

2019年09月17日

云图控股 (002539.SZ)

## 磷化工产品涨价与复合肥销量提升推动业绩增长

■事件：云图控股公布 2019 年中报，报告期内公司实现营收 43.10 亿元（同比+16.17%）、归母净利润 1.23 亿元（同比+34.90%）、扣非归母净利润 0.74 亿元（同比+7.39%）；其中 19Q2 实现营收 22.95 亿元（同比+11.01%、环比+13.85%）、归母净利润 0.83 亿元（同比+107.21%、环比+110.13%）、扣非归母净利润 0.43 亿元（同比+77.09%、环比+39.23%）。同时公司预测 19Q1-Q3 将实现归母净利润 1.69~2.11 亿元（同比+20~50%）。

■点评：云图 19Q2 业绩同环比均大幅增长，我们分析主要系磷化工产品涨价、复合肥销量提升与政府补贴所致。

**(1)政府补助：**19H1 公司税后扣少股后非经常性收益 0.48 亿元（同比+123%），其中政府补助贡献 0.57 亿元（税前少股前），主要为各子公司收到的财政拨款（贡献 0.46 亿元）；而其项目建设补贴等项目期末合计递延收益仍有 0.91 亿元（本期摊销 0.11 亿元），从这一角度看政府补贴有一定的可持续性。

**(2)磷化工涨价：**19H1 公司磷化工产品贡献毛利润 0.82 亿元（占比 12.4%）、同比+0.67 亿元（占毛利润增量 101.2%）。公司有 6 万吨黄磷产能，保持满负荷运转；19 年 1-4 月黄磷均价同比低于去年，主要系产量增长与下游开工受限（如某重要会议与“321”事故期间）所致，5-6 月价格同比高，开工大幅下滑系主因。相应地，19H1 受黄磷涨价影响公司磷酸一铵（43 万吨产能）毛利润下滑 0.07 亿元。

19Q1、Q2 华东黄磷均价分别为 15900、16100 元/吨，随焦点访谈报道后 7-8 月贵州、四川、云南黄磷开工率大幅下降，带来 19Q3 黄磷价格继续大幅上涨（截止目前均价 19300 元/吨，环比+20%），**磷化工涨价有望持续带来业绩增厚。**

**(3)复合肥销量提升：**19H1 公司复合肥贡献毛利润 4.10 亿元（占比 61.9%）、同比+0.79 亿元（占毛利润增量 119.7%）。报告期内公司从复肥产品、品牌、渠道、活动、团队等方面入手，持续搅动市场，在行业不景气的情况下实现逆势增长，销量突破 120 万吨，同比增加 31%。

■多业务协同并进。公司围绕复合肥产业链进行深度开发，向上游盐、磷资源拓展（拥有牛牛寨北矿区磷矿探矿权，西段勘探中，东段办理手续中），确保高品质原料供应和低成本生产；向下游产业纵深发展，构建矿业、化工、化肥上下游完整的产业链体系，并聚焦高效种植努力提供现代农业综合优质服务。此外，公司川菜调味品业务的渠道能力与电竞业务的综合管理水平也不断提升。

■投资建议：首次给予增持-A 的投资评级 3 个月目标价为 5.5 元，相当于 2019-2021 年的 21.2、16.7、12.8 倍市盈率。

■风险提示：黄磷等产品价格下跌风险；环保政策放松风险；复合肥销量不及预期风险；其他业务推进受阻风险；政府补贴不及预期风险。

## 公司动态分析

证券研究报告

复合肥

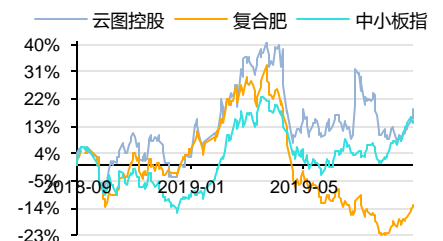
投资评级 **增持-A**  
首次评级

6 个月目标价：**5.5 元**  
股价 (2019-09-12) **4.95 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	5,000.00
流通市值 (百万元)	2,997.47
总股本 (百万股)	1,010.10
流通股本 (百万股)	605.55
12 个月价格区间	3.95/6.00 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.57	-9.63	4.62
绝对收益	8.32	5.54	20.02

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

### 相关报告

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	7,741.6	7,868.3	9,127.2	10,405.0	11,653.6
净利润	104.4	175.7	257.9	334.7	430.5
每股收益(元)	0.10	0.17	0.26	0.33	0.43
每股净资产(元)	3.04	3.07	3.14	3.23	3.36
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	47.9	28.5	19.4	14.9	11.6
市净率(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
净利润率	1.3%	2.2%	2.8%	3.2%	3.7%
净资产收益率	3.4%	5.7%	8.1%	10.2%	12.7%
股息收益率	1.6%	3.2%	3.6%	4.7%	6.0%
ROIC	4.7%	8.3%	8.3%	9.5%	12.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	7,741.6	7,868.3	9,127.2	10,405.0	11,653.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	6,545.5	6,726.5	7,712.5	8,740.2	9,730.8	营业收入增长率	27.5%	1.6%	16.0%	14.0%	12.0%
营业税费	64.2	60.2	73.0	83.2	93.2	营业利润增长率	17.7%	38.3%	61.4%	27.9%	27.2%
销售费用	296.9	264.8	319.5	364.2	407.9	净利润增长率	-26.9%	68.3%	46.8%	29.8%	28.6%
管理费用	494.0	409.0	502.0	572.3	641.0	EBITDA 增长率	2.5%	17.3%	-15.1%	17.9%	15.9%
财务费用	180.9	253.1	160.4	180.8	186.1	EBIT 增长率	-5.0%	44.8%	25.4%	23.3%	20.6%
资产减值损失	44.9	44.2	45.0	45.0	45.0	NOPLAT 增长率	16.8%	53.1%	2.6%	23.3%	20.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-13.7%	3.5%	6.9%	-4.9%	6.0%
投资和汇兑收益	-1.1	63.2	60.0	60.0	60.0	净资产增长率	0.1%	0.7%	2.1%	3.3%	4.1%
<b>营业利润</b>	168.0	232.3	374.9	479.3	609.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-27.9	-23.7	-24.0	-24.0	-24.0	毛利率	15.4%	14.5%	15.5%	16.0%	16.5%
<b>利润总额</b>	140.0	208.6	350.9	455.3	585.7	营业利润率	2.2%	3.0%	4.1%	4.6%	5.2%
减:所得税	37.4	40.4	87.7	113.8	146.4	净利润率	1.3%	2.2%	2.8%	3.2%	3.7%
<b>净利润</b>	104.4	175.7	257.9	334.7	430.5	EBITDA/营业收入	11.0%	12.6%	9.3%	9.6%	9.9%
						EBIT/营业收入	3.8%	5.4%	5.9%	6.3%	6.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	177	172	154	139	125
货币资金	1,319.6	1,829.1	2,738.2	3,121.5	3,496.1	流动营业资本周转天数	12	0	3	3	3
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	171	191	208	217	216
应收账款	491.5	413.9	600.2	555.9	739.0	应收帐款周转天数	25	21	20	20	20
应收票据	96.2	40.0	112.1	61.3	132.9	存货周转天数	54	59	59	59	58
预付帐款	658.3	417.3	782.4	577.2	936.5	总资产周转天数	426	450	440	421	398
存货	1,112.9	1,487.9	1,511.4	1,887.6	1,896.6	投资资本周转天数	236	219	198	175	157
其他流动资产	179.5	304.9	300.0	300.0	300.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	16.6	80.2	80.0	80.0	80.0	ROE	3.4%	5.7%	8.1%	10.2%	12.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	1.6%	2.2%	2.8%	3.3%
长期股权投资	5.7	3.7	1.7	-0.3	-2.3	ROIC	4.7%	8.3%	8.3%	9.5%	12.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	3,700.3	3,812.1	3,996.3	4,051.0	4,032.5	销售费用率	3.8%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
在建工程	419.1	553.6	341.8	235.9	182.9	管理费用率	6.4%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%
无形资产	835.5	1,008.0	1,075.8	1,140.7	1,202.6	财务费用率	2.3%	3.2%	1.8%	1.7%	1.6%
其他非流动资产	465.0	421.4	408.8	392.4	366.2	三费/营业收入	12.6%	11.8%	10.8%	10.7%	10.6%
<b>资产总额</b>	9,300.2	10,372.1	11,948.6	12,403.0	13,363.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	3,008.7	3,418.9	4,476.1	4,891.1	5,390.2	资产负债率	66.0%	69.3%	72.8%	72.9%	73.8%
应付帐款	710.4	938.1	947.1	1,189.4	1,189.3	负权益比	194.2%	225.9%	267.6%	269.4%	282.3%
应付票据	764.7	664.7	963.5	881.7	1,172.6	流动比率	0.70	0.73	0.80	0.78	0.82
其他流动负债	990.6	1,167.4	1,175.3	1,358.9	1,383.4	速动比率	0.50	0.49	0.60	0.55	0.61
长期借款	31.4	315.8	636.2	224.3	232.0	利息保障倍数	1.63	1.69	3.34	3.65	4.28
其他非流动负债	632.9	684.9	500.0	500.0	500.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	6,138.7	7,189.8	8,698.2	9,045.4	9,867.4	DPS(元)	0.08	0.16	0.18	0.23	0.30
少数股东权益	93.7	78.0	83.2	90.1	98.9	分红比率	77.4%	92.0%	70.0%	70.0%	70.0%
股本	1,010.1	1,010.1	1,010.1	1,010.1	1,010.1	股息收益率	1.6%	3.2%	3.6%	4.7%	6.0%
留存收益	2,050.5	2,079.9	2,157.1	2,257.5	2,386.6						
<b>股东权益</b>	3,161.6	3,182.4	3,250.4	3,357.6	3,495.6						
						<b>现金流量表</b>					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.10	0.17	0.26	0.33	0.43
						BVPS(元)	3.04	3.07	3.14	3.23	3.36
						PE(X)	47.9	28.5	19.4	14.9	11.6
						PB(X)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
						P/FCF	9.3	7.3	4.6	8.4	7.8
						P/S	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
						EV/EBITDA	9.6	5.9	8.3	6.7	5.9
						CAGR(%)	49.3%	37.7%	19.4%	49.3%	37.7%
						PEG	1.0	0.8	1.0	0.3	0.3
						ROIC/WACC	0.6	1.1	1.1	1.3	1.6
						REP	2.7	1.1	1.2	1.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张汪强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034