

云图控股 (002539)

证券研究报告

2021年01月22日

行业景气反转，依托成本优势快速扩张

一、行业变化：上游磷肥竞争格局优化，下游农产品底部复苏令农资需求现拐点

1) **环保带来磷肥景气度提升。** 2019年“三磷”整治加速行业产能去化，磷酸一铵产量同比下降3.75%。随“三磷”整治持续深入，我们预计磷肥产量将继续下滑，预计磷肥价格有望持续上行。拥有环保优势、资源优势的头部企业或将持续受益。

2) **复合肥产业格局逐步优化，头部企业市占率有望提升：**受前几年农作物价格下降的影响，在下游需求和国家环保及化肥零增长政策压力下，中小产能逐步退出，化肥行业正发生结构性变化，随着未来市场格局变得更加稳定，具有更强成本控制优势的企业有机会将获得更强的盈利能力。

3) **下游农产品价格上涨，复合肥需求有望提升：**农产品价格高低与农户对农产品的种植意愿高低呈正比，进而影响对复合肥的需求，2015年以来玉米种植效益大幅降低是导致复合肥需求疲软的核心因素。我们认为当前我国已经出现产不足需，叠加多年库存去化，随着2020年玉米价格将加速上涨，农民种植玉米意愿增强，利好上游农资需求上升。预计2021-2022年以玉米为代表的农产品有望维持高位，从而利好复合肥需求。

二、公司优势：成本领先+产品升级+渠道服务

从复合肥产销量来看，公司销售量增速较高，2019年和2020年上半年增速均超过10%。公司优势：

- 1) **成本领先。**公司生产成本领先的原因有二：一是产业链一体化布局带来的协同优势，公司拥有磷矿及磷复肥产能，且公司布局有氯化铵和硝酸铵的产能，都将显著降低公司生产成本；二是区位优势，公司产能集中在湖北和四川，既靠近上游原料产地，又可以利用长江水运，物流成本低。
- 2) **产品升级，提升盈利能力。**公司研发实力强，硝基肥及水溶性肥料均处于行业领先地位，已成为高端复合肥产品的领军品牌，未来在经济作物方面有望实现快速推广，并提升公司整体盈利能力。
- 3) **强化渠道服务和品牌推广，**公司复合肥销售有望高速增长。我们预计随着行业景气度的提升，2021-2022年公司复合肥销售量有望加速增长。

三、投资建议，给予“买入”评级：预计2020-2022年，公司实现收入88.4/102.02/117.30亿元，同增2.48%/15.41%/14.98%，实现归母净利润5.00/7.08/8.94亿元，同比增长率达到了134.59%/41.58%/26.19%，对应EPS为0.50/0.70/0.88元，参照可比公司估值，我们保守给予公司2021年业绩18倍的PE，对应目标价12.60元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：农产品和原材料价格波动、磷酸一铵价格大幅下跌风险、环保政策风险、竞争加剧&复合肥销量不及预期风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,868.30	8,626.47	8,840.04	10,202.46	11,730.46
增长率(%)	1.64	9.64	2.48	15.41	14.98
EBITDA(百万元)	994.75	1,166.42	985.09	1,270.58	1,499.35
净利润(百万元)	175.72	213.24	500.26	708.27	893.79
增长率(%)	68.33	21.35	134.59	41.58	26.19
EPS(元/股)	0.17	0.21	0.50	0.70	0.88
市盈率(P/E)	41.56	34.25	14.60	10.31	8.17
市净率(P/B)	2.35	2.27	2.19	2.08	1.96
市销率(P/S)	0.93	0.85	0.83	0.72	0.62
EV/EBITDA	5.92	5.74	8.93	6.61	5.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	8.54元
目标价格	12.60元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,010.10
流通A股股本(百万股)	656.45
A股总市值(百万元)	8,626.25
流通A股市值(百万元)	5,606.04
每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	65.25
一年内最高/最低(元)	8.67/3.83

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

李辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001
hulih@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司是我国全产业链布局的复合肥龙头	4
1.1. 主要产品及业务简介：多板块协同发展布局市场	4
1.2. 股东结构	4
1.3. 公司盈利进入加速增长期	5
2. 磷肥竞争格局优化，农产品底部复苏令农资需求现拐点	6
2.1. 我国磷肥供应产能去化明显，疫情加速价格抬升趋势	7
2.1.1. “三磷整治”加速行业去化过程	7
2.1.2. 磷酸一铵价格底部反转可期	9
2.2. 复合肥竞争格局优化：中小产能逐步退出	9
2.3. 下游需求复苏：玉米价格底部复苏，有望拉动复合肥需求上升	11
2.4. 行业产品升级：新型肥有望迎来快速增长	13
3. 成本领先+产品升级+渠道服务，复合肥业务有望持续高成长	14
3.1. 成本领先，渠道开拓，公司复合肥加速增长	14
3.1.1. 产业链一体化+区位优势，公司复合肥成本优势显著	14
3.1.2. 产品升级创新，提升盈利能力	16
3.1.3. 强化服务和营销，增加粘性	17
4. 磷化工业务景气反转，公司磷矿资源优势显著	18
5. 盈利预测和投资建议	20

图表目录

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图	4
图 2：公司近年来收入情况	5
图 3：公司近年来归母净利润情况	5
图 4：公司毛利率和净利率情况（%）	6
图 5：公司三费呈小幅降低态势（%）	6
图 6：公司各主要业务毛利率变化情况（%）	6
图 7：2015-2020 全球化肥产量（万吨，%）	7
图 8：全球磷矿储量分布（%）	7
图 9：我国磷酸一铵（实物量）产量走势（万吨）	8
图 10：我国磷肥产量及增速（折 100% P ₂ O ₅ ，万吨，%）	8
图 11：磷酸一铵国内现货价（元/吨）	9
图 12：我国磷酸一铵表观消费量及同比增速（万吨，%）	9
图 13：我国磷酸一铵进口依赖度及自给率（%）	9
图 14：2018 年各省磷肥产量分布图（%）	10
图 15：我国复合肥企业年产量普遍较低（家，2014 年）	10
图 16：我国磷肥产业集中度情况（CR10 占比，%）	11

图 17: 2011-2014 年我国化肥企业亏损数量逐年上升 (家, %)	11
图 18: 我国农产品价格情况 (元/吨)	11
图 19: 我国猪价持续快速上涨 (元/千克)	12
图 20: 我国生猪养殖产业产能同比大幅去化 (%)	12
图 21: 2019 年玉米深加工消费玉米数量占比 (%)	13
图 22: 中国玉米工业消费量及同比增速 (万吨, %)	13
图 23: 我国主要农产品库存消费比 (%)	13
图 24: 2018-2020 年临储玉米拍卖每周成交价格 (元/吨)	13
图 25: 2018 年不同作物每亩化肥中复合肥使用金额 (元)	14
图 26: 我国水果和蔬菜的种植面积 (亿亩)	14
图 27: 复合肥营业收入变化情况 (亿元)	14
图 28: 公司近年来复合肥销售变化情况 (单位: 万吨)	14
图 29: 公司产业布局集中在四川和湖北	15
图 30: 云图控股复合肥的单吨成本低于同行 (元/吨)	15
图 31: 研发人员增速明显 (单位: 人)	16
图 32: 公司复合肥业务的毛利率水平与行业龙头新洋丰的差距持续缩小	17
图 33: 磷化工产品营收及增速变化情况 (亿元)	18
图 34: 磷酸一铵营收及增速变化情况 (亿元)	18
图 35: 公司磷化工业务和磷酸一铵业务毛利率	19
图 36: 新洋丰和云图控股磷酸一铵产品单吨毛利对比 (吨/元)	19
图 37: 公司收入和毛利预测	20
图 38: 公司财务数据	20
图 39: 公司历史估值情况	21
图 40: 新洋丰、史丹利与云图控股估值比较	21
表 1: 公司主要高管普遍持有公司股份	5
表 2: 历年国内玉米收储情况	11
表 3: 部分复合肥品牌定位。	16

1. 公司是我国全产业链布局的复合肥龙头

1.1. 主要产品及业务简介：多板块协同发展布局市场

云图控股成立于 1995 年，总部位于四川省成都市新都区。公司下设五大事业部，100 多家分子公司，其中 5 家海外子公司，总资产超 100 亿元，截止到 2020 年半年报显示，公司拥有复合肥产能 510 万吨，纯碱、氯化铵 60 万双吨，硝酸钠及亚硝酸钠 10 万吨、黄磷 6 万吨、活性石灰 30 万吨等多类产品。公司自成立以来一直专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，现已形成复合肥、联碱、磷化工及调味品（食用盐及川菜调味品）等协同发展的产业格局，主要产品包括复合肥、食用盐、工业盐、川菜调味品、纯碱、氯化铵、磷酸一铵、黄磷等。

分业务板块来看，公司主营的业务有三大类：复合肥业务、联碱业务、磷化工业务。

（1）复合肥业务：公司以生产和销售多系列、多品种复合肥以及围绕复合肥产业链深度开发为主营业务，复合肥业务是公司的传统核心业务。公司分别在四川眉山、湖北应城、湖北宜城、湖北松滋、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉等地设立了复合肥生产基地，是中国复肥行业生产基地最多的供应商之一。截至到 2019 年，公司拥有复合肥年产能 510 万吨，其中普通复合肥产能 70 万吨，硝基、缓控、水溶肥、BB 肥等新型复合肥合计 440 万吨，新型复合肥约占 86%，产品线覆盖全水溶、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氨基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复合肥等全线产品，满足不同作物不同生长期的营养需求。

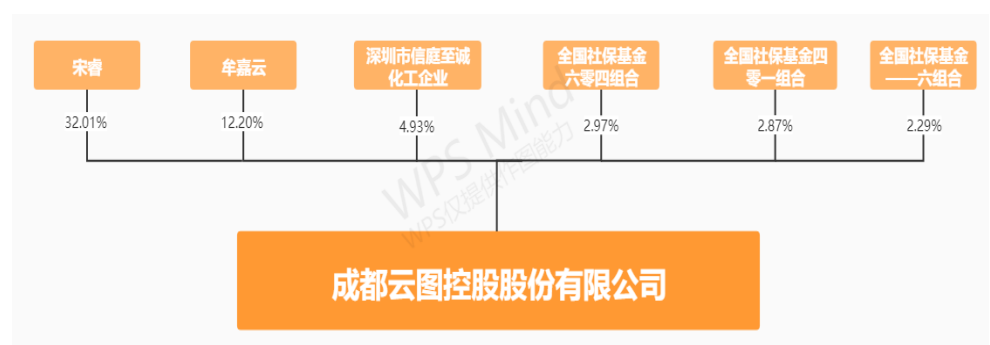
（2）磷化工业务：磷化工业务是公司复合肥上游磷矿的延伸和拓展。公司磷化工业务以黄磷、磷酸及磷酸盐产品生产、销售为主，配套有磷矿山、硅矿山、水运码头和专用铁路站场。截至到 2020 年半年报显示，公司拥有黄磷产能 6 万吨、磷酸 5 万吨、磷酸二氢钾 1.5 万吨及三聚磷酸钠 3.5 万吨，码头年吞吐量达 140 万吨。随着磷化工行业发展、国家安全环保标准升级和供给侧改革的不断深入，公司将积极调整产品结构和经营策略，形成一套高标准的热磷资源开发集中区。

（3）联碱业务：该业务是公司复合肥上游氮肥的延伸和拓展，也是公司“盐-碱-肥”产业链的关键环节。公司联碱生产基地设在湖北应城，在上游，可依托自有的并盐资源，为联碱生产提供充足的原料；在下游，联碱产品可为复合肥生产提供低成本的氮肥资源，从而实现在方圆 1 公里范围内打造“盐-碱-肥”一体化产业链，通过各项资源的综合利用和最优配置，达到成本最优控制的目标。截至 2019 年，公司拥有盐硝产能 80 万吨，纯碱、氯化铵 60 万双吨，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨。

1.2. 股东结构

公司副董事长兼总裁宋睿先生和公司董事长牟嘉云女士通过直接持有和间接控制，合计控制公司股权比例达到 44.21%。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高管普遍持股，增强人才黏性及积极性。公司核心管理团队在具备技术和金融的相关知识储备。不仅如此，公司的主要高管普遍持股，使得高管与公司的利益能够有效的保持一致，并能够提升高管对公司的忠诚度。稳定、专业且经验丰富的高管团队，是公司业务能够稳步发展持续增长的重要依托。

表 1：公司主要高管普遍持有公司股份

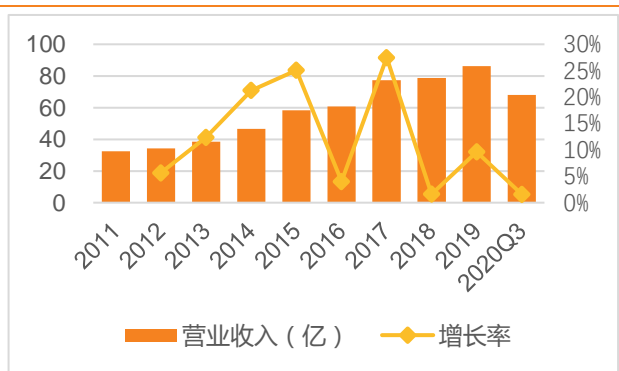
姓名	职务	简介	持股数量(万股)
牟嘉云	董事长	女，1947 年生，中国国籍，无境外永久居住权，高级工程师。2000 年至今任公司董事长。	12321
宋睿	副董事长、总裁	男，1975 年生，中国国籍，无境外永久居留权，EMBA，高级经济师，高级工程师。1998 年毕业于西华大学建筑工程专业；2006 年取得长江商学院 EMBA 硕士学位。2005 年 7 月至今任公司副董事长、总裁，全面负责本公司生产经营管理工作。	32328
张光喜	董事、副总裁	男，1977 年生，中国国籍，无境外永久居住权，大专学历。1999 年毕业于四川省泸州化工学校；2006 年获得西北工业大学工商管理专业毕业证书和武汉大学经济与管理学院 MBA 结业证书。2007 年 2 月至 2009 年 1 月任公司副总裁；2009 年 2 月至今任公司董事、副总裁。	516
尹辉	董事	男，1974 年生，中国国籍，无境外永久居住权，大学本科，高级工程师。1998 年毕业于四川工业学院，获工学学士学位；2006 年取得武汉大学商学院 EMBA 结业证书。2005 年 7 月至 2009 年 10 月任公司董事、副总裁；2009 年 10 月至 2011 年 3 月任公司副总裁；2011 年 4 月至今任公司董事。	641
王生兵	董事、副总裁、董事会秘书	男，1972 年生，中国国籍，无境外永久居住权，2001 年毕业于四川大学，获管理学硕士。2011 年 3 月至今任公司副总裁；2011 年 4 月至今任公司董事；2011 年 8 月至今任公司董事会秘书。	579
刘晓霞	副总裁	男，1963 年生，中国国籍，无境外永久居住权，高级经济师，2007 年取得长江商学院 EMBA 结业证书。1994 年 11 月至 2005 年 7 月历任公司销售经理、副总经理；2005 年 7 月至 2009 年 1 月任公司董事、副总裁；2009 年 2 月至今任公司副总裁。	512
范明	财务负责人	男，1963 年生，中国国籍，无境外永久居住权，高级会计师，高级咨询师。2007 年 10 月至今在本公司工作；2009 年 2 月至 2011 年 8 月任公司董事会秘书、财务负责人；2011 年 8 月至今任公司财务负责人	17.5

资料来源：Wind，2019 年年报，天风证券研究所

1.3. 公司盈利进入加速增长期

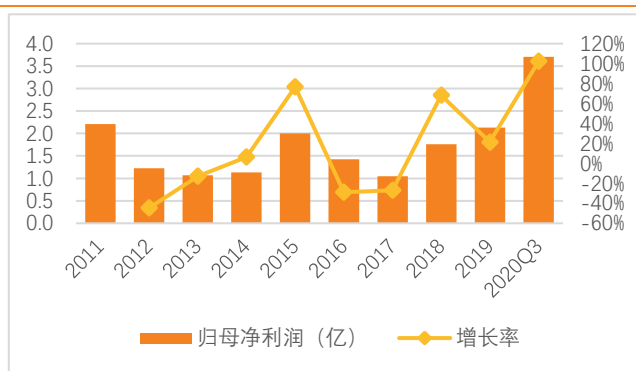
历史来看，公司收入保持持续稳健增长，利润方面，2017 年以来持续快速增长，2020 年前三季度实现归母净利润 3.71 亿元，同比增速高达 102%。

图 2：公司近年来收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近年来归母净利润情况

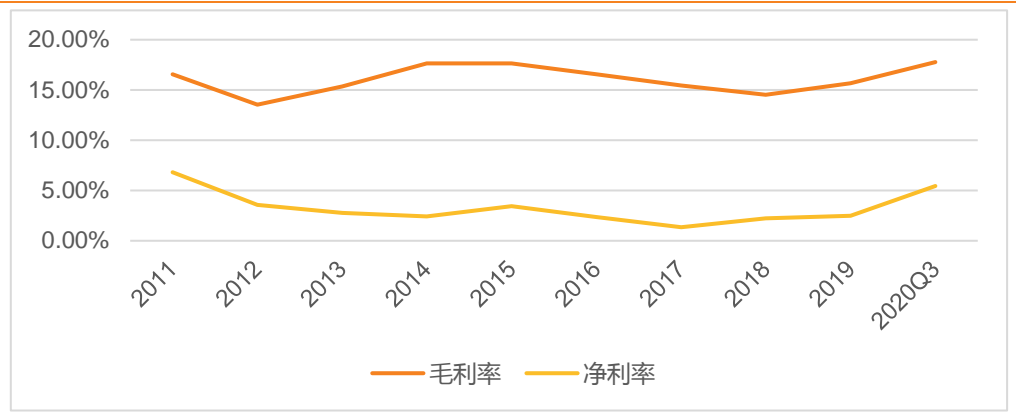


资料来源：wind，天风证券研究所

从盈利能力上看，公司毛利率和净利率整体稳定，2019 年之后，受益于三磷整治，公司磷化工产品毛利率持续提升，叠加公司复合肥产品利润率的提升，公司综合盈利能力在 2019

年和 2020 年前三季度显著提升。

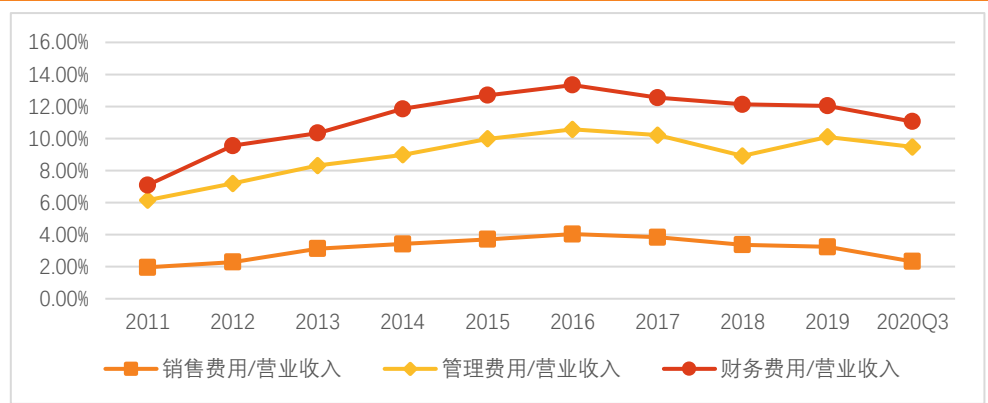
图 4: 公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

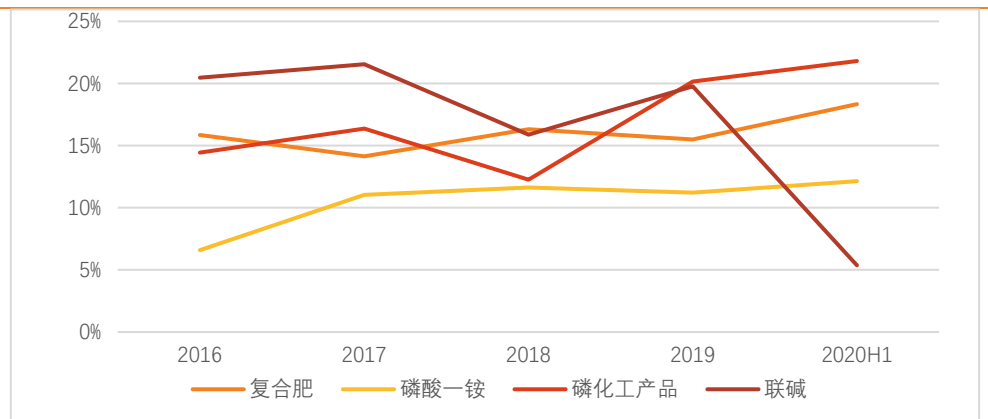
三费方面, 2016 年后公司三费占比总体呈下降态势, 显示出公司费用控制能力较好。

图 5: 公司三费呈小幅降低态势 (%)



从公司主要产品来看, 公司复合肥、磷酸一铵及磷化工产品毛利率近年来呈上升态势。受疫情影响, 公司联碱业务毛利率在 2020 年出现显著下滑。

图 6: 公司各主要业务毛利率变化情况 (%)



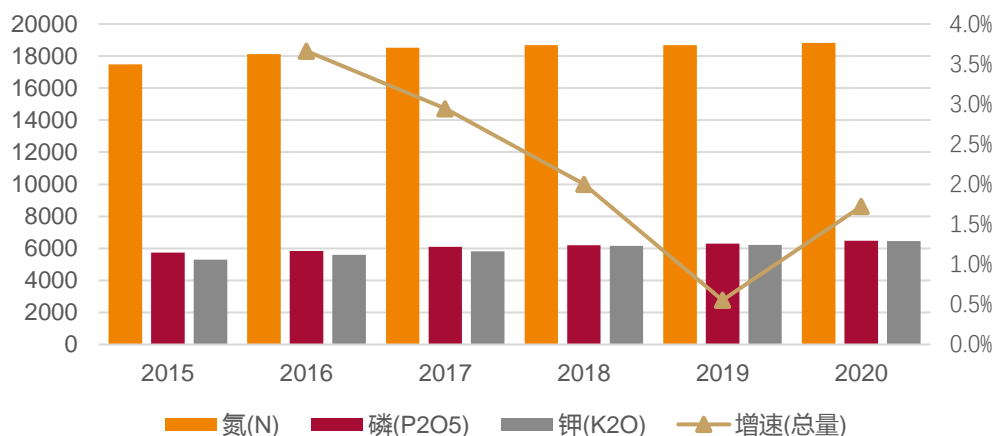
资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 磷肥竞争格局优化, 农产品底部复苏令农资需求现拐点

根据《世界化肥产业格局及竞争力研究》, 世界化肥的生产集中分布在亚洲、北美洲以及欧洲, 占据了世界化肥生产总量的 90%以上, 其中又以东亚、北美、南亚、东欧为化肥的

主产区域。亚洲东部的中国，南亚的印度、巴基斯坦，北美的美国、加拿大，东欧的俄罗斯、白俄罗斯等国都是世界化肥生产国的典型代表。自 20 世纪 90 年代末亚洲一举超越北美洲成为世界最大的化肥主产区以来，世界化肥生产区域的分布整体保持不变，亚洲一直是世界化肥生产的第一大区域，北美洲位列第二位，欧洲紧随其后，此后依次是非洲、南美洲和大洋洲。根据 FAO 数据统计，2015 年-2020 年，世界化肥总产量将整体呈现小幅上升趋势，但增长速度在逐渐放缓。

图 7：2015-2020 全球化肥产量（万吨，%）



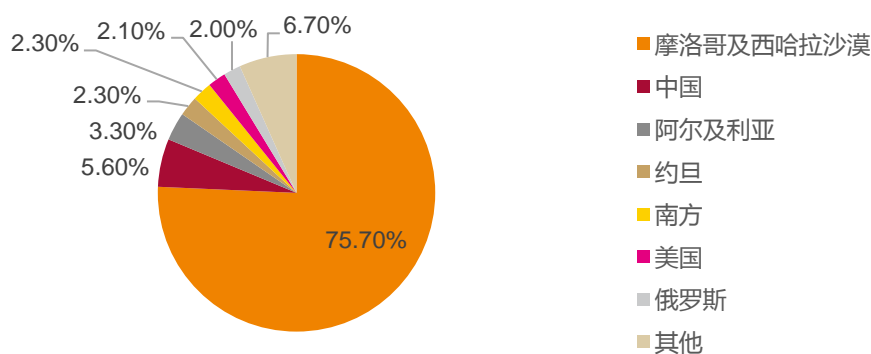
资料来源：FAO，天风证券研究所

2.1. 我国磷肥供应产能去化明显，疫情加速价格抬升趋势

2.1.1. “三磷整治”加速行业去化过程

全球磷矿资源分布不均。磷矿资源是磷肥的基本原料，属于不可再生资源之一。根据美国地质调查局在 2012 年做的调查显示，全球磷矿储量约 660 亿吨，2012 年全球磷矿产量达到 2.1 亿吨，假设按照 2010 年的开采量计算，全球磷矿储量可够利用 314 年。其中，摩洛哥是全球磷矿资源储量最多的国家，占到全球储量的 75.7%，我国磷矿储量占比为 5.6%。

图 8：全球磷矿储量分布 (%)

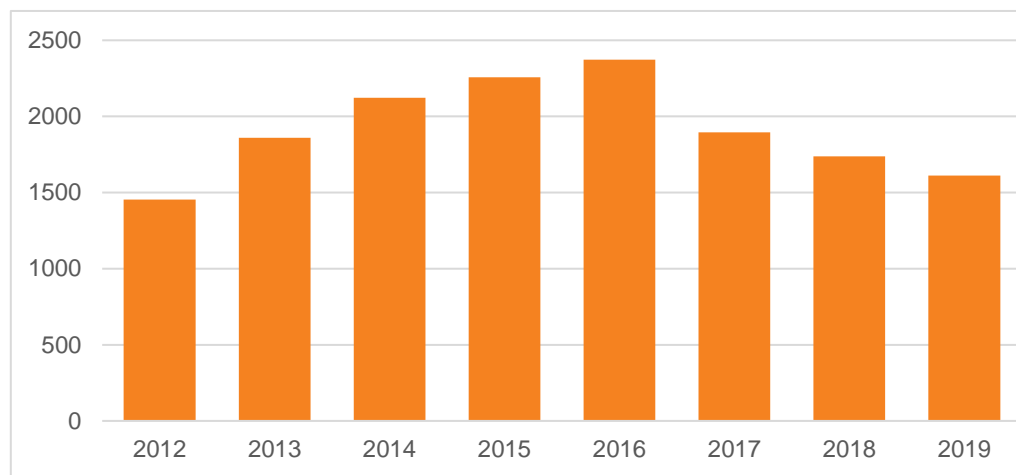


资料来源：美国地质调查局，天风证券研究所

我国为全球最大磷肥生产国，近三年产能逐步收缩。我国的磷化工产业在经过改革开放 40 年来的高速发展后，从无到有、从弱到强，截止到 2019 年，我国继续保持全球最大磷复肥生产大国地位，在满足国内市场需求的同时，也为国际市场提供了优质的磷复肥产品。近三年来，随着供给侧改革的推进、落后产能不断出清、安全环保监管力度加强，我国磷肥行业产能有所下降。根据国家统计局数据，2019 年我国累计生产磷酸一铵 1672.7 万吨，同比下滑 3.75%，我国磷肥产量自 2017 年起连续三年收缩。此外，根据工业和信息化部发布的《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》提出的调控目标，到 2020 年，我国磷肥产能达到 2400 万吨，产能利用率提升至 79%。未来我国磷肥行业原料结构将持续改善，产

品结构进一步升级。

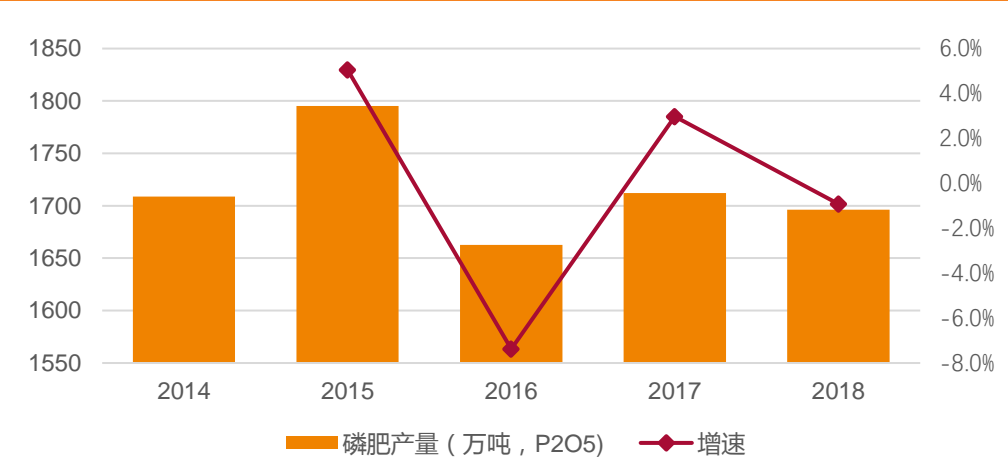
图 9：我国磷酸一铵（实物量）产量走势（万吨）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

从磷肥产量来看，根据中国磷复肥工业协会数据统计，2014-2018 年我国磷肥产量波动中略有降低，2018 年我国磷肥产量（折 100% P₂O₅）为 1696.3 万吨，同比下降 0.9%，我国产量占世界磷肥产量的 37%，继续保持世界第一大磷肥生产国地位。与此同时，2005-2018 年，我国磷肥消费量基本稳定在 1100-1200 万吨之间，因此，出口也成为调节我国磷肥供需平衡的主要变量之一。

图 10：我国磷肥产量及增速（折 100% P₂O₅，万吨，%）



资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

“三磷”整治进一步加速行业产能去化进程，行业集中度提升。2019 年 1 月 26 日，生态环境部、发展改革委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，其中提出组织湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆等省市开展“三磷”专项排查整治行动。2019 年 4 月 30 日，国家生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，着重指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省(市)的磷肥和含磷农药制造等涉及磷矿、磷化工企业、磷石膏库的“三磷”专项排查整治行动。该方案要求是 2019 年上半年，相关省份完成排查，制定先期整改方案，并实施整改，2020 年年底，对排查整治情况进行监督检查和评估，并根据评估结果分别实施‘一企一策’的处理措施。以湖北为例，2019 年 7 月 8 日，湖北省环境监察总队公布，湖北省已完成“三磷”专项排查，即将进入整治阶段，计划到 2020 年基本完成“三磷”整治任务。经排查发现，湖北省共有“三磷”企业 210 家，其中存在突出环保问题的企业有 74 家，占比高达 35.24%。根据国家统计局数据，2019 年我国磷酸一铵产量同比下降 3.75%。

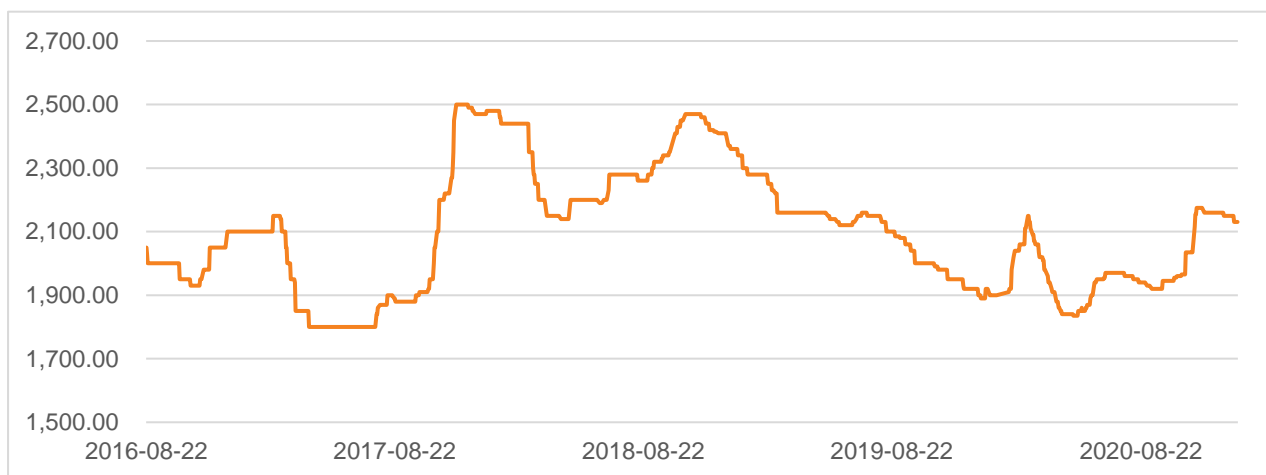
我们认为，随着“三磷”整治的持续深入，行业准入条件及环保标准将不断提升，以及国家对磷矿开采的持续收紧，我们预计磷肥产量将继续下滑，其中拥有环保优势、资源优势的企业或将持续受益于行业的供给收缩趋势。

2.1.2. 磷酸一铵价格底部反转可期

磷酸一铵价格 2021 年有望延续复苏态势。从国内主要磷酸一铵厂商近年出厂价格走势来看，磷酸一铵出厂价因环保政策加速出台，自 2017 年下半年后快速上涨，于 2018 年初达到高点。与此同时，下游复合肥企业受到化肥零增长方案 2020 目标实现的压力渐大，导致对磷酸一铵需求加速萎靡，带动其价格于 2019 年末再次回落底部。**我们判断磷酸一铵价格于 2021 年后有望继续起稳回升，动力有二：1) 下游复合肥企业需求逐渐复苏。**通过淘汰复合肥行业低效产能企业，存活企业为符合政策已逐步推出符合农户需求的产品，例如新型复合肥等，我们预计复合肥企业将逐渐加大对磷酸一铵采购力度；**2) 磷酸一铵国内供给量或将持续下降，**我国是磷酸一铵出口国，自给率常年保持在 100%以上，但近年环保政策加速推出，以及国家对磷矿开采的持续收紧，我们预计磷酸一铵的国内供给量将呈下降趋势。

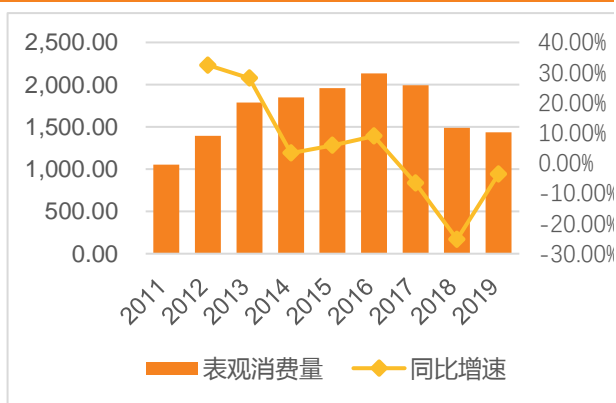
磷酸一铵涨价将传导至复合肥，增厚公司盈利能力。一吨磷酸一铵可生产 3-5 吨复合肥，按照 4 吨计算，若每吨磷酸一铵价格上涨 100 元，不考虑其他成本因素，则传导至复合肥端的成本增加支出至少为 25 元。**我们认为一方面“三磷整治”导致供给收缩，产能出清，公司作为一铵龙头或将享受行业整合红利，另一方面若磷铵价格后期逐步反弹企稳，公司的复合肥盈利能力将得到增厚。**

图 11：磷酸一铵国内现货价（元/吨）



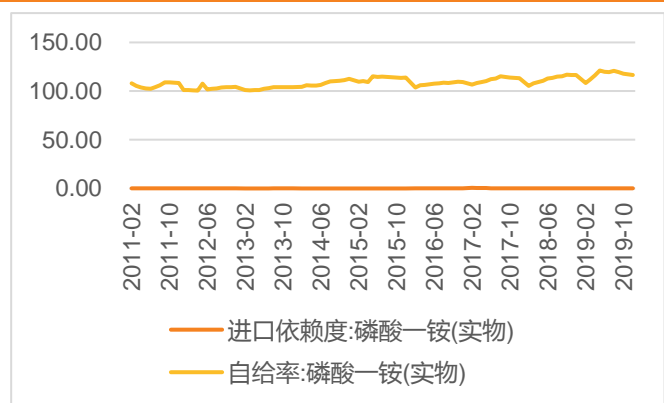
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：我国磷酸一铵表观消费量及同比增速（万吨，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：我国磷酸一铵进口依赖度及自给率（%）

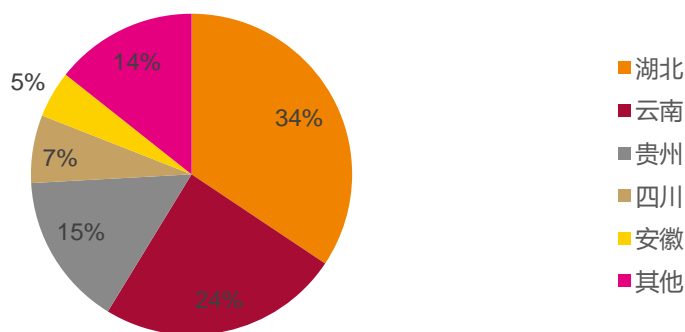


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 复合肥竞争格局优化：中小产能逐步退出

磷矿资源高度集中，湖北为全国磷矿产量第一大省。我国磷矿资源主要分布于中部和西南部各省，导致我国磷矿产业集中分布于湖北、云南、贵州、安徽、四川等地，2018 年云贵川鄂四省的磷肥产量在全国所占比例已达到 81%，磷矿资源集中度非常高。而湖北作为我国磷矿资源第一大省，具有十分丰富的磷肥生产原料，同时交通运输优势明显，磷肥产量稳居全国第一。根据中国磷复肥工业协会数据统计，2018 年湖北磷肥产量达到 583 万吨，占全国总产量的 34.4%。我们认为，在愈加趋严的行业准入条件及环保要求下，国家对磷矿开采的限制或将持续收紧，具有优质磷矿开采资源的企业将享受行业整合红利。

图 14：2018 年各省磷肥产量分布图（%）

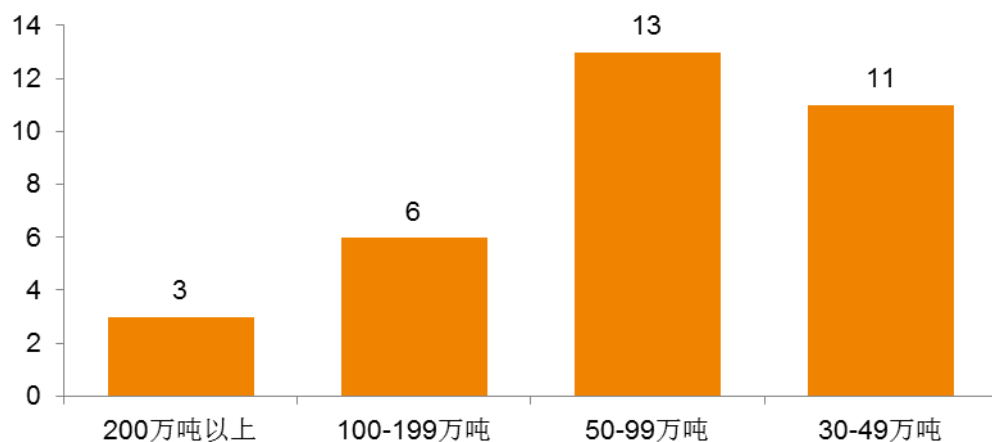


资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

国内磷肥企业集中度相对较低。相较于国外超大型磷肥企业一家独大的格局，我国磷肥企业存在数量众多、集中度相对低等特点，根据中国磷复肥工业协会数据统计，2018 年我国磷肥企业 CR10 为 63.3%，随着供给侧改革、环保趋严，近年来行业集中度呈上升态势。

中小产能逐步退出。从产业格局来看，2014 年，我国复合肥生产企业有 5000 多家，产能在 30 万吨以下的小型企业占 90% 以上，且该类企业中，只生产中低浓度复混(合)肥的企业至少有 2600 家，这些企业基本上生产复混肥，生产简陋，开工率非常低。2014 年全国产量在 200 万吨以上的企业有三家，产量在 100-199 万吨的企业约 6 家，产量在 50-99 万吨的企业 13 家，产量在 30-49 万吨的企业约 11 家，其他更多企业产量在 30 万吨以下，尤其 10-20 万吨的较多，而且存在大量的不足 10 万吨的小规模生产企业。

图 15：我国复合肥企业年产量普遍较低（家，2014 年）

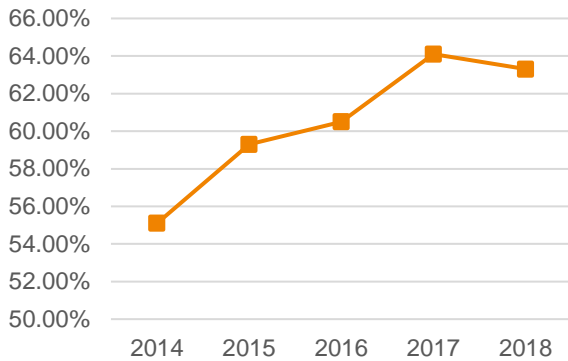


资料来源：中国化工报，天风证券研究所

此外，受前几年农作物价格下降的影响，在下游需求和国家环保及化肥零增长政策压力下，中小产能逐步退出，化肥行业将发生结构性变化，未来将会是强者愈强，弱者淘汰，竞争态势将趋向行业龙头集中。我们认为，当前行业面临着良好的整合机遇：一是产能过剩和竞争导致行业盈利能力持续走低，亏损企业不断增加；二是环保压力逐步加强，将强制性

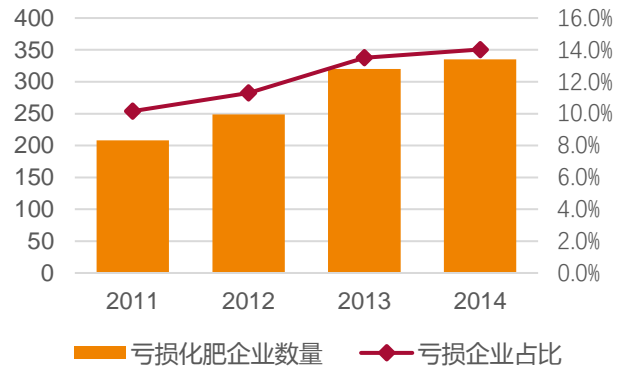
的去除了部分中小产能，或抬高中小企业的经营成本，进一步加速行业产能出清。

图 16：我国磷肥产业集中度情况（CR10 占比，%）



资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

图 17：2011-2014 年我国化肥企业亏损数量逐年上升（家，%）

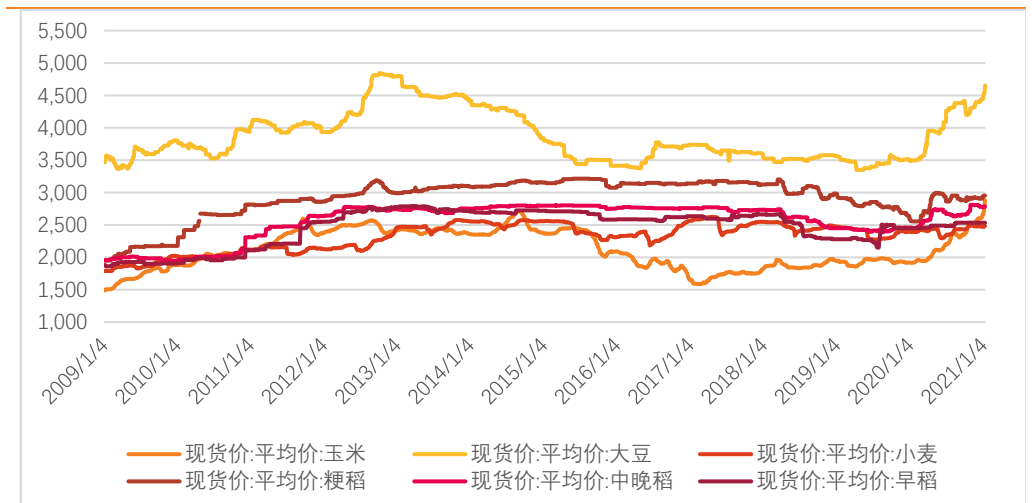


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 下游需求复苏：玉米价格底部复苏，有望拉动复合肥需求上升

农产品价格高低与农户对农产品的种植意愿高低呈正比，由此影响了其对于复合肥的需求。在我国，复合肥主要被施用于以大田粮食作物为主的主要农产品，例如小麦、玉米、水稻等。近年来，随着我国粮食价格体系改革的推进，我国主要农产品价格均出现不同程度的下跌。其中，2015 年后的玉米种植效益大幅降低是导致复合肥需求疲软的核心因素。

图 18：我国农产品价格情况（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

玉米种植效益主要受上游供给和下游需求影响。在收储制度、饲用和工业需求、库存拍卖三方面作用下，2021 年玉米价格有望继续上行，农民种植玉米意愿有望走强，利好云天股份等复合肥企业：

1) 临储提升玉米价格，提高农户种植意愿。在 2008-2015 年临储制度期间，为稳定国内玉米种植，收储价格的持续上涨带动播种面积上升，带来了国内玉米价格的多年牛市。最高点于 2014 年底出现，将近 2750 元/吨；而 2015-2017 年的临储制度改革，由于国家调低玉米收购价，并正式改革玉米收储制度，实施“市场化收购”+“补贴”新机制，我国玉米价格一路下降，种植面积随之降低；2019 年初，国家启动一次性储备收购，此后，玉米市场受到提振，价格逐渐企稳回暖。

表 2：历年国内玉米收储情况

年份	最低收购价（元/公斤）	收购规模	收购时间
----	-------------	------	------

	吉林	黑龙江	内蒙古	辽宁	(万吨)	
2008	1.5	1.48	1.52	1.52	3570	2008年10月下旬-2009年4月底
2009	1.5	1.48	1.52	1.52	60.9	2009年12月1日-2010年4月30日
2010	玉米价格大幅度上涨, 暂停进行玉米收购政策				0	
2011	1.96	1.98	2	2	-	2011年12月14日-2012年4月30日
2012	2.12	2.1	2.14	2.14	3,083.00	2012年11月15日-2013年4月30日
2013	2.24	2.22	2.26	2.26	6,919.00	——
2014	2.24	2.22	2.26	2.26	8,328.40	2014年11月25日-2015年4月30日
2015	2	2	2	2	11,593.00	2015年11月1日-2016年4月30日
2016	按照“市场定价、价补分离”的原则对玉米收储制度进行改革, 将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”+“补贴”的新机制					

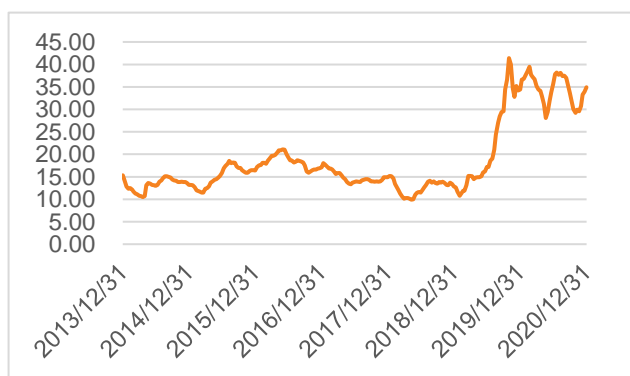
资料来源: 中国政府网; 农业农村部; 《2008/2009年度国家玉米临时收储政策实施状况分析》-徐志刚、习银生、张世煌; 《12月实行玉米和大豆临时收储政策》-刘传业; 《农村百事通》2012年第02期-邓红; 《2013年玉米临时收储价提高》-林红、玉米价格信息网、聚农网、艾格农业, 天风证券研究所

2) 下游需求增长挤压供给, 带动农民种植意愿。玉米需求主要分为饲用、工业用、种用、食用四大类。其中, 饲用需求和工业需求是玉米最重要的用途, 大约分别占总需求的60%-65%、25%-30%。

饲用需求: 生猪存栏逐步回升, 增加 19/20 年度饲用需求增长

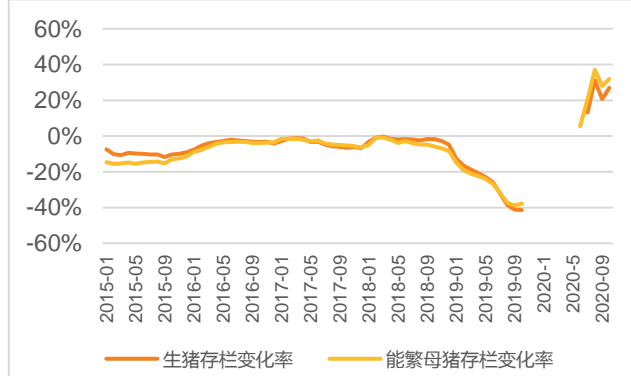
- 2019年前, 国内玉米饲用需求增长较快, 主要受益如于: 1) 养殖存栏增加, 带动饲料需求增长。根据饲料工业协会数据, 2015年全国饲料总产量约2亿吨, 2018年达到2.28亿吨, 2015年至2018年CAGR约4.43%。其中占比最高的猪饲料产量则2015年的8343.6万吨增加到2018年的9720万吨, 增长达16.50%; 2) 随着玉米价格回落, 饲料配方中玉米的替代品使用大幅减少。从牧原股份的原料采购中也可明显看出这一变化趋势。据公告2015年玉米价格高企, 因此牧原股份用小麦替代玉米, 当年玉米采购量仅为2.89亿元, 同期小麦则有7.15亿元。随玉米价格回落, 2016年, 公司将饲料配方重新调整为以玉米为主, 玉米采购量达到8.21亿元, 小麦采购量则下降到2.61亿元。
- 2019年后, 国内玉米饲用需求有望快速增长, 主要受益于: 前期国内玉米饲用需求受猪瘟影响, 随存栏量下降而降低。自2018年8月我国爆发非洲猪瘟疫情以来, 我国生猪养殖产业产能大幅去化, 截止2020年10月底, 我国能繁母猪存栏同比上升32%, 生猪存栏同比上升27%, 我们认为20/21年度生猪存栏增长将带动猪用饲料回升, 后期或将带动饲用玉米需求提升。

图 19: 我国猪价持续快速上涨 (元/千克)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 我国生猪养殖产业产能同比大幅去化 (%)



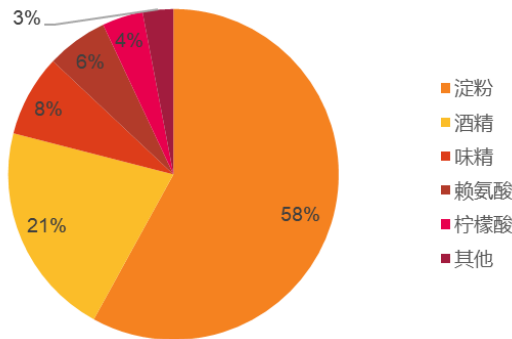
资料来源: Wind, 天风证券研究所

工业需求: 深加工产业政策持续宽松, 工业用需求快速增长

玉米深加工需求主要是淀粉和酒精两大类。其中, 淀粉加工玉米消耗占比约58%。随着玉

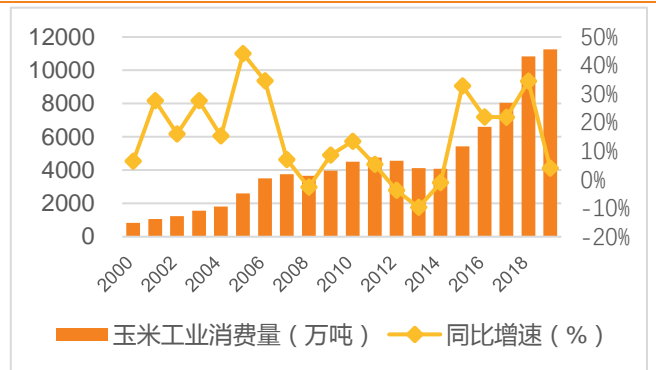
米政策的转向，国家对于玉米深加工的产业政策开始放松。叠加玉米价格的下降，极大的刺激玉米深加工产能的快速扩张，玉米深加工进入了新一轮快速扩张期。根据国家粮油信息中心数据，我国玉米工业消费多年呈现上行趋势，预计 2019/20 年工业消费为 8300 万吨，同比增 6.41%。

图 21：2019 年玉米深加工消费玉米数量占比 (%)



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

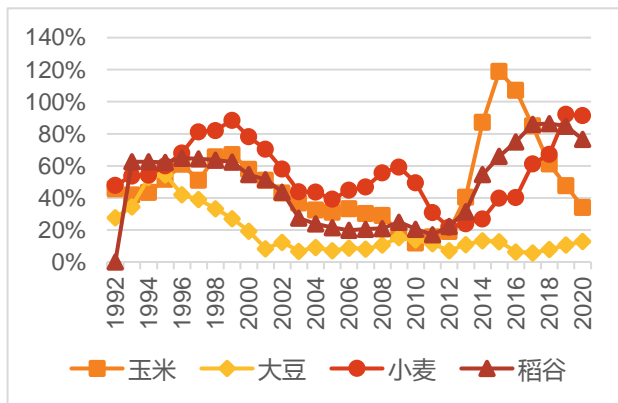
图 22：中国玉米工业消费量及同比增速 (万吨, %)



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 玉米库存快速下降，拍卖价格持续升高，提振农户种植意愿。库存方面，从库存/消费比来看，玉米库存存在总消费量中占比较其它主要农产品下降更快，反映出玉米库存的加速出清；**拍卖方面**，根据国家粮食交易中心数据，2020 年 1-15 周玉米累计拍卖成交量 5684 万吨，较同期增长 272.53%。从价格上来看，2019/20 年价格整体高于 2018 年。我们认为：一、拍卖之后的国储玉米将是国内玉米供给的重要补充，而 2019 年成交量不足以供应 2020 年饲用需求导致其 2020 年成交量均维持在高位。根据平均价还在上升通道的走势来看，预计 2021 年拍卖量有望持续上升；二、以当前的拍卖成交量来计算，随着拍卖的继续，临储库存快速下降，高库存对于玉米价格的压制力也快速减弱；三、由于拍卖价格持续升高，或提高 2020/21 种植季农民种植玉米积极性。

图 23：我国主要农产品库存消费比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2018-2020 年临储玉米拍卖每周成交价格 (元/吨)



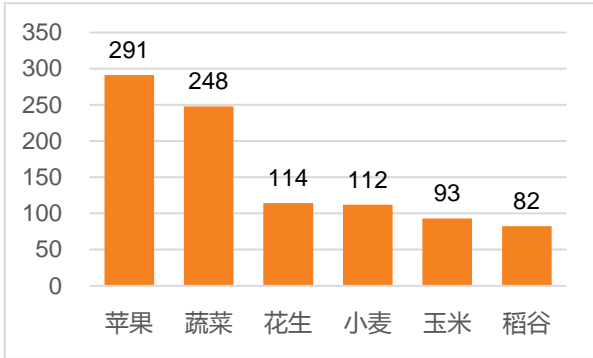
资料来源：国家粮食交易中心，天风证券研究所

2.4. 行业产品升级：新型肥有望迎来快速增长

经济作物的种植效益高于大田作物，针对经济作物的新型复合肥有望迎来快速发展阶段。近年来，由于主要农产品种植效益持续低迷，促使部分农民耕种传统的大田作物意愿降低，改种经济附加值更高的大棚蔬菜。从多年单亩种植效益来看，蔬菜、苹果等经济作物无论是从总产值还是从亩均利润来看都远高于玉米、小麦、稻谷等大田作物。相应地，蔬菜和苹果的亩均化肥及其中复合肥的使用金额也更高。

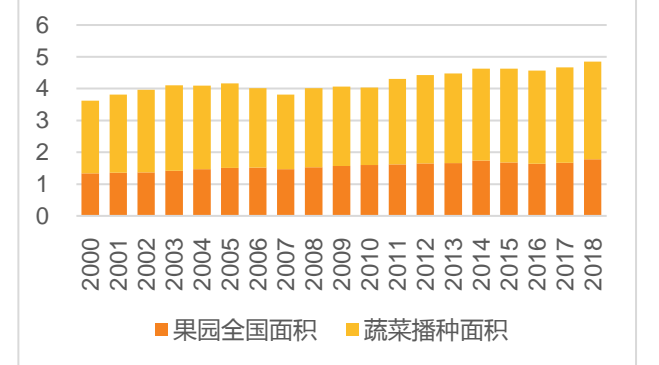
从蔬菜和水果的种植面积来看，2008 年以来蔬菜和水果的种植面积一直保持着稳步增长。2018 年我国蔬菜种植面积 3.07 亿亩，果园 1.78 亿亩，2018 年蔬菜每亩复合肥使用 248 元，苹果每亩使用 291 元。当前，我国经济作物使用的复合肥仍以普通复合肥为主，特种肥、专用肥、水溶肥等新型肥占比较低，我们预计随着我国复合肥企业针对经济作物新型肥产品开发，我国经济作物用肥金额有望进一步提升。

图 25：2018 年不同作物每亩化肥中复合肥使用金额（元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：我国水果和蔬菜的种植面积（亿亩）



资料来源：wind，天风证券研究所

我国复合肥行业转型升级被列为化肥行业“十三五”规划的重点，新型肥是复合肥行业产品结构优化方向。复合肥行业将向规模化、高效化、新型化方向发展。着眼于营养提高、功能改善、减量增效、土壤改良、环境友好等需求的新型肥料，将具有广阔的市场前景。根据中国化工信息中心的预测，未来 5 年，中国新型复合肥市场的年复合增速将达到 10% 以上。因此，新型肥料将成为复合肥行业产品结构优化的方向，且由于存在替代可能和更高的技术含量，新型肥的市场空间可能较传统的常规肥的更大、盈利能力更强。

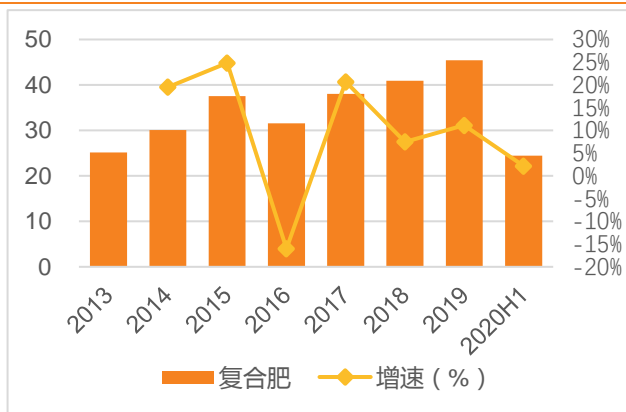
3. 成本领先+产品升级+渠道服务，复合肥业务有望持续高成长

3.1. 成本领先，渠道开拓，公司复合肥加速增长

复合肥业务是公司的传统核心业务，截止到 2019 年年底公司的复合肥合计产能为 510 万吨，包括 70 万吨普通复合肥和 440 万吨新型复合肥，能够充分满足不同区域、不同作物在不同周期的生长需要。

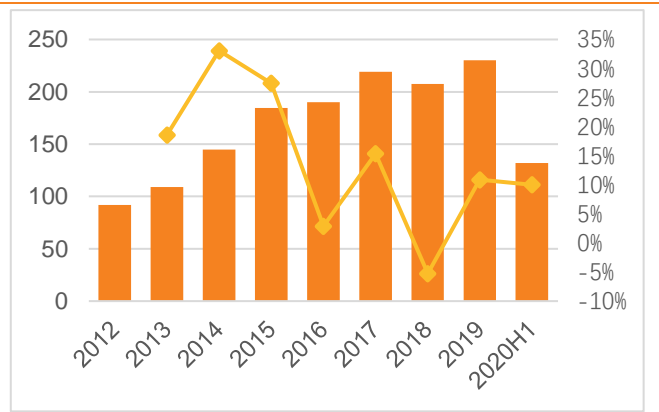
从历史来看，公司复合肥业务整体处于良好的增长态势，2019-2020 年上半年来看，公司复合肥销售量增速均超过 10%。

图 27：复合肥营业收入变化情况（亿元）



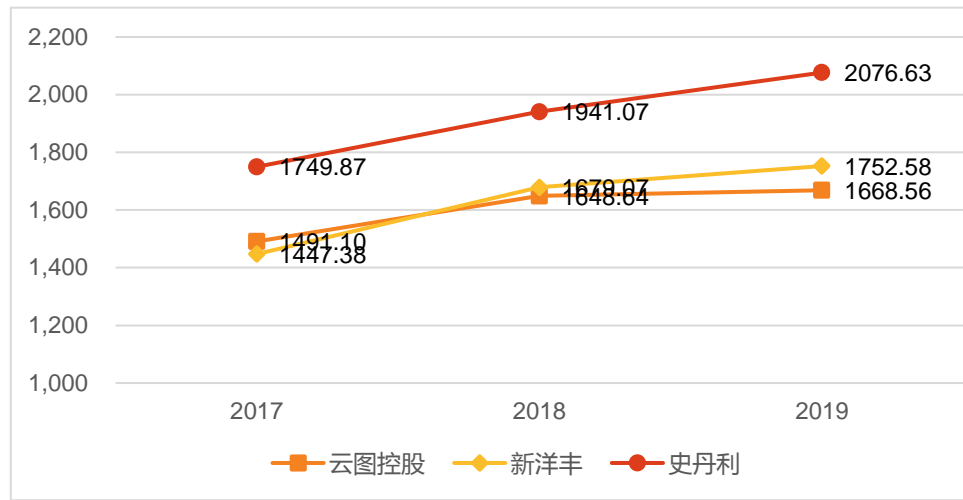
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：公司近年来复合肥销售变化情况（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.1. 产业链一体化+区位优势，公司复合肥成本优势显著



资料来源: wind, 天风证券研究所

3.1.2. 产品升级创新，提升盈利能力

复合肥业务板块品牌定位明确，不同品牌有相应的目标人群。公司复合肥板块采取多品牌战略，目前公司旗下共有 12 个子品牌，其中主要的有嘉施利、桂湖、洋洋、土博士和德沃尔等。

表 3: 部分复合肥品牌定位。

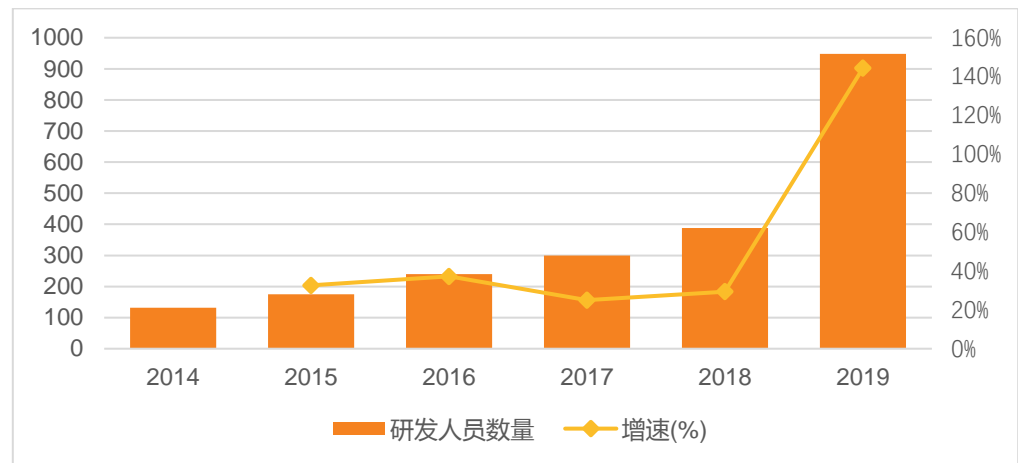
品牌名称	定位
嘉施利	定位于以水溶肥、硝基肥为代表的“快肥”方向，做高端经济作物肥的领航者。
桂湖	定位于以硝基缓释、常规缓释肥为代表的“慢肥”方向，做缓释肥的领航者。
洋洋	定位于做普通复合肥的优胜者，为消费者提供质优价廉的普通复合肥，主打亲民牌。
土博士	主攻“中国邮政”销售渠道，做特通销售，全国已合作省局有 16 个。
德沃尔	主攻“电视媒体”销售渠道，做特通销售，已与河南电视台新农村频道实现战略合作。

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

公司研发创新实力雄厚，产品创新能力强。公司拥有雄厚实力、高层次国际化的研发团队，建有国家级、省级企业技术中心，与全国农业技术推广服务中心、四川轻化工大学及国外农业科技公司和专业组织保持密切交流，致力于新型肥料的研发与推广应用。

从研发人员的数量上看，公司的研发人员数量在近几年不断扩容，特别是 18-19 年，研发人员数量翻倍式增长，从中可看出公司对于未来产新产品研发、技术创新以及产品结构优化的重视。

图 31: 研发人员增速明显 (单位: 人)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

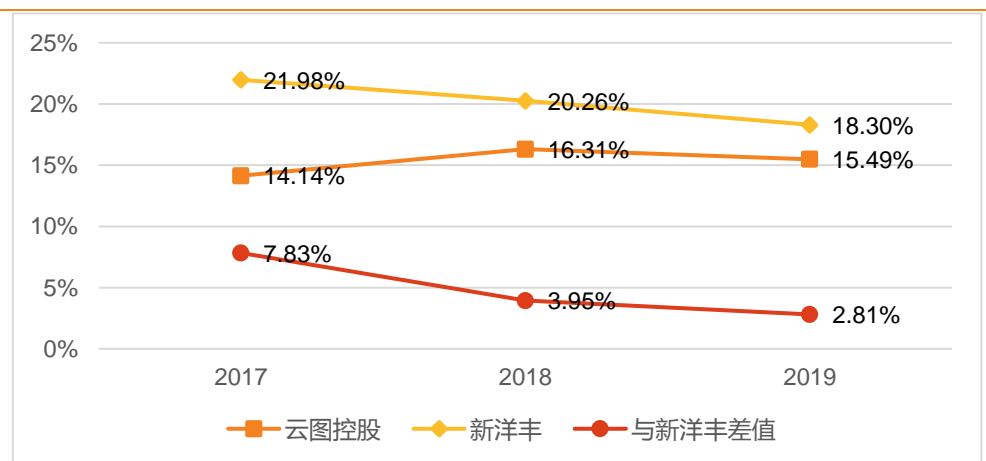
公司的硝基肥及水溶性肥料处于行业领先地位。公司目前已掌握硝基复合肥、水溶性肥料及农用硝酸铵钾等新型肥料的核心技术, 并参与起草 4 项行业标准、1 项国际标准。

硝基复合肥因其具有速溶、速效、高效的特点, 应用前景广阔, 已经逐渐成为复合肥的未来发展方向。公司在其三元硝基复合肥的核心技术已经完全掌握, 且旗下的桂湖和嘉施利品牌致力打造全系硝基产品已经广泛被市场认可, 市场影响力也在不断提升, 已成为高端复合肥产品的领军品牌。

对于水溶肥的研发生产技术公司处于国际领先行列, 且公司作为唯一生产企业主导起草的《水溶性肥料》标准有助于提高公司在该业务板块中的话语权。公司还创新研发硝酸铵钾并主导起草《农业用硝酸铵钾》行业标准。公司采用稀缺硝铵和优质硫酸钾为原料, 创新研发硝酸铵钾水溶性肥料, 该产品不仅拥有硝酸钾所有的产品优势——速效氮、高含量钾、良好的水溶性等, 还具备第四大元素—硫, 因此在改善作物品质、提高抗逆性等功效上优于硝酸钾, 尤其是在经济作物的追肥施用功效上突出。

随着公司新型肥的创新及销售占比的提升, 预计公司盈利能力有望持续提升。从 2017 年以来, 公司与行业龙头新洋丰的毛利率差距持续缩小。

图 32: 公司复合肥业务的毛利率水平与行业龙头新洋丰的差距持续缩小



资料来源: wind, 天风证券研究所

3.1.3. 强化服务和营销, 增加粘性

构建品牌矩阵, 提升品牌价值: 构建全新的品牌矩阵——“桂湖”品牌聚焦养土、“嘉施利”品牌聚焦高效、“SOUPRO”品牌聚焦品质、“农业发展中心”聚焦农业服务, 在品牌定位、受众群体及需求上形成互补, 塑造高品质、高科技、高性价比、高附加值的差异化

品牌，全面升级品牌形象。

推进精准营销，渠道下沉：建立品牌旗舰店、高效种植示范园，开展常态化的农民会、促销会、观摩会，进行肥效展示，聚焦经作市场，推进精准营销、密集营销，加快渠道和终端下沉；联合农业部门、权威媒体在全国范围内举办百场“寻找中国最美果园/田园”活动，为种植大户提供优质产品及服务，提升农户对公司产品的认可度和购肥积极性。

简化销售渠道，实现双赢：实行“村村通”战略，取消零售商中间环节，经销商与农户直接对接完成交易，将网点细分，集中销售解决资金周转和发货难题。同时，农户们通过经销商购买到了优质低价的肥料，实现双赢。

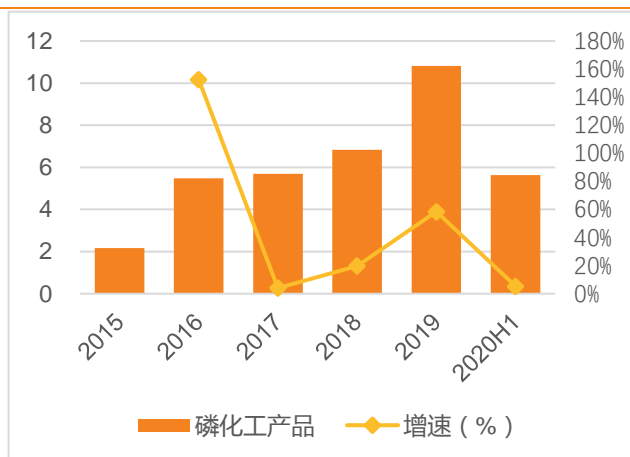
加速覆盖新型渠道，提升用户粘性：加速覆盖家庭农场、农业合作社、农业基地、政企合作等新型渠道，完善现代农业精准服务的营销模式。截止 2019 年年报显示，公司新开发了大丰收等农服平台及北京首农集团、北京世纪方舟资本管理中心、深圳银鲲鹏集团等农业机构、金融集团，渠道销量增长 274%，客户认可度和粘性显著提升。

携手互联网公司，打造线上营销渠道：成都云图控股股份有限公司与聚土网（重庆美村科技有限公司）签订战略合作协议，利用聚土网一站式农业产业服务链服务平台所提供的互联网、大数据、物联网等技术及业务体系，满足用户围绕土地进行产经验全过程的产业服务需求，实现线上营销与推广。

4. 磷化工业务景气反转，公司磷矿资源优势显著

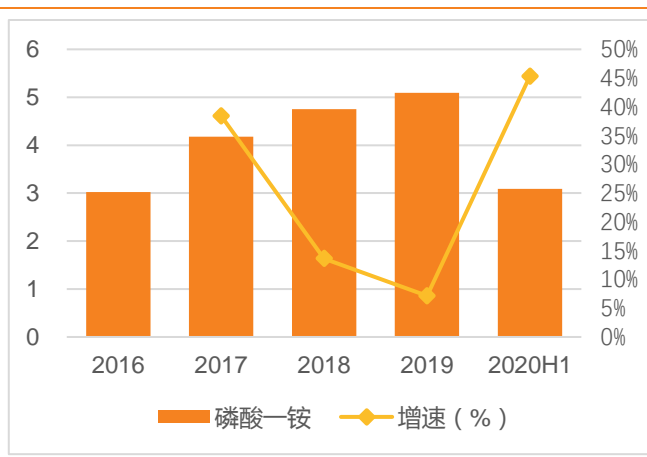
公司磷化工业务板块主要包括磷化工产品 and 磷酸一铵两大类，截止 2019 年，磷酸化工产品创造营收 10.82 亿元，同比增长 58.42%；磷酸一铵实现营收 5.09 亿元，同比增长 7.16%。从增速来看，磷化工产品增速在 2017 年后触底反弹，随后几年保持较高增速。

图 33：磷化工产品营收及增速变化情况（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

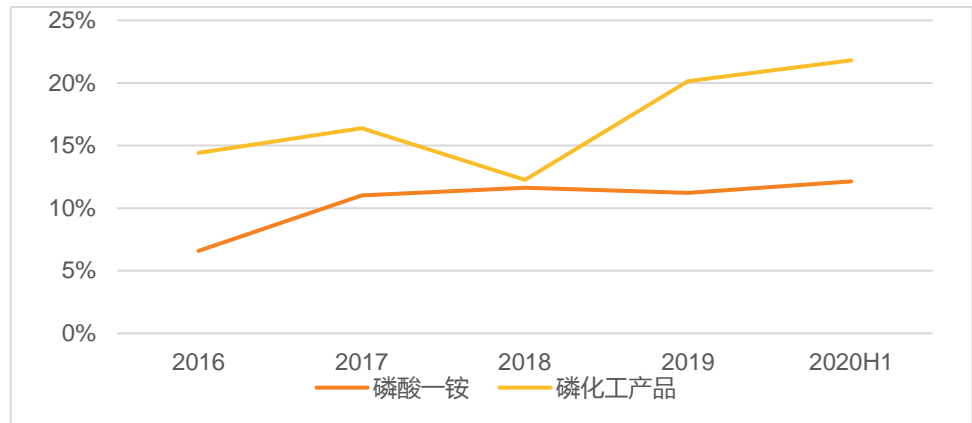
图 34：磷酸一铵营收及增速变化情况（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

从毛利率来看，公司磷化工业务毛利率 2019 年和 2020 年上半年毛利率持续提升，磷酸一铵的毛利率也在 2020 年上半年轻微提升，从 2019 年的 11.22% 提升到 2020 年上半年的 12.14%。

图 35：公司磷化工业务和磷酸一铵业务毛利率

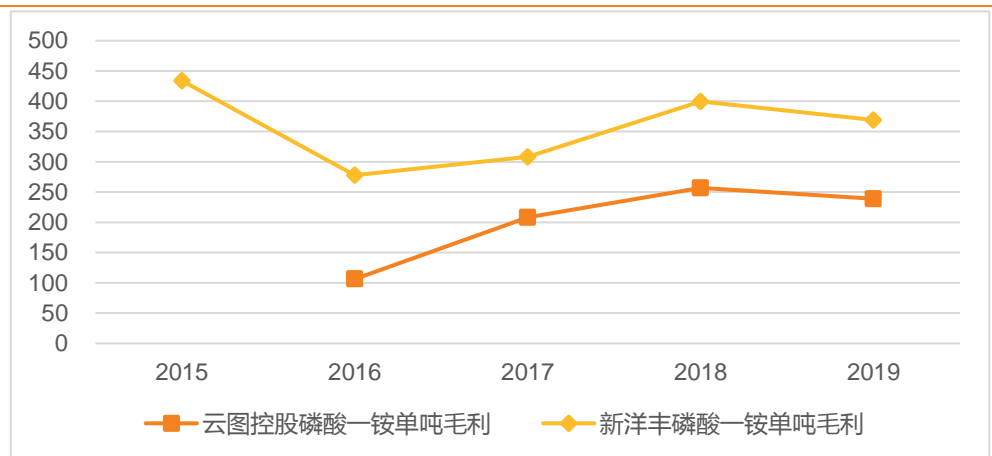


资料来源：wind，天风证券研究所

公司旗下磷矿资源开采权正在审批中，预计未来随着审批完成，公司有能力强打造出高盈利、高增长的磷矿化工产品。在磷矿方面，公司拥有四川省雷波县牛牛寨北矿区磷矿探矿权，其已查明的磷矿石资源储 1.8 亿吨。若后续公司办理完相关手续取得采矿证书，其矿产储备将可持续支持公司磷化工产业的发展需求，促进公司磷化工产业链向精细化、绿色化、大型化方向发展，也将进一步降低公司磷化工业务成本，提升其盈利能力。

磷酸一铵产品为例，公司和磷酸一铵行业中龙头企业新洋丰的单吨毛利差距越来越小，其近几年的单吨毛利变化表现出云图控股的高成长性。我们预计未来如果公司的磷矿资源开采权审批完成，其公司的磷化业务板块的产品单吨毛利将得到进一步提升。

图 36：新洋丰和云图控股磷酸一铵产品单吨毛利对比（吨/元）



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

主要假设:

- 1) 在行业景气度提升以及公司竞争优势的驱动下, 公司 2021-2022 年复合肥业务增速进一步抬升, 收入分别增长 16%和 15%, 且毛利率提升。
- 2) 公司磷化工业务 2021-2022 年维持 20%和 15%增速, 毛利率在 2021-2022 年保持不变。
- 3) 其他业务稳定发展。

图 37: 公司收入和毛利预测

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	收入 (百万)	6072	7742	7868	8626	8840	10202	11730
	增长率		27.50%	1.63%	9.63%	2.48%	15.41%	14.98%
	毛利 (百万)	1006	1196	1142	1352	1618	2018	2372
	毛利率	16.57%	15.45%	14.51%	15.67%	18.30%	19.78%	20.22%
复合肥	收入 (百万)	3,153	3,806	4,091	4,546	4,910	5,892	7,070
	增长率		20.71%	7.49%	11.12%	8.00%	20.00%	20.00%
	毛利 (百万)	500	538	667	704	982	1,237	1,520
	毛利率	15.85%	14.14%	16.31%	15.49%	20.00%	21.00%	21.50%
磷化工产品	收入 (百万)	548	570	683	1,082	1,190	1,428	1,642
	增长率		4.01%	19.82%	58.42%	10.00%	20.00%	15.00%
	毛利 (百万)	79	93	84	218	262	357	411
	毛利率	14.43%	16.38%	12.26%	20.16%	22.00%	25.00%	25.00%
联碱	收入 (百万)	808	1,020	925	936	768	806	846
	增长率		26.24%	-9.31%	1.19%	-18.00%	5.00%	5.00%
	毛利 (百万)	165	220	147	185	115	145	152
	毛利率	20.46%	21.55%	15.87%	19.78%	15.00%	18.00%	18.00%
磷酸一铵	收入 (百万)	302	418	475	509	636	732	841
	增长率		38.41%	13.64%	7.16%	25.00%	15.00%	15.00%
	毛利 (百万)	20	46	55	57	95	117	135
	毛利率	6.59%	11.03%	11.64%	11.22%	15.00%	16.00%	16.00%
盐	收入 (百万)	410	525	393	317	285	294	279
	增长率		28.05%	-25.14%	-19.34%	-10.00%	3.00%	-5.00%
	毛利 (百万)	149	162	58	44	37	35	28
	毛利率	36.42%	30.89%	14.82%	13.93%	13.00%	12.00%	10.00%
其他	收入 (百万)	851	1,403	1,301	1,236	1,051	1,051	1,051
	增长率		64.86%	-7.27%	-5.00%	-15.00%	0.00%	0.00%
	毛利 (百万)	93	137	131	144	126	126	126
	毛利率	10.94%	9.77%	10.04%	11.63%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源: wind, 天风证券研究所

预计 2020-2022 年, 公司实现收入 88.4/102.02/117.30 亿元, 同增 2.48%/15.41%/14.98%, 实现归母净利润 5.00/7.08/8.94 亿元, 同比增长率达到了 134.59%/41.58%/26.19%, 对应 EPS 为 0.50/0.70/0.88 元。

图 38: 公司财务数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,868.30	8,626.47	8,840.04	10,202.46	11,730.46
增长率 (%)	1.64	9.64	2.48	15.41	14.98
EBITDA (百万元)	994.75	1,166.42	985.09	1,270.58	1,499.35
净利润 (百万元)	175.72	213.24	500.26	708.27	893.79
增长率 (%)	68.33	21.35	134.59	41.58	26.19
EPS (元/股)	0.17	0.21	0.50	0.70	0.88
市盈率 (P/E)	41.56	34.25	14.60	10.31	8.17
市净率 (P/B)	2.35	2.27	2.19	2.08	1.96
市销率 (P/S)	0.93	0.85	0.83	0.72	0.62
EV/EBITDA	5.92	5.74	8.93	6.61	5.22

资料来源：wind，天风证券研究所

估值分析

历史来看，云图控股 PE(TTM)大部分时间维持在 25 倍以上，其上市以来平均 PE(TTM)为 44 倍左右；横向比较来看，新洋丰和史丹利作为国内复合肥和化工企业龙头，其业务结构和云图控股类似，新洋丰和史丹利在 2020 年利润 PE 均在 25 倍以上，当前市值对应 2021 年的估值近 20 倍，均值为 18 倍；我们保守给予公司 2021 年业绩 18 倍的 PE，对应目标价 12.60 元。

图 39：公司历史估值情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：新洋丰、史丹利与云图控股估值比较

		2020E	2021E	2022E
归母净利润 (亿元)	云图控股	4.28	5.91	7.30
	新洋丰	8.97	11.94	15.11
	史丹利	2.17	4.15	5.03
PE	云图控股	15	10	8
	新洋丰	25.5	19.2	15.2
	史丹利	32	17	14
	新洋丰和史丹利平均值	29	18	15

资料来源：wind，天风证券研究所；新洋丰和史丹利数据为 wind 一致预期，云图控股数据为天风农业预测

风险提示：

- 1、农产品和原材料价格波动。**公司所处磷复肥行业与农产品行业具有很强的相关性，农产品价格、农产品的种植结构的变化，将对本行业发展造成显著的影响。同时，如发生极端气候，也将对农产品的产量产生影响，从而影响公司复合肥的产销量。
- 2、磷酸一铵价格大幅下跌风险。**复合肥行业的上游行业为基础化肥，即尿素、硝铵磷、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾等。从复合肥的成本构成来看，基础化肥在成本中占比一般达到 70%以上，以磷酸一铵为主的原材料价格波动对公司的生产经营具有一定影响。
- 3、环保政策风险。**“土十条”、《长江保护修复攻坚战行动计划》等环保法规的发布，反映了国家对环境污染治理的决心。2019 年 4 月 30 日，国家生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，这意味着磷肥行业即将面对空前的环保标准和监察力度，不达标企业将被勒令停产。
- 4、竞争加剧&复合肥销量不及预期风险。**2020 年化肥和农药零增长行动计划的进一步推进，在有利于行业的持续健康发展的同时，也导致了行业现存企业面临较大的竞争压力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,829.08	1,592.06	1,768.01	2,040.49	2,346.09
应收票据及应收账款	396.60	383.76	338.17	398.67	415.94
预付账款	417.34	173.53	709.21	654.89	800.91
存货	1,487.90	1,617.78	1,431.70	1,705.72	1,777.81
其他	362.20	354.08	334.95	363.94	350.50
流动资产合计	4,493.12	4,121.22	4,582.03	5,163.71	5,691.26
长期股权投资	3.65	1.98	1.98	1.98	1.98
固定资产	3,808.51	3,836.02	3,931.85	3,945.61	3,873.28
在建工程	573.37	452.64	251.32	120.53	68.21
无形资产	1,008.03	784.94	764.18	743.42	722.66
其他	485.45	521.02	487.21	453.41	419.60
非流动资产合计	5,879.01	5,596.60	5,436.54	5,264.95	5,085.73
资产总计	10,372.12	9,717.82	10,018.58	10,428.66	10,776.99
短期借款	3,418.89	2,931.22	2,872.76	2,746.52	2,488.70
应付票据及应付账款	1,498.51	1,366.11	1,442.61	1,740.28	1,899.23
其他	1,271.71	1,180.92	1,390.60	1,491.40	1,751.54
流动负债合计	6,189.10	5,478.25	5,705.97	5,978.19	6,139.47
长期借款	315.80	445.04	400.00	350.00	300.00
应付债券	199.24	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	485.63	496.16	496.16	496.16	496.16
非流动负债合计	1,000.67	941.21	896.16	846.16	796.16
负债合计	7,189.77	6,419.45	6,602.13	6,824.36	6,935.63
少数股东权益	77.98	82.84	87.89	98.67	112.29
股本	1,010.10	1,010.10	1,010.10	1,010.10	1,010.10
资本公积	1,126.40	1,126.58	1,126.58	1,126.58	1,126.58
留存收益	2,079.93	2,193.39	2,318.46	2,495.53	2,718.97
其他	(1,112.06)	(1,114.55)	(1,126.58)	(1,126.58)	(1,126.58)
股东权益合计	3,182.35	3,298.36	3,416.45	3,604.30	3,841.36
负债和股东权益总计	10,372.12	9,717.82	10,018.58	10,428.66	10,776.99

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	168.22	218.68	500.26	708.27	893.79
折旧摊销	602.18	645.78	226.25	237.79	245.41
财务费用	275.28	192.23	111.00	110.91	90.61
投资损失	(63.24)	0.30	(65.00)	(65.00)	(70.00)
营运资金变动	(530.74)	(524.97)	35.11	123.08	230.95
其它	41.23	406.82	7.91	13.65	16.47
经营活动现金流	492.92	938.83	815.53	1,128.71	1,407.22
资本支出	929.12	280.48	100.00	100.00	100.00
长期投资	(2.07)	(1.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,408.94)	(543.77)	(137.86)	(137.86)	(132.86)
投资活动现金流	(481.90)	(264.96)	(37.86)	(37.86)	(32.86)
债权融资	3,949.64	3,730.45	3,626.95	3,450.71	3,142.89
股权融资	(250.89)	(168.87)	(123.03)	(110.91)	(90.61)
其他	(3,791.30)	(4,242.51)	(4,105.64)	(4,158.15)	(4,121.05)
筹资活动现金流	(92.54)	(680.94)	(601.72)	(818.36)	(1,068.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(81.53)	(7.07)	175.94	272.48	305.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,868.30	8,626.47	8,840.04	10,202.46	11,730.46
营业成本	6,726.50	7,275.03	7,222.44	8,184.58	9,358.74
营业税金及附加	60.16	57.67	61.88	71.42	82.11
营业费用	264.76	279.46	243.10	275.47	310.86
管理费用	409.00	478.40	486.20	550.93	621.71
研发费用	27.39	113.93	141.44	158.14	175.96
财务费用	253.06	166.74	111.00	110.91	90.61
资产减值损失	44.17	(15.92)	(6.00)	(3.00)	0.00
公允价值变动收益	0.00	2.86	2.86	2.86	2.86
投资净收益	63.24	(0.30)	65.00	65.00	70.00
其他	(212.26)	(30.75)	(135.72)	(135.72)	(145.72)
营业利润	232.27	299.35	647.83	921.87	1,163.33
营业外收入	5.96	8.45	5.00	5.00	5.00
营业外支出	29.62	18.35	5.00	5.00	5.00
利润总额	208.62	289.45	647.83	921.87	1,163.33
所得税	40.40	70.77	142.52	202.81	255.93
净利润	168.22	218.68	505.31	719.06	907.40
少数股东损益	(7.51)	5.44	5.05	10.79	13.61
归属于母公司净利润	175.72	213.24	500.26	708.27	893.79
每股收益(元)	0.17	0.21	0.50	0.70	0.88

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.64%	9.64%	2.48%	15.41%	14.98%
营业利润	38.29%	28.88%	116.42%	42.30%	26.19%
归属于母公司净利润	68.33%	21.35%	134.59%	41.58%	26.19%
获利能力					
毛利率	14.51%	15.67%	18.30%	19.78%	20.22%
净利率	2.23%	2.47%	5.66%	6.94%	7.62%
ROE	5.66%	6.63%	15.03%	20.20%	23.97%
ROIC	8.34%	7.25%	11.96%	16.70%	21.28%
偿债能力					
资产负债率	69.32%	66.06%	65.90%	65.44%	64.36%
净负债率	66.64%	64.83%	54.41%	39.13%	20.74%
流动比率	0.73	0.75	0.80	0.86	0.93
速动比率	0.49	0.46	0.55	0.58	0.64
营运能力					
应收账款周转率	17.75	22.11	24.49	27.69	28.80
存货周转率	6.05	5.56	5.80	6.50	6.73
总资产周转率	0.80	0.86	0.90	1.00	1.11
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.21	0.50	0.70	0.88
每股经营现金流	0.49	0.93	0.81	1.12	1.39
每股净资产	3.07	3.18	3.30	3.47	3.69
估值比率					
市盈率	41.56	34.25	14.60	10.31	8.17
市净率	2.35	2.27	2.19	2.08	1.96
EV/EBITDA	5.92	5.74	8.93	6.61	5.22
EV/EBIT	13.80	12.08	11.59	8.13	6.24

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com