

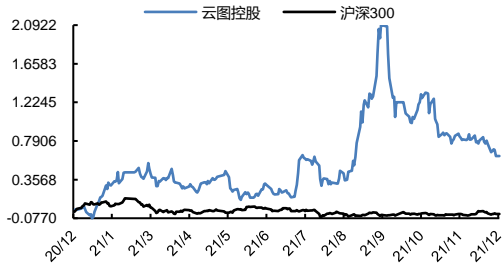
研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004
15120081690 liyl03@ghzq.com.cn
证券分析师：董伯骏 S0350521080009
15210959531 dongbj@ghzq.com.cn

补齐一体化短板，新能源布局持续推进

——云图控股（002539）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
云图控股	-10.3%	-28.7%	62.5%
沪深300	1.2%	0.9%	-2.4%

市场数据	2021/12/27
当前价格(元)	11.80
52周价格区间(元)	6.60-23.50
总市值(百万)	11,919.18
流通市值(百万)	7,764.97
总股本(万股)	101,010.00
流通股本(万股)	65,804.82
日均成交额(百万)	128.47
近一月换手(%)	3.94

《——云图控股（002539）事件点评：盈利持续创新高，加速新能源赛道布局（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2021-10-30

《拟投建35万吨电池级磷酸铁，利用一体化优势大举进军新能源（买入）*复合肥*董伯骏，李永磊》——2021-09-05

《单季盈利再创新高，秋肥景气有望持续（买入）*复合肥*李永磊》——2021-08-24

事件：

2021年12月28日，公司发布公告，公司全资子公司应城市新都化工有限责任公司于2021年12月24日与湖北省应城市人民政府签署了《投资合作意向协议书》，约定应城化工公司在应城市投资建设“盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目”，并享受招商引资项目相应的优惠政策。

投资要点：

■ 补齐“盐—碱—肥”一体化产业链

公司全资子公司应城化工公司于2021年12月24日与湖北省应城市人民政府签署了《投资合作意向协议书》，应城化工公司拟在应城市盐化工业园投资建设“盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目”，同时应城市人民政府将给予项目政策扶持和优惠。预计项目投资总额为75亿元，主要新建年产60万吨水溶性复合肥、40万吨缓控释复合肥、70万吨精制盐、20万吨碳酸氢钠（小苏打）、5万吨三聚氰胺；改扩建30万吨两钠、70万吨合成氨；30万吨轻质碱改造为重质碱；配套智能仓储及物流专用线。项目建设期为36个月，预计2024年年底投产。公司本次与应城市人民政府合作，投资建设盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目，主要系基于国家大力推进“双碳”战略及产业升级改造的背景，满足公司“盐—碱—肥”产业链填平补齐、产品结构调整升级以及市场扩张的需要，持续做大做强主营业务。

■ 肥料产品价格保持高位，公司盈利能力保持在较高水平

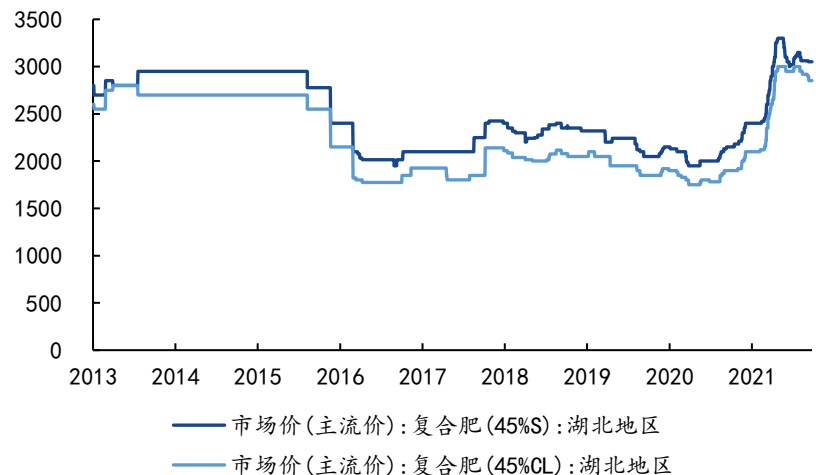
据wind数据，2021年12月27日，磷酸一铵价格为2800元/吨，价格与年初相比上涨37.93%；2021年12月28日，硫基复合肥价格为2961.9元/吨，价格与年初相比上涨41.86%；氯基复合肥价格为2850元/吨，价格与年初相比上涨50%；据百川盈孚数据，黄磷价格为39222元/吨，均价为26516.91元/吨，同比上涨154.32%。受双碳政策以及能耗双控影响，未来黄磷与磷酸一铵新增产能受限，目前磷肥和复合肥价格均处于历史高位，预计未来一段时间，公司主要产品价格将维持高位震荡，公司盈利水平也将保持在较高水平。

图 1：磷酸一铵价格情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：复合肥价格情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

■ 新能源布局持续推进，一体化发展优势明显

9月3日，公司公告投资设立云图新能源，并由其投资建设年产35万吨电池级磷酸铁以及配套的30万吨湿法磷酸（折纯）、30万吨精制磷酸、150万吨磷矿选矿、100万吨硫磺制酸、60万吨缓控释复合肥、100万吨磷石膏综合利用和20MW余热发电等项目。10月25日，公司发布关于参与投资江苏藏青新能源产业发展基金的公告，公司拟使用自有货币资金人民币5亿元认购江苏藏青新能源产业发展基金合伙企业的合伙份额，成为合伙企业的有限合伙人。公司进军磷酸铁赛道，将进一步向下延伸公司产业链，形成“磷矿—磷酸—磷酸铁”的完整产业链，同时又能扩大公司复合肥和磷化工产业

规模，具备良好的产业协同效应，有利于进一步夯实公司的产业链竞争优势，提高市场竞争力。

- **盈利预测和投资评级：**公司为低成本复合肥龙头，预计公司2021/2022/2023年归母净利分别为10.06亿元、14.26亿元和15.42亿元，对应PE分别为12.21、8.61和7.96倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**自然灾害导致农作物损失的风险；全球疫情反复发酵影响下游需求的风险；化肥供给大规模增加；安全环保风险；项目建设进度不及预期的风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9154	13882	14138	16600
增长率(%)	6	52	2	17
归母净利润（百万元）	499	1006	1426	1542
增长率(%)	134	102	42	8
摊薄每股收益（元）	0.49	1.00	1.41	1.53
ROE(%)	14	23	24	21
P/E	15.08	12.21	8.61	7.96
P/B	2.17	2.76	2.09	1.66
P/S	0.82	0.88	0.87	0.74
EV/EBITDA	7.36	6.72	4.84	3.99

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：云图控股盈利预测表

证券代码：	002539		股价：	11.80	投资评级：	买入	日期：	2021/12/27	
财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	23%	24%	21%	EPS	0.49	1.00	1.41	1.53
毛利率	18%	20%	22%	21%	BVPS	3.41	4.40	5.82	7.34
期间费率	9%	9%	8%	8%	估值				
销售净利率	5%	7%	10%	9%	P/E	15.08	12.21	8.61	7.96
成长能力					P/B	2.17	2.76	2.09	1.66
收入增长率	6%	52%	2%	17%	P/S	1.34	0.88	0.87	0.74
利润增长率	134%	102%	42%	8%					
营运能力					利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产周转率	0.89	1.11	1.06	1.07	营业收入	9154	13882	14138	16600
应收账款周转率	20.77	21.59	21.17	21.38	营业成本	7525	11048	10990	13034
存货周转率	5.13	5.47	5.51	5.50	营业税金及附加	54	83	84	100
偿债能力					销售费用	239	347	318	374
资产负债率	66%	64%	55%	51%	管理费用	457	764	636	830
流动比	0.71	0.91	1.10	1.31	财务费用	134	164	137	98
速动比	0.33	0.49	0.62	0.80	其他费用/（-收入）	151	278	283	332
					营业利润	650	1269	1789	1934
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	营业外净收支	-21	0	0	0
现金及现金等价物	1194	2500	3076	4649	利润总额	629	1269	1789	1934
应收款项	441	643	668	776	所得税费用	122	247	340	367
存货净额	1785	2539	2566	3019	净利润	507	1021	1449	1566
其他流动资产	921	958	1110	1186	少数股东损益	8	15	23	24
流动资产合计	4340	6640	7421	9630	归属于母公司净利润	499	1006	1426	1542
固定资产	3656	3490	3253	3004					
在建工程	964	1159	1512	1786	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
无形资产及其他	1269	1185	1174	1126	经营活动现金流	998	1737	2286	2358
长期股权投资	0	-2	-4	-6	净利润	507	1006	1426	1542
资产总计	10229	12472	13356	15541	少数股东权益	8	15	23	24
短期借款	2287	2610	1800	1800	折旧摊销	681	635	661	696
应付款项	1571	2190	2236	2618	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	531	271	477	营运资金变动	-383	-94	41	-19
其他流动负债	2234	1981	2441	2472	投资活动现金流	-406	-572	-734	-648
流动负债合计	6091	7313	6748	7367	资本支出	-426	-587	-770	-679
长期借款及应付债券	366	366	366	366	长期投资	23	2	2	2
其他长期负债	253	253	253	253	其他	-3	14	34	28
长期负债合计	619	619	619	619	筹资活动现金流	-550	141	-975	-137
负债合计	6710	7932	7367	7986	债务融资	-614	323	-810	0
股本	1010	1010	1010	1010	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3518	4540	5989	7555	其它	64	-182	-165	-137
负债和股东权益总计	10229	12472	13356	15541	现金净增加额	42	1306	576	1572

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，6年半化工行业研究经验。
 董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

赵小燕，浙江大学化工学院博士，化工行业研究助理。1年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。