

投资评级 优于大市 首次覆盖

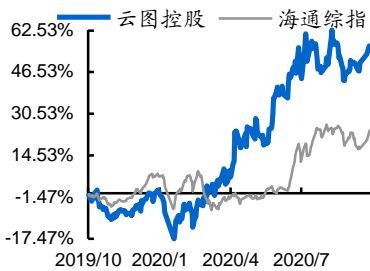
## 深耕复合肥行业，打造云图农服区块链农业服务平台

### 股票数据

10月14日收盘价(元)	7.63
52周股价波动(元)	3.83-8.28
总股本/流通A股(百万股)	1010/656
总市值/流通市值(百万元)	7707/5009

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.9	6.1	2.4
相对涨幅(%)	3.5	3.9	2.4

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:刘海荣

Tel:(021)23154130

Email:lhr10342@htsec.com

证书:S0850517080010

### 投资要点:

- **主营复合肥，新型复合肥占比86%。**公司目前主营产品包括复合肥、食用盐、工业盐、川菜调味品、纯碱、氯化铵、磷酸一铵、黄磷等。其中复合肥业务是公司的传统核心业务，截至2019年年报，公司拥有复合肥年产能510万吨，其中硝基、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%。另外截止2019年，公司拥有纯碱、氯化铵60万双吨产能，黄磷6万吨、磷酸5万吨、磷酸二氢钾1.5万吨及三聚磷酸钠3.5万吨产能。
- **深耕复合肥行业，打造云图农服区块链农业服务平台。**公司复合肥产品覆盖全水溶、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、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。公司分别在四川、湖北、河南、山东、新疆等地设立了复合肥生产基地，是中国复合肥行业生产基地最多的供应商之一。依托公司在复合肥领域的全面布局，公司打造了云图农服区块链农业服务平台，致力于实现区块链技术应用在农业产业的落地，定位“区块链+金融”和“区块链+农业”两个方向，着力打造农业金融服务平台和农业贸易服务平台。
- **积极拓展磷化工产业，销量稳定增长。**公司自收购雷波凯瑞磷化工后，依托其拥有的磷矿资源、金沙江良好的水运及当地丰富的水电资源，着力打造磷化工一体化产业链。根据2019年年报显示，公司雷波县牛牛寨北矿区东段磷矿已取得四川省自然资源厅下发的《查明矿产资源储量登记书》，查明东段磷矿储量约1.81亿吨。目前，公司正在努力推进雷波县国土资源管理部门对东段磷矿划定矿区范围的审批手续，后续有望进一步扩大公司在磷化工产业的优势地位。2019年公司累计销售磷化工产品8.02万吨，同比增长40.26%。
- **库存下降开工率上升，纯碱价格走出复苏趋势。**2019年三季度以来，受企业检修供给收缩和下游玻璃产线点火需求增加影响，纯碱价格持续上涨。根据百川资讯截至2020年10月9日，重碱价格达2000元/吨，较6月下旬最低点1275元/吨上涨57%；轻碱价格达1775元/吨，较6月下旬最低点1165元/吨上涨56%。从百川资讯统计的库存和开工率数据来看，截止2020年10月10日，最新厂家库存为47.84万吨，较6月27日147.1万吨同比下降67%；2020年9月行业平均开工率为84.5%，较6月58.8%上升25.7个百分点。我们认为行业库存持续下降，开工率不断上升，纯碱价格有望维持景气上行。
- **盈利预测与估值区间。**我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.33、0.43、0.51元/股，结合可比公司估值，谨慎给予2020年25-28倍PE，对应合理价值区间8.25-9.24元，首次覆盖给予优于大市评级。
- **风险提示。**复合肥需求下滑、磷化工价格下跌、纯碱价格下跌。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7868	8626	9266	9929	10643
(+/-)YoY(%)	1.6%	9.6%	7.4%	7.2%	7.2%
净利润(百万元)	176	213	331	435	519
(+/-)YoY(%)	68.3%	21.4%	55.1%	31.6%	19.3%
全面摊薄EPS(元)	0.17	0.21	0.33	0.43	0.51
毛利率(%)	14.5%	15.7%	15.9%	16.5%	17.1%
净资产收益率(%)	5.7%	6.6%	9.3%	10.9%	11.5%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

公司收入占比较大的产品有复合肥、磷化工、联碱和磷酸一铵:

(1) 公司是复合肥区域龙头, 行业格局趋于稳定, 假设未来 3 年复合肥销量保持 5% 增长, 受下游农产品价格复苏带动, 复合肥价格略有上涨, 毛利率随价格小幅上升。

(2) 纯碱行业需求波动主要来自下游玻璃需求变化, 行业格局也较为稳定, 假设未来 3 年联碱销量保持 5% 增长, 纯碱价格略有上涨景气复苏, 毛利率随价格小幅上升。

(3) 磷化工和磷酸一铵受三磷整治影响, 行业集中度迎来提升, 公司作为龙头未来 3 年销量保持 10% 增长, 由于磷化工产业布局逐渐完善公司向上游磷矿延伸, 未来毛利率小幅提升。

表 1 2020-2022 年云图控股分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
<b>复合肥</b>				
销售收入 (百万元)	4546	4835	5204	5597
销售成本 (百万元)	3842	4086	4371	4646
毛利率 (%)	15%	16%	16%	17%
<b>磷化工</b>				
销售收入 (百万元)	1082	1147	1261	1387
销售成本 (百万元)	864	917	996	1096
毛利率 (%)	20%	20%	21%	21%
<b>联碱</b>				
销售收入 (百万元)	936	1135	1237	1347
销售成本 (百万元)	751	902	971	1051
毛利率 (%)	20%	21%	22%	22%
<b>磷酸一铵</b>				
销售收入 (百万元)	509	579	636	700
销售成本 (百万元)	452	512	560	616
毛利率 (%)	11%	12%	12%	12%
<b>盐</b>				
销售收入 (百万元)	317	333	349	367
销售成本 (百万元)	273	286	300	315
毛利率 (%)	14%	14%	14%	14%
<b>川菜调味品</b>				
销售收入 (百万元)	50	52	55	58
销售成本 (百万元)	39	41	43	45
毛利率 (%)	22%	22%	22%	22%
<b>其他</b>				
销售收入 (百万元)	1186	1186	1186	1186
销售成本 (百万元)	1055	1053	1053	1053
毛利率 (%)	11%	11%	11%	11%
<b>合计</b>				
销售收入 (百万元)	8626	9266	9929	10643
销售成本 (百万元)	7275	7797	8296	8822
毛利率 (%)	16%	16%	16%	17%

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
新洋丰	000902.SZ	12.27	0.5	0.64	0.79	0.94	25	19	16	13
史丹利	002588.SZ	5.4	0.09	0.19	0.36	0.43	60	28	15	13
远兴能源	000683.SZ	2.41	0.17	0.05	0.23	0.26	14	48	10	9
平均							33	32	14	12

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为2020年10月14日收盘价, 每股收益均为WIND一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>8626</b>	<b>9266</b>	<b>9929</b>	<b>10643</b>
每股收益	0.21	0.33	0.43	0.51	营业成本	7275	7797	8296	8822
每股净资产	3.18	3.51	3.94	4.46	毛利率%	15.7%	15.9%	16.5%	17.1%
每股经营现金流	0.93	0.93	1.15	1.10	营业税金及附加	58	66	69	75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	279	300	311	346
P/E	36.14	23.30	17.71	14.84	营业费用率%	3.2%	3.2%	3.1%	3.3%
P/B	2.40	2.17	1.94	1.71	管理费用	478	510	516	569
P/S	0.89	0.83	0.78	0.72	管理费用率%	5.5%	5.5%	5.2%	5.4%
EV/EBITDA	6.65	9.79	8.03	7.10	EBIT	422	515	631	728
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	167	162	150	134
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.9%	1.8%	1.5%	1.3%
毛利率	15.7%	15.9%	16.5%	17.1%	资产减值损失	-16	-15	-14	-14
净利润率	2.5%	3.6%	4.4%	4.9%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	6.6%	9.3%	10.9%	11.5%	<b>营业利润</b>	<b>299</b>	<b>427</b>	<b>555</b>	<b>679</b>
资产回报率	2.2%	3.2%	4.1%	4.8%	营业外收支	-10	0	0	0
投资回报率	4.5%	5.4%	6.7%	7.4%	<b>利润总额</b>	<b>289</b>	<b>427</b>	<b>555</b>	<b>679</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1068	980	1129	1209
营业收入增长率	9.6%	7.4%	7.2%	7.2%	所得税	71	100	125	159
EBIT 增长率	10.9%	22.1%	22.4%	15.4%	有效所得税率%	24.4%	23.5%	22.4%	23.5%
净利润增长率	21.4%	55.1%	31.6%	19.3%	少数股东损益	5	-4	-5	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>213</b>	<b>331</b>	<b>435</b>	<b>519</b>
资产负债率	66.1%	65.0%	61.6%	58.0%					
流动比率	0.75	0.81	0.89	0.98	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.43	0.45	0.50	0.56	货币资金	1592	1759	1903	2103
现金比率	0.29	0.30	0.34	0.39	应收账款及应收票据	384	489	489	519
<b>经营效率指标</b>					存货	1618	1595	1792	1891
应收帐款周转天数	16.24	17.12	16.63	16.66	其它流动资产	528	854	776	775
存货周转天数	81.17	74.65	78.85	78.22	流动资产合计	4121	4697	4960	5288
总资产周转率	0.89	0.90	0.94	0.98	长期股权投资	2	2	2	2
固定资产周转率	2.25	2.37	2.51	2.65	固定资产	3836	3906	3954	4013
					在建工程	453	469	417	400
					无形资产	784	749	714	679
					非流动资产合计	5597	5647	5609	5615
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>9718</b>	<b>10343</b>	<b>10569</b>	<b>10903</b>
净利润	213	331	435	519	短期借款	2931	2846	2457	2183
少数股东损益	5	-4	-5	0	应付票据及应付账款	1366	1605	1704	1762
非现金支出	676	479	512	495	预收账款	660	759	838	862
非经营收益	203	163	151	134	其它流动负债	521	567	572	580
营运资金变动	-158	-24	64	-39	流动负债合计	5478	5777	5572	5387
<b>经营活动现金流</b>	<b>939</b>	<b>944</b>	<b>1157</b>	<b>1110</b>	长期借款	445	445	445	445
资产	-330	-529	-473	-502	其它长期负债	496	496	496	496
投资	2	0	0	0	非流动负债合计	941	941	941	941
其他	63	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>6419</b>	<b>6718</b>	<b>6513</b>	<b>6328</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-265</b>	<b>-530</b>	<b>-474</b>	<b>-502</b>	实收资本	1010	1010	1010	1010
债权募资	3259	-86	-389	-274	归属于母公司所有者权益	3216	3546	3982	4501
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	83	79	74	74
其他	-3940	-162	-150	-134	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>9718</b>	<b>10343</b>	<b>10569</b>	<b>10903</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-681</b>	<b>-248</b>	<b>-539</b>	<b>-408</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-7</b>	<b>167</b>	<b>144</b>	<b>200</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 14 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业  
刘海荣 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 皇马科技,梅花生物,新洋丰,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,雅本化学,中旗股份,利民股份,光华科技,万润股份,江山股份,晨光新材,安道麦 A,光威复材,飞凯材料,先达股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。