/-0.16pct，管理费用上涨主要是新型复合肥等研发费用上升导致。公司 2019 年前三季度较 2018 年相比营业收入有较大的提升，主要是由于公司复合肥销量较上年有较大提升，同时公司联碱产品和磷化工产品价格上涨也推动公司业绩向上。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



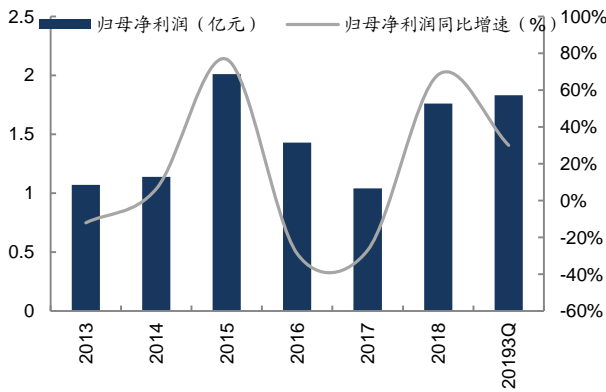
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



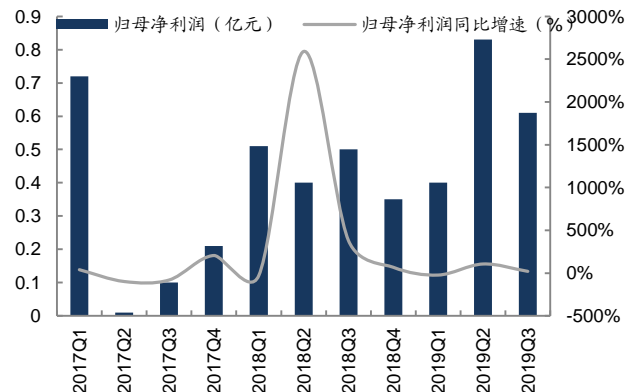
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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

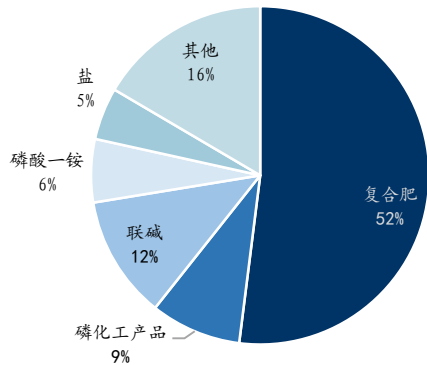
图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

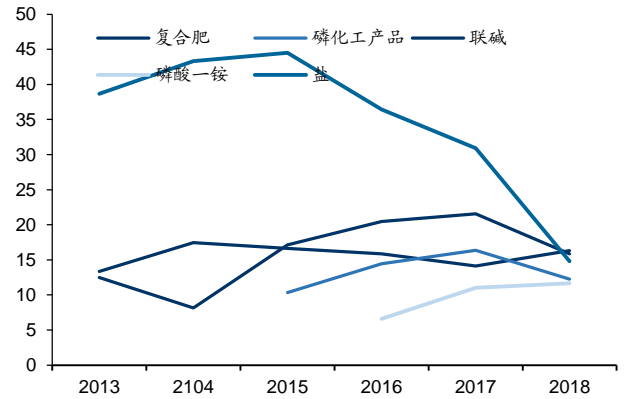
公司成本控制效果显著。2019 年前三季度公司毛利率和净利率分别为 15.19%/2.81%，相比于 2018 年全年分别上升 0.68pct/0.67pct，延续 2018 年下半年的趋势，盈利能力持续上升，毛利率提升主要是由公司磷化工上游产品涨价导致。Q3 期间费用率为 11.95%，环比-0.25pct，销售/管理/财务费用率分别为 2.66%/7.92%/1.37%，环比变动-0.87/+0.77/-0.16 个 pct。管理费用中研发费用上升较多，主要是复合肥新品研发和化工节能减排技术研发所致。

图 5: 公司 2018 年各产品营收占比



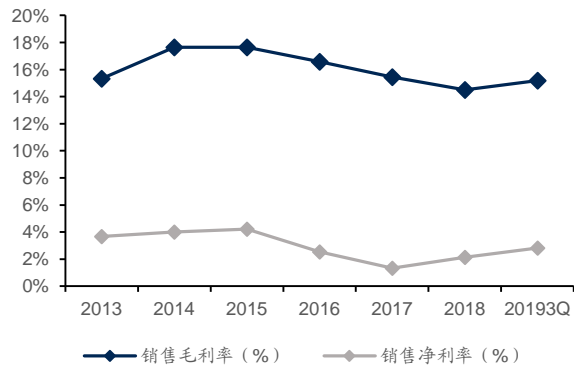
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司各主要产品毛利率变化 (单位: %)



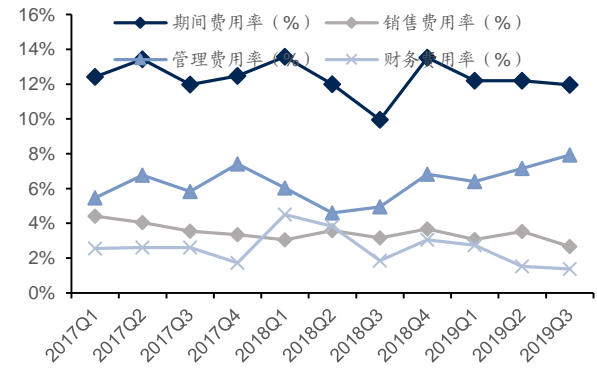
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司单季销售毛利率及销售净利率变动 (单位: %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司单季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

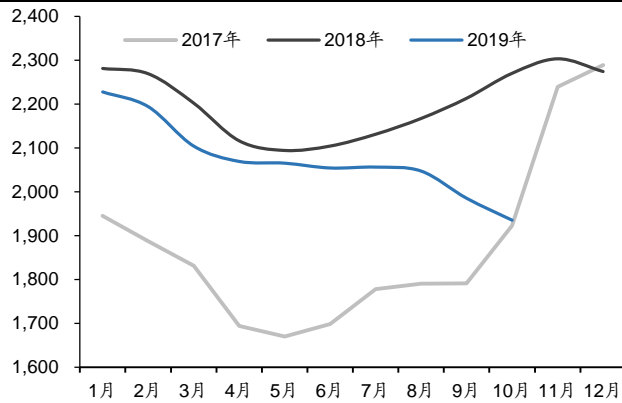
公司“盐碱肥”多行业布局一体化经营，协同优势明显

公司横向多行业布局，纵向一体化经营。横向上，公司以复合肥业务为核心，逐渐开拓盐产业、磷精细化工、调味品和互联网平台业务服务，外延业务边界。目前公司拥有复合肥年产能 510 万吨，纯碱、氯化铵 60 万吨，品种盐 40 万吨、使用氯化钾 6 万吨，磷酸一铵 43 万吨等。纵向上，公司上游拥有磷矿资源超 2 亿吨和年产 100 万吨井盐生产能力，下游有各种新型复合肥和数百种盐品种，拥有“盐-碱-肥”全产业链。在上游供给收缩的大环境下，具有明显的成本优势，和抗风险能力。

磷化工供给持续收缩，长期复合肥需求持续增长

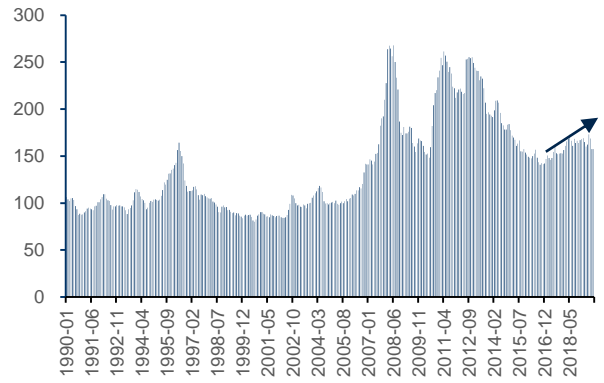
受到供给侧改革和“三磷整治”的持续影响，磷化工行业供给端收缩仍在持续。特别是我国磷矿石产量下降明显，2018 年以来磷矿石价格持续上涨，虽然 2019 年以来磷矿石价格有所回落，但是环保政策高压持续下，磷矿石供给收缩短期仍难以改变，公司磷矿石资源优势将进一步强化。目前下游化肥行业较为低迷，但是公司利用一体化成本优势，差异化产品战略和强大的研发优势逆势增长，当前农产品周期处于底部阶段，随着农产品周期上行，化肥刚性需求也会持续拉动公司业绩增长。公司复合肥中主要为新型复合肥，随着经济作物的增长，新型复合肥需求大大增加。

图 9: 国内近三年磷酸一铵价格对比 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 10: 农产品上行拉动复合肥增长 (全球谷物价格指数)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好公司盐碱肥一体化发展, 首次覆盖给予“增持”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。我们预计 2019-2021 年归母净利润 2.55/3.80/4.34 亿元, 同比增速 45/49/14%; 摊薄 EPS=0.25/0.38/0.43 元, 当前股价对应 PE=18.7/12.5/11.0x。

风险提示: 磷化工产品价格下降; 复合肥需求回暖不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1829	2245	3616	5219	营业收入	7868	9027	10520	11557
应收款项	454	521	607	667	营业成本	6727	7707	8893	9765
存货净额	1488	1756	2034	2240	营业税金及附加	60	72	84	92
其他流动资产	722	829	966	1061	销售费用	265	316	368	404
流动资产合计	4493	5350	7222	9186	管理费用	409	492	566	618
固定资产	4382	4205	3997	3769	财务费用	253	160	167	164
无形资产及其他	1008	968	927	887	投资收益	63	0	0	0
投资性房地产	485	485	485	485	资产减值及公允价值变动	(44)	35	30	25
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	58	0	0	0
资产总计	10372	11012	12636	14331	营业利润	232	316	472	538
短期借款及交易性金融负债	3435	3435	3435	3435	营业外净收支	(24)	0	0	0
应付款项	1499	1768	2048	2256	利润总额	209	316	472	538
其他流动负债	1256	1483	2613	3857	所得税费用	40	73	108	124
流动负债合计	6189	6686	8096	9547	少数股东损益	(8)	(11)	(17)	(19)
长期借款及应付债券	515	515	515	515	归属于母公司净利润	176	255	380	434
其他长期负债	486	486	486	486					
长期负债合计	1001	1001	1001	1001	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7190	7687	9096	10548	净利润	176	255	380	434
少数股东权益	78	94	118	145	资产减值准备	(1)	4	(2)	(2)
股东权益	3104	3232	3422	3639	折旧摊销	568	448	480	496
负债和股东权益总计	10372	11012	12636	14331	公允价值变动损失	44	(35)	(30)	(25)
					财务费用	253	160	167	164
					营运资本变动	249	59	907	1088
					其它	11	12	25	29
					经营活动现金流	1047	743	1761	2020
					资本开支	(763)	(200)	(200)	(200)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(760)	(200)	(200)	(200)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	284	0	0	0
					支付股利、利息	(421)	(127)	(190)	(217)
					其它融资现金流	496	0	0	0
					融资活动现金流	223	(127)	(190)	(217)
					现金净变动	510	416	1371	1603
					货币资金的期初余额	1320	1829	2245	3616
					货币资金的期末余额	1829	2245	3616	5219
					企业自由现金流	383	647	1656	1905
					权益自由现金流	1163	524	1527	1779

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.17	0.25	0.38	0.43
每股红利	0.42	0.13	0.19	0.21
每股净资产	3.07	3.20	3.39	3.60
ROIC	5%	5%	8%	12%
ROE	6%	8%	11%	12%
毛利率	15%	15%	15%	16%
EBIT Margin	5%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	12%	10%	10%	10%
收入增长	2%	15%	17%	10%
净利润增长率	68%	45%	49%	14%
资产负债率	70%	71%	73%	75%
息率	8.8%	2.7%	4.0%	4.5%
P/E	27.1	18.7	12.5	11.0
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.3	14.0	12.7	13.1

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