

## 受益复合肥量价提升，公司盈利大幅增长

——云图控股（002539.SZ）2020年度业绩快报点评

### 要点

**事件：**1月25日晚，公司发布2020年度业绩快报，公司2020年实现营业收入91.24亿元，同比增长5.77%，实现归母净利润5.05亿元，同比增长120.91%，折算EPS为0.50元/股。

**Q1-Q4盈利能力大增，创公司业绩历史新高。**根据业绩快报，公司2020年营收91.24亿元，归母净利润5.05亿元，均达历史新高。结合前期公告来看，公司2020Q1-Q4分别实现营收21.5/23.2/23.4/23.2亿元，单季度营业收入与2019Q2和Q3水平相当。公司2020Q1-Q4的归母净利润分别为0.58/1.34/1.79/1.34亿元，同比分别增加47.3%/61.0%/194.8%/346.7%，整体盈利水平显著增高，创公司业绩达到历史新高。

**环保整治过后，磷酸一铵产量跌底后反弹，带动价格回升。**2019年1月26日，国家生态环境部、国家发改委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，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》，两份官方文件都在着重强调和推进湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等7省（市）的“三磷”专项排查整治行动。超高强度的环保整治行动加速了行业不合规产能的推出，同时也导致了相关产品产量的大幅下降，供给端明显收缩。根据隆众化工数据统计，2019年全国磷酸一铵产量为908.36万吨，同比下降20.4%。此外，受全国公共卫生事件的影响，2020年2月磷酸一铵产量跌至底部，全月仅产有磷酸一铵59.7万吨。供给端的收缩造成了一定供不应求的局面，磷酸一铵价格自3月开始小幅回升，2020Q4磷酸一铵价格已来到了近五年以来的中高位水平。

**抓住机遇发展客户扩大份额，看好公司发展前景。**公司作为复合肥行业的优质企业，具备一体化产业链优势和新型复合肥研发优势，在国内和国际市场上具有较强的影响力。受益于此番行业内部的环保整治，大量不合规产能退出，公司作为行业内的领先者，将抓住这一机遇，努力扩展区域客户，扩大市场份额，未来业绩有望持续增长。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司主营业务复合肥销量和毛利上涨，以及未来公司努力拓展区域客户市场份额扩大，行业话语权提升，我们上调了公司2020-2022年的盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润为5.05、7.02、8.46亿元，折合EPS为0.50、0.69、0.84元/股，当前股价对应PE分别为19、13、11倍，仍维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，市场竞争风险，安全生产和环境保护风险，食品质量安全风险，行业政策风险。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,868.30	8,626.47	9,124.25	9,974.75	11,041.11
营业收入增长率	1.64%	9.64%	5.77%	9.32%	10.69%
净利润（百万元）	175.72	213.24	505.11	701.93	846.46
净利润增长率	68.33%	21.35%	136.87%	38.97%	20.59%
EPS（元）	0.17	0.21	0.50	0.69	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.66%	6.63%	14.15%	17.69%	19.27%
P/E	54	44	19	13	11
P/B	3.1	2.9	2.7	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-25

### 买入（维持）

当前价：9.38元

### 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

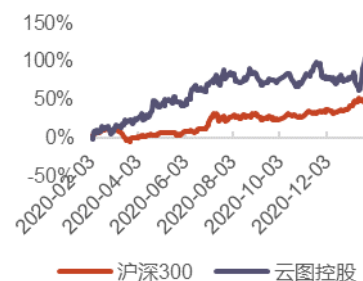
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	10.10
总市值(亿元):	94.75
一年最低/最高(元):	4.11/9.38
近3月换手率:	150.79%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.62	15.73	62.96
绝对	29.20	34.96	103.47

资料来源：Wind

### 相关研报

复合肥主业逆势增长，行业转型升级利好龙头——云图控股（002539.SZ）2019年年报暨2020年一季报点评（2020-05-07）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,868	8,626	9,124	9,975	11,041
营业成本	6,727	7,275	7,478	7,967	8,769
折旧和摊销	568	612	693	707	719
税金及附加	60	58	61	67	74
销售费用	265	279	296	323	358
管理费用	409	478	506	553	612
财务费用	253	167	109	83	57
研发费用	27	114	121	132	146
投资收益	63	(0)	0	0	0
营业利润	232	299	667	917	1,100
利润总额	209	289	647	899	1,084
所得税	40	71	142	197	237
净利润	168	219	505	702	846
少数股东损益	(8)	5	0	0	0
归属母公司净利润	176	213	505	702	846
EPS(按最新股本计, 元)	0.17	0.21	0.50	0.69	0.84

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	493	939	1,279	1,481	1,603
净利润	176	213	505	702	846
折旧摊销	568	612	693	707	719
净营运资金增加	(175)	563	86	164	211
其他	(76)	(450)	(5)	(91)	(174)
投资活动产生现金流	(482)	(265)	(82)	(125)	(100)
净资本支出	(471)	(330)	(99)	(100)	(100)
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	(13)	64	16	(25)	0
融资活动现金流	(93)	(681)	(1,146)	(1,203)	(1,311)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	676	(219)	(885)	(817)	(833)
无息负债变化	375	(551)	101	158	238
净现金流	(81)	(7)	50	153	192

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.5%	15.7%	18.0%	20.1%	20.6%
EBITDA 率	13.0%	13.4%	15.2%	17.1%	17.0%
EBIT 率	5.4%	5.9%	7.6%	10.0%	10.5%
税前净利润率	2.7%	3.4%	7.1%	9.0%	9.8%
归母净利润率	2.2%	2.5%	5.5%	7.0%	7.7%
ROA	1.6%	2.3%	5.4%	7.8%	9.6%
ROE (摊薄)	5.7%	6.6%	14.2%	17.7%	19.3%
经营性 ROIC	5.1%	5.5%	8.3%	12.9%	16.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	69%	66%	61%	55%	49%
流动比率	0.73	0.75	0.91	1.14	1.46
速动比率	0.49	0.46	0.55	0.70	0.90
归母权益/有息债务	0.79	0.86	1.25	1.96	3.68
有形资产/有息债务	2.30	2.32	2.89	3.93	6.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,372	9,718	9,287	9,026	8,857
货币资金	1,829	1,592	1,642	1,795	1,987
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	357	384	411	450	498
应收票据	40	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	66	78	97	106	118
存货	1,488	1,618	1,663	1,772	1,951
其他流动资产	296	276	276	276	276
流动资产合计	4,493	4,121	4,268	4,590	5,039
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	2	2	2	2
固定资产	3,809	3,836	3,307	2,750	2,170
在建工程	554	444	385	342	309
无形资产	1,008	784	801	785	769
商誉	37	34	34	34	34
其他非流动资产	115	227	227	227	227
非流动资产合计	5,879	5,597	5,019	4,437	3,818
总负债	7,190	6,419	5,635	4,975	4,381
短期借款	3,419	2,931	2,046	1,583	750
应付账款	834	703	723	770	847
应付票据	665	663	682	726	799
预收账款	746	660	698	764	845
其他流动负债	309	(6)	(6)	(6)	(6)
流动负债合计	6,189	5,478	4,694	4,034	3,440
长期借款	316	445	445	445	445
应付债券	199	0	0	0	0
其他非流动负债	111	97	97	97	97
非流动负债合计	1,001	941	941	941	941
股东权益	3,182	3,298	3,652	4,051	4,476
股本	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010
公积金	1,256	1,286	1,336	1,407	1,491
未分配利润	823	907	1,211	1,539	1,880
归属母公司权益	3,104	3,216	3,569	3,968	4,393
少数股东权益	78	83	83	83	83

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	5%	6%	6%	6%	6%
财务费用率	3%	2%	1%	1%	1%
研发费用率	0%	1%	1%	1%	1%
所得税率	19%	24%	22%	22%	22%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.15	0.30	0.42	0.50
每股经营现金流	0.49	0.93	1.27	1.47	1.59
每股净资产	3.07	3.18	3.53	3.93	4.35
每股销售收入	7.79	8.54	9.03	9.88	10.93

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	54	44	19	13	11
PB	3.1	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	13	12	9	7	6
股息率	1%	2%	3%	4%	5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳