

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

业绩超预期, 回购股份彰显发展信心

2020年上半年公司实现营收44.69亿元, 同比增长3.69%, 实现归母净利润1.92亿元, 同比增长56.47%, 实现扣非后归母净利润1.61亿元, 同比116.40%。单二季度来看, 公司实现营收23.19亿元, 同比增长1.04%, 实现归母净利润1.34亿元, 同比增长60.96%, 环比增长131.03%。同时公司预计2020年1-9月实现净利润2.56-2.93亿元, 同比增长40-60%, 第三季度实现净利润0.64-1.01亿元。

复合肥销量双位数增长, 粮食安全再提重视利好公司。上半年, 公司主要复合肥重要生产基地(湖北应城、荆州和宣城等)实现疫情期间不停产, 其他生产基地也在2月中旬复工复产, 确保生产的持续稳定, 在疫情影响的特殊情况下公司上半年实现复合肥销量132万吨, 同比增长10.01%, 实现营收24.47亿元, 同比增长2.16%, 毛利率18.34%, 同比增1.24pct, 体现特殊时期公司优异管理能力。

磷化工业务表现亮眼, 坐拥磷矿将再强化肥-磷优势。上半年黄磷价格坚挺, 公司磷化工产品实现营收5.63亿元, 同比增长5.32%, 实现毛利率21.81%, 同比增加6.48pct; 实现磷酸一铵营收3.09亿元, 同比增长45.33%, 毛利率12.14%, 同比增长1.69pct。公司在黄磷项目的基础上向下延伸产业链, 利用雷波当地丰富的石灰石资源, 以黄磷装置副产尾气为燃料, 建成年产30万吨活性石灰项目, 并于2020年7月开始试生产, 有望进一步完善产业链, 增加盈利来源。

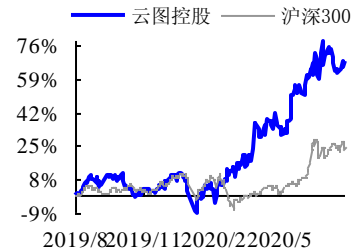
回购股份看好未来发展。公司拟使用自有资金回购股份用于股权激励或员工持股计划, 回购资金总额在1-2亿元之间, 价格不超过人民币10元/股(含)。在行业竞争格局变动之际, 公司依托“总成本领先”的核心壁垒, 市占率有望快速提升, 磷矿-黄磷未来完成自配套增厚利润, 食盐底部迎接政策改善, 公司业绩步入快速收获阶段。
维持盈利预测, 维持投资评级。预计公司2020-2022年实现归母净利润3.59/4.92/6.45亿元, 对应PE为22/16/12倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品价格下跌风险, 需求下滑风险。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,868	8,626	9,712	10,727	11,526
(+/-)%	1.64%	9.64%	12.58%	10.45%	7.45%
归属母公司净利润	176	213	359	492	645
(+/-)%	68.33%	21.35%	68.26%	37.06%	31.23%
每股收益 (元)	0.17	0.21	0.36	0.49	0.64
市盈率	23.57	23.26	21.93	16.00	12.19
市净率	1.33	1.54	2.21	1.94	1.67
净资产收益率 (%)	5.66%	6.63%	10.07%	12.13%	13.73%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010

股票数据	2020/8/24
6个月目标价 (元)	12.18
收盘价 (元)	7.79
12个月股价区间 (元)	3.83 ~ 8.03
总市值 (百万元)	7,869
总股本 (百万股)	1,010
A股 (百万股)	1,010
B股/H股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	23

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	30%	73%
相对收益	1%	6%	49%

相关报告

- 《云图控股 (002539): 率先切入区块链领域, 拓宽赛道打开成长空间》-20200713
- 《云图控股 (002539): 复合肥逆势增长, 调味品蓄势待发》-20200428
- 《云图控股 (002539): 业绩符合预期, 期待磷矿投放带来利润增厚》-20191029
- 《云图控股 (002539): 从产品到产业链, 业务优化迎业绩拐点》-20190911

证券分析师: 陈俊杰

执业证书编号: S0550518100001
(010) 58034571 chenjunjie@nesc.cn

证券分析师: 王栋

执业证书编号: S0550519080004
(021) 20363248 wangdong@nesc.cn

2020年上半年公司实现营收44.69亿元，同比增长3.69%，实现归母净利润1.92亿元，同比增长56.47%，超过此前预告上限50%，实现扣非后归母净利润1.61亿元，同比116.40%。单二季度来看，公司实现营收23.19亿元，同比增长1.04%，实现归母净利润1.34亿元，同比增长60.96%，环比增长131.03%。同时公司预计2020年1-9月实现净利润2.56-2.93亿元，同比增长40-60%，单三季度预计实现净利润0.64-1.01亿元。上半年净利润增速超过预告上限，三季度利润上限上移，业绩超市场预期，主因得益于围绕复合肥、磷化工的一体化产业链优势，以及公司在特殊时期的较好管理。

复合肥销量双位数增长，粮食安全再提重视利好公司。上半年，公司主要复合肥重要生产基地（湖北应城、荆州和宣城等）实现疫情期间不停产，其他生产基地也在2月中旬复工复产，确保生产的持续稳定，在疫情影响的特殊情况下公司上半年实现复合肥销量132万吨，同比增长10.01%，实现营收24.47亿元，同比增长2.16%，毛利率18.34%，同比增1.24pct，体现特殊时期公司优异管理能力。粮食安全再提重视，制止浪费、虫灾水灾、疫情影响等最终反映的问题都要回归到国内粮食播种面积的保障，因复合肥国内自给自足，我们认为肥料是链条主要受益环节，云图控股复合肥弹性较大，复合肥的胜出一看渠道，二看成本，三看管理，公司凭借出货优势业绩持续超预期，此次三季报利润上限增长60%，奠定全年高增长基础。

磷化工业务表现亮眼，坐拥磷矿将再强化肥-磷优势。上半年黄磷价格坚挺，公司磷化工产品实现营收5.63亿元，同比增长5.32%，实现毛利率21.81%，同比增加6.48pct；实现磷酸一铵营收3.09亿元，同比增长45.33%，毛利率12.14%，同比增长1.69pct。公司在黄磷项目的基础上向下延伸产业链，利用雷波当地丰富的石灰石资源，以黄磷装置副产尾气为燃料，建成年产30万吨活性石灰项目，并于2020年7月开始试生产，有望进一步完善产业链，增加盈利来源。此外，公司在四川雷波牛牛寨北矿区东段磷矿拥有磷矿石储量1.81亿吨，正在办理“探矿权转采矿权”的相关手续，该资源将成为公司磷化工深度发展的基础，也是产业链一体化再优化的重要一环。

化工品及盐处于底部盈利区间，潜在弹性较大。上半年疫情影响，化工品价格下降明显，公司化工板块实现营收10.59亿元，同比下降9.27%，实现毛利率14.85%，同比下降3.08pct。盐改背景下国内食用盐市场受到较大冲击，但公司依托食用盐产业链、产品及营销优势，食用盐产销量与去年同期基本持平，实现营收1.23亿元，同比下降12.28%，毛利率22.40%，同比增加9.71pct。化工品及品种盐处于底部盈利状态，量的弹性大，当纯碱供需格局出现改善、下游复工复产带动化工品需求、品种盐业务迎政策利好，公司联碱、品种盐业务均存在较大利润弹性。

依托渠道优势布局区块链，打开农资发展空间。公司在农资领域积累深厚，拥有4000余家、镇村级零售终端网点10万余家，拟自筹0.5亿元设立云图农服，率先推广区域链技术，定位“区块链+金融”和“区块链+农业”两个方向。在解决农村地区融资和销售问题的同时，也将促进公司复合肥产品的销售，在复合肥行业格局变化之际，公司市场份额有望快速提升。通过云图农服，公司也将把业务从复合肥的生产销售拓宽到“农业生产资料下乡、农业种植管理、农产品进城”全产业链。

回购股份看好未来发展，公司未来3年将体现高增长。公司拟使用自有资金回购部分社会公众股，回购资金总额在1-2亿元之间，回购股份价格不超过人民币10元/股（含），用于股权激励或员工持股计划，体现出公司对未来发展的信心。公司依靠肥、盐等业务，积极转型，往上游开发，延伸出磷矿石/氨/磷铵/硫酸、黄磷/石灰等的产业链配套，强调“总成本领先”的新策略，形成立足长江流域辐射全国的销售体系，注重品牌建设。公司主要资本开支已经建完投放，未来3年将确定进入快速收获期，业绩有望高增速释放。

暂维持盈利预测，维持投资评级。预计公司2020-2022年实现营收107.27/110.72/115.26亿元，实现归母净利润3.59/4.92/6.45亿元，三年复合增速为45%，对应PE分别为22/16/12x，2020年PEG仅为0.49，我们上调六个月目标价，对应21年业绩给予25倍PE，对应目标市值123亿，看56%市值空间，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下跌风险，需求下滑风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,592	1,800	2,000	2,200	净利润	219	357	491	646
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	30	30	20	20
应收款项	384	512	545	583	折旧及摊销	646	550	550	300
存货	1,618	1,635	1,816	1,945	公允价值变动损失	-3	0	0	0
其他流动资产	492	736	724	747	财务费用	192	152	120	80
流动资产合计	4,086	4,684	5,085	5,474	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-158	55	62	-9
长期投资净额	2	2	2	2	其他	13	52	-20	-20
固定资产	3,836	3,286	2,736	2,436	经营活动净现金流量	939	1,196	1,223	1,017
无形资产	784	784	784	784	投资活动净现金流量	-265	429	36	49
商誉	34	34	34	34	融资活动净现金流量	-681	-1,417	-1,060	-866
非流动资产合计	5,597	4,555	3,969	3,619	企业自由现金流	762	977	1,078	1,034
资产总计	9,683	9,239	9,054	9,094					
短期借款	2,931	2,503	1,569	788	财务与估值指标				
应付款项	1,366	1,626	1,789	1,901	每股指标				
预收款项	660	799	885	938	每股收益 (元)	0.21	0.36	0.49	0.64
一年内到期的非流动负债	354	0	0	0	每股净资产 (元)	3.18	3.53	4.01	4.65
流动负债合计	5,478	5,141	4,470	3,869	每股经营性现金流量 (元)	0.93	1.18	1.21	1.01
长期借款	445	445	445	445	成长性指标				
其他长期负债	496	45	40	35	营业收入增长率	9.64%	12.58%	10.45%	7.45%
长期负债合计	941	490	485	480	净利润增长率	21.35%	68.26%	37.06%	31.23%
负债合计	6,419	5,631	4,955	4,349	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	3,216	3,562	4,054	4,699	毛利率	15.67%	16.16%	16.94%	17.45%
少数股东权益	83	81	80	81	净利率	2.47%	3.69%	4.58%	5.60%
负债和股东权益总计	9,683	9,239	9,054	9,094	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	16.51	19.26	18.56	18.45
					存货周转率 (次)	77.91	73.31	74.38	74.61
					偿债能力指标				
					资产负债率	66.30%	60.95%	54.73%	47.82%
					流动比率	0.75	0.91	1.14	1.42
					速动比率	0.42	0.51	0.65	0.81
					费用率指标				
					销售费用率	3.24%	3.10%	3.12%	3.00%
					管理费用率	5.55%	5.28%	5.50%	5.30%
					财务费用率	1.93%	1.22%	0.77%	0.33%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	23.26	21.93	16.00	12.19
					P/B (倍)	1.54	2.21	1.94	1.67
					P/S (倍)	0.91	0.81	0.73	0.68
					净资产收益率	6.63%	10.07%	12.13%	13.73%

资料来源：东北证券

分析师简介:

陈俊杰: 清华大学有机化学硕士, 华南理工大学应用化学本科, 现任东北证券化工行业首席分析师。曾任申银万国证券研究所材料部高级分析师。2015年以来具有4年证券研究从业经历, 2015年、2016年新财富入围, 2019年水晶球入围。在农化、玻纤、新材料等领域具有独到深刻见解, 曾挖掘扬农化工、利尔化学、中国巨石、金发科技等标的, 基本面研究扎实获市场认可。

王栋: 中科院微系统所微电子学与固体电子学硕士, 华中科技大学材料科学与工程本科, 现任东北证券基础化工组分析师。2017年以来具有3年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn