

2022年01月17日

公司研究

评级：买入(维持)

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

定增 25 亿，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	8.3%	-6.4%	106.0%
沪深 300	-6.4%	-3.8%	-13.6%

市场数据	2022/01/14
当前价格(元)	14.03
52 周价格区间(元)	7.28-23.50
总市值(百万)	14,171.70
流通市值(百万)	9,232.42
总股本(万股)	101,010.00
流通股本(万股)	65,804.82
日均成交额(百万)	482.67
近一月换手(%)	5.43

《——云图控股(002539)事件点评：补齐一体化短板，新能源布局持续推进（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2021-12-29

《——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：

2022年1月15日，公司发布公告，公司拟向实际控制人的一致行动人牟嘉云女士在内的不超过35名符合中国证监会规定条件的特定对象非公开发行股票，募集资金总额不超过25亿元人民币，拟用于投资磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目；公司与湖北省宜城市人民政府签署了《关于投资建设绿色化工循环产业园项目的合同》，约定公司在宜城市投资建设绿色化工循环产业园项目，并享受当地政府给予的项目政策扶持。

投资要点：

■ 定增 25 亿，推动新能源项目建设

本次非公开发行股票募集资金总额不超过25亿元，其中公司实际控制人的一致行动人牟嘉云女士认购资金总额不低于2亿元，募集资金拟用于投资磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目，包括建设年产35万吨电池级磷酸铁产能和60万吨缓控释复合肥产能，以及前端配套的150万吨磷矿选矿、100万吨硫磺制酸、30万吨湿法磷酸（折纯）和30万吨精制磷酸产能及相关配套设施。公司本次定增，一方面是要继续强化复合肥主业，另一方面是为了把握磷酸铁产业发展的有利时机，加速形成“磷矿—磷酸—磷酸铁”的完整产业链，扩大公司磷化工产业规模及丰富磷化工产品，进一步夯实公司的产业链竞争优势。

■ 新能源布局持续推进，产业链优势凸显

公司与湖北省宜城市人民政府签署了《关于投资建设绿色化工循环产业园项目的合同》，具体包括年产10万吨电池级磷酸铁项目、年产100万吨选矿项目、年产20万吨湿法磷酸（折100%P₂O₅）项目、年产10万吨精制磷酸（85%H₃PO₄）项目、年产80万吨硫磺制酸项目、年产80万吨缓控释复合肥项目和100万吨磷石膏综合利用项目，本项目固定资产投资约21.50亿元，项目建设总周期为36个月。公司本次与宜城市人民政府合作，旨在充分利用当地的区位优势和政策支持，抓住新能源的发展机会，进一步扩大公司磷化工、复合肥的产业规模，提高市场竞争力和盈利能力，符合公司持续做大做强的发展战略。本次投资项目本身既具备成本优势，又能与宜城基地形成良好的产业协同效应，符合公司产业链一体化的战略布局。

局，有利于巩固公司在业内的领先优势。

表 1：公司在建/拟建项目

项目名称	建设内容	建设地点	投资金额	预计投产时间
雷波矿山开采项目	公司拥有牛牛寨北矿区磷矿探矿权，目前西段磷矿尚处于勘探阶段。东段磷矿查明矿石资源储量 1.81 亿吨，正在办理采矿权等相关手续。	四川雷波县	6.81 亿元	未披露
磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目	拟建设年产 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。	湖北松滋市	45.95 亿元	项目分两期建设，一期 10 万吨/年磷酸铁，预计于 2023 年 3 月建成投产；二期 25 万吨磷酸铁及配套设 施，预计于 2023 年 12 月建成投产。
盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目	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；	湖北应城市	75 亿元	建设周期为 36 个月
绿色化工循环产业园项目	年产 10 万吨电池级磷酸铁、100 万吨选矿、20 万吨湿法磷酸(折 100%P2O5)、10 万吨精制磷酸(85%H3PO4)、80 万吨硫磺制酸、80 万吨缓控释复合肥和 100 万吨磷石膏综合利用	湖北宜城市	21.5 亿元	项目建设总周期为 36 个月

资料来源：wind，国海证券研究所

■ 肥料产品价格保持高位，公司盈利能力保持在较高水平

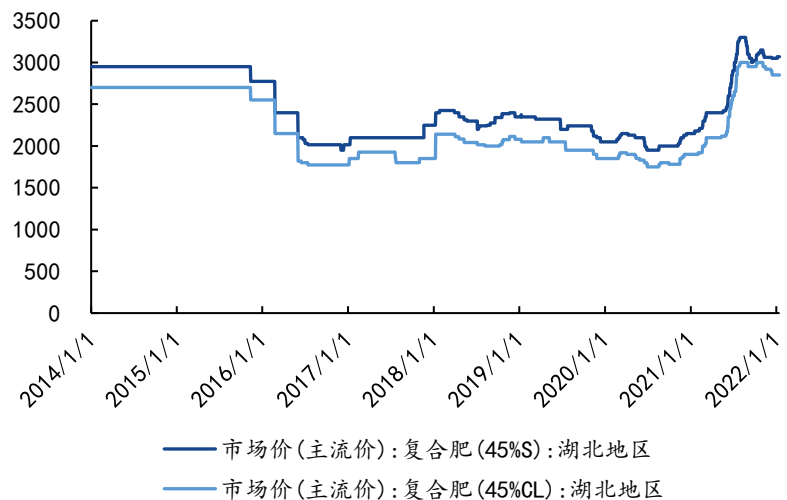
据 wind 数据，2022 年 1 月 14 日，磷酸一铵价格为 2900 元/吨，与 2021 年年初相比上涨 42.86%；硫基复合肥价格为 3070 元/吨，与 2021 年年初相比上涨 42.79%；氯基复合肥价格为 2850 元/吨，与 2021 年年初相比上涨 50%。受双碳政策以及能耗双控影响，未来磷酸一铵新增产能受限，目前磷肥和复合肥价格均处于历史高位，预计未来一段时间，公司主要产品价格将维持高位震荡，公司盈利水平也将保持在较高水平。

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

■ **盈利预测和投资评级：**公司为低成本复合肥龙头，拥有较丰富的磷矿资源，在磷化工行业沉淀多年，积累了丰富的生产管理经验和技術储备。看好公司凭借完善的资源配套、丰富的生产管理經驗、突

出的产业协同优势，在磷酸铁领域取得成功。基于审慎性原则，暂不考虑本次定增对公司业绩的影响，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利分别为 11.41 亿元、14.74 亿元和 17.01 亿元，对应 PE 分别为 11.70、9.09 和 7.88 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；定增实施进度不确定的风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9154	13374	14515	16666
增长率(%)	6	46	9	15
归母净利润（百万元）	499	1141	1474	1701
增长率(%)	134	129	29	15
摊薄每股收益（元）	0.49	1.13	1.46	1.68
ROE(%)	14	25	24	22
P/E	15.08	11.70	9.09	7.88
P/B	2.17	2.92	2.21	1.73
P/S	0.82	1.00	0.92	0.80
EV/EBITDA	7.36	6.71	5.16	4.03

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：	14.03	投资评级：	买入	日期：	2022/01/14	
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%	25%	24%	22%	EPS	0.49	1.13	1.46	1.68
毛利率	18%	21%	22%	22%	BVPS	3.41	4.54	6.00	7.68
期间费率	9%	9%	8%	8%	估值				
销售净利率	5%	9%	10%	10%	P/E	15.08	11.75	9.09	7.88
成长能力					P/B	2.17	2.92	2.21	1.73
收入增长率	6%	46%	9%	15%	P/S	1.55	1.06	0.98	0.85
利润增长率	134%	129%	29%	15%					
营运能力					利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产周转率	0.89	1.15	1.10	1.12	营业收入	9154	13374	14515	16666
应收账款周转率	20.77	21.59	21.17	21.38	营业成本	7525	10519	11292	12955
存货周转率	5.13	5.53	5.51	5.55	营业税金及附加	54	72	78	90
偿债能力					销售费用	239	294	319	375
资产负债率	66%	60%	53%	47%	管理费用	457	736	726	858
流动比	0.71	0.92	1.14	1.42	财务费用	134	138	95	50
速动比	0.33	0.45	0.62	0.83	其他费用/（-收入）	151	267	276	333
					营业利润	650	1422	1826	2106
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	1800	2801	4053	利润总额	629	1422	1826	2106
应收款项	441	619	686	780	所得税费用	122	263	329	379
存货净额	1785	2417	2637	3001	净利润	507	1159	1498	1727
其他流动资产	921	924	1135	1183	少数股东损益	8	17	23	26
流动资产合计	4340	5761	7258	9016	归属于母公司净利润	499	1141	1474	1701
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	1861	2318	2491
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	507	1159	1498	1727
资产总计	10229	11595	13197	14932	少数股东权益	8	17	23	26
短期借款	2287	1758	1300	800	折旧摊销	681	635	661	696
应付款项	1571	2085	2298	2602	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	512	278	478	营运资金变动	-383	-96	43	-24
其他流动负债	2234	1926	2486	2463	投资活动现金流	-406	-574	-741	-654
流动负债合计	6091	6281	6362	6344	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	0	0	0
其他长期负债	253	253	253	253	其他	-3	13	29	25
长期负债合计	619	619	619	619	筹资活动现金流	-550	-681	-577	-584
负债合计	6710	6901	6981	6963	债务融资	-614	-529	-458	-500
股本	1010	1010	1010	1010	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3518	4677	6175	7902	其它	64	-153	-118	-84
负债和股东权益总计	10229	11578	13156	14865	现金净增加额	42	606	1001	1252

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。