



# 复合肥量利齐升，持股计划彰显信心

## 云图控股(002539)

### 事件概述

事件一：2021年3月20日，公司发布2020年年报，报告期内实现营业收入91.54亿元，同比增长6.12%，归母净利润4.99亿元，同比增长133.79%，经营活动现金流量净额9.98亿元，同比增长6.35%，ROE14.58%，同比提升7.78pct，EPS为0.49元。

事件二：2021年3月20日，公司发布第二期员工持股计划草案，2021-2023年对归母净利润考核指标分别为7/9/11亿元。

### 分析判断：

#### ► 复合肥量利齐升，一体化优势突显

2020年公司复合肥销量260万吨，同比增长13.04%，在销售均价1842元/吨同比下滑6.70%的情况下，平均单吨毛利逆势同比提升24.46%至381元/吨，复合肥销量与毛利率显著提升是净利同比大增的主要原因。国内市场氯基和硫基复合肥市场主流价格2021年一季度均价分别为2000、2259元/吨，同比分别增长6.34%、6.95%，环比分别增长8.35%、7.69%，预计将助力今年业绩持续增长。

近年来公司以复合肥核心业务为依托，向上游资源拓展，形成一体化产业格局，提高综合抗风险能力。目前，子公司雷波凯瑞在雷波县牛牛寨北矿区东段磷矿石资源探明储量1.81亿吨，西段正处于勘探过程；在湖北孝感拥有2.5亿吨井盐储量，公司上游资源得以充分保障。同时，公司围绕复合肥构建了“盐-碱-肥”产业链，极大提高生产效率，有效抵御行业波动风险。

#### ► 开源节流降费率，优异现金流保增长

2020年公司整体销售毛利率17.80%，同比提升2.13pct，销售净利率5.54%，同比提升3.00pct，ROE14.58%，同比提升7.78pct。2020年公司期间费用率为10.72%，较去年同期下降1.32pct，具体来看，销售费用率下降0.63pct至2.61%，管理费用率下降0.23pct至6.64%，财务费用率下降0.47pct至1.46%。同时，10年来公司净现比大多数在2以上，应收账款周转天数维持在20天以下，表明公司较高的收益质量和较强的运营能力。

#### ► 员工持股计划绑定核心员工利益，考核指标彰显信心

本次拟实施的员工持股计划股票来源为公司前期回购股份，2021-2023年对归母净利润考核指标分别为7/9/11亿元，按照考核下限计算未来三年净利润增幅分别为

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	9.26
股票代码：	002539
52周最高价/最低价：	11.48/5.01
总市值(亿)	93.54
自由流通市值(亿)	60.79
自由流通股数(百万)	656.45



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

联系人：毛晓龙

邮箱：maoxl@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

+40.28%/+28.57%/+22.22%。员工持股计划一方面绑定了公司核心高管与公司利益，同时利润考核指标也彰显了公司对于未来发展的信心。

### 投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 110.12/121.36/136.54 亿元，同比+20.3%/+10.2%/+12.5%，归母净利润分别为 7.66/9.43/11.78 亿元，同比+53.6%/+23.2%/24.9%，EPS 分别为 0.76/0.93/1.17 元，对应 2021 年 4 月 9 日收盘价 PE 分别为 12/10/8 倍，公司为国内复合肥龙头企业，致力打造“盐-碱-肥”一体化产业链，估值优势明显，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

复合肥价格下跌、原材料价格波动、环保政策等风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,626	9,154	11,012	12,136	13,654
YoY (%)	9.6%	6.1%	20.3%	10.2%	12.5%
归母净利润(百万元)	213	499	766	943	1,178
YoY (%)	21.4%	133.8%	53.6%	23.2%	24.9%
毛利率 (%)	15.7%	17.8%	18.0%	18.5%	18.8%
每股收益(元)	0.21	0.49	0.76	0.93	1.17
ROE	6.6%	14.5%	18.3%	18.7%	19.2%
市盈率	43.86	18.76	12.22	9.91	7.94

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 依托复合肥，“盐-碱-肥”多产业协同发展.....	4
2. 员工持股计划绑定核心员工利益，考核指标彰显信心.....	9
3. 盈利预测与投资建议.....	9
4. 风险提示.....	10

## 图表目录

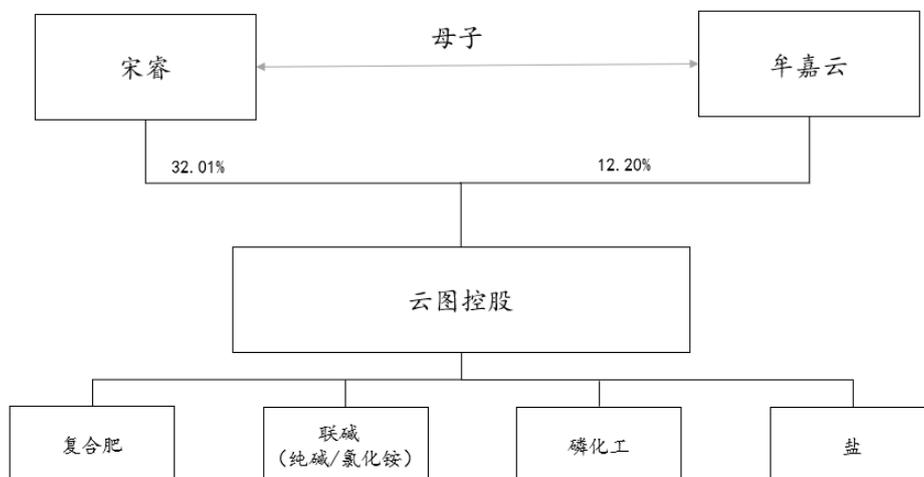
图 1 公司股权结构.....	4
图 2 公司营业收入（百万元）.....	5
图 3 公司归母净利润（百万元）.....	5
图 4 公司毛利率与净利率情况（%）.....	5
图 5 公司经营活动现金净流量（百万元；%）.....	6
图 6 公司期间费用率（%）.....	6
图 7 公司固定资产与在建工程（百万元）.....	6
图 8 公司固定资产当期折旧（百万元）.....	6
图 9 2020 年收入构成（%）.....	7
图 10 2020 年毛利润构成（%）.....	7
图 11 公司复合肥销量与毛利润情况（万吨；百万元；元）.....	7
图 12 复合肥价格（元/吨）.....	8
图 13 磷酸一铵价格（元/吨）.....	8
图 14 纯碱价格（元/吨）.....	8
表 1 公司主要产品产能及部分产品销售情况.....	4
表 2 股权激励份额分配情况.....	9
表 3 股权激励费用摊销（百万元）.....	9
表 4 可比公司估值表.....	9

## 1. 依托复合肥，“盐-碱-肥”多产业协同发展

公司成立于 1995 年，位于四川省成都市新都区，前身为新都化工，2016 年 9 月正式更名“云图控股”。公司成立以来专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，通过多年的经营积累现已形成复合肥、联碱、磷化工及食用盐等相关产业的协同发展。截止 2020 年底，公司主要产品产能包括复合肥产能 510 万吨/年，纯碱、氯化铵 60 万吨/年，磷酸一铵 43 万吨/年，食用盐 40 万吨/年，以及磷化工相关产品黄磷 6 万吨/年，磷酸 5 万吨/年，磷酸二氢钾 1.5 万吨/年，三聚磷酸钠 3.5 万吨/年。

牟嘉云与宋睿母子合计持有公司 44.21% 的股权，为公司的实际控制人。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 公司主要产品产能及部分产品销售情况

产品种类	产能 (万 t/a)	20 年销量 (万 t/a)	产能利用率 (%)	20 年销售均价 (元/t)	备注
复合肥	510	260.28	52.91%	1842	
磷酸一铵	43	29.51	122.03%	2303	部分自用
纯碱/氯化铵	60	83.77	108.89%	960	双吨，部分自用
食用盐	40	34.31	88.65%	754	
黄磷	6	-	108.71%	16191	市场均价
磷酸二氢钾	1.5	-	-	6798	市场均价
三聚磷酸钠	3.5	-	-	6345	市场均价
磷酸	5	-	-	4892	市场均价，自用

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020 年公司实现营业收入 91.54 亿元，同比增长 6.12%，归母净利润 4.99 亿元，同比增长 133.79%。2020 年公司整体销售毛利率 17.80%，同比提升 2.13pct，销售净利率 5.54%，同比提升 3.00pct，ROE14.58%，同比提升 7.78pct。2020 年公司整体费用率为 10.72%，较去年同期下降 1.32pct，具体来看，销售费用率下降 0.63pct 至 2.61%，管理费用率下降 0.23pct 至 6.64%，财务费用率下降 0.47pct 至 1.46%。同时，10 年来公司净现比大多数在 2 以上，应收账款周转天数维持在 20 天以下，表明公司较高的收益质量和较强的运营能力。

图 2 公司营业收入（百万元）



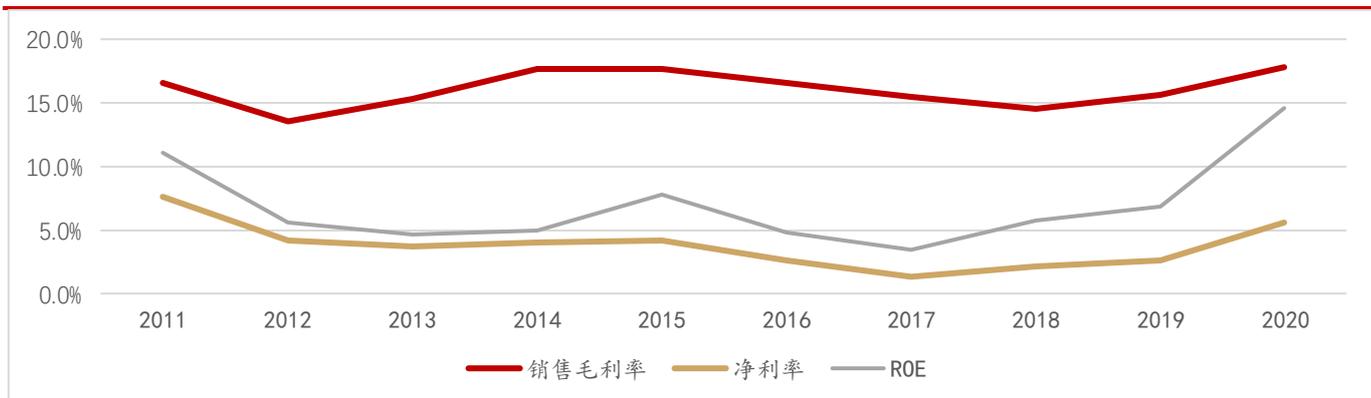
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司归母净利润（百万元）



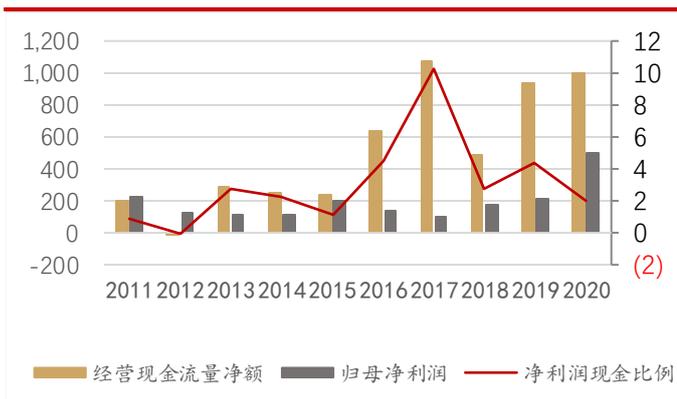
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司毛利率与净利率情况 (%)



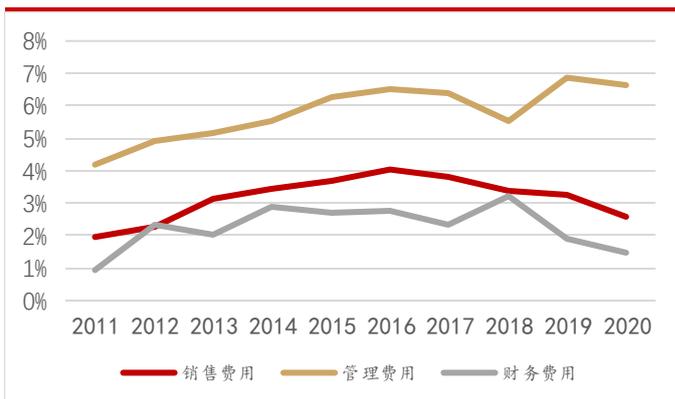
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司经营活动现金净流量（百万元；%）



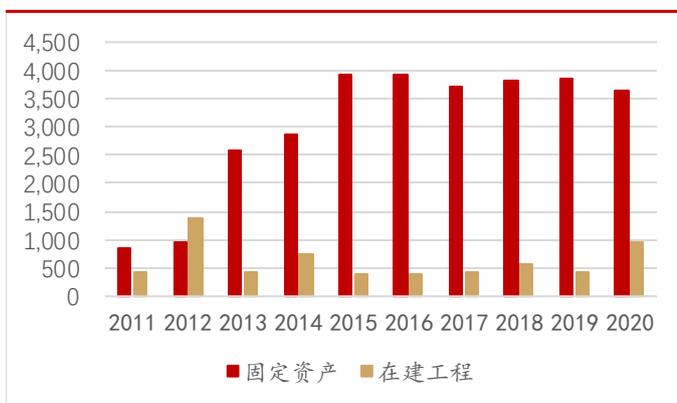
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司期间费用率（%）



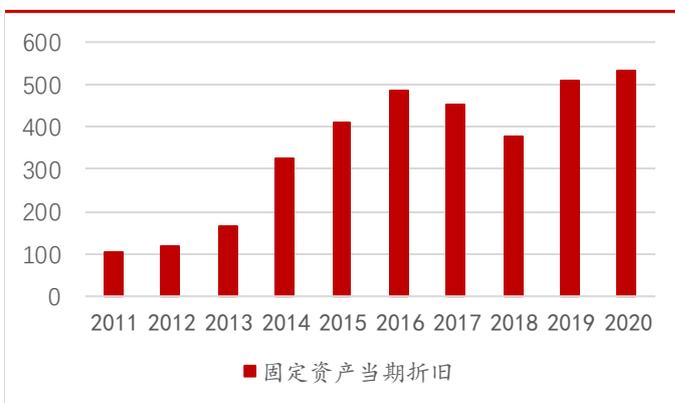
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司固定资产与在建工程（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司固定资产当期折旧（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**复合肥：**复合肥为公司的传统核心业务，截止 2020 年底，公司拥有复合肥产能 510 万吨/年，产品线覆盖全水溶、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氯基、高浓度硫基等复合肥全线产品，满足不同作物不同生长期的需求。公司分别在四川眉山、湖北应城、湖北宜城、湖北松滋、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉等地设立了复合肥生产基地，是国内复合肥生产基地最多的供应商之一。2020 年公司复合肥销量约 260 万吨，实现销售收入 47.94 亿元，同比增长 5.64%，单吨毛利润约 381 元/吨，较 2019 年提升 75 元/吨，实现毛利润 8.53 亿元，同比增长 21.95%，毛利率 17.80%较 2019 年提升 2.41pct。2020 年公司复合肥收入、毛利润占比分别为 52.37%、52.63%，为主要收入与盈利来源。

**联碱：**联碱业务是公司复合肥上游氮肥的延伸和拓展，也是公司“盐-碱-肥”产业链的关键环节。在上游公司依托自有盐井资源，为联碱提供充足的原料，在下游公司联碱产品可以为复合肥提供低成本的氮肥资源，从而实现“盐-碱-肥”一体化产业链，通过各项资源的综合利用达到最优配置。截止 2020 年底，公司拥有纯碱、氯化铵 60 万吨/年产能，硝酸钠和亚硝酸钠各 10 万吨/年产能。同时，公司正在建设热电联产能源综合利用项目，未来持续推进低成本发展战略。

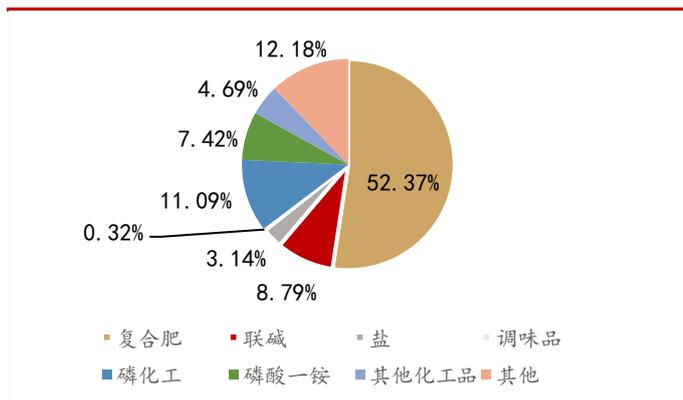
**磷化工：**磷化工业务亦是公司复合肥上游原料的延伸和拓展，公司通过收购雷波凯瑞，依托其磷矿资源以及当地丰富的水电资源，打造磷化工一体化。截止 2020 年底，公司磷化工产能包括磷酸一铵 43 万吨/年，磷酸 5 万吨/年，黄磷 6 万吨/年，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

磷酸二氢钾 1.5 万吨/年、三聚磷酸钠 3.5 万吨/年，石灰 30 万吨/年，以及 140 万吨码头吞吐量。随着国内“三磷整治”的持续深化，并陆续启动非法违法“小化工”专项整治，小型落后产能逐步退出市场，公司凭借产能与一体化产业链优势未来有望实现持续增长。

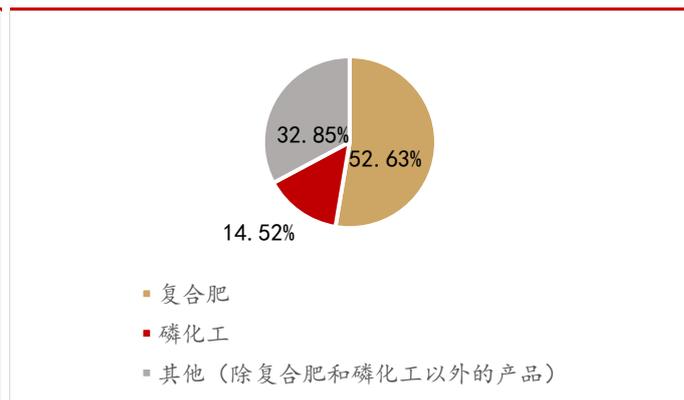
**盐：**公司近年来重点发展了食用盐业务，建立了湖北、辽宁等食用盐供应基地，截止 2020 年底，公司拥有食用盐产能 40 万吨/年，公司依托研发与工艺优势，先后推出了海藻碘盐、低钠盐、零添加盐等产品，致力打造多品类健康盐专家。

图 9 2020 年收入构成 (%)



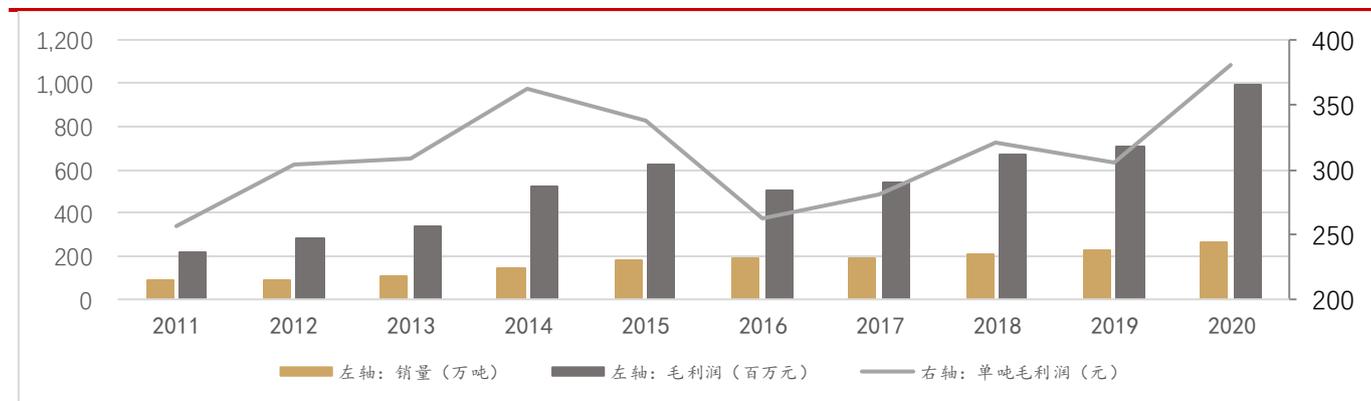
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 2020 年毛利润构成 (%)



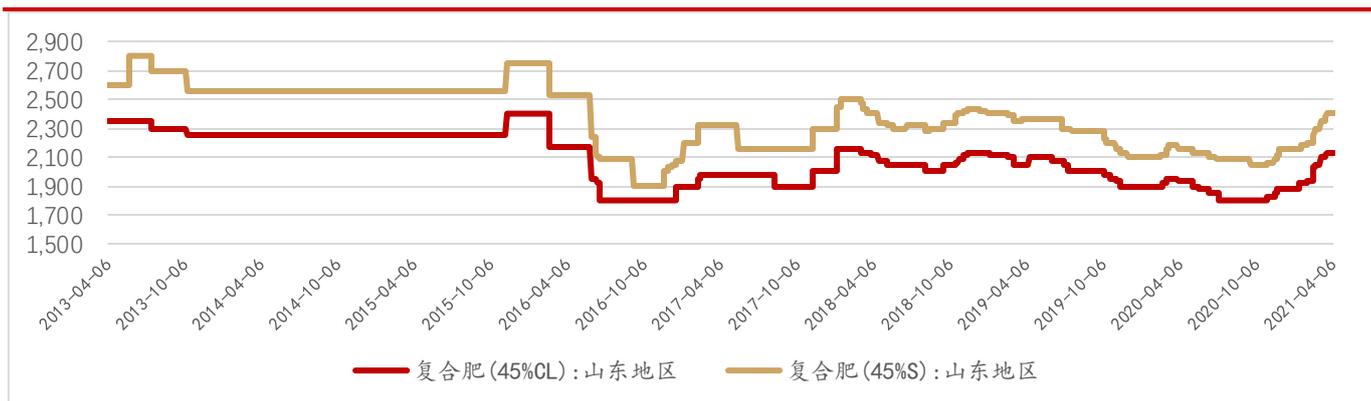
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 公司复合肥销量与毛利润情况 (万吨; 百万元; 元)



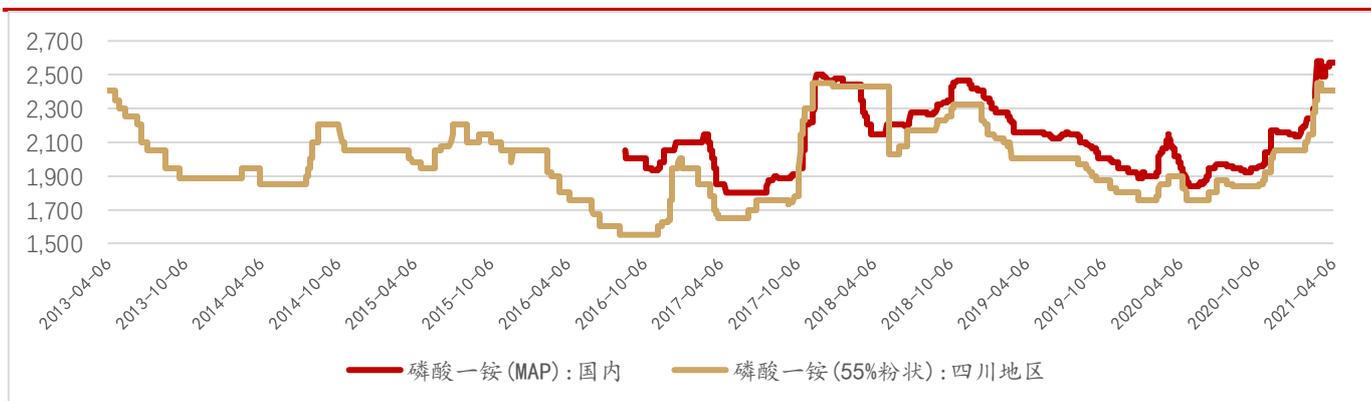
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 复合肥价格（元/吨）



资料来源：隆众化工，华西证券研究所

图 13 磷酸一铵价格（元/吨）



资料来源：隆众化工，华西证券研究所

图 14 纯碱价格（元/吨）



资料来源：隆众化工，华西证券研究所

## 2. 员工持股计划绑定核心员工利益，考核指标彰显信心

本次拟实施的员工持股计划股票来源为公司前期回购股份，数量不超过 1620 万股，占公司总股本的 1.60%，涉及公司核心管理层不超过 24 人，其中包含董事、监事、高级管理人员 6 人。本次员工持股计划 2021-2023 年对归母净利润考核指标分别为 7/9/11 亿元，按照考核下限计算未来三年净利润增幅分别为 +40.28%/+28.57%/22.22%，2021-2024 年股权激励费用摊销分别为 0.51/0.67/0.20/0.48 亿元。本次员工持股计划一方面绑定了公司核心高管与公司利益，同时利润考核指标也彰显公司对于未来发展的信心。

表 2 股权激励份额分配情况

序号	持有人		持有份额 (万份)	占持股计划的比例 (%)
	姓名	职务		
1	张光喜	董事兼高级管理人员	200	12.35%
2	王生兵	董事兼高级管理人员	200	12.35%
3	阚夕国	高级管理人员	200	12.35%
4	车茂	高级管理人员	100	6.17%
5	柏万丈	监事	100	6.17%
6	孙晓霆	监事	15	0.93%
7	其他	中层管理人员不超过 18 人	805	49.69%
合计			1620	100.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 股权激励费用摊销 (百万元)

股份支付费用合计	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
143.05	51.26	66.75	20.26	47.68

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 110.12/121.36/136.54 亿元，同比 +20.3%/+10.2%/+12.5%，归母净利润分别为 7.66/9.43/11.78 亿元，同比 +53.6%/+23.2%/24.9%，EPS 分别为 0.76/0.93/1.17 元，对应 2021 年 4 月 9 日收盘价 PE 分别为 12/10/8 倍，公司为国内复合肥龙头企业，致力打造“盐-碱-肥”一体化产业链，估值水平对比行业同类公司具有优势，我们看好公司未来发展，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4 可比公司估值表

公司名称	总市值(亿元)	EPS				PE			
	2021/4/9	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
新洋丰	224	0.73	0.89	1.06	1.36	21.86	19.33	16.19	12.65
史丹利	64	0.19	0.36	0.43	-	29.42	15.39	12.70	-
芭田股份	36	0.09	0.12	0.17	-	42.84	34.87	23.71	-
司尔特	44	0.38	0.45	0.56	-	15.98	13.61	10.91	-
平均						27.53	20.80	15.88	12.65
云图控股	94	0.49	0.76	0.93	1.17	18.76	12.22	9.91	7.94

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4. 风险提示

**复合肥价格下跌：**目前复合肥为公司主要收入与盈利来源，复合肥产品价格下跌将影响公司利润。

**原材料价格波动：**公司原材料主要为大宗肥料及相关化学品，原材料价格持续上行可能影响公司利润。

**环保政策风险：**随着国内环保政策的趋严，未来环保不达标的企业将有被关停的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,154	11,012	12,136	13,654	净利润	507	777	958	1,196
YoY (%)	6.1%	20.3%	10.2%	12.5%	折旧和摊销	681	88	66	71
营业成本	7,525	9,030	9,886	11,081	营运资金变动	-383	-86	29	-35
营业税金及附加	54	74	78	87	经营活动现金流	998	893	1,150	1,287
销售费用	239	220	318	300	资本开支	-426	-596	-22	-15
管理费用	457	529	485	519	投资	23	-25	-36	-9
财务费用	134	113	91	68	投资活动现金流	-406	-620	-56	-22
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	35	1	2	2	债务募资	2,698	-500	-374	-524
营业利润	650	960	1,182	1,477	筹资活动现金流	-550	-673	-565	-712
营业外收支	-21	-1	0	0	现金净流量	42	-400	530	553
利润总额	629	960	1,183	1,477	<b>主要财务指标</b>				
所得税	122	182	225	281	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	507	777	958	1,196	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	499	766	943	1,178	营业收入增长率	6.1%	20.3%	10.2%	12.5%
YoY (%)	133.8%	53.6%	23.2%	24.9%	净利润增长率	133.8%	53.6%	23.2%	24.9%
每股收益	0.49	0.76	0.93	1.17	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	17.8%	18.0%	18.5%	18.8%
货币资金	1,194	793	1,323	1,876	净利率	5.5%	7.1%	7.9%	8.8%
预付款项	563	522	628	683	总资产收益率 ROA	4.9%	7.1%	8.1%	9.3%
存货	1,785	2,097	2,312	2,586	净资产收益率 ROE	14.5%	18.3%	18.7%	19.2%
其他流动资产	799	917	987	1,108	<b>偿债能力</b>				
流动资产合计	4,340	4,329	5,250	6,253	流动比率	0.71	0.73	0.89	1.08
长期股权投资	0	0	1	1	速动比率	0.33	0.29	0.39	0.52
固定资产	3,656	4,184	4,202	4,210	现金比率	0.20	0.13	0.22	0.32
无形资产	847	852	817	779	资产负债率	65.6%	60.4%	56.0%	50.8%
非流动资产合计	5,889	6,449	6,462	6,454	<b>经营效率</b>				
资产合计	10,229	10,778	11,711	12,707	总资产周转率	0.89	1.02	1.04	1.07
短期借款	2,287	1,787	1,393	834	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	1,571	1,822	2,017	2,253	每股收益	0.49	0.76	0.93	1.17
其他流动负债	2,234	2,286	2,510	2,690	每股净资产	3.41	4.14	5.00	6.08
流动负债合计	6,091	5,895	5,921	5,777	每股经营现金流	0.99	0.88	1.14	1.27
长期借款	366	366	386	421	每股股利	0.15	0.06	0.10	0.12
其他长期负债	253	253	253	253	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	619	619	639	674	PE	18.76	12.22	9.91	7.94
负债合计	6,710	6,514	6,560	6,451	PB	2.17	2.24	1.85	1.52
股本	1,010	1,010	1,010	1,010					
少数股东权益	76	88	102	120					
股东权益合计	3,518	4,265	5,152	6,257					
负债和股东权益合计	10,229	10,778	11,711	12,707					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。