

研究所  
证券分析师：李永磊 S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn  
证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn

## 三季度复合肥销售承压，一体化优势不断增强 ——云图控股（002539）点评报告

### 最近一年走势



相对沪深300表现		2022/10/28		
表现	1M	3M	12M	
云图控股	-1.9%	-19.0%	-20.5%	
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%	

市场数据		2022/10/28
当前价格(元)		11.87
52周价格区间(元)		11.63-18.58
总市值(百万)		11,989.89
流通市值(百万)		8,036.15
总股本(万股)		101,010.00
流通股本(万股)		67,701.36
日均成交额(百万)		142.64
近一月换手(%)		1.47

《云图控股(002539.SZ)2022年中报点评：业绩持续稳定增长，在建项目有序推进(买入)\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2022-08-21

《——云图控股(002539)事件点评：一季度业绩稳步增长，新能源项目持续推进(买入)\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-04-29

《营收利润创历史新高，产业一体化协同优势持续增强(买入)\*化学制品\*董伯骏，李永磊》——2022-04-15

《——云图控股(002539)事件点评：定增25亿，新能源布局持续推进(买入)\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-01-17

### 事件：

2022年10月28日，公司发布2022年三季报：2022年前三季度公司实现营业收入149.73亿元，同比增加48.36%；实现归属于上市公司股东的净利润13.03亿元，同比增加66.86%；加权平均净资产收益率为26.25%，同比增加5.09个百分点。销售毛利率17.27%，同比下降2.48个百分点；销售净利率8.77%，同比增加0.95个百分点。

其中，2022Q3实现营业收入38.34亿元，同比下降4.33%，环比下降31.79%；实现归母净利润3.14亿元，同比下降16.61%，环比下降39.96%；加权平均净资产收益率为6.00%，同比下降3.76个百分点。毛利率19.23%（同比下降1.96个百分点，环比增加1.91个百分点），净利率8.17%（同比下降1.27个百分点，环比下降1.26个百分点）。

### 投资要点：

#### ■ 原材料价格波动下复合肥销量下滑，公司三季度业绩承压

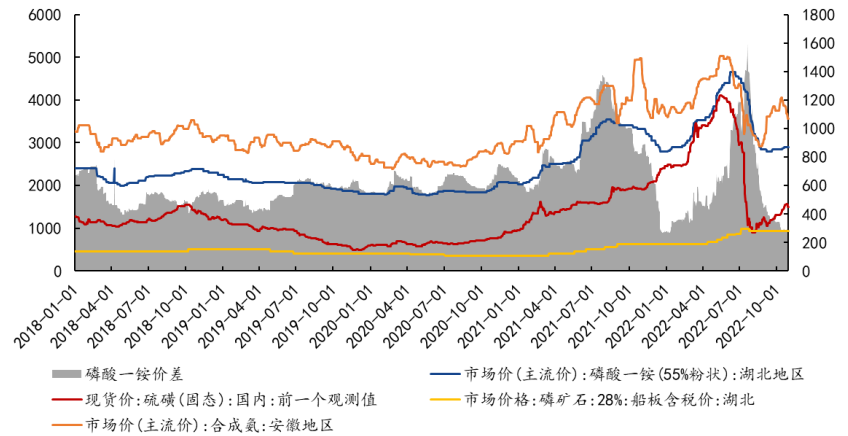
公司2022Q3实现营业收入38.34亿元，同比下降4.33%，环比下降31.79%；实现归母净利润3.14亿元，同比下降16.61%，环比下降39.96%。2022Q3，受硫磺、合成氨、氯化钾等原材料价格波动影响，特别是硫磺价格失速下滑，复合肥价格从高位回落，经销商拿货积极性降低，复合肥销量下滑，对公司三季度经营业绩产生较大影响。据wind数据，2022Q3氯基复合肥均价为3569元/吨，同比+19.83%，环比-2.57%；硫基复合肥均价3714元/吨，同比+18.01%，环比-4.96%；磷酸一铵均价3330元/吨，同比-2.65%，环比-20.22%。从原材料端看，据wind数据，2022Q3硫磺均价为1362元/吨，同比-22.17%，环比-63.08%；合成氨均价3426元/吨，同比-14.90%，环比-26.63%；氯化钾均价为4462元/吨，同比+22.93%，环比-6.35%；磷矿石均价为1049元/吨，同比+93.39%，环比+25.79%。目前，硫磺等原材料价格波动趋于稳定，受煤炭价格上涨影响，合成氨价格有所反弹，在磷矿石高价支撑下，磷酸一铵价格有望趋于稳定。随着原材料成本降低，复合肥毛利率有望迎来恢复。

公司前三季度经营活动现金流入净额为11.73亿元，同比增加72.23%，主要系报告期销售收入增加，销售商品收取货款同比增加，同时销售收款收取的现金占收取货款的比例增加所致。期间费用方面，2022Q3公司销售/管理/财务费用率分别为1.81%/4.24%/0.64%，

《——云图控股(002539)事件点评: 补齐一体化短板, 新能源布局持续推进 (买入)\*化学制品  
\*李永磊, 董伯骏》——2021-12-29

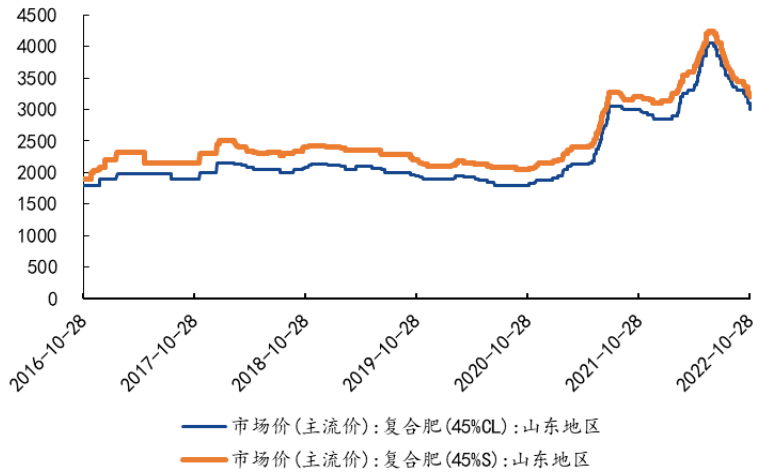
同比+0.09/-0.69/-0.56pct, 环比+0.40/+1.60/0.10pct.

图 1: 磷酸一铵价格价差 (元/吨)



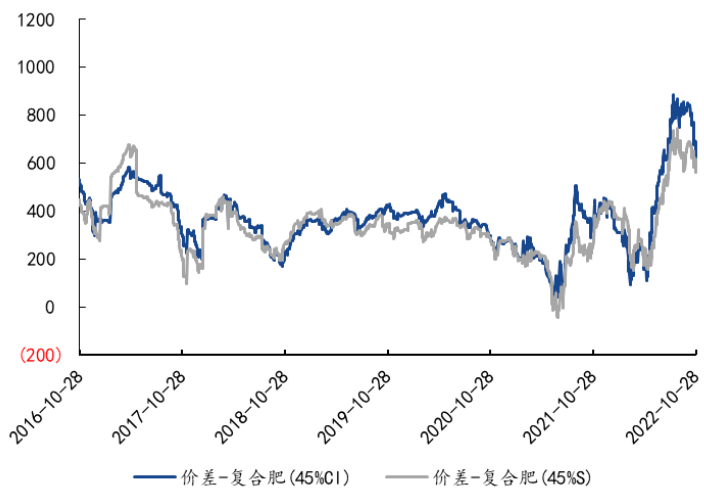
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 复合肥价格 (元/吨)



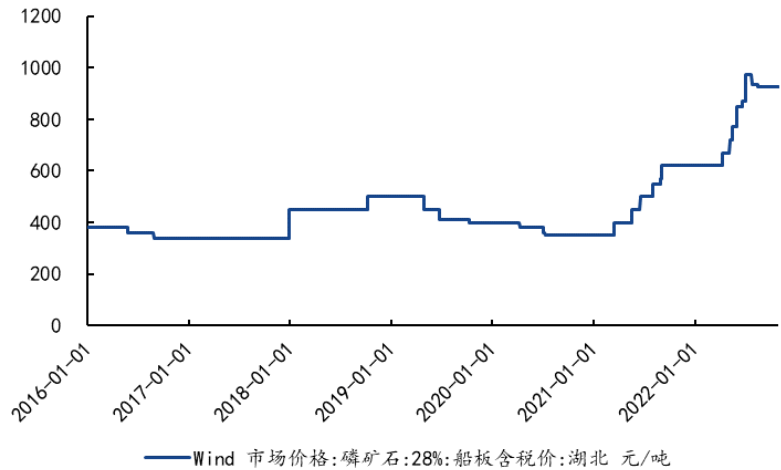
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 复合肥价差 (元/吨)



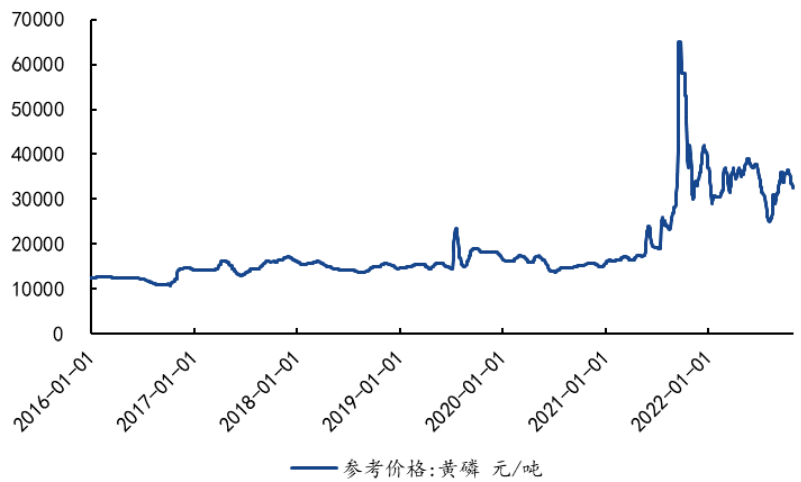
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4：磷矿石价格（元/吨）



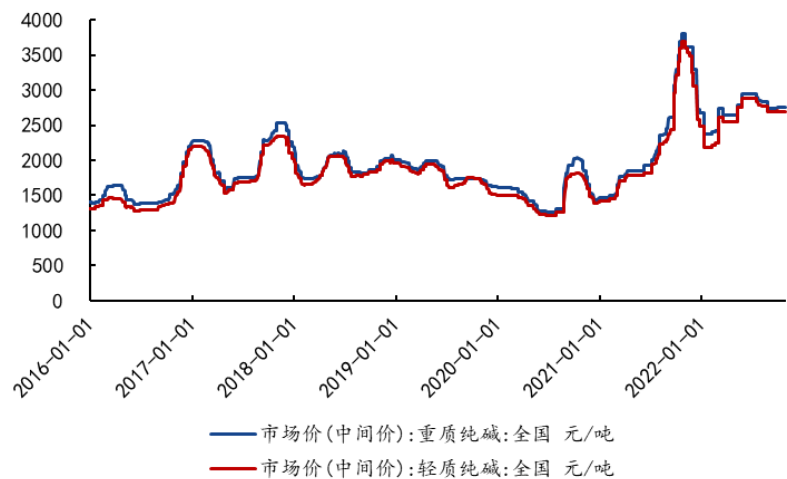
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：黄磷价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：纯碱价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

### ■ 获得 400 万吨/年磷矿采矿许可证，原材料成本优势不断增强

2022 年 8 月，公司取得雷波县牛牛寨磷矿北矿区东段磷矿采矿权，生产规模为 400 万吨/年。根据四川省自然资源厅 2019 年 10 月出具的《查明矿产资源储量登记书》，东段磷矿的矿石资源量约为 1.8 亿吨，矿石平均品位 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 20.7%。东段磷矿的采矿建设工程处于启动阶段，已经取得了开采许可、项目审批、环保审批等前置手续，并全面开展安全设施设计相关工作，着手征地手续、矿井建设前期准备等工作。公司现有复合肥产能 550 万吨，磷酸一铵产能 43 万吨，黄磷产能 6 万吨/年，生产所需磷矿石基本上全部来自于外购。同时公司还分别在湖北荆州和湖北宜城规划建设了 35 万吨、10 万吨磷酸铁及其配套的湿法磷酸、精制磷酸和低品位磷酸联动生产复合肥等项目，对磷矿石的需求将进一步扩大。牛牛寨磷矿北矿区东段磷矿完全达产后，将形成 400 万吨/年的磷矿石产能，公司磷矿石自给率将得到提升，成本优势有望增强。

### ■ 新能源项目有序推进，产业协同优势显著

公司在松滋拟建年产 35 万吨电池级磷酸铁以及配套的 30 万吨湿法磷酸（折纯）、30 万吨精制磷酸、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；在宜城拟建 10 万吨电池级磷酸铁、100 万吨选矿、20 万吨湿法磷酸（折 100%P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>）、10 万吨精制磷酸（85%H<sub>3</sub>PO<sub>4</sub>）、80 万吨硫磺制酸、80 万吨缓控释复合肥和 100 万吨磷石膏综合利用。目前松滋 35 万吨磷酸铁相关项目已全面启动，预计 2023 年陆续建成投产；宜城 10 万吨磷酸铁正在筹建中。公司拥有丰富的磷矿资源储备以及完整的磷化工产业链，能够为磷酸铁项目提供完善的资源配套。两个项目的实施，有利于发挥公司磷化工与复合肥主业的协同效应，通过磷酸分级利用进一步延伸“磷矿—湿法磷酸—磷酸铁”的新能源材料产业链，进一步扩大磷化工、磷肥产业规模，夯实产业链及成本竞争优势，孵化新的利润点的同时，巩固和提升公司复合肥领先地位。

### ■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 16.14、20.15、24.14 亿元，EPS 为 1.60、1.99、2.39 元/股，对应 PE 为 7、6、5 倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14898	19366	21232	24265
增长率 (%)	63	30	10	14
归母净利润 (百万元)	1232	1614	2015	2414
增长率 (%)	147	31	25	20
摊薄每股收益 (元)	1.23	1.60	1.99	2.39
ROE (%)	27	26	25	23
P/E	10.79	7.43	5.95	4.97
P/B	2.99	1.97	1.48	1.14
P/S	0.90	0.62	0.56	0.49
EV/EBITDA	6.43	4.90	3.72	2.79

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：云图控股盈利预测表

证券代码:	002539		股价:	11.87	投资评级:	买入	日期:	2022/10/28	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	27%	26%	25%	23%	EPS	1.23	1.60	1.99	2.39
毛利率	19%	19%	20%	20%	BVPS	4.44	6.04	8.03	10.42
期间费率	7%	7%	6%	6%	<b>估值</b>				
销售净利率	8%	8%	9%	10%	P/E	10.79	7.43	5.95	4.97
<b>成长能力</b>					P/B	2.99	1.97	1.48	1.14
收入增长率	63%	30%	10%	14%	P/S	0.90	0.62	0.56	0.49
利润增长率	147%	31%	25%	20%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
总资产周转率	1.10	1.21	1.15	1.12	营业收入	14898	19366	21232	24265
应收账款周转率	36.74	26.97	28.06	28.81	营业成本	12135	15780	17052	19347
存货周转率	5.46	5.37	5.44	5.50	营业税金及附加	84	108	119	136
<b>偿债能力</b>					销售费用	281	368	403	485
资产负债率	66%	61%	55%	51%	管理费用	543	697	764	886
流动比	0.85	0.88	1.03	1.20	财务费用	179	215	188	179
速动比	0.37	0.34	0.46	0.60	其他费用/(-收入)	206	290	329	376
					<b>营业利润</b>	<b>1524</b>	<b>2010</b>	<b>2494</b>	<b>2989</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业外净收支	-14	0	0	0
现金及现金等价物	1766	1500	2526	4167	<b>利润总额</b>	<b>1510</b>	<b>2010</b>	<b>2494</b>	<b>2989</b>
应收款项	405	718	757	842	所得税费用	273	372	449	538
存货净额	2728	3606	3900	4411	<b>净利润</b>	<b>1237</b>	<b>1638</b>	<b>2045</b>	<b>2451</b>
其他流动资产	1753	1870	2105	2345	少数股东损益	5	25	31	37
<b>流动资产合计</b>	<b>6653</b>	<b>7695</b>	<b>9288</b>	<b>11765</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1232</b>	<b>1614</b>	<b>2015</b>	<b>2414</b>
固定资产	4261	5422	5958	6528					
在建工程	886	1009	1130	1218	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
无形资产及其他	1745	1895	1976	2065	<b>经营活动现金流</b>	<b>980</b>	<b>2673</b>	<b>3074</b>	<b>3541</b>
长期股权投资	30	44	61	79	净利润	1232	1638	2045	2451
<b>资产总计</b>	<b>13575</b>	<b>16066</b>	<b>18413</b>	<b>21656</b>	少数股东权益	5	25	31	37
短期借款	2774	2243	2000	2000	折旧摊销	754	751	874	968
应付款项	1923	2842	3030	3391	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	247	135	181	营运资金变动	-1248	76	-22	-45
其他流动负债	3171	3389	3858	4243	<b>投资活动现金流</b>	<b>-904</b>	<b>-2193</b>	<b>-1617</b>	<b>-1721</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7869</b>	<b>8721</b>	<b>9023</b>	<b>9815</b>	资本支出	-540	-2173	-1594	-1696
长期借款及应付债券	778	778	778	778	长期投资	-334	-20	-24	-26
其他长期负债	367	367	367	367	其他	-30	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>1144</b>	<b>1144</b>	<b>1144</b>	<b>1144</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>237</b>	<b>-746</b>	<b>-431</b>	<b>-179</b>
<b>负债合计</b>	<b>9013</b>	<b>9865</b>	<b>10168</b>	<b>10959</b>	债务融资	911	-531	-243	0
股本	1010	1010	1010	1010	权益融资	0	0	0	0
股东权益	4562	6200	8245	10697	其它	-674	-215	-188	-179
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13575</b>	<b>16066</b>	<b>18413</b>	<b>21656</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>312</b>	<b>-266</b>	<b>1026</b>	<b>1641</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所



## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。