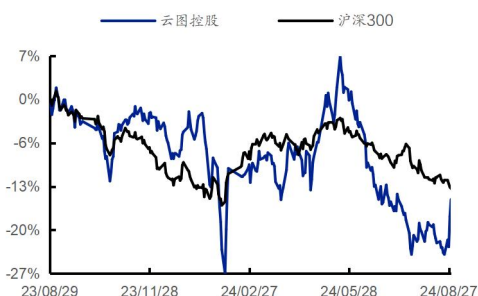


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

二季度业绩同比大增，一体化优势持续增强

——云图控股（002539）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2024/08/29		
表现	1M	3M	12M	
云图控股	8.3%	-15.6%	-15.2%	
沪深300	-3.3%	-9.3%	-13.5%	

市场数据		2024/08/29
当前价格(元)		7.17
52周价格区间(元)		6.15-9.13
总市值(百万)		8,659.38
流通市值(百万)		6,332.11
总股本(万股)		120,772.38
流通股本(万股)		88,314.01
日均成交额(百万)		172.54
近一月换手(%)		0.95

相关报告

《云图控股（002539）2023年报点评：化肥价格下降影响利润，一体化优势持续增强（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2024-04-16

《云图控股（002539）2023年三季报点评：Q3业绩环比修复，补齐磷矿石及合成氨配套（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-02

《云图控股（002539）2023中报点评：Q2业绩受价格下行影响，看好复合肥量利修复（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-08-30

《云图控股（002539）点评报告：2023Q1业绩环

事件：

2024年8月28日，云图控股发布2024年半年度报告：2024年上半年公司实现营业收入110.05亿元，同比增长2.35%；实现归属于上市公司股东的净利润4.54亿元，同比减少11.25%；加权平均净资产收益率为5.36%，同比下降1.12个百分点。销售毛利率10.54%，同比减少0.63个百分点；销售净利率4.19%，同比减少0.53个百分点。

其中，公司2024Q2实现营收60.51亿元，同比+19.23%，环比+22.14%；实现归母净利润2.40亿元，同比+52.70%，环比+12.74%；ROE为2.83%，同比增长0.86个百分点，环比增长0.29个百分点。销售毛利率11.32%，同比增长1.59个百分点，环比增长1.73个百分点；销售净利率4.07%，同比增长1.05个百分点，环比减少0.26个百分点。

投资要点：

■ 磷复肥盈利同比增长，联碱及黄磷业务拖累上半年业绩

2024年上半年公司实现营业收入110.05亿元，同比+2.35%；实现归母净利润4.54亿元，同比-11.25%。公司积极应对复杂多变的外部形势，依托产业链一体化、资源自有和磷酸分级利用的核心竞争优势，外拓市场、内抓管理、提质增效、稳中求进，不断强化公司发展韧性和持续性，保证了主营业务良好、稳健的发展态势。分板块看，2024年上半年公司常规复合肥实现营收29.37亿元，同比+27.56%，毛利2.99亿元，同比+22.88%，毛利率10.19%，同比-0.39个百分点；新型复合肥及磷肥实现营收30.04亿元，同比+5.43%，毛利5.41亿元，同比+15.44%，毛利率18.02%，同比+1.56个百分点；联碱实现营收5.21亿元，同比-29.50%，毛利1.22亿元，同比-36.61%，毛利率23.37%，同比-2.62个百分点；黄磷实现营收6.29亿元，同比-11.45%，毛利0.85亿元，同比-51.74%，毛利率13.55%，同比-11.31个百分点。

期间费用方面，2024年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.31%/2.40%/1.49%/0.70%，同比-0.20/-0.65/+0.02/+0.34pct。财务费用增加主要系正常出口业务受汇率变化影响产生的汇兑损益导致财务费用同比增加。2024年上半年，公司经营活动产生的现金

比大增，一体化布局持续推进（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-04-20

《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

流量净额为 8.68 亿元，同比增长 213.78%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金与票据结构变化，导致经营活动产生的现金流量净额同比增加。

■ 磷复肥销售旺盛，2024Q2 利润同比大增

2024Q2，公司实现营业收入 60.51 亿元，同比+9.76 亿元，环比+10.97 亿元；毛利润 6.85 亿元，同比+1.91 亿元，环比+2.10 亿元；归母净利润 2.40 亿元，同比+0.83 亿元，环比+0.27 亿元。二季度公司营收及利润增长主要得益于磷复肥销售旺盛。据 Wind 数据，2024Q2 氯基复合肥均价为 2453 元/吨，同比-8.81%，环比-6.40%，价差为 318 元/吨，同比-33.44%，环比-24.31%；磷酸一铵均价为 3051 元/吨，同比+12.23%，环比-0.76%，价差为 618 元/吨，同比+81.32%，环比-9.95%；重质纯碱均价 2113 元/吨，同比-15.76%，环比-11.97%，价差为 1688 元/吨，同比-19.80%，环比-14.20%。期间费用方面，2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.81/1.14/0.99/0.48 亿元，同比-0.02/-0.48/+0.05/+0.42 亿元，环比+0.18/-0.36/+0.34/+0.19 亿元。2024Q2 公司投资净收益为-0.84 亿元，同比-1.36 亿元，环比-1.24 亿元，主要系期套保工具投资损益变动影响所致。

据 Wind 数据，三季度以来（截至 2024/8/29），氯基复合肥均价为 2497 元/吨，同比+3.89%，环比+1.82%，价差为 273 元/吨，同比-1.99%，环比-14.24%；磷酸一铵均价为 3359 元/吨，同比+20.33%，环比+10.11%，价差为 904 元/吨，同比+60.48%，环比+46.39%；重质纯碱均价 2055 元/吨，同比-16.98%，环比-2.76%，价差为 1635 元/吨，同比-23.01%，环比-3.16%。三季度进入用肥旺季，同比磷复肥价格稳中有增，看好公司三季度业绩。

■ 补齐磷矿石资源及合成氨产能，一体化优势持续增强

公司重点围绕“复合肥”进行填平补齐，不断完善氮、磷产业链，强化全产业链的溢价和竞争优势。公司拥有丰富优质的磷矿、盐矿等资源，为资源供应与成本控制、产业链的延伸与发展提供了有力支撑。磷矿方面，公司全资子公司雷波凯瑞公司拥有四川省雷波县牛牛寨北磷矿区东段采矿权、西段探矿权和雷波县阿居洛呷磷矿探矿权，矿区面积共计 11.90 平方公里左右。其中，牛牛寨东段磷矿资源储量约为 1.81 亿吨，在建 400 万吨/年磷矿采矿工程，项目投产后可充分保障公司生产所需磷矿石原料的稳定供应；阿居洛呷磷矿资源储量约 1.39 亿吨，正在办理“探转采”的相关手续；牛牛寨西段磷矿资源储量约 2.29 亿吨，正在着手准备“探转采”手续。此外，雷波凯瑞公司还拥有沙沱砂岩矿采矿权，查明储量 1957.7 万吨，50 万吨/年开采工程尚在筹备中，未来投产后可实现黄磷生产所需硅矿石自给自足，进一步降低生产成本。盐矿方面，公司控股子公司孝感广盐华源拥有北纬 30 度“盐海膏都”自主盐矿，井盐储量达 2.5 亿吨，确保公司联碱及复合肥产品具备较强的成本控制优势，提高

公司对市场波动的防御能力。氮产业链上，公司全力推进湖北应城基地 70 万吨合成氨项目建设，项目设计、现场施工、设备采购等各项工作取得积极进展，主体工程进入实质性阶段。项目建成后，将有效弥补氮肥原料缺口，提高资源自给能力，同时扩大“盐—碱—肥”全产业链规模，各项能耗和综合成本显著降低，为复合肥业务持续发展蓄力赋能。

■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司盈利预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 226、236、246 亿元，归母净利润分别为 9.37、11.37、13.72 亿元，对应 PE 分别 9、8、6 倍。公司立足复合肥主业，构建了上下游完整产业链，随着磷矿及合成氨产能建设，公司一体化优势将进一步增强，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21767	22587	23634	24611
增长率(%)	6	4	5	4
归母净利润（百万元）	892	937	1137	1372
增长率(%)	-40	5	21	21
摊薄每股收益（元）	0.74	0.78	0.94	1.14
ROE(%)	11	10	12	13
P/E	11.15	9.24	7.62	6.31
P/B	1.20	0.96	0.88	0.80
P/S	0.46	0.38	0.37	0.35
EV/EBITDA	8.31	6.60	5.76	4.86

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1：云图控股主要产品季度经营数据

		2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
常规复合肥	营收 (亿元)	17.88	15.74	30.05	19.86	23.02	23.42	29.37
	毛利 (亿元)	3.36	2.71	4.49	1.10	2.44	2.10	2.99
	毛利率 (%)	18.80%	17.24%	14.94%	5.53%	10.58%	8.97%	10.19%
新型复合肥及磷肥	营收 (亿元)	17.83	22.63	31.47	25.75	28.49	26.00	30.04
	毛利 (亿元)	4.22	4.67	6.95	4.24	4.69	3.87	5.41
	毛利率 (%)	23.64%	20.65%	22.08%	16.47%	16.46%	14.90%	18.02%
联碱	营收 (亿元)	4.70	6.74	6.76	7.65	7.39	6.77	5.21
	毛利 (亿元)	0.95	0.82	1.65	1.79	1.92	1.79	1.22
	毛利率 (%)	20.25%	12.15%	24.47%	23.45%	25.99%	26.39%	23.37%
黄磷	营收 (亿元)	5.65	9.69	10.42	8.58	7.30	7.12	6.29
	毛利 (亿元)	1.56	4.57	3.86	4.06	1.78	1.28	0.85
	毛利率 (%)	27.66%	47.15%	37.04%	47.35%	24.39%	17.99%	13.55%

资料来源：Wind，国海证券研究所

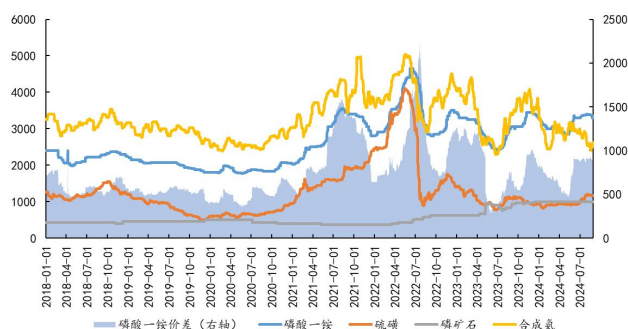
表 2：主要产品市场价格变化情况 (元/吨) (截至 2024/8/29)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
复合肥	价格	2955	3647	3574	3062	3029	2690	2404	2665	2620	2453	2497
	价差	383	455	686	497	431	478	279	326	421	318	273
磷酸一铵	价格	3089	4151	3338	3166	3281	2718	2792	3292	3074	3051	3359
	价差	495	613	560	395	558	341	563	817	686	618	904
纯碱	价格	2527	2791	2821	2718	2767	2508	2475	2785	2400	2113	2055
	价差	1942	2253	2323	2224	2299	2105	2123	2314	1967	1688	1635
黄磷	价格	33000	36809	30878	31938	29279	21848	24266	24781	23153	22199	22314
	价差	20578	21770	15314	16481	13651	7524	11427	10566	8935	8467	8572

资料来源：Wind，国海证券研究所

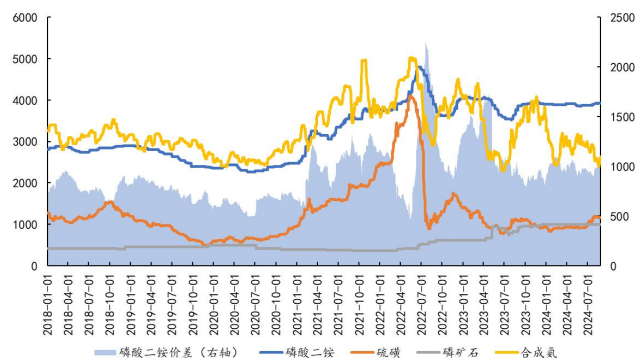
2、主要产品价格价差情况

图 1：磷酸一铵价格价差情况（元/吨）



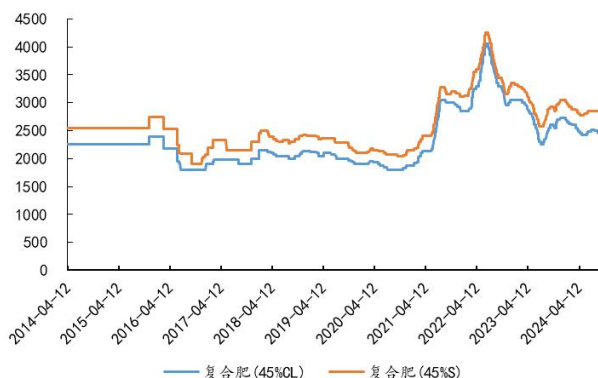
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：磷酸二铵价格价差情况（元/吨）



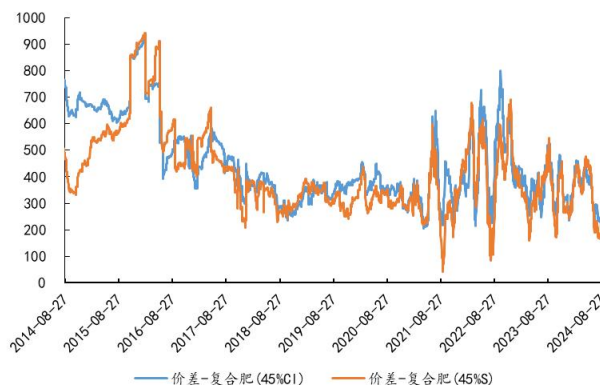
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：复合肥价格情况（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：复合肥价差情况（元/吨）



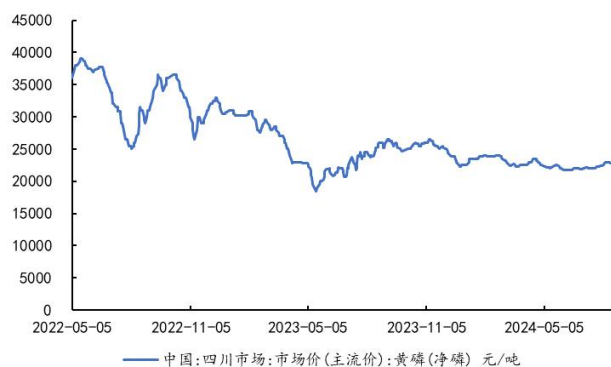
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：纯碱价格情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

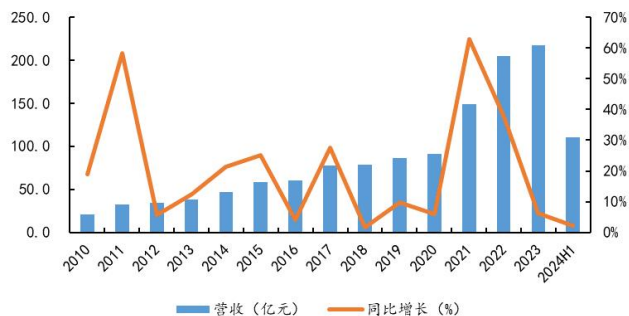
图 6：黄磷价格情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

3、公司财务数据

图 7：2024H1 营收同比增长 2.35%



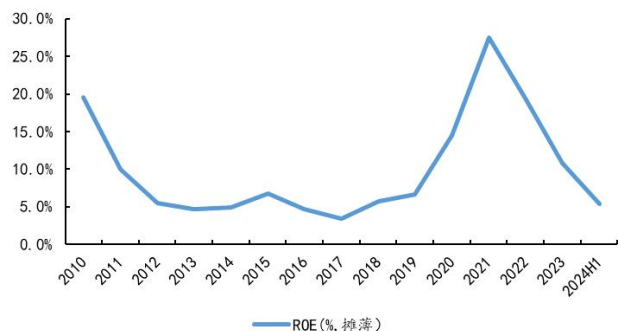
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：2024H1 归母净利润同比下降 11.25%



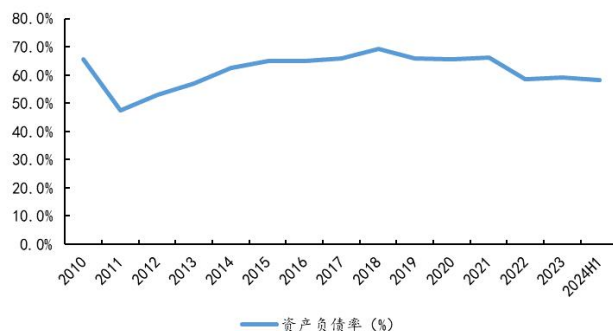
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：净资产收益率



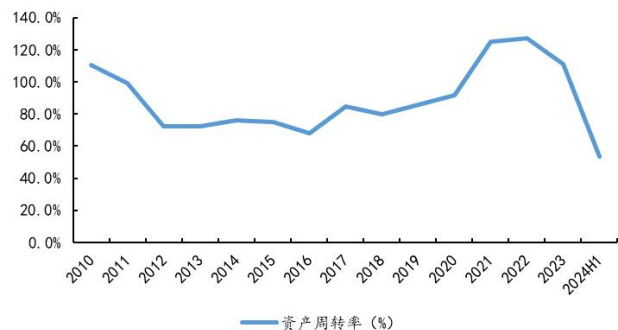
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：资产负债率



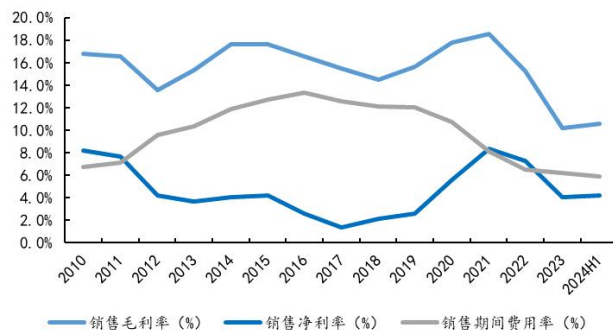
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：资产周转率



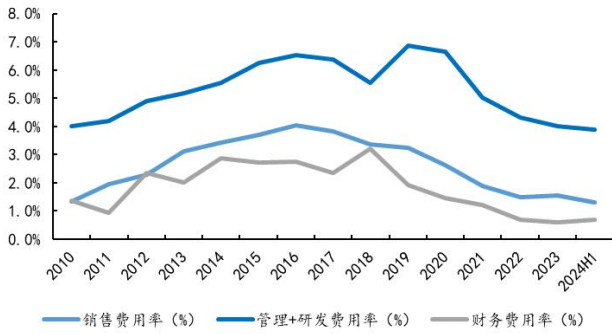
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：毛利率、净利率及期间费用率



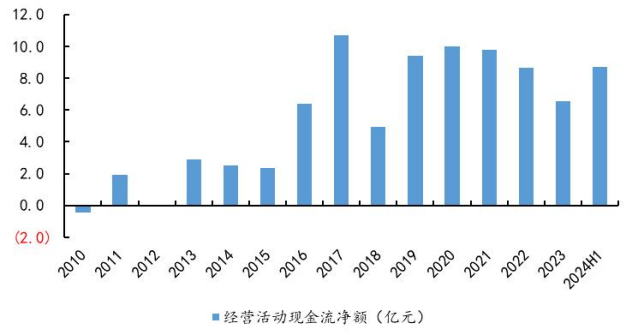
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13: 期间费用率



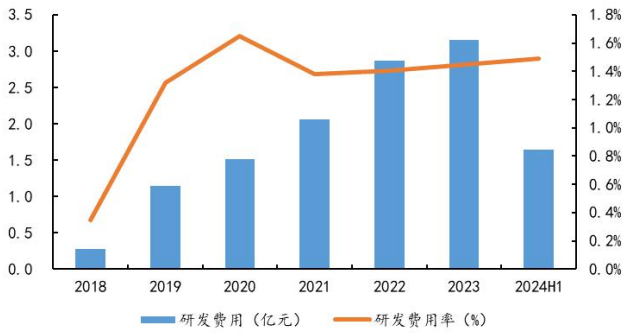
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 经营活动现金流净额



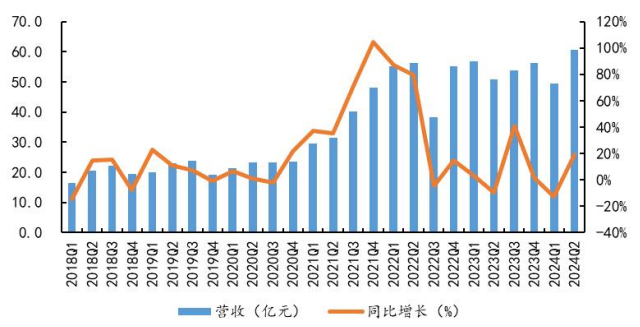
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 研发费用



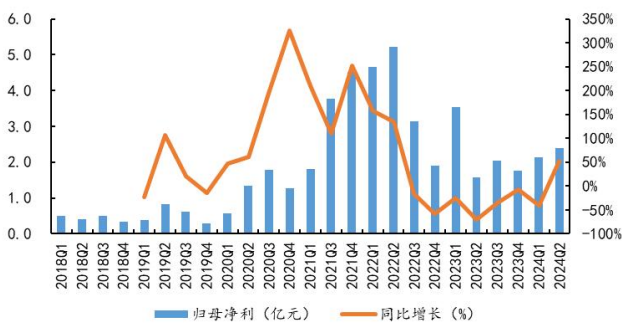
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 2024Q2 营收同比增长 19.23%



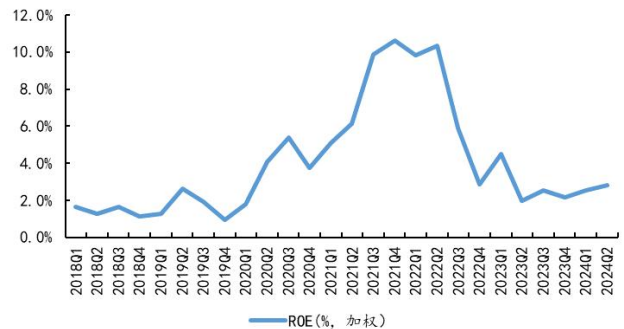
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 2024Q2 归母净利润同比增长 52.70%



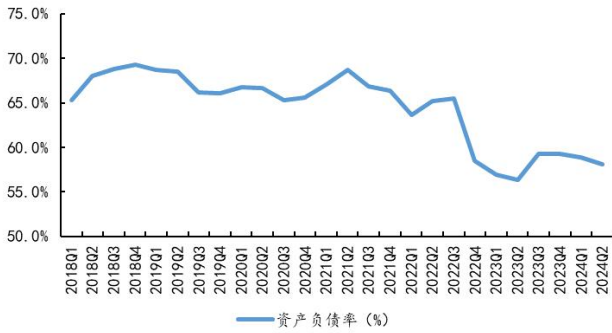
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (部分极值未标注)

图 18: 季度净资产收益率



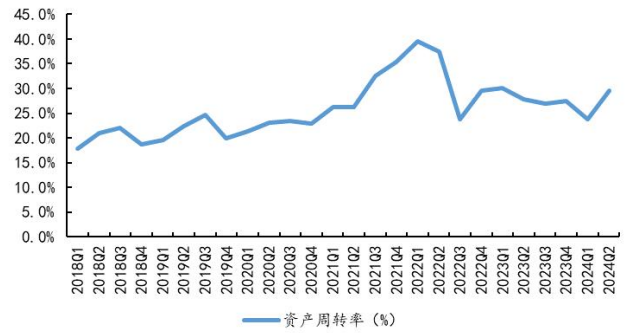
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 季度资产负债率



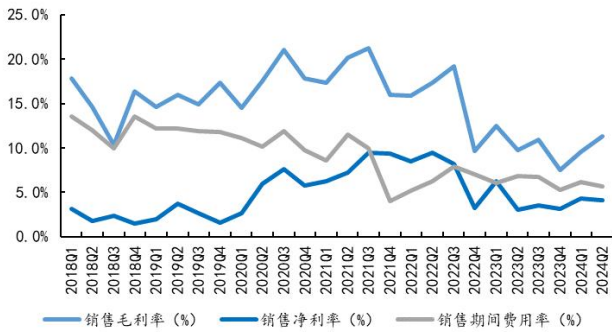
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 季度资产周转率



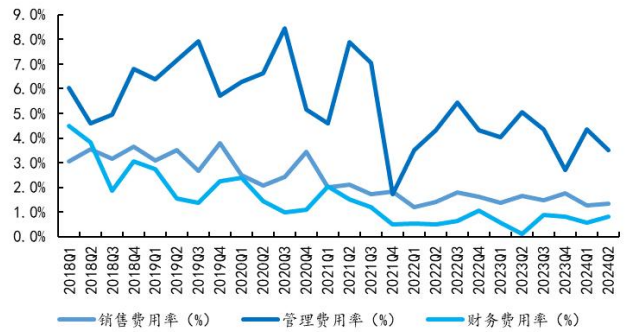
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 21: 季度毛利率、净利率及资产负债率



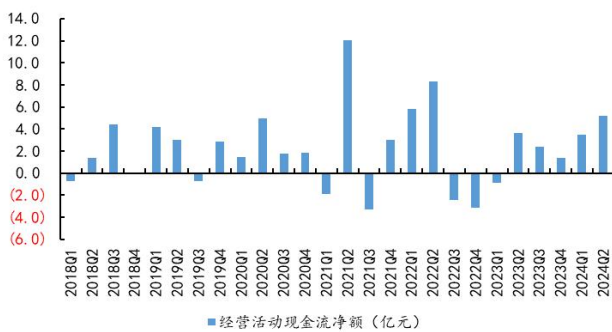
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 季度期间费用率



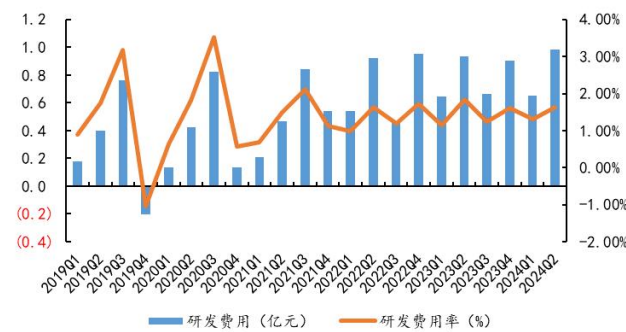
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 23: 2024Q2 经营活动现金流净额 5.19 亿元



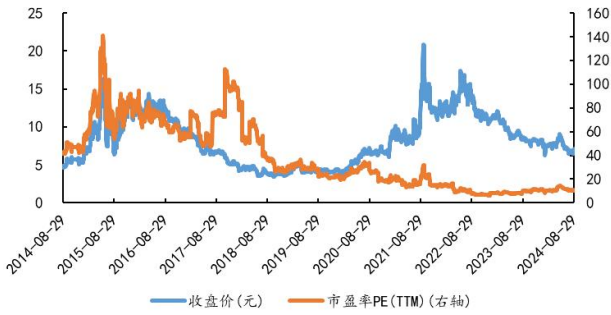
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 季度研发费用情况



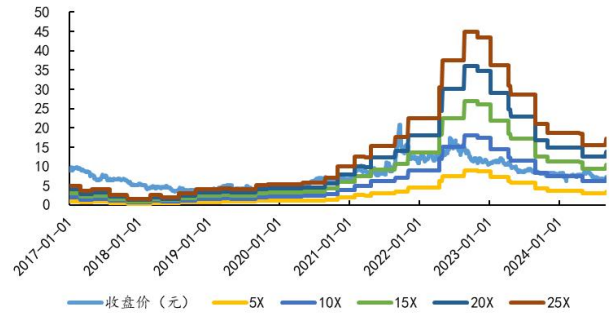
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM) (截至 2024/8/29)



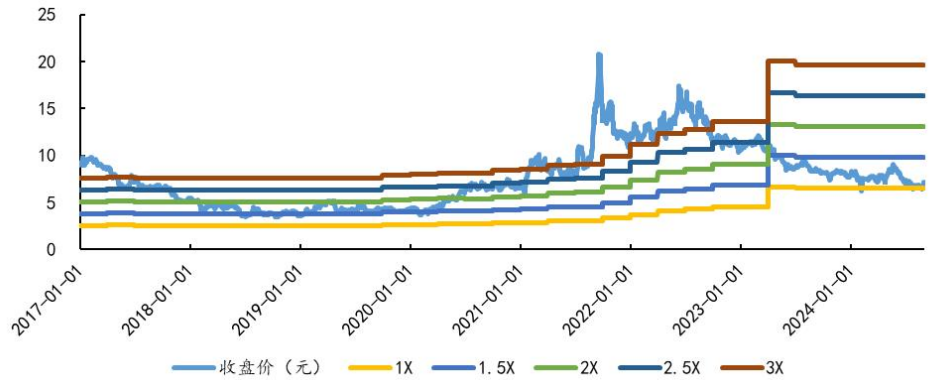
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 26: PE-BAND (截至 2024/8/29)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 27: PB-BAND (截至 2024/8/29)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况,我们对公司盈利预测进行适当调整,预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 226、236、246 亿元,归母净利润分别为 9.37、11.37、13.72 亿元,对应 PE 分别 9、8、6 倍。公司立足复合肥主业,构建了上下游完整产业链,随着磷矿及合成氨产能建设,公司一体化优势将进一步增强,维持“买入”评级。

5、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。

附表：云图控股盈利预测表

证券代码:	002539				股价:	7.17		投资评级:	买入		日期:	2024/08/29	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	11%	10%	12%	13%	EPS	0.74	0.78	0.94	1.14				
毛利率	10%	10%	11%	12%	BVPS	6.85	7.44	8.12	8.95				
期间费率	5%	5%	4%	4%	估值								
销售净利率	4%	4%	5%	6%	P/E	11.15	9.24	7.62	6.31				
成长能力					P/B	1.20	0.96	0.88	0.80				
收入增长率	6%	4%	5%	4%	P/S	0.46	0.38	0.37	0.35				
利润增长率	-40%	5%	21%	21%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.11	1.05	1.03	1.03	营业收入	21767	22587	23634	24611				
应收账款周转率	43.87	48.93	44.57	45.68	营业成本	19552	20283	21073	21755				
存货周转率	5.92	5.76	5.57	5.64	营业税金及附加	94	90	95	98				
偿债能力					销售费用	340	316	331	345				
资产负债率	59%	60%	58%	56%	管理费用	559	565	579	591				
流动比	0.87	0.88	0.91	0.94	财务费用	132	144	143	140				
速动比	0.34	0.33	0.35	0.39	其他费用/(-收入)	315	321	337	351				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1017	1094	1320	1592				
现金及现金等价物	2595	2755	2989	3401	营业外净收支	3	0	0	0				
应收款项	396	527	534	544	利润总额	1020	1094	1320	1592				
存货净额	3291	3756	3803	3917	所得税费用	147	167	197	238				
其他流动资产	1919	2386	2387	2412	净利润	873	927	1123	1354				
流动资产合计	8201	9425	9713	10274	少数股东损益	-19	-9	-14	-18				
固定资产	7176	7356	7592	8018	归属于母公司净利润	892	937	1137	1372				
在建工程	1420	1518	1591	1593	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	3672	4147	4388	4556	经营活动现金流	656	2086	2097	2474				
长期股权投资	30	35	37	40	净利润	892	937	1137	1372				
资产总计	20499	22481	23321	24481	少数股东损益	-19	-9	-14	-18				
短期借款	4262	4312	4362	4412	折旧摊销	787	849	899	992				
应付款项	1876	2392	2375	2429	公允价值变动	5	0	0	0				
合同负债	1771	2380	2377	2436	营运资金变动	-1111	135	-79	-21				
其他流动负债	1506	1596	1591	1606	投资活动现金流	-3574	-1558	-1377	-1511				
流动负债合计	9415	10681	10706	10883	资本支出	-3397	-1401	-1444	-1584				
长期借款及应付债券	2540	2540	2540	2540	长期投资	-200	-10	-6	-6				
其他长期负债	200	220	220	220	其他	23	-147	72	79				
长期负债合计	2740	2760	2760	2760	筹资活动现金流	1636	-367	-486	-551				
负债合计	12155	13441	13466	13643	债务融资	2606	67	50	50				
股本	1208	1208	1208	1208	权益融资	3	5	0	0				
股东权益	8344	9041	9856	10838	其它	-973	-439	-536	-601				
负债和股东权益总计	20499	22481	23321	24481	现金净增加额	-1277	160	234	412				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【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视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。