

全年业绩高增长，持续巩固产业链一体化优势 云图控股（002539.SZ）2021 年报点评

证券研究报告

2022 年 04 月 15 日

核心结论

事件：1) 公司发布2021年报，2021年实现营业收入148.98亿元，同比+62.74%；实现归母净利润12.32亿元，同比+147.06%，扣非后归母净利润11.45亿元，同比+165.38%。其中单四季度实现营收48.06亿元，同比+104.48%；实现归母净利润4.51亿元，同比+252.31%，业绩实现高增长。**2)** 公司发布2022年第一季度业绩预告，预计2022年第一季度归母净利润为4.50-4.80亿元，同比+149.15%-165.76%，扣非后净利润为4.36-4.66亿元，同比+121.93%-137.20%，基本每股收益为0.45-0.48元/股。

公司产业链一体化优势明显。当前公司上游拥有已探明磷矿储量1.81亿吨（探转采推进中）、盐矿储量2.5亿吨。配套方面具备纯碱+氯化铵60万吨双吨产能、硝酸钠和亚硝酸钠产能10万吨、黄磷产能6万吨、磷酸二氢钾产能1.5万吨、三聚磷酸钠产能3.5万吨及石灰产能30万吨等。复合肥方面，公司拥有520万吨产能。公司上游向资源端延伸；中游配套完善布局全产业链；下游持续扩产延伸，在进一步提升市占率的同时，充分兑现产业链一体化的优势。

高资本开支奠定未来高成长性。2021年公司资本开支5.53亿元，公司热电联产项目和荆州2*20万吨新型缓释肥项目均于报告期内投产。此外公司陆续启动新项目的建设，当前湖北松滋的80万吨全喷浆新型缓释复合肥项目已启动，并配套30万吨硫精砂制酸、60万吨建筑石膏、4000立方氨站及相关公共工程；目前正在筹建磷酸铁相关项目，预计湖北松滋35万吨磷酸铁及配套项目将于2023年陆续建成投产。

投资建议：我们上调公司盈利预期，预计公司2022-2024年可分别实现归母净利润15.49/19.06/24.80亿元，对应当前PE分别为9.5x/7.8x/6.0x。我们看好公司作为行业龙头的竞争优势和长期业绩成长动力，维持“买入”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；政策变动，环保治理力度减弱；农产品和原材料价格波动等。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,154	14,898	16,608	18,650	22,779
增长率	6.1%	62.7%	11.5%	12.3%	22.1%
归母净利润（百万元）	499	1,232	1,549	1,906	2,480
增长率	82.6%	147.1%	25.8%	23.0%	30.1%
每股收益（EPS）	0.49	1.22	1.53	1.89	2.46
市盈率（P/E）	29.6	12.0	9.5	7.8	6.0
市净率（P/B）	4.3	3.3	2.5	1.9	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

002539

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

14.63

近一年股价走势



分析师



杨晖 S0800520010003



13717871708



yanghui@research.xbmail.com.cn

联系人



郑轶



18810301712



zhengyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

云图控股：定增计划出台，新能源布局持续推进—云图控股（002539.SZ）事件点评 2022-01-15

云图控股：上半年业绩高增长，持续巩固产业链一体化优势—云图控股（002539.SZ）2021中报点评 2021-08-25

云图控股：复合肥景气上行，公司产业链积累有望兑现高成长—云图控股（002539.SZ）首次覆盖报告 2021-06-30

索引

内容目录

公司 2021 全年业绩实现高增长	3
公司产业链一体化优势明显	4
高资本开支奠定未来高成长性	5
农化高景气延续，看好公司利润空间进一步提升	5
公司财务指标持续向好	6
投资建议	7
风险提示	7

图表目录

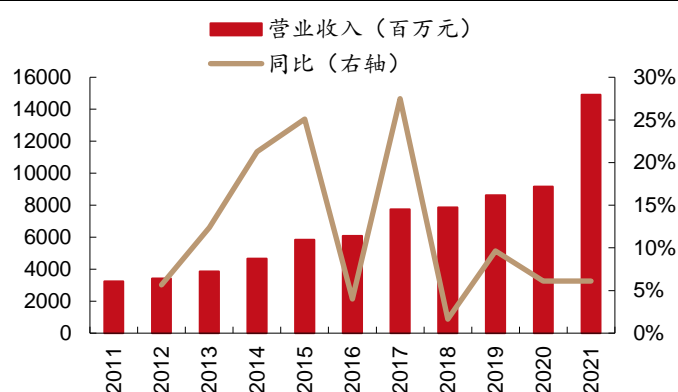
图 1：2021 年公司营收同比+62.74%	3
图 2：2021 年公司归母净利润同比+147.06%	3
图 3：2021 年公司盈利能力增强	3
图 4：公司期间费用率持续优化	3
图 5：公司分产品营收拆分（百万元）	4
图 6：公司分产品毛利率情况	4
图 7：2020 年以来粮食价格持续上行	6
图 8：2021 年以来复合肥价格持续上涨	6
图 9：公司 2021 年资产负债率 66.39%	7
图 10：公司经营性现金流持续向好	7
表 1：云图控股资本开支维持增加趋势	5
表 2：公司当前在建工程	5

公司2021全年业绩实现高增长

2021年公司实现业绩的高增长。2021年公司实现营业收入148.98亿元，同比+62.74%；实现归母净利润12.32亿元，同比+147.06%。其中，公司于四季度实现营业收入48.06亿元，同比+104.48%；实现归母净利润4.51亿元，同比+252.31%。

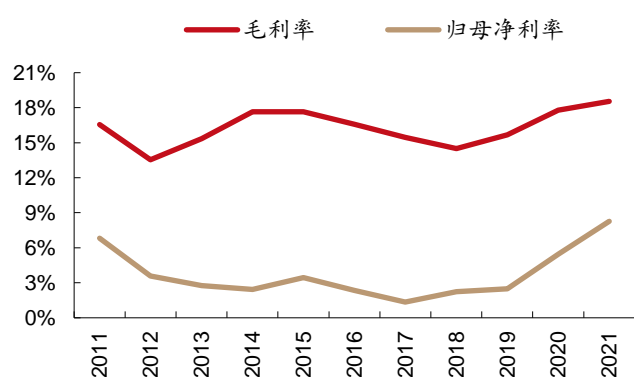
公司盈利能力增强，期间费用率持续优化。2021年公司毛利率为18.54%，同比增加0.75个百分点；实现净利率8.27%，同比增加2.82个百分点，盈利能力提升显著。公司期间费用率持续优化，其中销售费用率为1.89%，与2020年相比减少0.73个百分点；管理费用率为3.64%，与2020年相比减少1.35个百分点；研发费用率为1.38%，与2020年相比减少0.27个百分点；财务费用率为1.20%，与2020年相比减少0.26个百分点。公司在期间费用随经营规模扩张而增加的同时（如研发费用绝对值2.06亿元，同比+36.05%），实现了费用率的持续优化。

图1：2021年公司营收同比+62.74%



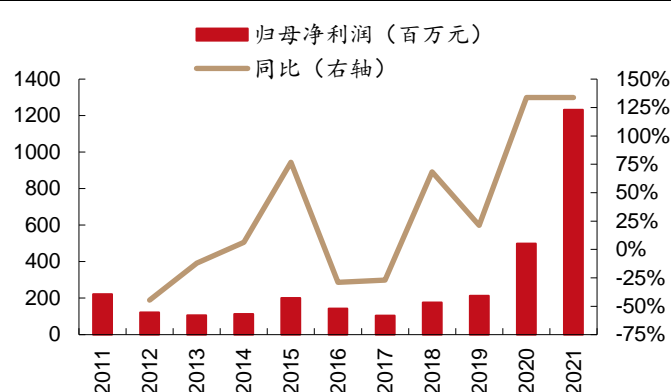
资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图3：2021年公司盈利能力增强



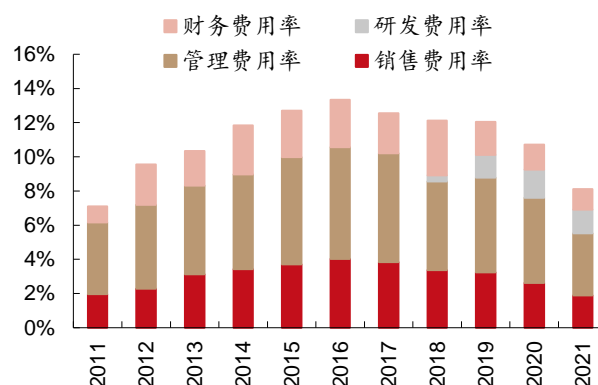
资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图2：2021年公司归母净利润同比+147.06%



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图4：公司期间费用率持续优化

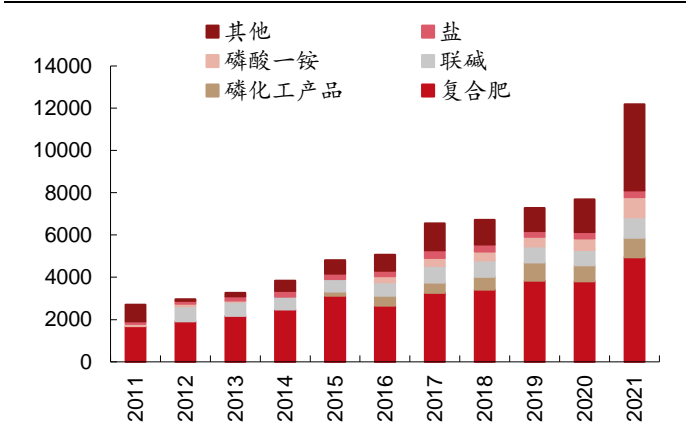


资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

复合肥业务作为公司的传统核心业务，2021年实现收入62.27亿元，同比+29.87%，营收占比41.80%。其中，常规复合肥营收33.62亿元，同比+28.01%，营收占比22.57%；新型复合肥营收28.64亿元，同比+32.13%，营收占比19.23%。2021年公司复合肥产品综合毛利率达到20.43%，同比-0.22个百分点。报告期内公司复合肥产销量同比增长，全年实现复合肥销量287.39万吨，同时实现化肥销量326.60万吨，同比+12.70%。公司通

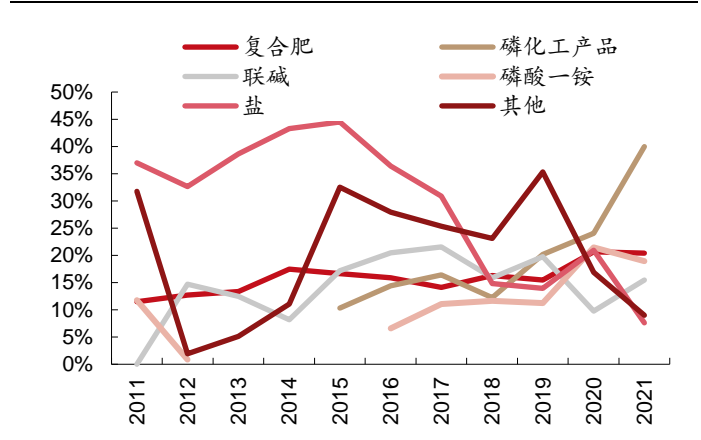
过产业链一体化优势，熨平原材料价格上涨对复合肥毛利率的影响。此外，报告期公司磷化工产品价格同比上涨显著，磷化工产品毛利率同比增加明显。

图 5：公司分产品营收拆分（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图 6：公司分产品毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

公司产业链一体化优势明显

在上游，公司向资源端拓展，现已拥有丰富优质的盐矿、磷矿等资源，为原料供应与成本控制提供了有力支撑。公司全资子公司雷波凯瑞公司拥有四川省雷波县牛牛寨北矿区磷矿探矿权，其东段已探明储量 1.81 亿吨、西段尚处于勘探阶段。截止目前公司正在积极推进该磷矿的探转采工作。盐矿方面，公司控股子公司孝感广盐华源拥有储量达 2.5 亿吨的自主盐矿。

通过向复合肥上游氮肥方向的延伸，公司搭建了“盐-碱-肥”产业链的关键环节：联碱业务。目前公司具备纯碱、氯化铵 60 万吨双吨产能，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨产能。通过向复合肥上游“磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐/磷肥”方向的延伸，公司打造了磷化工一体化产业链，进一步优化公司业务结构。截至 2021 年年报公告，公司拥有黄磷产能 6 万吨、磷酸二氢钾 1.5 万吨、三聚磷酸钠 3.5 万吨及石灰 30 万吨，码头年吞吐量达 140 万吨。

复合肥方面，当前公司拥有复合肥产能 520 万吨，产品线覆盖水溶肥、液体肥、增效肥料、缓释肥、高塔尿基等全线产品。据公司年报披露，公司复合肥在建产能为 120 万吨/年，其中 60 万吨复合肥项目正在建设中，预计 2022 年 6 月建成投产，新产能的投放将帮助公司进一步提升行业市占率，兑现产业链一体化优势。

除了复合肥，磷酸铁业务也是产业链的延伸和拓展。2021 年公司依托丰富的磷矿资源储备、一体化产业配套及化肥化工多年的积累，布局磷酸铁及相关上游原料产能，进军新能源材料赛道。截至 2021 年年报公告，公司磷酸铁规划产能 45 万吨（湖北松滋 35 万吨，湖北宜城 10 万吨），配套不同纯度的磷酸产能 90 万吨（湖北松滋湿法磷酸（折纯）30 万吨、精制磷酸 30 万吨，湖北宜城湿法磷酸（折纯）20 万吨、精制磷酸 10 万吨），并利用副产低品位磷酸联动生产复合肥 140 万吨（湖北松滋 60 万吨，湖北宜城 80 万吨）。目前，相关项目正在筹建阶段，尚未形成落地产能，预计松滋 35 万吨磷酸铁及配套项目将于 2023 年陆续建成投产。项目建成后，有利于发挥磷化工与复合肥主业的协同效应，进一步夯实产业链及成本竞争优势，巩固和提升公司的领先地位。

高资本开支奠定未来高成长性

公司围绕核心的复合肥业务，自上市以来稳步推进扩产以布局全产业链，持续开拓磷化工、盐产业、调味品等业务。其中，分别于2019年、2020年开始的项目“热电联产项目”和“荆州2*20万吨/年全喷浆新型缓释肥项目”均与报告期内达产。“热电联产项目”于2021年5月投入试运行，有力保障了应城基地生产所需的蒸汽供应，大大降低了用汽和用电成本；荆州项目于2020年底试生产。

从财务角度看，2021年公司资本开支为5.53亿元，报告期内及过去若干年内资本开支均位于行业前列。未来随着上游合成氨、磷酸一铵等项目审批难度的加大，原材料供给侧格局已趋于稳定并将在环保改革、碳中和等政策的驱动下持续向好，已提前布局的企业将具有明显的壁垒优势，我们认为公司过去较高的资本开支将奠定其后续较强的成长能力。此外，预计2021-2023年公司将有大批固定资产停止计提折旧，故我们预期公司的折旧费用和财务费用有望进一步下降，公司财务数据将持续向好。

公司前期的快速扩张和产能积累，奠定了公司自身的成本优势。未来公司将依托资源优势，围绕复合肥产业链继续进行填平补齐，进一步增强全产业链优势和成本竞争优势。

表 1：云图控股资本开支维持增加趋势

资本支出 (亿元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
云图控股	10.13	6.41	6.04	9.71	8.56	6.09	5.59	4.75	3.39	4.33	5.53
史丹利	1.50	4.37	5.14	5.65	7.05	5.09	3.09	2.54	1.32	0.40	-
新洋丰	0.30	0.02	0.15	3.45	6.49	6.67	3.74	3.02	2.92	9.48	15.29
司尔特	1.73	3.88	2.59	2.28	1.89	2.75	3.39	2.71	2.07	1.18	-
金正大	7.18	12.52	12.35	9.87	6.06	6.76	6.86	7.79	10.29	2.80	-
芭田股份	0.81	2.28	3.70	11.20	4.91	3.41	0.43	0.84	0.37	0.31	-

资料来源：Wind，各公司公告，西部证券研发中心

注：史丹利、司尔特、金正大、芭田股份暂未披露2021年报

表 2：公司当前在建工程

项目	预算数 (万元)	工程累计投入占预算比例	工程进度
雷柏矿山开采项目	68119.00	85.19%	85%
热电联产项目	59840.00	68.13%	100%
荆州2*20万吨/年全喷浆新型缓释肥项目	14618.00	89.16%	100%
雷波磷化工技改项目	21182.85	84.00%	85%
应城化工技改	7219.29	81.65%	85%
荆州二期渣场项目	2880.00	93.76%	95%
荆州三期项目（硫酸、复合肥及配套）	91216.00	22.95%	25%

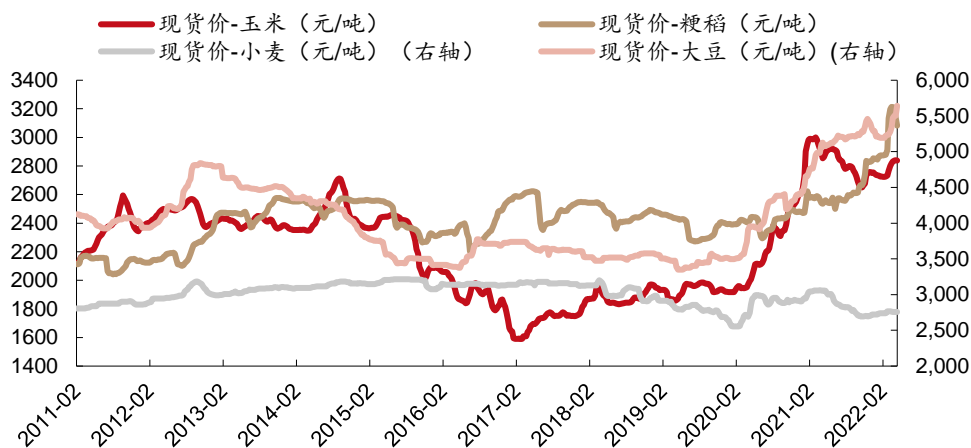
资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

农化高景气延续，看好公司利润空间进一步提升

2020年以来玉米、大豆等粮食价格持续上行，农产品价格成为主导复合肥的价格和利润变化的重要因素，行业受粮价拉动进入景气上行周期。2021年以来玉米价格连续刷新近年新高，上半年国内玉米价格最高涨至3000元/吨，当前维持在2800元/吨左右；大豆价

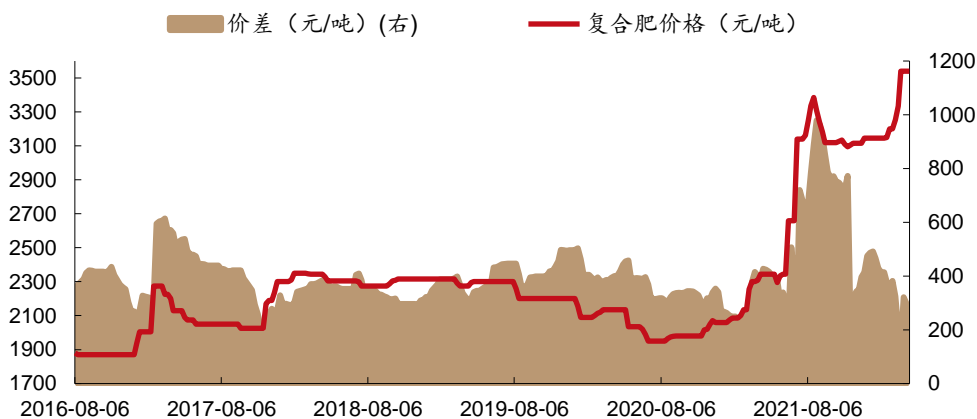
格已突破 5600 元/吨，超过 2012 年的高点。此外，2021 年美国、巴西等农业大国持续遭遇罕见的干旱灾情，国际粮价上涨明显。农产品价格上升提高了农户的种植收益和种植热情，同时也增强了经销商备货的积极性。主粮价格维持高位运行态势，对复合肥消费形成了强劲的支撑和拉动作用。故 2021 年公司复合肥、磷酸一铵产品需求提升，价格和毛利率均呈现不同幅度的上涨。我们长期看好粮价维持较长时间高景气，公司复合肥利润空间提升，2022 年业绩有望持续向好。

图 7：2020 年以来粮食价格持续上行



资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

图 8：2021 年以来复合肥价格持续上涨

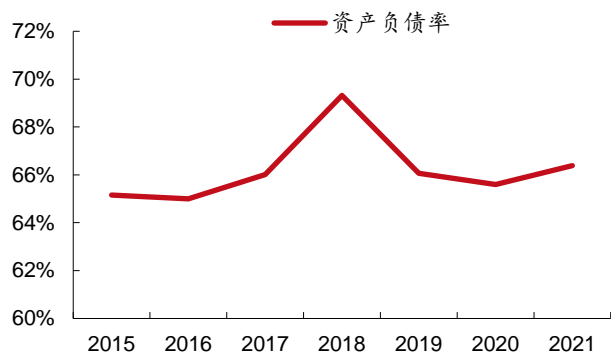


资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

公司财务指标持续向好

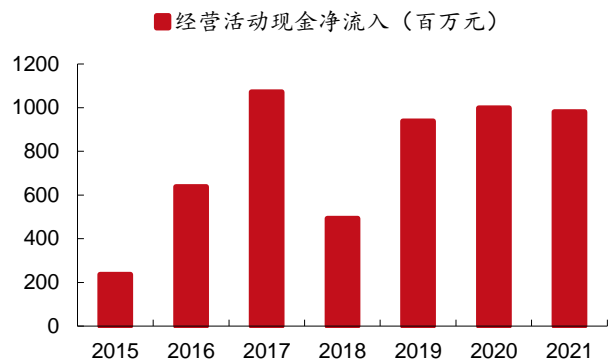
公司资产负债率不断改善，经营性现金流持续向好。2021 年公司资产负债率达到 66.39%，与 2020 年相比增加 0.79 个百分点。这主要是因为公司资本开支较大，资金用来进行产能扩张和投资建设。2021 年公司经营性现金流净额为 9.80 亿元，同比减少 1.84%。公司的资金优势使其拥有充足的资本进行渠道建设扩张和产能布局规划，从而实现降本增效，进一步增强全产业链的竞争优势，并形成持续的良性循环。

图 9：公司 2021 年资产负债率 66.39%



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

图 10：公司经营性现金流持续向好



资料来源：Wind，公司公告，西部证券研发中心

投资建议

我们上调公司盈利预期,预计公司 2022-2024 年可分别实现归母净利润 15.49/19.06/24.80 亿元,对应 EPS 分别为 1.53/1.89/2.46 元,对应当前 PE 分别为 9.5x/7.8x/6.0x。我们看好公司作为行业龙头的竞争优势和长期业绩成长动力,维持“买入”评级。

风险提示

项目建设进度不及预期;政策变动,环保治理力度减弱;农产品和原材料价格波动等。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,194	1,766	1,517	1,492	2,409	营业收入	9,154	14,898	16,608	18,650	22,779
应收款项	1,080	1,739	1,663	2,001	2,356	营业成本	7,525	12,135	13,289	14,647	17,583
存货净额	1,785	2,728	3,032	3,369	4,003	营业税金及附加	54	84	101	110	133
其他流动资产	282	420	326	343	363	销售费用	239	281	316	373	478
流动资产合计	4,340	6,653	6,538	7,206	9,131	管理费用	608	749	864	1,072	1,458
固定资产及在建工程	4,621	5,148	6,376	7,553	8,673	财务费用	134	179	185	152	121
长期股权投资	0	30	11	13	18	其他费用/(-收入)	(56)	(55)	(60)	(58)	(50)
无形资产	847	809	717	676	611	营业利润	650	1,524	1,915	2,354	3,056
其他非流动资产	421	935	873	854	923	营业外净收支	(21)	(14)	(15)	(17)	(15)
非流动资产合计	5,889	6,922	7,976	9,097	10,224	利润总额	629	1,510	1,900	2,338	3,041
资产总计	10,229	13,575	14,514	16,302	19,356	所得税费用	122	273	344	423	550
短期借款	2,287	2,774	1,736	726	0	净利润	507	1,237	1,556	1,915	2,491
应付款项	3,691	4,901	5,270	5,979	7,080	少数股东损益	8	5	7	8	11
其他流动负债	113	193	102	136	144	归属于母公司净利润	499	1,232	1,549	1,906	2,480
流动负债合计	6,091	7,869	7,108	6,841	7,224	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	498	1,011	1,198	1,440	1,692	盈利能力					
其他长期负债	121	133	118	123	125	ROE	15.0%	31.1%	29.6%	27.6%	27.5%
长期负债合计	619	1,144	1,316	1,563	1,817	毛利率	17.8%	18.5%	20.0%	21.5%	22.8%
负债合计	6,710	9,013	8,424	8,404	9,041	营业利润率	7.1%	10.2%	11.5%	12.6%	13.4%
股本	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010	销售净利率	5.5%	8.3%	9.4%	10.3%	10.9%
股东权益	3,518	4,562	6,090	7,898	10,314	成长能力					
负债和股东权益总计	10,229	13,575	14,514	16,302	19,356	营业收入增长率	6.1%	62.7%	11.5%	12.3%	22.1%
						营业利润增长率	81.0%	134.5%	25.6%	22.9%	29.8%
						归母净利润增长率	82.6%	147.1%	25.8%	23.0%	30.1%
						偿债能力					
						资产负债率	65.6%	66.4%	58.0%	51.6%	46.7%
						流动比	0.71	0.92	0.92	1.05	1.26
						速动比	0.42	0.50	0.49	0.56	0.71
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.49	1.22	1.53	1.89	2.46
						BVPS	3.41	4.44	5.94	7.73	10.11
						估值					
						P/E	29.6	12.0	9.5	7.8	6.0
						P/B	4.3	3.3	2.5	1.9	1.4
						P/S	1.6	1.0	0.9	0.8	0.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。