

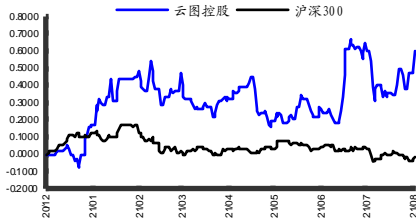
研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

单季盈利再创新高，秋肥景气有望持续

——云图控股（002539）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
云图控股	0.4	31.4	52.1
沪深300	-3.9	-5.2	0.9

市场数据

2021-08-24

当前价格(元)	11.39
52周价格区间(元)	6.6-12.2
总市值(百万)	11505.04
流通市值(百万)	7495.17
总股本(万股)	101010.00
流通股(万股)	65804.82
日均成交额(百万)	170.74
近一月换手(%)	92.09

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2021年8月24日，公司发布2021年半年报：公司实现营业收入60.84亿元，同比增长36.14%；归属于上市公司股东的净利润4.04亿元，同比增长110.53%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.96亿元，同比增长145.70%；经营活动现金净流入10.13亿元，同比增长58.98%；基本每股收益0.40元。

投资要点：

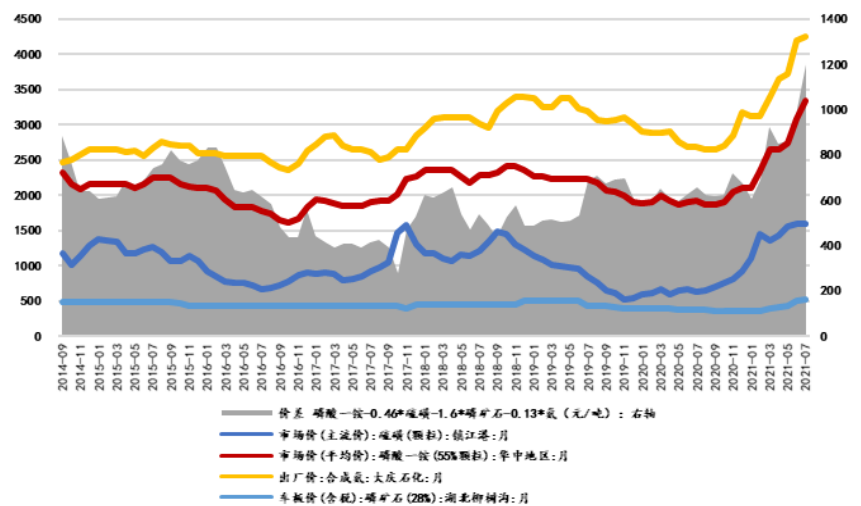
■ 单季盈利再创新高，经营活动现金流大增。

2021Q2，公司实现营业收入31.34亿元，同比+35.18%，环比+6.24%；实现归母净利润2.23亿元，同比+66.91%，环比+23.43%；经营活动产生的现金流量净额为12.02亿元，同比+142.46%，创单季新高，主要系报告期销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期增加所致。；加权平均ROE为6.13%，同比+2.04 pct，环比+1.01 pct。销售毛利率/净利率20.14%/7.19%。三费方面，公司录入销售/管理/研发/财务费用0.66/2.01/0.47/0.47亿元，对应销售/管理/研发/财务费用率分别为2.11%/7.90%/1.48%/1.51%。当期管理费用率偏高主要系报告期修理费、股份支付费用较去年同期增加所致。

■ 肥料产品景气度高位，量价齐升

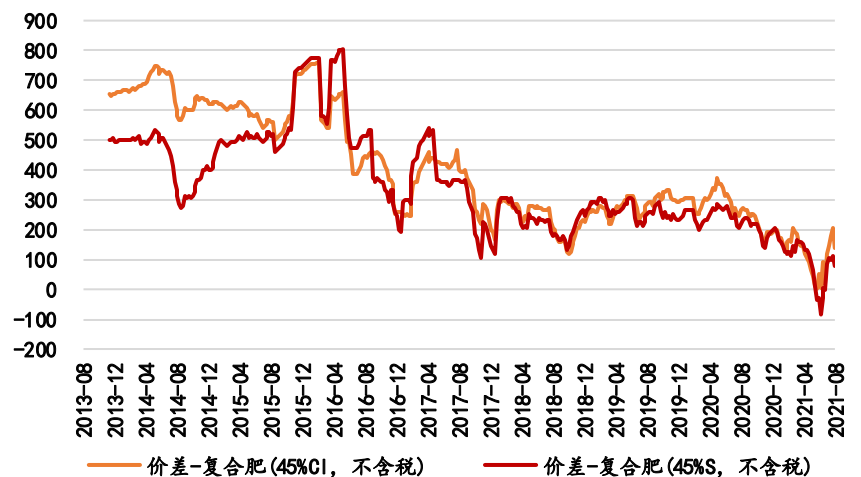
受益于农业高景气度，公司肥料产品量价齐升。上半年磷酸一铵实现销售收入3.74亿元，当期毛利率25.30%，同比+13.16 pct；常规复合肥实现销售收入17.88亿元，当期毛利率18.80%，同比+5.20 pct；新型复合肥实现销售收入14.09亿元，当期毛利率23.21%，同比+0.46 pct。此外，公司保质保量完成了2020年度国家化肥商业储备中标任务40万吨（春耕肥），为化肥供应、粮食安全做出积极贡献。2021年二季度磷酸一铵均价为2823.37元/吨，价格同比上涨49.10%，价差明显扩大至893.08元/吨，同比增长46.45%，环比增长20.88%；二季度由于原材料价格高位，且用肥间歇期导致复合肥价格未跟涨，Q2氯基复合肥均价为2206.5元/吨，价格同比上涨16.08%，价差为81.1元/吨；硫基复合肥价格为2480.4元/吨，价格同比上涨16.19%，价差为76.7元/吨。

图 1: 磷酸一铵价差情况 (元/吨)



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2: 复合肥价差情况 (元/吨)

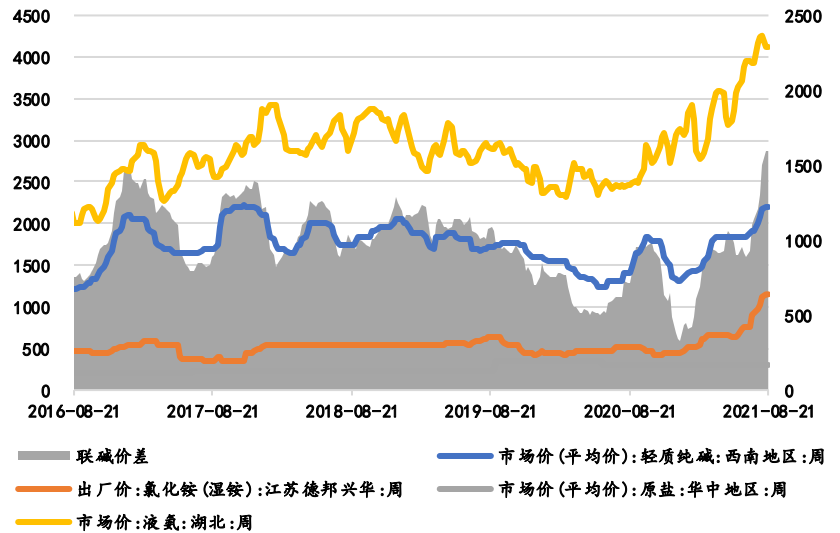


资料来源：wind、国海证券研究所

■ 受益于光伏景气，纯碱产品毛利率大增

受益于光伏玻璃对纯碱的拉动，公司上半年联碱产品实现销售收入 4.70 亿元，报告期实现毛利率 20.25%，同比大增 14.88 pct。联碱价差从年初的 326.2 元/吨快速上行至 8 月 21 日的 1592.5 元/吨，涨幅高达 388.20%。伴随着下游玻璃行业持续景气，纯碱紧缺将进一步延续。我们认为下半年联碱产品有望持续维持在价差高位，公司产品销量进一步提升。

图 3: 联碱价差情况 (元/吨)



资料来源: wind、国海证券研究所

■ 秋肥季即将开启, 看好下半年景气持续

伴随着秋肥季到来, 复合肥价格快速上行, 根据 wind, 8 月 21 日氯基/硫基复合肥价格分别为 3050、3280 元/吨, 价差为 138、76 元/吨, 我们预计后期伴随秋肥紧张, 价差有望进一步得到改善。此外, 公司报告期末合同负债高达 14.70 亿元, 同比大增 94.21%。我们看好秋肥季公司景气持续。

■ 新型肥发力, 未来有望成为新增长点

报告期公司在湖北松滋和新疆昌吉新建复合肥项目, 并在其投产后陆续关停新疆的老装置, 合计新增产能 (新型肥料) 85 万吨。其中, 湖北松滋的 80 万吨全喷浆新型缓释复合肥项目已启动, 并配套 30 万吨硫精砂制酸、60 万吨建筑石膏、4000 立方氨站及相关公共工程; 新疆昌吉 10 万吨水溶肥项目力争年底前投产。渠道方面, 专门设立增效肥营销中心, 持续推进高效种植综合服务, 助力公司开拓新型肥料发展新空间。公司依托现有完善的产业链优势, 开始发力新型肥。我们认为公司新型肥产品将具有较强的成本竞争力, 未来有望成为新的增长点。

■ 盈利预测和投资评级: 公司为低成本复合肥龙头, 预计公司 2021/22/23 年归母净利分别为 8.03 亿元、9.72 亿元和 12.15 亿元, 对应 PE 分别为 14、12 和 9 倍, 给予“买入”评级。

■ 风险提示: 自然灾害导致农作物损失的风险; 全球疫情反复发酵影响

下游需求的风险；化肥供给大规模增加；安全环保风险；项目建设进度不及预期的风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	9154	12111	14315	16004
增长率(%)	6.1%	32.3%	18.2%	11.8%
净利润（百万元）	499	803	972	1215
增长率(%)	134%	61%	21%	25%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.79	0.96	1.20
ROE(%)	14.17%	19.65%	20.39%	22.07%

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.SZ				股价:	11.39	投资评级:	买入	日期:	2021-08-24
盈利能力					每股指标					
ROE	14%	20%	20%	22%	EPS	0.49	0.79	0.96	1.20	
毛利率	18%	18%	18%	19%	BVPS	3.41	3.96	4.64	5.36	
期间费率	10%	9%	9%	8%	估值					
销售净利率	5%	7%	7%	8%	P/E	23.08	14.34	11.83	9.47	
成长能力					P/B	3.34	2.87	2.46	2.13	
收入增长率	6%	32%	18%	12%	P/S	1.26	0.95	0.80	0.72	
利润增长率	134%	61%	21%	25%						
营运能力					利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	
总资产周转率	0.89	0.90	0.99	1.06	营业收入	9154	12111	14315	16004	
应收账款周转率	17.72	17.72	17.72	17.72	营业成本	7525	9895	11711	12983	
存货周转率	4.22	4.22	4.22	4.22	营业税金及附加	54	71	84	94	
偿债能力					销售费用	239	314	356	382	
资产负债率	66%	70%	67%	63%	管理费用	457	604	714	799	
流动比	0.71	0.64	0.67	0.73	财务费用	134	95	65	31	
速动比	0.42	0.36	0.36	0.39	其他费用/(-收入)	44	0	0	0	
					营业利润	650	946	1158	1463	
资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	营业外净收支	(21)	56	54	55	
现金及现金等价物	1194	1158	1146	1177	利润总额	629	1002	1212	1518	
应收款项	516	683	808	903	所得税费用	122	195	235	295	
存货净额	1785	2364	2798	3102	净利润	507	807	976	1223	
其他流动资产	845	1118	1322	1478	少数股东损益	8	5	4	8	
流动资产合计	4340	5324	6074	6659	归属于母公司净利润	499	803	972	1215	
固定资产	3656	3391	3137	2866						
在建工程	953	1003	1043	1063	现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	
无形资产及其他	847	762	686	617	经营活动现金流	998	2453	1732	1840	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	507	807	976	1223	
资产总计	10229	13418	14412	15054	少数股东权益	8	5	4	8	
短期借款	2287	2287	1987	1210	折旧摊销	640	450	415	382	
应付款项	1571	2080	2462	2730	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	995	1177	1315	营运资金变动	(157)	1190	336	227	
其他流动负债	2234	2938	3473	3849	投资活动现金流	(406)	(2740)	(736)	(507)	
流动负债合计	6091	8301	9098	9104	资本支出	(330)	(235)	(201)	(132)	
长期借款及应付债券	366	779	291	191	长期投资	2	0	0	0	
其他长期负债	253	253	253	253	其他	(78)	(2506)	(535)	(376)	
长期负债合计	619	1032	544	444	筹资活动现金流	(550)	286	(980)	(1277)	
负债合计	6710	9333	9642	9548	债务融资	(723)	413	(788)	(877)	
股本	1010	1010	1010	1010	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	3518	4085	4770	5507	其它	173	(127)	(192)	(400)	
负债和股东权益总计	10229	13418	14412	15054	现金净增加额	43	(1)	16	56	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

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，6年化工行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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、展示或以其他任何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。