

证券研究报告 / 公司点评报告

综合成本下降显著, 肥料景气有望带来业绩持续超预期

买入

上次评级: 买入

**事件:**

公司发布 2020 年业绩快报, 全年实现营业收入 91.24 亿元, 同比增长 5.77%; 归母净利润 5.05 亿元, 同比增长 136.87%。其中, Q4 实现营业收入 23.20 亿元, 同比增长 20.35%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比增长 347.67%, 2020 年加权 ROE 达到 15.09%, 同比上升 8.29%, 效益大幅提升, 主因系公司内控带来的综合成本大幅下降。

**点评:**

**复合肥是业绩增长主要贡献, 填平补齐效果显著。**公司一直强调“总成本领先”新策略, 逐步往上游开发延伸出磷矿石/氨/磷铵/硫酸等产业链配套, 填平补齐夯实成本优势基础, 在疫情特殊时期, 公司管理出色, 主营复合肥实现成本下降以及销量增长, 是全年盈利超预期的主因。收入端增速不高是因为联碱、复合肥均价下降, 据百川资讯, 2020 年复合肥均价 1987 元/吨, 同比降低 5.06%, 纯碱均价 1382 元/吨, 同比降低 17.98%。复合肥跟随农产品呈现景气, 目前全球农产品价格出现大幅上涨, 部分主粮处于一个大的补库周期, 景气周期有望延续较长时期, 20 年我们预测复合肥销量增长超 20%, 公司复合肥有望持续放量增长。

**资源型布局, 打造“磷、盐、肥”全产业链企业。**盐矿资源, 公司拥有井盐储量达 2.5 亿吨, 较强的成本控制优势。硫铁矿资源, 公司在遵义拥有 2 亿吨硫铁矿储量。磷矿资源, 公司在雷波拥有磷矿, 目前 1.8 亿吨在办产证, 磷矿产能的投放将进一步完善磷化工产业链布局。

**上调盈利预测, 维持“买入”评级。**2020 年疫情以来公司表现出优异的管理能力, 由于复合肥行业景气有望超预期, 我们调整公司 2021-2022 年实现营收至 112.63/121.02 亿元, 上调归母净利润至 7.28/9.44 亿元(原来为 5.43/6.85 亿元), 对应 PE 分别为 13X、10X。公司近期回购股份拟用于股权激励或员工持股, 对长期成长负有信心, 结合三年净利复合增速高达 64%, 建议给予高于行业的估值溢价, 对应 21 年给予 20 倍 PE, 上调 6 个月目标市值至 146 亿, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 产品价格下跌; 农产品景气周期下行; 需求下滑风险。

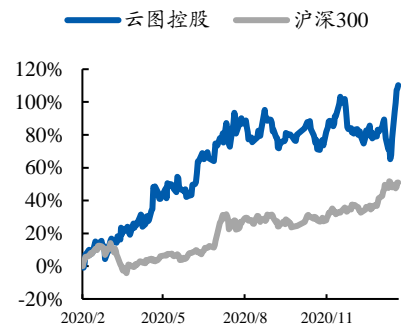
财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,868	8,626	9,124	11,263	12,102
(+/-)%	1.64%	9.64%	5.77%	23.44%	7.45%
归属母公司净利润	176	213	505	728	944
(+/-)%	68.33%	21.35%	136.87%	44.16%	29.70%
每股收益(元)	0.17	0.21	0.50	0.72	0.93
市盈率	23.57	23.26	14.78	13.01	10.03
市净率	1.33	1.54	3.16	4.24	4.06
净资产收益率(%)	5.66%	6.63%	21.41%	32.56%	40.49%
股息收益率(%)	14.93%	10.66%	15.99%	10.66%	10.66%
总股本(百万股)	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010

**股票数据**

2021/01/25

6 个月目标价(元)	14.41
收盘价(元)	9.38
12 个月股价区间(元)	4.11~9.38
总市值(百万元)	9,474.74
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)	32

**历史收益率曲线**



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	17%	19%	81%
相对收益	5%	2%	46%

**相关报告**

《云图控股(002539.SZ): 全年盈利超预期, 重视农产品景气带来的农资机会》

--2021029

《云图控股(002539.SZ): 盈利超预期, 产业链完善助力公司高增长》

--2021013

《云图控股(002539.SZ): 产业链布局成功, 进入业绩高增时期》

--20200910

**证券分析师: 陈俊杰**

执业证书编号: S0550518100001

0755-33975865 chenjunjie@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,592	0	0	0
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	384	453	541	580
存货	1,618	1,594	1,991	2,089
其他流动资产	528	731	772	791
<b>流动资产合计</b>	<b>4,121</b>	<b>2,777</b>	<b>3,304</b>	<b>3,461</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	2	2	2	2
固定资产	3,836	3,220	2,761	2,272
无形资产	784	868	864	853
商誉	34	34	34	34
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,597</b>	<b>5,126</b>	<b>4,679</b>	<b>4,187</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,718</b>	<b>7,903</b>	<b>7,983</b>	<b>7,648</b>
短期借款	2,931	1,707	1,369	788
应付款项	1,366	1,514	1,839	1,919
预收款项	660	751	929	985
一年内到期的非流动负债	354	354	354	354
<b>流动负债合计</b>	<b>5,478</b>	<b>4,522</b>	<b>4,726</b>	<b>4,294</b>
长期借款	445	445	445	445
其他长期负债	496	496	496	496
<b>长期负债合计</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>941</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,419</b>	<b>5,463</b>	<b>5,667</b>	<b>5,235</b>
归属于母公司股东权益合计	3,216	2,360	2,237	2,332
少数股东权益	83	80	79	80
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,718</b>	<b>7,903</b>	<b>7,983</b>	<b>7,648</b>

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>8,626</b>	<b>9,124</b>	<b>11,263</b>	<b>12,102</b>
营业成本	7,275	7,473	9,148	9,628
营业税金及附加	58	66	80	86
资产减值损失	-16	-12	-13	-13
销售费用	279	308	375	403
管理费用	478	504	617	666
财务费用	167	129	106	83
公允价值变动净收益	3	0	0	0
投资净收益	0	24	30	27
<b>营业利润</b>	<b>299</b>	<b>662</b>	<b>953</b>	<b>1,242</b>
营业外收支净额	-10	-8	-10	-10
<b>利润总额</b>	<b>289</b>	<b>654</b>	<b>943</b>	<b>1,232</b>
所得税	71	151	216	287
净利润	219	502	727	946
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>213</b>	<b>505</b>	<b>728</b>	<b>944</b>
少数股东损益	5	-3	-1	1

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>219</b>	<b>502</b>	<b>727</b>	<b>946</b>
资产减值准备	30	12	13	13
折旧及摊销	646	803	645	679
公允价值变动损失	-3	0	0	0
财务费用	192	145	106	83
投资损失	0	-24	-30	-27
运营资本变动	-158	20	15	-8
其他	13	10	11	12
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>939</b>	<b>1,470</b>	<b>1,487</b>	<b>1,698</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-265</b>	<b>-177</b>	<b>-34</b>	<b>-23</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-681</b>	<b>-2,885</b>	<b>-1,453</b>	<b>-1,674</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>762</b>	<b>1,118</b>	<b>1,291</b>	<b>1,561</b>

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.21	0.50	0.72	0.93
每股净资产 (元)	3.18	2.34	2.21	2.31
每股经营性现金流量	0.93	1.45	1.47	1.68
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	9.6%	5.8%	23.4%	7.4%
净利润增长率	21.4%	136.9%	44.2%	29.7%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	15.7%	18.1%	18.8%	20.4%
净利润率	2.5%	5.5%	6.5%	7.8%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	16.24	16.73	16.53	16.55
存货周转率 (次)	81.17	77.84	79.43	79.19
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	66.1%	69.1%	71.0%	68.5%
流动比率	0.75	0.61	0.70	0.81
速动比率	0.43	0.18	0.19	0.23
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%
管理费用率	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
财务费用率	1.9%	1.4%	0.9%	0.7%
<b>分红指标</b>				
分红比例	476.2%	299.9%	138.7%	106.9%
股息收益率	10.7%	16.0%	10.7%	10.7%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	23.26	14.78	13.01	10.03
P/B (倍)	1.54	3.16	4.24	4.06
P/S (倍)	1.10	1.04	0.84	0.78
净资产收益率	6.6%	21.4%	32.6%	40.5%

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业部高级分析师。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。

### 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并交易，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。

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。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	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	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基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

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
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	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 34D	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
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (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	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
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	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn