天风证券 TF SECURITIES

云图控股（002539）

证券研究报告
2021 年 03 月 02 日

业绩持续超预期，公司进入发展快车道！

事件：

云图控股批露 2021 年一季度业绩预告，报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 1.74~1.92 亿元，同比增长 199.48%~230.46%；EPS 0.18 元~0.19 元，同比增长 200%~217%。

农产品价格上涨，复合肥需求有望抬升

农产品价格高低与农户对农产品的种植意愿高低呈正比，进而影响对复合肥的需求。2015 年以来玉米种植效益大幅降低是导致复合肥需求疲软的核心因素。我们认为当前我国玉米已经出现产不足需，叠加多年库存去化，玉米价格在 2020 年开始快速上涨，大豆、稻谷、小麦等粮食价格也出现不同程度上涨。农产品价格的上涨，将显著提升农民种植意愿，利好上游农资需求上升，且会显著提升农民购买高品质复合肥的意愿。此外，从国家战略层面，“粮食安全”战略将使得国家从宏观层面推动粮食的种植面积扩大，也有利于肥料行业的发展

公司优势：成本领先+产品升级+渠道开拓

1）**公司生产成本领先。**完整产业链带来的低成本优势。公司已建立了除尿素以外的氮肥完整产业链，以及从磷矿资源开始的磷肥完整产业链，公司复合肥上游原料、包材基本可实现自给自足，极具成本优势。我们认为，成本低将使得公司在复合肥产品的定价以及对经销商的激励方面相对于竞争对手具备更强的优势，有利于公司获取经销商，扩大市占率。

2）**产品升级，提升盈利能力。**公司硝基肥及水溶性肥料均处于行业领先地位，已成为高端复合肥产品的领军品牌，未来在经济作物方面有望实现快速推广，并提升公司整体盈利能力。2020 年公司推出全新特肥品牌 Cropup 棵诺，拥有“全进口、可溯源、多功能、可定制”四大优势，可满足作物全面营养和品质提升需求。我们预计，Cropup 棵诺有望从 2021 年开始为公司业绩带来显著贡献。

3）**强化渠道服务和推广，稳步推进国际化。**公司深耕农村市场 20 多年，拥有覆盖全国 2,000 余个农业县市的一级经销商 5000 余家、镇村级零售终端网点 10 万余家，客户群体触及到的农业耕地面积达 5 亿亩。并稳步推进国际化，目前已在越南、泰国、马来西亚等国建立了自己的营销渠道，东南亚市场拓展取得重大突破。

投资建议，给予“买入”评级：

受益于粮食、蔬菜、水果的涨价，农民种植积极性加强，使得农民购买更高品质肥料的意愿得以释放。我们调整公司 2020-2022 年的收入 88.4/102.02/117.30 亿元到 91.58/105.84/121.89 亿元，同比增长 6.16%/15.57%/15.16%；调整归母净利润 5.00/7.08/8.94 亿元到 5.05/7.38/9.33 亿元，同比增速达到 136.71%/46.27%/26.33%，对应 EPS 为 0.50/0.73/0.92 元，给予买入评级。

风险提示：农产品和原材料价格波动、公司复合肥板块业务发展不及预期，业绩预告为公司初步测算结果，以季报数据为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,868.30	8,626.47	9,158.27	10,584.34	12,188.72
增长率(%)	1.64	9.64	6.16	15.57	15.16
EBITDA(百万元)	994.75	1,166.42	996.84	1,311.25	1,551.36
净利润(百万元)	175.72	213.24	504.76	738.32	932.74
增长率(%)	68.33	21.35	136.71	46.27	26.33
EPS(元/股)	0.17	0.21	0.50	0.73	0.92
市盈率(P/E)	64.44	53.10	22.43	15.34	12.14
市净率(P/B)	3.65	3.52	3.40	3.22	3.02
市销率(P/S)	1.44	1.31	1.24	1.07	0.93
EV/EBITDA	5.92	5.74	12.87	9.46	7.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.54 元
目标价格	元

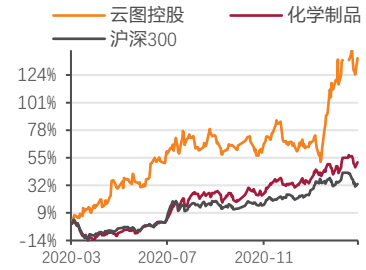
基本数据

A 股总股本(百万股)	1,010.10
流通 A 股股本(百万股)	656.45
A 股总市值(百万元)	10,646.45
流通 A 股市值(百万元)	6,918.93
每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	65.25
一年内最高/最低(元)	11.40/4.35

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com
魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《云图控股-首次覆盖报告:行业景气反转，依托成本优势快速扩张》2021-01-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,829.08	1,592.06	1,831.65	2,116.87	2,437.74
应收票据及应收账款	396.60	383.76	364.16	400.26	446.18
预付账款	417.34	173.53	740.32	674.05	837.71
存货	1,487.90	1,617.78	1,539.19	1,713.88	1,903.55
其他	362.20	354.08	339.90	364.50	356.30
流动资产合计	**4,493.12**	**4,121.22**	**4,815.23**	**5,269.56**	**5,981.48**
长期股权投资	3.65	1.98	1.98	1.98	1.98
固定资产	3,808.51	3,836.02	3,931.85	3,945.61	3,873.28
在建工程	573.37	452.64	251.32	120.53	68.21
无形资产	1,008.03	784.94	764.18	743.42	722.66
其他	485.45	521.02	487.21	453.41	419.60
非流动资产合计	**5,879.01**	**5,596.60**	**5,436.54**	**5,264.95**	**5,085.73**
资产总计	**10,372.12**	**9,717.82**	**10,251.78**	**10,534.51**	**11,067.21**
短期借款	3,418.89	2,931.22	2,945.67	2,810.87	2,560.45
应付票据及应付账款	1,498.51	1,366.11	1,541.62	1,758.60	2,020.81
其他	1,271.71	1,180.92	1,450.71	1,505.43	1,828.96
流动负债合计	**6,189.10**	**5,478.25**	**5,937.99**	**6,074.91**	**6,410.22**
长期借款	315.80	445.04	400.00	350.00	300.00
应付债券	199.24	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	485.63	496.16	496.16	496.16	496.16
非流动负债合计	**1,000.67**	**941.21**	**896.16**	**846.16**	**796.16**
负债合计	**7,189.77**	**6,419.45**	**6,834.16**	**6,921.07**	**7,206.38**
少数股东权益	77.98	82.84	87.93	99.18	113.38
股本	1,010.10	1,010.10	1,010.10	1,010.10	1,010.10
资本公积	1,126.40	1,126.58	1,126.58	1,126.58	1,126.58
留存收益	2,079.93	2,193.39	2,319.58	2,504.16	2,737.35
其他	(1,112.06)	(1,114.55)	(1,126.58)	(1,126.58)	(1,126.58)
股东权益合计	**3,182.35**	**3,298.36**	**3,417.62**	**3,613.44**	**3,860.83**
负债和股东权益总计	**10,372.12**	**9,717.82**	**10,251.78**	**10,534.51**	**11,067.21**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	168.22	218.68	504.76	738.32	932.74
折旧摊销	602.18	645.78	226.25	237.79	245.41
财务费用	275.28	192.23	111.92	112.48	91.92
投资损失	(63.24)	0.30	(65.00)	(65.00)	(70.00)
营运资金变动	(530.74)	(524.97)	24.67	136.39	228.50
其它	41.23	406.82	7.96	14.10	17.06
经营活动现金流	**492.92**	**938.83**	**810.57**	**1,174.08**	**1,445.63**
资本支出	929.12	280.48	100.00	100.00	100.00
长期投资	(2.07)	(1.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,408.94)	(543.77)	(137.86)	(137.86)	(132.86)
投资活动现金流	**(481.90)**	**(264.96)**	**(37.86)**	**(37.86)**	**(32.86)**
债权融资	3,949.64	3,730.45	3,699.86	3,515.06	3,214.64
股权融资	(250.89)	(168.87)	(123.96)	(112.48)	(91.92)
其他	(3,791.30)	(4,242.51)	(4,109.02)	(4,253.59)	(4,214.62)
筹资活动现金流	**(92.54)**	**(680.94)**	**(533.12)**	**(851.01)**	**(1,091.90)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(81.53)**	**(7.07)**	**239.59**	**285.21**	**320.88**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7,868.30**	**8,626.47**	**9,158.27**	**10,584.34**	**12,188.72**
营业成本	6,726.50	7,275.03	7,477.03	8,486.27	9,718.47
营业税金及附加	60.16	57.67	64.11	74.09	85.32
营业费用	264.76	279.46	270.17	285.78	323.00
管理费用	409.00	478.40	503.70	571.55	646.00
研发费用	27.39	113.93	146.53	164.06	182.83
财务费用	253.06	166.74	111.92	112.48	91.92
资产减值损失	44.17	(15.92)	(6.00)	(3.00)	0.00
公允价值变动收益	0.00	2.86	2.86	2.86	2.86
投资净收益	63.24	(0.30)	65.00	65.00	70.00
其他	(212.26)	(30.75)	(135.72)	(135.72)	(145.72)
营业利润	**232.27**	**299.35**	**658.67**	**960.98**	**1,214.04**
营业外收入	5.96	8.45	5.00	5.00	5.00
营业外支出	29.62	18.35	10.00	5.00	5.00
利润总额	**208.62**	**289.45**	**653.67**	**960.98**	**1,214.04**
所得税	40.40	70.77	143.81	211.41	267.09
净利润	**168.22**	**218.68**	**509.86**	**749.56**	**946.95**
少数股东损益	(7.51)	5.44	5.10	11.24	14.20
归属于母公司净利润	**175.72**	**213.24**	**504.76**	**738.32**	**932.74**
每股收益（元）	0.17	0.21	0.50	0.73	0.92

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.64%	9.64%	6.16%	15.57%	15.16%
营业利润	38.29%	28.88%	120.04%	45.90%	26.33%
归属于母公司净利润	68.33%	21.35%	136.71%	46.27%	26.33%
获利能力					
毛利率	14.51%	15.67%	18.36%	19.82%	20.27%
净利率	2.23%	2.47%	5.51%	6.98%	7.65%
ROE	5.66%	6.63%	15.16%	21.01%	24.89%
ROIC	8.34%	7.25%	12.14%	17.32%	22.18%
偿债能力					
资产负债率	69.32%	66.06%	66.66%	65.70%	65.11%
净负债率	66.64%	64.83%	54.66%	38.69%	20.12%
流动比率	0.73	0.75	0.81	0.87	0.93
速动比率	0.49	0.46	0.55	0.59	0.64
营运能力					
应收账款周转率	17.75	22.11	24.49	27.69	28.80
存货周转率	6.05	5.56	5.80	6.51	6.74
总资产周转率	0.80	0.86	0.92	1.02	1.13
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.21	0.50	0.73	0.92
每股经营现金流	0.49	0.93	0.80	1.16	1.43
每股净资产	3.07	3.18	3.30	3.48	3.71
估值比率					
市盈率	64.44	53.10	22.43	15.34	12.14
市净率	3.65	3.52	3.40	3.22	3.02
EV/EBITDA	5.92	5.74	12.87	9.46	7.62
EV/EBIT	13.80	12.08	16.65	11.55	9.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com