

2022年04月28日

公司研究

评级：买入(维持)

研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

证券分析师：董伯骏 S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

一季度业绩稳步增长，新能源项目持续推进

——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	3.2%	8.2%	36.9%
沪深300	-6.7%	-15.7%	-23.5%

市场数据	2022/04/27
当前价格(元)	13.50
52周价格区间(元)	8.12-23.50
总市值(百万)	13,636.35
流通市值(百万)	8,883.40
总股本(万股)	101,010.00
流通股本(万股)	65,802.99
日均成交额(百万)	315.93
近一月换手(%)	5.11

《营收利润创历史新高，产业一体化协同优势持续增强(买入)*化学制品*董伯骏,李永磊》——2022-04-15

《——云图控股(002539)事件点评：定增25亿，新能源布局持续推进(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏》——2022-01-17

《——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

事件：

2022年4月27日，公司发布2022年一季报：2022年Q1实现营业收入55.18亿元，同比增长87.03%，环比增长14.81%；实现归母净利润4.65亿元，同比增长157.59%，环比增长3.10%。经营活动产生的现金流量净额5.83亿元，同比增长408.13%，环比增长94.98%。毛利率15.86%（同比下降1.51个百分点，环比下降0.15个百分点），净利率8.51%（同比增加2.23个百分点，环比下降0.81个百分点）。

投资要点：

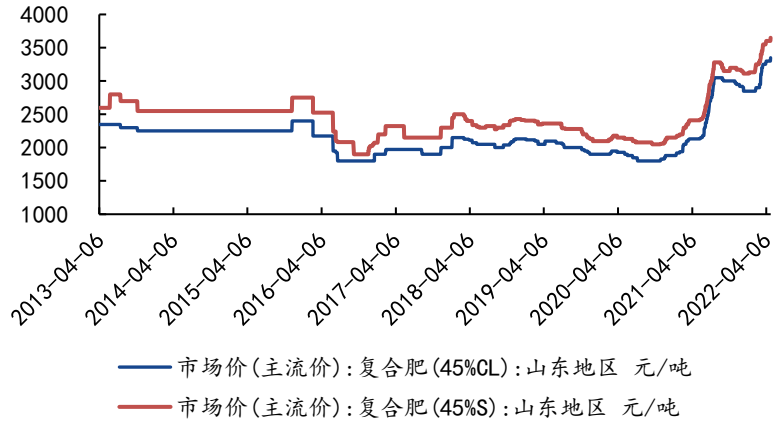
■ 主要产品景气度维持高位，公司经营业绩稳步增长

2022年Q1，公司实现营业收入55.18亿元，同比增长87.03%，环比增长14.81%；实现归母净利润4.65亿元，同比增长157.59%，环比增长3.10%。受益于产品价格上涨以及春耕旺季肥料需求旺盛，公司一季度营收和利润同比实现大幅增长。据wind数据，2022年Q1，氯基复合肥均价为2967元/吨，同比上涨48.40%；硫基复合肥均价为3270元/吨，同比上涨44.77%；磷酸一铵均价为3113元/吨，同比上涨37.69%；纯碱均价为2383元/吨，同比上涨55.94%；黄磷均价为33021元/吨，同比增长99.00%。受双碳政策以及能耗双控影响，未来磷酸一铵、黄磷等新增产能受限。同时，全球粮食安全问题日益突出，农作物价格上涨，对磷肥和复合肥的需求也不断上涨。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。

2022年Q1，公司销售费用率为1.19%，同比下降0.81个百分点，环比下降0.63个百分点；管理费用率为2.54%，同比下降1.34个百分点，环比增加1.93个百分点；财务费用率为0.52%，同比下降1.52个百分点，环比增加0.02个百分点，主要系2022年Q1应付票据贴现较去年同期减少，以及借款利率较去年同期降低，导致利息支出较去年同期减少。

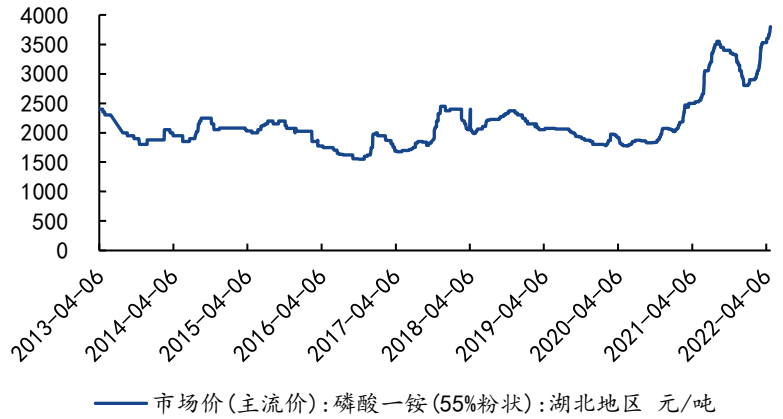
《拟投建 35 万吨电池级磷酸铁，利用一体化优势
大举进军新能源（买入）*复合肥*董伯骏，李永磊》
——2021-09-05

图 1: 复合肥价格 (元/吨)



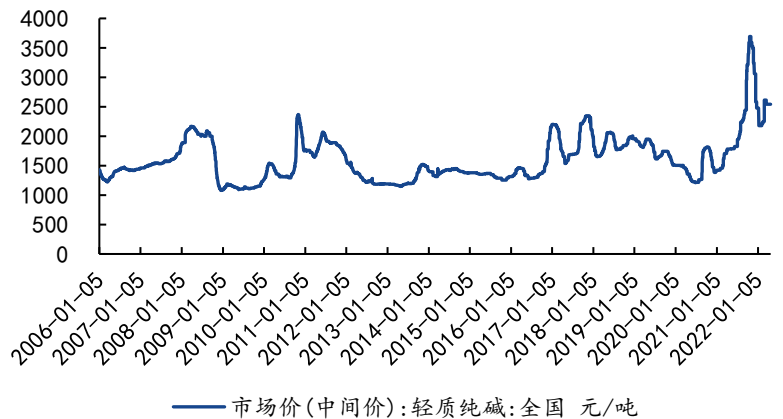
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 磷酸一铵价格 (元/吨)



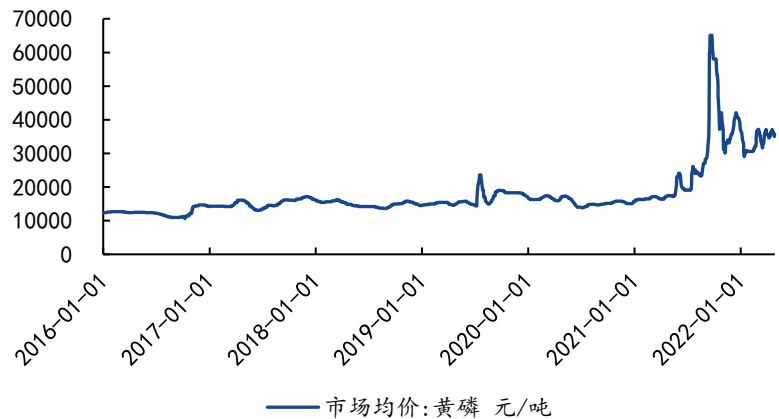
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 纯碱价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 黄磷价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

■ 项目建设稳步推进, 充分发挥磷化工与复合肥协同效应

2021年12月24日, 公司与湖北省应城市人民政府签署了《投资合作意向协议书》, 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”。拟新建年产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。2022年3月8日公司已取得关于盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目的环评批复。

公司拟募集资金总额不超过19.96亿元, 投资建设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。项目拟建设年产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。2022年3月1日公司取得关于磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓释控复合肥联动生产项目的环评批复, 预计2022年4月开工建设; 预计一期10万吨/年磷酸铁项目于2023年3月建成投产, 二期25万吨/年磷酸铁及相关配套项目于2023年12月建成投产。公司与湖北省宜城市人民政府签署投资建设绿色化工循环产业园项目合同, 拟建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。两个项目的实施, 充分发挥磷化工与复合肥主业的协同效应, 即有利于强化复合肥主业, 扩大复合肥产业规模, 又有利于公司把握磷酸铁产业发展时机, 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。

表 1: 公司在建项目

项目名称	建设内容	地点	投资金额	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。	松滋市	45.95 亿元	2023 年陆续建成
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；	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	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

- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 16.13、22.12、29.28 亿元，对应 PE 分别为 8.45、6.16、4.66 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14898	18966	21393	26225
增长率 (%)	63	27	13	23
归母净利润 (百万元)	1232	1613	2212	2928
增长率 (%)	147	31	37	32
摊薄每股收益 (元)	1.23	1.60	2.19	2.90
ROE (%)	27	26	27	26
P/E	10.79	8.45	6.16	4.66
P/B	2.99	2.24	1.64	1.21
P/S	0.90	0.72	0.64	0.52
EV/EBITDA	6.43	5.57	3.99	2.68

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:	13.50	投资评级:	买入	日期:	2022/04/27
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E	
盈利能力					每股指标					
ROE	27%	26%	27%	26%	EPS	1.23	1.60	2.19	2.90	
毛利率	19%	19%	21%	21%	BVPS	4.44	6.03	8.22	11.12	
期间费率	7%	7%	6%	6%	估值					
销售净利率	8%	9%	10%	11%	P/E	10.79	8.45	6.16	4.66	
成长能力					P/B	2.99	2.24	1.64	1.21	
收入增长率	63%	27%	13%	23%	P/S	0.92	0.72	0.64	0.52	
利润增长率	147%	31%	37%	32%						
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	
总资产周转率	1.10	1.27	1.22	1.20	营业收入	14898	18966	21393	26225	
应收账款周转率	36.74	26.97	28.06	28.81	营业成本	12135	15396	16999	20591	
存货周转率	5.46	5.39	5.50	5.59	营业税金及附加	84	106	116	142	
偿债能力					销售费用	281	370	428	525	
资产负债率	66%	58%	52%	48%	管理费用	543	730	824	997	
流动比	0.85	0.86	1.06	1.29	财务费用	179	180	118	109	
速动比	0.37	0.26	0.41	0.62	其他费用/(-收入)	206	294	332	420	
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	1524	2010	2739	3625	
现金及现金等价物	1766	500	1717	3863	营业外净收支	-14	0	0	0	
应收款项	405	703	762	910	利润总额	1510	2010	2739	3625	
存货净额	2728	3519	3888	4695	所得税费用	273	372	493	653	
其他流动资产	1753	1835	2104	2482	净利润	1237	1638	2246	2973	
流动资产合计	6653	6557	8472	11950	少数股东损益	5	25	34	45	
固定资产	4261	5422	5958	6528	归属于母公司净利润	1232	1613	2212	2928	
在建工程	886	1009	1130	1218	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	
无形资产及其他	1745	1895	1976	2065	经营活动现金流	980	2619	3153	3936	
长期股权投资	30	44	61	79	净利润	1232	1638	2246	2973	
资产总计	13575	14928	17598	21840	少数股东权益	5	25	34	45	
短期借款	2774	1244	1000	1000	折旧摊销	754	751	874	968	
应付款项	1923	2773	3020	3609	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	242	136	195	营运资金变动	-1248	75	-30	-62	
其他流动负债	3171	3325	3851	4473	投资活动现金流	-904	-2174	-1575	-1682	
流动负债合计	7869	7584	8008	9278	资本支出	-540	-2173	-1594	-1696	
长期借款及应付债券	778	778	778	778	长期投资	-334	-20	-24	-26	
其他长期负债	367	367	367	367	其他	-30	19	43	39	
长期负债合计	1144	1144	1144	1144	筹资活动现金流	237	-1710	-361	-109	
负债合计	9013	8728	9152	10422	债务融资	911	-1531	-244	0	
股本	1010	1010	1010	1010	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	4562	6200	8446	11418	其它	-674	-180	-118	-109	
负债和股东权益总计	13575	14928	17598	21840	现金净增加额	312	-1266	1217	2145	

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，7年化工行业研究经验。

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。

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，本报告中的分析师均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分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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。