

公司研究

复合肥磷化工及联碱产品价格大涨，22Q2 公司业绩同比高增

——云图控股（002539.SZ）2022年半年度业绩预告点评

要点

事件：7月13日，公司发布2022年半年度业绩预告。2022年上半年公司预计实现归母净利润9.5-10亿元，同比增长135.4%-147.8%；预计实现扣非后归母净利润9.0-9.5亿元，同比增长127.3%-139.9%。2022年Q2公司预计实现归母净利润4.85-5.35亿元，同比增长117.4%-139.9%，环比增长4.2%-14.9%。

复合肥、磷化工及联碱产品价格大涨，公司一体化布局凸显成本优势。得益于公司复合肥、磷化工及联碱产品价格的上涨，以及联碱产品及黄磷产品毛利率的上涨，公司2022Q2业绩大幅增长。从产品价格来看，复合肥上游原材料价格持续上涨，推动公司复合肥产品价格持续提升，根据iFind数据，2022Q2国内复合肥均价同比增长53.3%，环比增长16.1%；磷酸一铵价格同比增长57.9%，环比增长29.3%。近年来国家大力发展光伏发电和碳酸锂等新能源项目，纯碱行业供需紧平衡，2022Q2国内纯碱价格同比增长51.8%，环比增长8.6%。此外，由于国内“双碳”目标及能耗双控政策影响，国内黄磷供给收缩，2022Q2价格同比增长92.8%，环比增长9.5%。在产品价格持续上涨的同时，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，公司可有效管控生产成本，促使公司产品毛利率同步提升。

持续进行产能布局，打开未来成长空间。公司现有复合肥产能520万吨/年，同时积极地进行着复合肥的产能扩张，进一步夯实公司行业领先优势。公司目前拥有120万吨/年的在建产能，其中湖北松滋三期30万吨/年复合肥产能已于2022年6月开始试生产，余下30万吨/年复合肥产能将于2022年下半年释放；公司建于湖北荆州的60万吨/年复合肥项目预计于2023年12月建成投产。在全球粮食安全大背景下，公司计划在湖北应城、荆州、宜城基地持续扩增复合肥产能，预计2025年公司复合肥产能将达到800万吨/年左右。

扩建45万吨/年磷酸铁产能，打开未来成长空间。公司目前规划有45万吨/年磷酸铁的产能，其中荆州基地一期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，此外，公司还在湖北宜城规划有10万吨/年的磷酸铁及配套项目。磷酸铁的大规模产能布局将充分打开公司未来成长空间。

盈利预测、估值与评级：受益于复合肥等产品价格的大幅上涨，公司22H1业绩取得较高增速。考虑到产品价格上涨及后续新增产能的落地，我们上调公司22-24年盈利预测，预计22-24年公司归母净利润分别为18.71（上调19.9%）、21.77（上调27.6%）、24.08（上调29.3%）亿元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险。

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	18,142	20,082	21,229
营业收入增长率	6.12%	62.74%	21.77%	10.70%	5.71%
净利润（百万元）	499	1,232	1,871	2,177	2,408
净利润增长率	133.79%	147.06%	51.88%	16.36%	10.60%
EPS（元）	0.49	1.22	1.85	2.16	2.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.48%	27.48%	31.45%	28.97%	26.15%
P/E	31.6	12.8	8.4	7.2	6.5
P/B	4.6	3.5	2.6	2.1	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-13

买入（维持）

当前价：15.60元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.10
总市值(亿元)	157.58
一年最低/最高(元)	8.93/22.94
近3月换手率	213.85%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.90	5.02	51.38
绝对	-11.74	10.56	39.56

资料来源：Wind

相关研报

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（2022-04-15）

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）

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	18,142	20,082	21,229
营业成本	7,525	12,135	14,480	15,962	16,802
折旧和摊销	640	688	774	813	853
税金及附加	54	84	102	113	119
销售费用	239	281	342	379	401
管理费用	457	543	661	732	774
研发费用	151	206	251	277	293
财务费用	134	179	91	47	-1
投资收益	35	16	16	16	16
营业利润	650	1,524	2,306	2,681	2,961
利润总额	629	1,510	2,291	2,664	2,946
所得税	122	273	415	482	533
净利润	507	1,237	1,876	2,182	2,413
少数股东损益	8	5	5	5	5
归属母公司净利润	499	1,232	1,871	2,177	2,408
EPS(元)	0.49	1.22	1.85	2.16	2.38

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	998	980	1,799	2,946	2,986
净利润	499	1,232	1,871	2,177	2,408
折旧摊销	640	688	774	813	853
净营运资金增加	-264	888	1,251	274	378
其他	124	-1,828	-2,096	-317	-653
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	-1,488	-2,143	-1,551
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-400	763	-993	-1,484	-839
无息负债变化	691	1,540	-40	476	53
净现金流	42	312	48	194	851

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.8%	18.5%	20.2%	20.5%	20.9%
EBITDA 率	16.0%	16.7%	17.5%	17.6%	17.9%
EBIT 率	8.6%	11.7%	13.2%	13.6%	13.9%
税前净利润率	6.9%	10.1%	12.6%	13.3%	13.9%
归母净利润率	5.4%	8.3%	10.3%	10.8%	11.3%
ROA	5.0%	9.1%	13.4%	15.0%	15.6%
ROE (摊薄)	14.5%	27.5%	31.4%	29.0%	26.1%
经营性 ROIC	9.6%	17.9%	21.6%	24.4%	26.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	66%	66%	57%	48%	40%
流动比率	0.71	0.85	1.11	1.43	1.88
速动比率	0.42	0.50	0.63	0.81	1.13
归母权益/有息债务	1.03	1.10	1.92	4.65	11.84
有形资产/有息债务	2.72	3.03	4.14	8.30	18.45

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	14,015	14,577	15,491
货币资金	1,194	1,766	1,814	2,008	2,859
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	441	405	494	547	578
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	76	341	415	459	486
存货	1,785	2,728	3,261	3,597	3,788
其他流动资产	282	420	420	420	420
流动资产合计	4,340	6,653	7,588	8,337	9,504
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	7,981	6,973	6,187
短期借款	2,287	2,774	1,782	839	0
应付账款	577	827	987	1,088	1,146
应付票据	994	1,096	1,307	1,441	1,517
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	6,837	5,829	5,043
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	6,034	7,604	9,304
股本	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010
公积金	1,291	1,282	1,470	1,591	1,591
未分配利润	1,236	2,238	3,518	4,960	6,655
归属母公司权益	3,442	4,483	5,949	7,513	9,208
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%	0.50%	0.23%	0.00%
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	0.61	0.71	0.78
每股经营现金流	0.99	0.97	1.78	2.92	2.96
每股净资产	3.41	4.44	5.89	7.44	9.12
每股销售收入	9.06	14.75	17.96	19.88	21.02

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	31.6	12.8	8.4	7.2	6.5
PB	4.6	3.5	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	13.3	8.1	6.0	4.9	4.2
股息率	1.3%	2.6%	3.9%	4.5%	5.0%

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的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