

云图控股 (002539.SZ) / 化工

证券研究报告/公司点评

2022年5月5日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 14.43

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,154	14,898	17,500	19,005	22,795
增长率 yoy%	6%	63%	17%	9%	20%
净利润 (百万元)	499	1,232	1,504	1,773	2,054
增长率 yoy%	134%	147%	22%	18%	16%
每股收益 (元)	0.49	1.22	1.49	1.75	2.03
每股现金流量	0.99	0.97	2.53	2.39	3.23
净资产收益率	14%	27%	33%	31%	28%
P/E	29.2	11.8	9.7	8.2	7.1
P/B	4.2	3.3	3.3	2.6	2.0

备注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	1,010
流通股本(百万股)	658
市价(元)	14.43
市值(亿元)	14,576
流通市值(亿元)	9,495

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件: 2022Q1 实现营业收入 55.18 亿元, 同比增长 87.03%, 实现归属母公司净利润 4.65 亿元, 同比增长 157.59%, 实现扣非归母净利润 4.47 亿元, 同比增长 127.62%。**
- **点评:**
- **行业景气上行, 公司业绩同比提升。**公司主营产品复合肥、纯碱、磷化工等均迎来行业景气上行, 销售价格同比上涨, 毛利率同比增加。公司具备复合肥产能 520 万吨、纯碱及氯化铵产能 60 万双吨、磷酸一铵产能 43 万吨、黄磷产能 6 万吨、磷酸产能 5 万吨等, 受益于行业景气上行, 公司业绩增厚明显。2022Q1 实现营业收入 55.18 亿元, 同比增长 87.03%, 实现归属母公司净利润 4.65 亿元, 同比增长 157.59%, 实现扣非归母净利润 4.47 亿元, 同比增长 127.62%。公司业绩大幅提升主要受益于复合肥产品销量同比增加和主营业务景气, 2022Q1 毛利率为 15.86%, 同比下降 5.21pct, 环比下降 4.29pct, 净利率为 8.43%, 同比提升 0.83pct, 环比提升 1.24pct, ROE 为 9.83%, 同比提升 4.45pct, 环比提升 3.7pct。据 Wind 和卓创资讯, 2022Q1, 纯碱、复合肥、磷酸一铵、黄磷及磷酸均价分别为 2544 元/吨、3365 元/吨、3131 元/吨、33187 元/吨和 10476 元/吨, 同比分别上涨 61%、42%、35%、99%和 104%。
- **产业链一体化优势显著, 运营效率有效提升。**公司具备氮肥及磷肥产业链, 主要原料基本实现自足, 可平抑原料价格波动的影响, 在原料持续上涨的情况下, 降低生产成本。期间费用方面, 2022Q1 公司期间费用率合计为 5.22%, 同比下降 3.4pct。其中, 销售费用率为 1.19%, 同比下降 0.81pct, 管理费用 (含研发费用, 可比口径) 率为 3.52%, 同比下降 1.06pct, 财务费用率为 0.52%, 同比下降 1.52pct。
- **供需紧张及成本支撑, 推动公司主营产品景气上行: 1) 新增产能受限, 供需偏紧推涨纯碱价格。**据百川盈孚, 2022 年 1-2 月, 我国纯碱产量为 461 万吨, 同比下降 83%。行业供给受能耗双控约束, 新增产能有限, 而下游光伏玻璃和浮法玻璃均有新产能释放, 推动纯碱需求量增加。同期, 我国纯碱表观消费量为 451 万吨, 同比增加 10%。供需紧张推动产品价格不断上扬。2) **成本支撑叠加开工不足, 复合肥价格景气上行。**成本端, 原材料硫磺、合成氨价格上扬, 以及国际需求强劲, 带动磷酸一铵价格上行; 出口法检政策落地前, 供不应求叠加印度发布新一轮尿素招标, 尿素市场利好不断; 钾肥也由于供不应求及进口受阻价格上调。国际方面,

一季度俄乌冲突后，俄罗斯限制化肥出口，加剧了国际化肥的供应紧张形势，国际化肥价格飙升，带动国内化肥价格上涨。**开工方面**，2021年复合肥企业装置开工率低于2019年及2020年，据百川，2021年复合肥平均开工率为40%，较去年同期低7%。开工率低一方面是因为原材料货紧价高，厂家生产积极性不高，且原料短缺使得企业降负荷或停车。另一方面，环保、安全因素、能耗双控、限电等各项措施，使得部分装置开工受阻。其中开工率最高是在4月，开工率为48.65%。在成本和开工的双重作用下，复合肥价格不断上扬。据卓创资讯，公司主营产品复合肥2021及2022Q1均价分别为2845元/吨和3365元/吨，分别同比上涨21%和42%。

3) 成本支撑磷化工产业链整体景气上行。2022年第一季度磷矿石持续调涨，累计涨幅约50元/吨。传统停采区停采过后，产量下滑，且安全检查导致市场供应不稳、下游市场需求增加，带动磷矿石市场价格波动上调。由于成本端的良好支撑及下游需求复苏，磷化工产业链整体价格上行。据卓创资讯，2022Q1，纯碱、复合肥、磷酸一铵、黄磷及磷酸均价分别为3131元/吨、33187元/吨和10476元/吨，同比分别上涨35%、99%和104%。

- **定增推进新能源业务布局，磷化工产业链做大做强。**公司与宜城市人民政府签署协议，拟投资21.50亿元在襄阳精细化工园区投资建设绿色化工循环产业园项目，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，公司还通过定增的方式募集资金25亿元用于上述项目。此外，公司在湖北省松滋市拟建设年产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。坚定发展新能源业务、增加公司缓控释复合肥产能，有利于提高公司核心竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司新增磷酸铁、复合肥等产能，我们上调盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别为15.04亿元（原为8.57亿元）、17.73亿元（原为10.44亿元）、20.54亿元（新增），EPS分别为1.49元、1.75元、2.03元。我们认为公司作为产业链一体化优势显著的龙头企业，新增产能释放有助于公司巩固成本优势，打开成长空间，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；新建项目不及预期风险；所依据的数据信息滞后风险；原料及产品价格波动风险。

图表 1: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,766	5,250	5,701	6,839	营业收入	14,898	17,500	19,005	22,795
应收票据	0	0	0	0	营业成本	12,135	13,727	14,818	17,929
应收账款	405	699	731	802	税金及附加	84	120	124	144
预付账款	992	826	1,071	1,280	销售费用	281	523	536	618
存货	2,728	3,132	3,409	4,082	管理费用	543	902	932	1,105
合同资产	0	0	0	0	研发费用	206	265	288	346
其他流动资产	761	766	848	1,060	财务费用	179	141	153	151
流动资产合计	6,653	10,672	11,760	14,063	信用减值损失	-17	-10	-12	-14
其他长期投资	12	12	12	12	资产减值损失	-24	8	1	-8
长期股权投资	30	30	30	30	公允价值变动收益	0	1	1	1
固定资产	4,261	4,249	4,390	4,556	投资收益	16	17	23	19
在建工程	841	941	941	841	其他收益	77	63	63	68
无形资产	809	688	632	556	营业利润	1,524	1,903	2,228	2,569
其他非流动资产	969	992	1,012	1,039	营业外收入	15	10	11	12
非流动资产合计	6,922	6,912	7,016	7,034	营业外支出	29	25	27	27
资产合计	13,575	17,584	18,776	21,097	利润总额	1,510	1,888	2,212	2,554
短期借款	2,774	6,042	5,873	5,288	所得税	273	363	419	480
应付票据	1,096	1,415	1,543	1,925	净利润	1,237	1,525	1,793	2,074
应付账款	827	1,254	1,233	1,432	少数股东损益	5	20	20	20
预收款项	0	750	567	414	归属母公司净利润	1,232	1,505	1,773	2,054
合同负债	2,076	1,211	1,644	2,465	NOPLAT	1,384	1,638	1,917	2,197
其他应付款	116	91	87	93	EPS (按最新股本摊薄)	1.22	1.49	1.75	2.03
一年内到期的非流动负债	541	541	541	541					
其他流动负债	437	423	354	470					
流动负债合计	7,869	11,727	11,843	12,628					
长期借款	778	828	758	838					
应付债券	0	50	12	16					
其他非流动负债	367	415	394	360					
非流动负债合计	1,144	1,293	1,164	1,214					
负债合计	9,013	13,020	13,007	13,842					
归属母公司所有者权益	4,483	4,465	5,649	7,114					
少数股东权益	79	100	120	140					
所有者权益合计	4,562	4,564	5,769	7,255					
负债和股东权益	13,575	17,584	18,776	21,097					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	980	2,553	2,412	3,267
现金收益	2,156	2,511	2,783	3,084
存货影响	-943	-403	-277	-673
经营性应收影响	-370	-135	-277	-273
经营性应付影响	392	1,470	-79	433
其他影响	-255	-890	262	696
投资活动现金流	-904	-818	-918	-857
资本支出	-1,194	-813	-921	-850
股权投资	-30	0	0	0
其他长期资产变化	320	-5	3	-7
融资活动现金流	237	1,749	-1,043	-1,273
借款增加	763	3,367	-276	-502
股利及利息支付	-394	-901	-1,120	-1,213
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-132	-717	353	442

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	62.7%	17.5%	8.6%	19.9%
EBIT增长率	121.6%	20.0%	16.6%	14.3%
归母公司净利润增长率	147.1%	22.1%	17.9%	15.9%
获利能力				
毛利率	18.5%	21.6%	22.0%	21.3%
净利率	8.3%	8.7%	9.4%	9.1%
ROE	27.0%	33.0%	30.7%	28.3%
ROIC	20.5%	17.4%	18.9%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	66.4%	74.0%	69.3%	65.6%
债务权益比	97.8%	172.5%	131.4%	97.1%
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1
应收账款周转天数	10	11	14	12
应付账款周转天数	21	27	30	27
存货周转天数	67	77	79	75
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.49	1.75	2.03
每股经营现金流	0.97	2.53	2.39	3.23
每股净资产	4.44	4.42	5.59	7.04
估值比率				
P/E	12	10	8	7
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	44	37	33	30

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。