

云图控股 (002539.SZ) 复合肥及联碱业务齐发力，公司业绩超预期

2021 年 08 月 24 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（联系人）

龚道琳（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

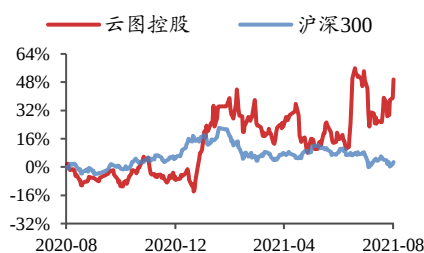
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790120080059

证书编号：S0790120010015

日期	2021/8/24
当前股价(元)	11.39
一年最高最低(元)	12.20/6.60
总市值(亿元)	115.05
流通市值(亿元)	74.95
总股本(亿股)	10.10
流通股本(亿股)	6.58
近 3 个月换手率(%)	244.58

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-化肥业务表现强劲，公司归母扣非净利增长逾 3 倍》-2021.4.20

《公司信息更新报告-业绩创历史新高，看好公司一体化优势继续加固》-2021.3.21

《公司信息更新报告-Q1 业绩超预期，复合肥龙头加速成长》-2021.3.1

● 复合肥量价齐升，联碱毛利率增加，公司业绩超预期，维持“买入”评级

2021 年上半年公司实现营收 60.84 亿元，同比+36.14%；实现归母净利润 4.04 亿元，同比+110.53%。2021 年上半年，随着公司一体化产业链的完善和渠道的全面整合，公司复合肥销量和价格同比增加，毛利率同比提高；纯碱、氯化铵持续上涨，公司联碱业务毛利率同比增加，上半年业绩超预期。我们维持预测公司 2021-2023 年归母净利分别为 7.66、9.75、10.38 亿元，EPS 分别为 0.76、0.97、1.03 元/股，当前股价对应 PE 分别为 15.0、11.8、11.1 倍，维持“买入”评级。

● 2021 年上半年公司复合肥业务量价齐升，毛利率同比提升

自 2020 年下半年以来，农产品价格持续上涨，大幅提振化肥需求。受供给侧改革、煤炭价格上涨等因素影响，2021 年上半年单质肥价格持续上涨，推涨复合肥价格。根据卓创资讯数据，2021 年 H1 磷酸一铵、尿素、氯化钾、复合肥均价和同比变动幅度分别为 2,496（+33%）、2,153（+29%）、2,339（+17%）、2,417（+10%）元/吨。2021 年上半年公司常规与新型复合肥业务毛利率分别为 18.80%、23.21%，较 2020 年同期增长 5.20%、0.46%。公司产业链一体化优势显著，随着渠道全面整合，公司复合肥业务量价齐升，盈利能力超预期。另外，公司雷波矿山开采项目查明东段磷矿石资源储量 1.81 亿吨，未来若公司取得采矿权许可证书，一体化优势将进一步巩固，助力公司盈利水平提升。

● 纯碱与氯化铵价格持续上涨，公司联碱业务毛利率提升

根据 Wind 与卓创资讯数据，2021 年上半年，轻质纯碱与氯化铵均价分别为 1,662、638 元/吨，同比分别+18.87%、+29.24%。2021 年上半年，在光伏玻璃产能放开，有望大幅拉动纯碱需求的行业“一致”预期下，纯碱价格持续上涨；在尿素价格持续上涨带动下，氯化铵价格亦持续上涨。公司联碱业务大幅受益，毛利率达 20.25%，同比+14.88%。2021-2022 年，随着光伏玻璃陆续投产，纯碱部分产能退出，纯碱价格有望继续上涨，公司联碱业务仍有望超预期。

● 风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,626	9,154	10,838	11,682	12,375
YOY(%)	9.6	6.1	18.4	7.8	5.9
归母净利润(百万元)	213	499	766	975	1,038
YOY(%)	21.4	133.8	53.6	27.3	6.5
毛利率(%)	15.7	17.8	20.8	22.0	22.0
净利率(%)	2.5	5.4	7.1	8.3	8.4
ROE(%)	6.6	14.4	18.7	19.8	18.0
EPS(摊薄/元)	0.21	0.49	0.76	0.97	1.03
P/E(倍)	54.0	23.1	15.0	11.8	11.1
P/B(倍)	3.6	3.3	2.9	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4121	4340	5503	5774	7914
现金	1592	1194	2175	2227	4216
应收票据及应收账款	384	441	535	517	598
其他应收款	78	76	107	90	118
预付账款	174	563	309	631	365
存货	1618	1785	2094	2028	2335
其他流动资产	276	282	282	282	282
非流动资产	5597	5889	6207	5985	5604
长期投资	2	0	-3	-6	-9
固定资产	3837	3657	4059	4006	3804
无形资产	785	847	869	874	866
其他非流动资产	973	1384	1283	1111	944
资产总计	9718	10229	11710	11759	13519
流动负债	5478	6091	7070	6372	7336
短期借款	2931	2287	2900	2900	2900
应付票据及应付账款	1366	1571	1777	1780	1986
其他流动负债	1181	2234	2392	1692	2450
非流动负债	941	619	562	470	365
长期借款	445	366	309	217	112
其他非流动负债	496	253	253	253	253
负债合计	6419	6710	7631	6842	7701
少数股东权益	83	76	72	70	79
股本	1010	1010	1010	1010	1010
资本公积	1127	1123	1123	1123	1123
留存收益	1067	1404	1697	2108	2551
归属母公司股东权益	3216	3442	4006	4847	5739
负债和股东权益	9718	10229	11710	11759	13519

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	939	998	2225	821	2666
净利润	219	507	762	973	1047
折旧摊销	646	681	577	670	736
财务费用	167	134	126	127	94
投资损失	0	-35	-24	-31	-22
营运资金变动	-157	-369	785	-918	813
其他经营现金流	64	82	-1	-1	-1
投资活动现金流	-265	-406	-871	-417	-332
资本支出	339	433	322	-219	-378
长期投资	2	6	3	3	3
其他投资现金流	76	33	-546	-633	-707
筹资活动现金流	-681	-550	-373	-353	-345
短期借款	-488	-644	613	0	0
长期借款	-70	-79	-57	-92	-105
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-123	177	-928	-261	-241
现金净增加额	-7	42	981	51	1989

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8626	9154	10838	11682	12375
营业成本	7275	7525	8579	9117	9650
营业税金及附加	58	54	73	78	83
营业费用	279	239	317	335	359
管理费用	478	457	595	612	658
研发费用	114	151	169	188	196
财务费用	167	134	126	127	94
资产减值损失	-16	-8	0	0	0
其他收益	71	49	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	1	1	1
投资净收益	-0	35	24	31	22
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	299	650	1004	1257	1359
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	18	28	27	26	25
利润总额	289	629	983	1238	1342
所得税	71	122	221	265	295
净利润	219	507	762	973	1047
少数股东损益	5	8	-4	-2	9
归母净利润	213	499	766	975	1038
EBITDA	1094	1437	1678	2027	2162
EPS(元)	0.21	0.49	0.76	0.97	1.03

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.6	6.1	18.4	7.8	5.9
营业利润(%)	28.9	117.2	54.4	25.2	8.1
归属于母公司净利润(%)	21.4	133.8	53.6	27.3	6.5
获利能力					
毛利率(%)	15.7	17.8	20.8	22.0	22.0
净利率(%)	2.5	5.4	7.1	8.3	8.4
ROE(%)	6.6	14.4	18.7	19.8	18.0
ROIC(%)	4.6	8.7	11.3	12.9	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	66.1	65.6	65.2	58.2	57.0
净负债比率(%)	79.6	67.3	32.9	24.4	-15.4
流动比率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	22.1	22.2	22.2	22.2	22.2
应付账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.49	0.76	0.97	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.99	2.20	0.81	2.64
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.41	3.97	4.80	5.68
估值比率					
P/E	54.0	23.1	15.0	11.8	11.1
P/B	3.6	3.3	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	13.0	9.7	7.7	6.3	4.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn