

公司研究

拟投建 35 万吨磷酸铁及配套项目，向新能源领域延伸磷化工产业链

——云图控股（002539.SZ）投资项目公告点评

要点

事件：9月3日晚，公司发布公告拟以自有（自筹）资金5亿元，在湖北省松滋市投资设立云图新能源材料（荆州）有限公司（简称“云图新能源”），并由其投资建设年产35万吨电池级磷酸铁以及配套的30万吨湿法磷酸（折纯）、30万吨精致磷酸、150万吨磷矿选矿、100万吨硫磺制酸、60万吨缓控释复合肥、100万吨磷石膏综合利用和20MW余热发电等项目，项目投资总额为45.95亿元。

顺应新能源需求扩建磷酸铁，凸显产业链一体化优势。随着新能源行业需求的爆发式增长，磷酸铁锂正极材料因其安全性、低成本等特别被市场普遍看好，需求快速提高。磷酸铁作为磷酸铁锂上游可选的关键原料之一，也备受市场关注。公司目前已探明所拥有的雷波县牛牛寨北矿区的磷矿储量达1.81亿吨，同时已建成了磷肥完整产业链以及黄磷为主的磷化工产业链，构筑了一体化产业链优势。在向下游延伸进一步建设磷酸铁产能的过程中，公司将拥有相对明显的资源与原料成本优势。

新建产能规划完全，充分利用产业链资源力争收益最大化。公司的磷酸铁项目将分两期建设，一期10万吨/年磷酸铁将于2023年3月建成投产，二期25万吨磷酸铁及配套的湿法磷酸、精制磷酸、磷矿选矿、硫磺制酸、缓控释复合肥、磷石膏、余热发电等项目将于2023年12月建成投产。公司的磷酸铁项目二期不仅考虑到了上游磷矿、硫酸、磷酸等原料的供应扩增，还进一步利用副产的低品位磷酸、余热等资源生产复合肥或进行回收发电，从而实现了化学资源和能源的充分利用，力争项目收益最大化。

地理位置优势明显，产业资源配套充分。公司新项目选址设在湖北省松滋市，松滋是鄂西南重要的交通枢纽和经济重镇，在产品运输方面十分便利。除磷矿石、液氨、氯化铵、包装袋等原料实现自主供应外，公司项目其余的原辅料均可从建设地周边找到合适的供应商，保障了项目原辅材料的稳定供应，降低原料运输成本。在产品正式实现产出后，凭借地理位置优势，公司产品能够高效且以更低的运输费用运往全国各地。

盈利预测、估值与评级：因新建项目暂未明确落地，我们暂不考虑新建项目的业绩增量。故我们维持公司2021-2023年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为7.71/9.13/10.36亿元，对应EPS分别为0.76/0.90/1.03元/股，仍维持公司“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险，产能释放不及预期，安全生产和环境保护风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,626	9,154	10,047	11,430	12,748
营业收入增长率	9.64%	6.12%	9.75%	13.76%	11.54%
净利润（百万元）	213	499	771	913	1,036
净利润增长率	21.35%	133.79%	54.75%	18.40%	13.44%
EPS（元）	0.21	0.49	0.76	0.90	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.63%	14.48%	19.23%	19.80%	19.61%
P/E	77	33	21	18	16
P/B	5.1	4.8	4.1	3.6	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-09-03

买入（维持）

当前价：16.35元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

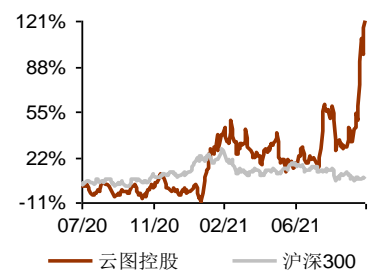
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.10
总市值(亿元)	165.15
一年最低/最高(元)	6.45/17.58
近3月换手率	196.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	70.42	99.54	118.23
绝对	67.69	91.23	124.85

资料来源：Wind

相关研报

复合肥量价齐增磷化工价格上涨，带动2021H1业绩大幅提高——云图控股（002539.SH）2021年半年报点评（2021-08-25）

受益复合肥量价提升，公司盈利大幅增长——云图控股（002539.SZ）2020年度业绩快报点评（2021-01-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,626	9,154	10,047	11,430	12,748
营业成本	7,275	7,525	8,145	9,146	10,204
折旧和摊销	612	640	738	770	800
税金及附加	58	54	60	68	76
销售费用	279	239	263	299	333
管理费用	478	457	501	570	636
研发费用	114	151	166	189	211
财务费用	167	134	90	108	94
投资收益	0	35	35	35	35
营业利润	299	650	986	1,160	1,315
利润总额	289	629	968	1,144	1,296
所得税	71	122	188	222	252
净利润	219	507	780	922	1,045
少数股东损益	5	8	8	8	8
归属母公司净利润	213	499	771	913	1,036
EPS(元)	0.21	0.49	0.76	0.90	1.03

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	939	998	128	1,579	1,725
净利润	213	499	771	913	1,036
折旧摊销	612	640	738	770	800
净营运资金增加	540	-237	1,577	393	375
其他	-427	97	-2,958	-497	-486
投资活动产生现金流	-265	-406	-262	-290	-265
净资本支出	-330	-426	-300	-300	-300
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	64	18	38	10	35
融资活动现金流	-681	-550	447	-1,081	-1,263
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-219	-400	738	-662	-802
无息负债变化	-551	691	-1,131	216	238
净现金流	-7	42	313	207	198

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.7%	17.8%	18.9%	20.0%	20.0%
EBITDA 率	13.4%	16.0%	17.1%	17.6%	17.1%
EBIT 率	5.9%	8.6%	9.8%	10.8%	10.8%
税前净利润率	3.4%	6.9%	9.6%	10.0%	10.2%
归母净利润率	2.5%	5.4%	7.7%	8.0%	8.1%
ROA	2.3%	5.0%	7.5%	8.7%	9.8%
ROE (摊薄)	6.6%	14.5%	19.2%	19.8%	19.6%
经营性 ROIC	5.7%	9.0%	9.7%	12.3%	13.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66%	66%	61%	55%	50%
流动比率	0.75	0.71	0.87	1.06	1.32
速动比率	0.46	0.42	0.53	0.65	0.80
归母权益/有息债务	0.86	1.03	0.99	1.35	2.03
有形资产/有息债务	2.32	2.72	2.27	2.77	3.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,718	10,229	10,413	10,578	10,691
货币资金	1,592	1,194	1,507	1,714	1,912
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	384	441	530	603	673
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	78	76	104	118	132
存货	1,618	1,785	1,933	2,172	2,425
其他流动资产	276	282	282	282	282
流动资产合计	4,121	4,340	4,965	5,574	6,187
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	3,836	3,656	3,287	2,864	2,396
在建工程	444	953	872	812	766
无形资产	784	847	830	813	797
商誉	34	32	32	32	32
其他非流动资产	227	87	87	87	87
非流动资产合计	5,597	5,889	5,448	5,004	4,504
总负债	6,419	6,710	6,317	5,871	5,307
短期借款	2,931	2,287	3,025	3,040	2,239
应付账款	703	577	624	701	782
应付票据	663	994	1,076	1,208	1,348
预收账款	660	0	0	0	0
其他流动负债	-6	108	108	108	108
流动负债合计	5,478	6,091	5,698	5,252	4,687
长期借款	445	366	366	366	366
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	97	105	105	105	105
非流动负债合计	941	619	619	619	619
股东权益	3,298	3,518	4,096	4,707	5,384
股本	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010
公积金	1,286	1,291	1,369	1,460	1,564
未分配利润	907	1,236	1,728	2,239	2,805
归属母公司权益	3,216	3,442	4,012	4,614	5,283
少数股东权益	83	76	84	93	101

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.24%	2.61%	2.61%	2.61%	2.61%
管理费用率	5.55%	4.99%	4.99%	4.99%	4.99%
财务费用率	1.93%	1.46%	0.89%	0.95%	0.73%
研发费用率	1.32%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
所得税率	24%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.20	0.31	0.36	0.41
每股经营现金流	0.93	0.99	0.13	1.56	1.71
每股净资产	3.18	3.41	3.97	4.57	5.23
每股销售收入	8.54	9.06	9.95	11.32	12.62

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	77	33	21	18	16
PB	5.1	4.8	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	17.9	14.2	12.1	10.0	8.9
股息率	0.9%	1.2%	1.9%	2.2%	2.5%

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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE