

云图控股 (002539.SZ) / 化工

证券研究报告/公司点评

2022年9月4日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 14.11

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

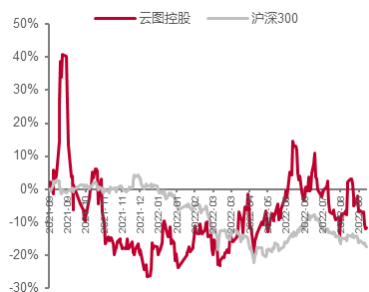
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,154	14,898	17,500	19,005	22,795
增长率 yoy%	6%	63%	17%	9%	20%
净利润 (百万元)	499	1,232	1,504	1,773	2,054
增长率 yoy%	134%	147%	22%	18%	16%
每股收益 (元)	0.49	1.22	1.49	1.75	2.03
每股现金流量	0.99	0.97	2.53	2.39	3.23
净资产收益率	14%	27%	33%	31%	28%
P/E	28.6	11.6	9.5	8.0	6.9
P/B	4.1	3.2	3.2	2.5	2.0

备注: 股价取自 2022/9/2

基本状况

总股本(百万股)	1,010
流通股本(百万股)	677
市价(元)	14.11
市值(百万元)	14,253
流通市值(百万元)	9,553

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件: 8月19日, 公司发布2022年半年报: 2022H1 实现营业收入111.39亿元, 同比增长83.07%; 实现归属母公司净利润9.88亿元, 同比增长144.86%; 实现扣非归母净利润9.24亿元, 同比增长133.46%。2022Q2 单季实现营业收入56.21亿元, 同比增长79.34%, 环比增长1.87%; 实现归属母公司净利润5.23亿元, 同比增长134.55%, 环比增长12.39%, 实现扣非归母净利润4.77亿元, 同比增长139.21%, 环比增长6.73%。**
- 点评:**
- 龙头一体化优势显著, 上半年业绩盈利亮眼。盈利能力方面, 公司充分把握行业高景气周期, 依托自身主营业务完整产业链优势, 实现业绩高增。2022H1 年毛利率为16.6%, 同比-2.2pct; 净利率为8.97%, 同比+2.22pct, ROE为20.25%, 同比+8.85pct。期间费用方面, 2022H1 公司期间费用率为5.73%, 同比-4.39pct。其中, 销售费用率为1.3%, 同比-0.75pct; 管理费用(含研发费用, 可比口径)率为3.92%, 同比-2.38pct, 财务费用率为0.51%, 同比-1.26pct。财务费用降低系借款和票据贴现利率降低及美元汇率上升所致。此外, 公司专注主营业务研发创新, 2022H1 公司研发费用为1.46亿元, 同比+117.59%。**
- 农化&纯碱高景气, 主营业务景气度上行。价格方面, 根据Wind, 复合肥方面, 2022H1 复合肥价格为3339元/吨, 同比+59.77%; 联碱方面, 2022H1 联碱、纯碱价格分别为2539元/吨和2660元/吨, 同比+53.37%和+54.78%; 磷化工方面, 黄磷和磷酸一铵的价格分别为34885元/吨和3585元/吨, 同比+96.9%和+47.35%。价差方面, 根据Wind, 复合肥方面, 2022H1 复合肥价差(复合肥-0.43*动力煤-0.25*氯化钾-0.16*硫磺-0.5*磷矿石)为1626.95元/吨, 同比+70.31%; 2022Q2 价差为1965.6元/吨, 同比+89.34%, 环比+53.02%。联碱方面, 2022H1 联碱(联碱-1.15*原盐(自产)-0.38*无烟煤-0.18*动力煤)价差为1246.68元/吨, 同比+50.98%; 2022Q2 价差为1512.8元/吨, 同比+66.84%, 环比+54.75%。磷化工方面, 2022H1 黄磷(黄磷-2*焦炭-10*磷矿石)和磷酸一铵(磷酸一铵-0.05*动力煤-0.46*硫磺-1.47*磷矿石)的价差分别为28569.44元/吨和2080.65元/吨, 同比+145.61%和+32.86%; 2022Q2 价差为30020.87元/吨和2409.36元/吨, 同比+118.25%和+30.55%, 环比+10.77%和+37.78%。**
- 上下游延伸持续增扩, 磷酸铁构建新增长极。公司作为国内盐化工行业龙头, 依托现有复合肥产业链不断向上下游延伸, 进一步打造公司长期增长曲线。新增项目**

上，根据公司公告，复合肥方面，公司现有复合肥产能 550 万吨/年。湖北松滋基地在建产能 90 万吨，预计今明两年将陆续建成投产，加上计划在湖北应城、宜城基地新建的复合肥项目，如顺利建成投产预计 2025 年公司复合肥产能将达到 800 万吨左右；磷化工方面，1) 加快“资源+产业链”布局。2022 年 8 月，公司取得四川雷波牛牛寨东段磷矿采矿许可证，开采规模为 400 万吨/年，采矿建设工程现处于启动阶段，建成投产后将实现磷矿资源自给，有效降低外购成本；2) 进军新能源材料赛道。公司布局磷酸铁及上游相关原料产能，磷酸铁规划产能 45 万吨/年。荆州基地 35 万吨磷酸铁及配套项目目前已开工建设，一期 10 万吨预计于 2023 年 3 月建成投产，二期 25 万吨磷酸铁及相关配套项目预计于 2023 年 12 月建成投产。宜城 10 万吨磷酸铁及配套项目尚在筹备过程中。

- **盈利预测与投资建议：**预计 2022-2024 年公司归母净利润为 15.04/17.73/20.54 亿元，EPS 分别为 2.53/2.39/3.23 元。**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**产品及原材料价格大幅波动、产能释放不及预期、下游需求不及预期、安全环保因素。

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	2021E	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	2021E	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	9	8	7
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	45	38	34	31

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。