

## 公司研究

## 磷肥纯碱等业务呈现高景气，助力公司业绩大增

## ——云图控股（002539.SZ）公告点评

## 买入（维持）

当前价：14.63元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsec.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	10.10
总市值(亿元):	147.78
一年最低/最高(元):	8.12/23.50
近3月换手率:	131.48%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.70	15.60	78.40
绝对	9.10	4.28	66.32

资料来源：Wind

## 相关研报

产品量价齐增业绩超预期，大规模布局磷酸铁构筑未来成长——云图控股（002539.SH）2021年度业绩预告点评（2022-01-18）  
 拟定增25亿元扩大复合肥及磷化工产能，新能源产业加速落地——云图控股（002539.SZ）公告点评（2022-01-15）  
 产品量价齐增，Q3净利润创历史新高——云图控股（002539.SZ）2021年第三季度报告点评（2021-11-01）

## 要点

**事件 1:** 4月14日晚，公司发布2021年年度报告。2021年度，公司实现营收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2021Q4公司实现营业收入48.06亿元，环比+19.92%，同比+104.47%；实现归母净利润4.51亿元，环比+19.62%，同比+252.36%。

**事件 2:** 4月14日晚，公司发布2022年第一季度业绩预告。2022年1-3月公司预计实现归母净利润约4.50-4.80亿元，同比增长约149.15%-165.76%；预计实现扣非后归母净利润约4.36-4.66亿元，同比增长约121.93%-137.20%。

## 点评：

## 磷肥及纯碱等行业维持高景气，2021年及2022Q1公司业绩持续大增

在原材料价格上涨的支撑下以及磷肥、磷化工、纯碱等行业的旺盛需求下，2021年公司各项主营产品价格明显上涨，复合肥、磷酸一铵等产品销量显著提升。其中复合肥、磷酸一铵、磷化工产品（黄磷等）、联碱（纯碱、氯化铵等）2021年销售均价分别同比增长17.63%、30.8%、59.0%、54.9%。销量方面，2021年公司复合肥销量同比增长10.41%，其中常规复合肥和新型复合肥销量分别同比增长3.75%和20.13%；同时公司磷酸一铵产品销量同比大幅增长32.88%。公司拥有除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，主要原料基本自给自足，在原料持续上涨、供应紧张的情况下，公司的成本优势和行业定价权进一步凸显，2021年整体毛利率同比提升0.74pct，其中公司联碱产品和磷化工产品毛利率同比有较大幅度提高，分别提高5.70pct和15.92pct。2022年Q1，公司复合肥、磷肥及磷化工、纯碱等产品仍然维持较高景气，绝大多数产品平均售价较2021年Q4基本持平或呈现进一步增长态势。受益于此，2022年Q1公司业绩同比大增，环比小幅增长，超市场预期。

## 复合肥及磷酸铁产能同步扩增，助力公司持续成长

公司现有复合肥产能520万吨/年，磷酸一铵产能43万吨/年，黄磷产能6万吨/年以及纯碱、氯化铵产能60万吨/年。此外公司正有序进行复合肥的产能扩张和磷酸铁及配套产能的大规模布局。复合肥方面，公司目前拥有120万吨/年的在建产能，其中60万吨/年复合肥项目预计于2022年6月建成投产，另外60万吨/年复合肥项目预计于2023年12月建成投产。复合肥新增产能建成后将进一步增强公司在复合肥行业内的领先地位。

此外，在新能源材料方面，公司目前在建有35万吨/年磷酸铁及相关配套产能项目，并进一步在湖北省襄阳精细化工园区规划建设10万吨/年电池级磷酸铁及相关配套产能项目。上述两个项目的总投资额约为67亿元，其中公司拟通过非公开发行募集资金不超过25亿元，将其中的20亿元用于建设35万吨/年磷酸铁及配套产能项目。公司一期10万吨/年磷酸铁项目预计于2023年3月建成投产，二期25万吨/年磷酸铁及相关配套项目预计于2023年12月建成投产，余下10万吨/年磷酸铁及配套产能项目则预计于2025年左右建成（建设期3年）。公司所规划的磷酸铁项目拥有完整的产业链上下游配套，具有显著的一体化优势。同时，公司两项磷酸铁产能规划地点均位于湖北省境内，分别位于湖北松滋和湖北襄阳。湖北省为华中地区的交通枢纽，在产品运输方面十分便利。

**盈利预测、估值与评级：**公司复合肥、磷肥、纯碱等产品维持高景气，促使公司 2022 年 Q1 业绩再度超预期。我们认为公司主营产品高景气仍有望持续，因此我们上调公司 2022-2023 年的盈利预测，并新增公司 2024 年的盈利预测。由于公司磷酸铁项目暂未落地，我们暂不考虑相应的业绩增量。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 15.6 (上调 16.6%) /17.1 (上调 12.4%) /18.6 亿元，当前股价对应 2022 年 PE 约为 9.5 倍，仍维持公司“买入”评级。

**风险提示：**定增落地风险，产品价格波动风险，产能释放不及预期，安全生产和环境保护风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,154	14,898	18,035	18,847	19,874
营业收入增长率	6.12%	62.74%	21.06%	4.50%	5.45%
净利润 (百万元)	499	1,232	1,560	1,706	1,863
净利润增长率	133.79%	147.06%	26.62%	9.40%	9.20%
EPS (元)	0.49	1.22	1.54	1.69	1.84
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.48%	27.48%	27.66%	24.97%	22.90%
P/E	29.6	12.0	9.5	8.7	7.9
P/B	4.3	3.3	2.6	2.2	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-14

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,154	14,898	18,035	18,847	19,874
营业成本	7,525	12,135	14,731	15,305	16,116
折旧和摊销	640	688	774	813	853
税金及附加	54	84	101	106	111
销售费用	239	281	340	356	375
管理费用	457	543	657	687	724
研发费用	151	206	249	260	274
财务费用	134	179	135	140	94
投资收益	35	16	16	16	16
营业利润	650	1,524	1,926	2,107	2,297
利润总额	629	1,510	1,911	2,090	2,281
所得税	122	273	346	378	413
净利润	507	1,237	1,565	1,712	1,869
少数股东损益	8	5	5	5	5
归属母公司净利润	499	1,232	1,560	1,706	1,863
EPS(元)	0.49	1.22	1.54	1.69	1.84

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	998	980	-169	2,540	2,647
净利润	499	1,232	1,560	1,706	1,863
折旧摊销	640	688	774	813	853
净营运资金增加	-264	888	2,941	189	255
其他	124	-1,828	-5,443	-168	-324
投资活动产生现金流	-406	-904	-263	-609	-584
净资本支出	-426	-540	-600	-600	-600
长期投资变化	2	-30	0	0	0
其他资产变化	18	-334	337	-9	16
融资活动现金流	-550	237	470	-1,850	-1,960
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-400	763	1,009	-1,199	-1,307
无息负债变化	691	1,540	-1,668	110	150
净现金流	42	312	37	81	103

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.8%	18.5%	18.3%	18.8%	18.9%
EBITDA 率	16.0%	16.7%	15.7%	16.2%	16.2%
EBIT 率	8.6%	11.7%	11.4%	11.8%	12.0%
税前净利润率	6.9%	10.1%	10.6%	11.1%	11.5%
归母净利润率	5.4%	8.3%	8.6%	9.1%	9.4%
ROA	5.0%	9.1%	11.1%	12.1%	13.0%
ROE (摊薄)	14.5%	27.5%	27.7%	25.0%	22.9%
经营性 ROIC	9.6%	17.9%	15.6%	17.0%	18.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	66%	66%	59%	51%	43%
流动比率	0.71	0.85	1.06	1.30	1.68
速动比率	0.42	0.50	0.60	0.74	0.95
归母权益/有息债务	1.03	1.10	1.11	1.75	3.14
有形资产/有息债务	2.72	3.03	2.53	3.34	5.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	10,229	13,575	14,077	14,188	14,340
货币资金	1,194	1,766	1,803	1,885	1,987
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	441	405	491	513	541
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	76	341	413	431	455
存货	1,785	2,728	3,318	3,448	3,632
其他流动资产	282	420	420	420	420
流动资产合计	4,340	6,653	7,649	7,948	8,353
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	30	30	30	30
固定资产	3,656	4,261	3,938	3,603	3,247
在建工程	953	841	946	1,024	1,083
无形资产	847	809	793	777	761
商誉	32	32	32	32	32
其他非流动资产	87	227	227	227	227
非流动资产合计	5,889	6,922	6,427	6,240	5,987
总负债	6,710	9,013	8,354	7,264	6,107
短期借款	2,287	2,774	3,783	3,125	1,818
应付账款	577	827	1,004	1,044	1,099
应付票据	994	1,096	1,330	1,382	1,455
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	108	190	190	190	190
流动负债合计	6,091	7,869	7,209	6,120	4,962
长期借款	366	778	778	778	778
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	101	101	101	101
非流动负债合计	619	1,144	1,144	1,144	1,144
股东权益	3,518	4,562	5,723	6,923	8,233
股本	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010
公积金	1,291	1,282	1,438	1,591	1,591
未分配利润	1,236	2,238	3,238	4,280	5,584
归属母公司权益	3,442	4,483	5,638	6,833	8,137
少数股东权益	76	79	85	90	96

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.61%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%
管理费用率	4.99%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%
财务费用率	1.46%	1.20%	0.75%	0.74%	0.47%
研发费用率	1.65%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
所得税率	19%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.40	0.51	0.55	0.60
每股经营现金流	0.99	0.97	-0.17	2.51	2.62
每股净资产	3.41	4.44	5.58	6.76	8.06
每股销售收入	9.06	14.75	17.85	18.66	19.67

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	30	12	9	9	8
PB	4.3	3.3	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	12.6	7.7	7.1	6.2	5.4
股息率	1.4%	2.7%	3.5%	3.8%	4.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE