

研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004

liyl03@ghzq.com.cn

证券分析师：董伯骏 S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

2023Q1 业绩环比大增，一体化布局持续推进

——云图控股（002539）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/20

表现	1M	3M	12M
云图控股	-4.1%	-9.9%	-28.4%
沪深300	4.4%	-1.6%	1.0%

市场数据

2023/04/20

当前价格(元)	10.71
52周价格区间(元)	10.65-18.58
总市值(百万)	12,934.72
流通市值(百万)	7,364.65
总股本(万股)	120,772.38
流通股本(万股)	68,764.22
日均成交额(百万)	195.33
近一月换手(%)	1.63

《云图控股(002539.SZ)2022 年报点评：Q4 业绩短期承压，产业一体化布局持续完善（买入）*农化制品*董伯骏，李永磊》——2023-04-10

《——云图控股（002539）点评报告：三季度复合肥销售承压，一体化优势不断增强（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2022-10-31

《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

事件：

2023年4月19日，云图控股发布2023年一季报：2023Q1实现营收56.77亿元，同比+2.89%，环比+2.68%；实现归母净利润3.54亿元，同比-23.96%，环比+87.30%。毛利率12.45%，同比-3.41pct，环比+2.77pct；净利率6.24%，同比-2.27pct，环比+3.00pct。

投资要点：

■ 复合肥进入需求旺季，一季度业绩环比大增

公司2023Q1实现营收56.77亿元，同比+2.89%，环比+2.68%；实现归母净利润3.54亿元，同比-23.96%，环比+87.30%。2023Q1，国内化肥市场进入需求旺季，复合肥价格仍处于高位，但受原材料价格下降影响环比略降；纯碱供需紧平衡，价格同环比增长；由于下游市场需求减弱，黄磷价格大幅下降。据wind数据，2023Q1复合肥均价为3027元/吨，同比+2.01%，环比-0.68%；磷酸一铵均价3276元/吨，同比+5.23%，环比+2.78%；纯碱均价2779元/吨，同比+9.25%，环比+2.32%；黄磷均价29156元/吨，同比-11.70%，环比-8.06%。原材料端，据wind数据，2023Q1硫磺均价为1110元/吨，同比-51.28%，环比-12.61%；合成氨均价3978元/吨，同比+0.29%，环比-4.53%；氯化钾均价为3500元/吨，同比-5.10%，环比-5.67%，磷矿石均价为1060元/吨，同比+61.99%，环比+1.76%。受磷矿石价格同比大幅上涨影响，黄磷价差大幅收窄，2023Q1公司毛利率同比下降3.41pct。随着硫磺、合成氨、氯化钾价格下行，磷酸一铵、复合肥盈利性修复，2023Q1公司毛利率环比增加2.77pct。

2023Q1公司经营活动现金流入净额为-0.88亿元，同比减少-115.03%，主要系磷矿石价格大幅增长，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增加，2023Q1购买商品、接受劳务支付的现金为33.13亿元，同比+20.24%。期间费用方面，2023Q1公司销售/管理/财务费用率分别为1.39%/2.92%/0.58%，同比+0.20/+0.38/0.06pct，环比-0.22/+0.31/-0.47pct。

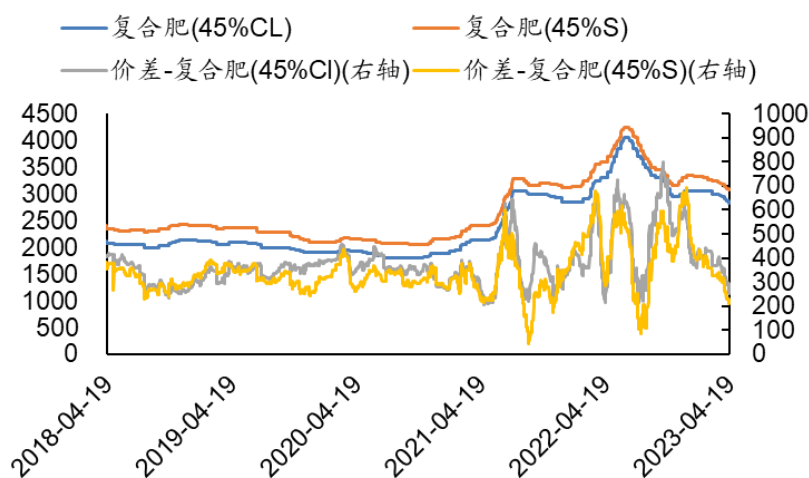
《营收利润创历史新高，产业一体化协同优势持续增强（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》——
2022-04-15

图 1：主要产品季度价格价差（元/吨）

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	同比	环比
复合肥	价格	1999.67	2230.97	2978.18	2938.55	2967.50	3662.90	3568.62	3047.58	3027.00	2.01%	-0.68%
	价差	245.13	179.84	426.49	488.56	375.30	461.95	689.18	461.46	430.20	14.63%	-6.77%
黄磷	价格	16593.23	18899.44	31576.67	38870.74	33020.77	36855.48	30897.99	31712.87	29156.13	-11.70%	-8.06%
	价差	7913.10	9695.44	19953.33	26274.48	20568.63	21768.61	15337.22	16251.48	13519.51	-34.27%	-16.81%
纯碱	价格	1578.69	1865.47	2400.73	3390.85	2543.91	2809.07	2821.75	2716.07	2779.19	9.25%	2.32%
	价差	1279.48	1555.29	2029.95	2774.52	1959.35	2273.10	2323.77	2221.90	2312.35	18.02%	4.07%
磷酸一铵	价格	2261.00	2707.10	3420.45	3125.81	3113.17	4173.71	3329.77	3187.42	3275.90	5.23%	2.78%
	价差	730.30	885.07	1268.53	731.25	502.45	622.95	565.99	394.76	552.16	9.89%	39.87%

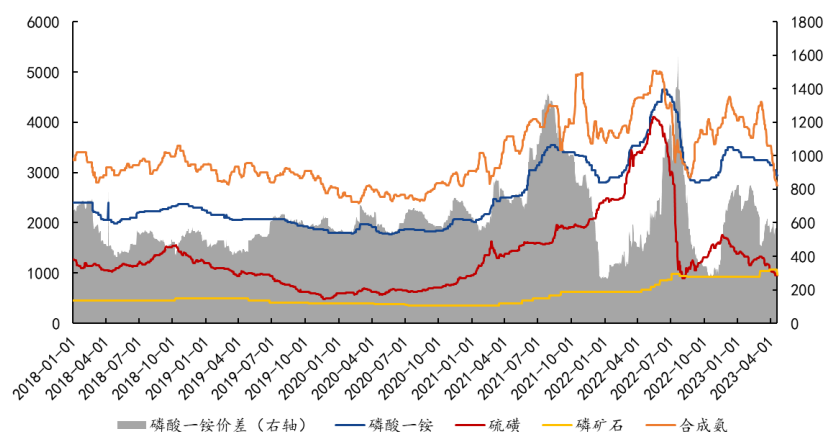
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：复合肥价格价差（元/吨）



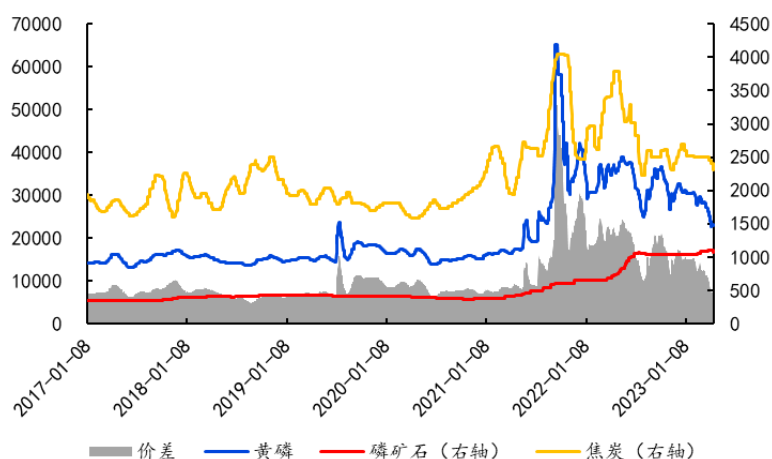
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：复合肥价格价差（元/吨）



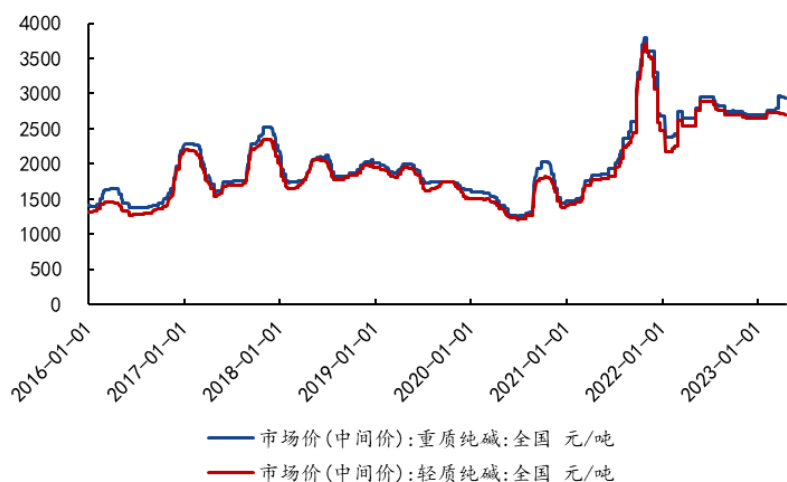
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4: 黄磷价格价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 纯碱价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ 补齐磷矿石资源，磷化工一体化项目有序推进

公司雷波牛牛寨北磷矿区东段于 2022 年 8 月取得采矿权证，查明磷矿石储量约 1.81 亿吨，开采规模为 400 万吨/年，正在积极开展采矿建设工程前期筹备工作，预计 2023 年开工建设；雷波牛牛寨北磷矿区西段尚在勘探中。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%P₂O₅）、10 万吨精制磷酸（85%H₃PO₄）、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。截至 2022 年底，松滋基地项目已全面启动，5 万吨磷酸铁产能已经建成，配套的磷酸和复合肥项目正在有序推进中；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 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 15.46、18.53、22.32 亿元，EPS 为 1.28、1.53、1.85 元/股，对应 PE 为 8.37、6.98、5.80 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；产品价格波动风险；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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20502	21361	22914	25158
增长率（%）	38	4	7	10
归母净利润（百万元）	1492	1546	1853	2232
增长率（%）	21	4	20	20
摊薄每股收益（元）	1.48	1.28	1.53	1.85
ROE（%）	19	17	17	17
P/E	7.51	8.37	6.98	5.80
P/B	1.75	1.40	1.17	0.97
P/S	0.66	0.61	0.56	0.51
EV/EBITDA	5.72	5.73	4.85	4.00

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:	10.71		投资评级:	买入		日期:	2023/04/20	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	19%	17%	17%	17%	EPS	1.48	1.28	1.53	1.85				
毛利率	15%	15%	16%	17%	BVPS	6.36	7.64	9.17	11.02				
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值								
销售净利率	7%	7%	8%	9%	P/E	7.51	8.37	6.98	5.80				
成长能力					P/B	1.75	1.40	1.17	0.97				
收入增长率	38%	4%	7%	10%	P/S	0.66	0.61	0.56	0.51				
利润增长率	21%	4%	20%	20%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.10	1.05	1.03	1.00	营业收入	20502	21361	22914	25158				
应收账款周转率	34.40	31.61	33.29	32.88	营业成本	17380	18123	19242	20931				
存货周转率	6.18	5.62	5.78	5.87	营业税金及附加	91	120	128	141				
偿债能力					销售费用	303	320	344	377				
资产负债率	59%	54%	50%	47%	管理费用	597	619	664	704				
流动比	1.07	1.00	1.03	1.10	财务费用	139	149	131	131				
速动比	0.51	0.40	0.42	0.46	其他费用/(-收入)	287	320	344	377				
					营业利润	1782	1819	2180	2626				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	-26	0	0	0				
现金及现金等价物	3615	2443	2649	3203	利润总额	1757	1819	2180	2626				
应收款项	596	676	688	765	所得税费用	265	273	327	394				
存货净额	3315	3803	3963	4285	净利润	1492	1546	1853	2232				
其他流动资产	2103	2144	2298	2482	少数股东损益	0	0	0	0				
流动资产合计	9629	9065	9599	10735	归属于母公司净利润	1492	1546	1853	2232				
固定资产	4691	6073	6804	7544									
在建工程	1817	2250	2764	3320	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	2538	2858	3134	3438	经营活动现金流	863	2736	2712	3210				
长期股权投资	30	40	50	58	净利润	1492	1546	1853	2232				
资产总计	18705	20285	22350	25094	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	2868	2000	2000	2000	折旧摊销	737	750	848	921				
应付款项	2271	2772	2818	3056	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1565	294	-115	-70				
其他流动负债	3896	4297	4463	4737	投资活动现金流	-1420	-2892	-2374	-2525				
流动负债合计	9035	9069	9281	9793	资本支出	-1751	-2878	-2361	-2513				
长期借款及应付债券	1703	1703	1703	1703	长期投资	8	-14	-14	-11				
其他长期负债	208	208	208	208	其他	323	0	0	0				
长期负债合计	1910	1910	1910	1910	筹资活动现金流	2317	-1017	-131	-131				
负债合计	10945	10979	11192	11703	债务融资	1219	-868	0	0				
股本	1208	1208	1208	1208	权益融资	1988	0	0	0				
股东权益	7759	9305	11159	13391	其它	-890	-149	-131	-131				
负债和股东权益总计	18705	20285	22350	25094	现金净增加额	1763	-1173	206	554				

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。

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，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，1年化工行业研究经验。

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。

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。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

【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。