

# 云图控股 (002539.SZ)

## 二季度净利同环比提升，主营产品复合肥销量增长

优于大市

### 核心观点

**公司2024年二季度净利同环比提升，主营产品复合肥销量增长。**公司发布2024年半年度报告，2024年上半年公司实现营业收入110.1亿元（同比+2%），归母净利润4.5亿元（同比-11%），经营活动产生的现金流量净额8.7亿元（同比+214%）；其中，2024年二季度营收60.5亿元（同比+19%，环比+22%），归母净利润2.4亿元（同比+53%，环比+13%）。公司上半年营收增长主要来自复合肥销量提升，其中，常规复合肥销售收入同比增加28%，新型复合肥及磷肥销售收入同比增加5%。

**复合肥量增助力二季度盈利提升。**磷复肥为公司主要业务，2024年上半年营收59.4亿元（占比54%，同比+15%），毛利率为14%（同比+0.3pct）。2024年上半年，在上游原材料价格波动和经销商备货节奏等因素影响之下，复合肥市场价格呈现先跌后涨，整体波动幅度较小，行业稳定性向好。同时，复合肥销量实现同比提升，助力二季度盈利提升。

**公司持续提升氮肥、磷肥自供能力，复合肥盈利空间有望继续提升。**原材料自供方面，公司全力推进湖北应城基地70万吨合成氨项目建设，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。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，其中，牛牛寨东段磷矿资源储量约1.8亿吨，目前已取得400万吨/年的采矿证；阿居洛呷磷矿及牛牛寨西段磷矿正在办理“探转采”相关手续。

**联碱及黄磷毛利率同比下降，部分拖累公司业绩。**2024年上半年公司联碱/黄磷产品毛利率分别为23.4%/13.6%，同比下降2.6/11.3个百分点。2024年上半年，纯碱供需呈双增长趋势，价格重心下移。2024年一季度，除由于春节备货带动黄磷价格上涨外，黄磷供需整体偏松，价格持续走低；二季度由于水电充足，黄磷成本有下降预期，黄磷价格总体仍保持下行状态。黄磷主要原料磷矿石，由于开采品位下降以及下游新领域需求不断增长，近两年价格保持高位。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

**投资建议：**公司复合肥所需氮元素、磷元素有望逐步实现自给自足，促进盈利能力提高。但考虑到目前公司主营产品供需仍偏宽松，原材料端磷矿石价格较为坚挺，产品黄磷价格重心下移等因素，我们下调公司2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，即预测公司2024-2026年归母净利润为9.1/11.4/15.0亿元（原2024/2025年预测值为15.9/16.9亿元），对应EPS分别为0.75/0.94/1.24元，对应当前股价PE分别为9.5/7.6/5.8X，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,502	21,767	22,740	23,916	25,416
(+/-%)	37.6%	6.2%	4.5%	5.2%	6.3%
归母净利润(百万元)	1492	892	911	1136	1498
(+/-%)	21.1%	-40.2%	2.1%	24.7%	31.9%
每股收益(元)	1.24	0.74	0.75	0.94	1.24
EBIT Margin	10.4%	5.6%	6.6%	7.4%	8.7%
净资产收益率(ROE)	19.4%	10.8%	10.3%	11.8%	14.2%
市盈率(PE)	5.8	9.7	9.5	7.6	5.8
EV/EBITDA	7.0	10.8	9.7	8.1	6.8
市净率(PB)	1.13	1.05	0.98	0.90	0.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.17元
总市值/流通市值	8659/6332百万元
52周最高价/最低价	9.13/6.15元
近3个月日均成交额	68.14百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

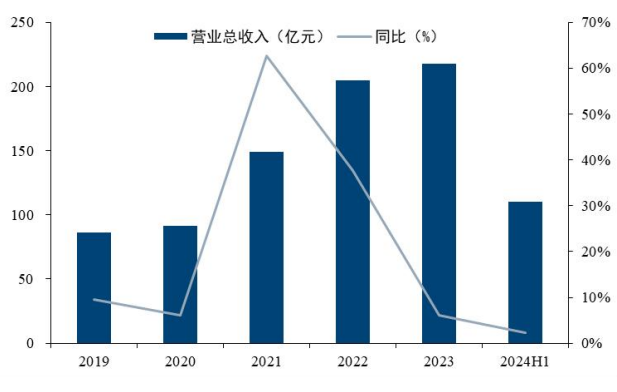
《云图控股(002539.SZ)-营收突破200亿元业绩再创新高，巩固复合肥及磷化工行业龙头地位》——2023-04-10

### 沿复合肥产业链深度开发和市场拓展，巩固复合肥及磷化工行业龙头地位

公司自成立以来专注于复合肥的研发、生产和销售，并沿着复合肥氮、磷产业链进行深度开发和市场拓展。经过多年持续的资源整合、产能建设和市场拓展，目前已建成了从上游盐矿、磷矿资源到下游除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，同时向下延伸拓展了新能源动力电池正极材料的前驱体磷酸铁。公司主要产品包括复合肥、磷肥（磷酸一铵）、联碱产品（纯碱和氯化铵）、黄磷、磷酸铁等。其中，**复合肥业务方面**，公司拥有复合肥年产能 720 万吨，产品线覆盖水溶肥、液体肥、增效肥、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氨基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复混肥、生物菌肥等全线产品，满足不同土壤、不同作物以及不同生长期的营养需求；**联碱业务方面**，公司拥有纯碱（轻碱和重碱）、氯化铵年产能 60 万双吨，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨，盐矿资源储量约 2.5 亿吨；**磷化工方面**，公司拥有黄磷年产能 6 万吨、磷酸盐 5 万吨、石灰 30 万吨及炉渣微粉 30 万吨，磷矿石资源储量合计约 5.49 亿吨、砂岩矿资源储量约 1957.7 万吨。**新能源材料方面**，公司磷酸铁年产能 5 万吨，配套上游磷酸产能（15 万吨精制磷酸、30 万吨折纯湿法磷酸），自产精制磷酸全面代替外购，磷酸铁成本护城河较高。

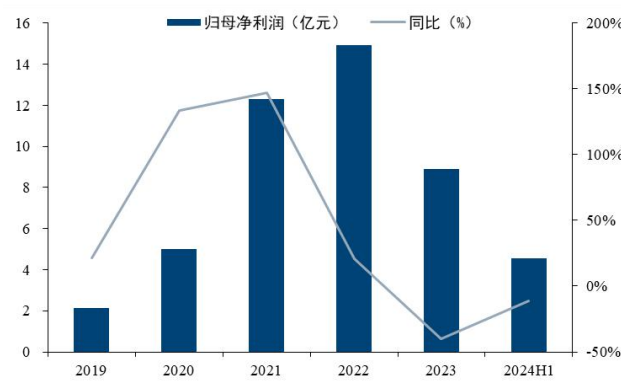
**公司 2024 年二季度净利同环比提升，主营产品复合肥销量增长。**公司发布 2024 年半年度报告，2024 年上半年公司实现营业收入 110.1 亿元（同比+2%），归母净利润 4.5 亿元（同比-11%），经营活动产生的现金流量净额 8.7 亿元（同比+214%）；其中，2024 年二季度营收 60.5 亿元（同比+19%，环比+22%），归母净利润 2.4 亿元（同比+53%，环比+13%），毛利率为 11.3%（同比+1.6pct，环比+1.7pct），净利率为 4.1%（同比+1.0pct，环比-0.3pct）；期间费用率 5.7%（同比-1.1pct，环比-0.5pct）。公司上半年营收增长主要来自复合肥销量提升，其中，常规复合肥销售收入同比增加 28%，新型复合肥及磷肥销售收入同比增加 5%。

图1：云图控股营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：云图控股归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**复合肥量增助力二季度盈利提升。**磷复肥为公司主要业务，2024 年上半年营收 59.4 亿元（占比 54%，同比+15%），毛利率为 14%（同比+0.3pct）。2024 年上半年，在上游原材料价格波动和经销商备货节奏等因素影响之下，复合肥市场价格呈现先跌后涨，整体波动幅度较小，行业稳定性向好。同时，复合肥销量实现同比提升，助力二季度盈利提升。

**公司持续提升氮肥、磷肥自供能力，复合肥盈利空间有望继续提升。**原材料自供方面，公司全力推进湖北应城基地 70 万吨合成氨项目建设，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。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，其中，牛牛寨东段磷矿资源储量约 1.8 亿吨，目前已取得 400 万吨/年的采矿证；阿居洛呷磷矿及牛牛寨西段磷矿正在办理“探转采”相关手续。另外，公司正在筹备沙沱砂岩矿开采工程，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。

**联碱及黄磷毛利率同比下降，部分拖累公司业绩。**2024 年上半年公司联碱/黄磷产品毛利率分别为 23.4%/13.6%，同比下降 2.6/11.3 个百分点。2024 年上半年，纯碱供需呈双增长趋势，价格重心下移。2024 年一季度，除由于春节备货带动黄磷价格上涨外，黄磷供需整体偏松，价格持续走低；二季度由于水电充足，黄磷成本有下降预期，黄磷价格总体仍保持下行状态。黄磷主要原料磷矿石，由于开采品位下降以及下游新领域需求不断增长，近两年价格保持高位，磷矿石价格在 900 元/吨左右的高位区间已超两年时间。

**我们的盈利预测基于以下假设条件：**

**复合肥板块：**公司积极推广新型复合肥，新型复合肥销售比例的提高有助于改善复合肥总体毛利水平，未来随着上游氮肥、磷肥布局的完善，公司复合肥板块毛利有望保持稳步增长。同时由于公司下游销售渠道较为完备，公司复合肥销量有望稳定增长。

**联碱板块：**由于天然碱产能逐步释放，纯碱价格中枢预计下移，但联碱工艺较氨碱工艺仍具备优势，且公司联碱业务为是公司复合肥上游氮肥产业链的延伸和拓展，联碱板块有望维持满产满销。

**磷化工板块：**2024 年由于黄磷价格下跌，拖累磷化工板块业绩，公司是我国黄磷行业主要供应商之一，也是全国商品黄磷实际产量最大的单体企业之一，市场竞争力处于全国前列。明后年磷化工产品价格有望回归合理区间，带动磷化工板块业绩回升。

**贸易板块：**公司贸易板块业务主要为与主营业务相关的氮、磷、钾等化肥贸易，主要目的为保证公司原材料供应，平衡淡旺季波动，预期该板块维持稳定。

**其余产品：**公司产业链较为复杂，除上述主要产品外还生产磷酸一铵、品种盐、工业盐、硝酸钠、亚硝酸钠、磷酸铁等产品。我们预期磷酸一铵及磷酸铁未来价格稳中有升，从而提升该板块毛利率。

表1：云图控股业务拆分（百万元）

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
复合肥	营收	6227	9331	8760	11500	12500	14000
	成本	4954	7836	7592	9775	10500	11480
	毛利率 (%)	20.43	16.02	13.33	15.00	16.00	18.00
联碱	营收	1144	1440	1416	1350	1050	1050
	成本	967	1096	1045	1053	819	819
	毛利率 (%)	15.48	23.93	26.20	22.00	22.00	22.00
磷化工	营收	1534	1900	1443	1250	1440	1440
	成本	921	1108	1136	1100	1210	1210
	毛利率 (%)	39.97	41.69	21.28	12.00	16.00	16.00
贸易	营收	2831	4517	7066	6000	6000	6000

	成本	2614	4422	6995	5820	5820	5820
	毛利率 (%)	7.67	2.12	1.01	3.00	3.00	3.00
	营收	3162	3313	3082	2640	2926	2926
其余产品	成本	2900	2919	2783	2297	2549	2549
	毛利率 (%)	8.27	11.89	9.70	12.98	12.89	12.89
	总营收	14898	20502	21767	22740	23916	25416
合计	总成本	12357	17380	19551	20045	20897	21877
	毛利率 (%)	17.06	15.23	10.18	11.85	12.62	13.92

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

**投资建议：**公司复合肥所需氮元素、磷元素有望逐步实现自给自足，促进盈利能力提高。但考虑到目前公司主营产品供需仍偏宽松，原材料端磷矿石价格较为坚挺，产品黄磷价格重心下移等因素，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，即预测公司 2024-2026 年归母净利润为 9.1/11.4/15.0 亿元（原 2024/2025 年预测值为 15.9/16.9 亿元），对应 EPS 分别为 0.75/0.94/1.24 元，对应当前股价 PE 分别为 9.5/7.6/5.8X，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600141.SH	兴发集团	优于大市	18.57	20,255.75	1.24	1.67	1.94	15.0	11.1	9.6	1.0
002312.SZ	川发龙蟒	优于大市	7.19	13,508.77	0.22	0.32	0.40	32.7	22.5	18.0	1.5
600096.SH	云天化	优于大市	20.85	38,355.81	2.47	2.66	2.69	8.4	7.8	7.8	1.9
002539.SZ	云图控股	优于大市	7.17	8,659.38	1.24	0.75	0.94	5.8	9.5	7.6	1.0

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 8 月 29 日，无评级公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3614	2595	2500	2500	2500	营业收入	20502	21767	22740	23916	25416
应收款项	731	495	822	754	766	营业成本	17380	19552	20045	20898	21878
存货净额	3315	3291	4238	3935	4101	营业税金及附加	91	94	109	108	115
其他流动资产	1968	1821	2080	2161	2249	销售费用	303	340	374	373	404
<b>流动资产合计</b>	<b>9629</b>	<b>8201</b>	<b>9640</b>	<b>9349</b>	<b>9616</b>	管理费用	597	559	721	756	801
固定资产	6508	8596	9766	10781	11668	财务费用	139	132	431	455	470
无形资产及其他	1188	2109	2071	2033	1994	投资收益	11	113	0	(0)	(0)
投资性房地产	1350	1563	1563	1563	1563	资产减值及公允价值变动	22	22	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	30	其他收入	(242)	(208)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18705</b>	<b>20499</b>	<b>23069</b>	<b>23755</b>	<b>24871</b>	营业利润	1782	1017	1061	1326	1748
短期借款及交易性金融负债	3613	5277	5296	5480	5562	营业外净收支	(26)	3	0	(3)	(3)
应付款项	2271	1876	2579	2450	2469	利润总额	1757	1020	1061	1323	1745
其他流动负债	3151	2262	3431	3239	3203	<b>所得税费用</b>	<b>265</b>	<b>147</b>	<b>170</b>	<b>212</b>	<b>279</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9035</b>	<b>9415</b>	<b>11306</b>	<b>11170</b>	<b>11233</b>	少数股东损益	(0)	(19)	(20)	(24)	(32)
长期借款及应付债券	1703	2540	2640	2740	2840	归属于母公司净利润	1492	892	911	1136	1498
其他长期负债	208	200	200	200	200						
<b>长期负债合计</b>	<b>1910</b>	<b>2740</b>	<b>2840</b>	<b>2940</b>	<b>3040</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>10945</b>	<b>12155</b>	<b>14146</b>	<b>14110</b>	<b>14273</b>	净利润	1492	892	911	1136	1498
少数股东权益	79	67	55	39	18	资产减值准备	(4)	(2)	10	4	4
股东权益	7680	8276	8868	9607	10580	折旧摊销	656	713	858	1019	1147
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18705</b>	<b>20499</b>	<b>23069</b>	<b>23755</b>	<b>24871</b>	公允价值变动损失	(22)	(22)	0	0	0
						财务费用	139	132	431	455	470
关键财务与估值指标						营运资本变动	(835)	(1099)	349	(25)	(281)
每股收益	1.24	0.74	0.75	0.94	1.24	其它	3	(5)	(23)	(20)	(25)
每股红利	0.50	0.48	0.26	0.33	0.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>1291</b>	<b>478</b>	<b>2105</b>	<b>2114</b>	<b>2343</b>
每股净资产	6.36	6.85	7.34	7.95	8.76	资本开支	0	(2785)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	17%	7%	8%	9%	10%	其它投资现金流	(1)	1	0	0	0
ROE	19%	11%	10%	12%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>(2783)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>
毛利率	15%	10%	12%	13%	14%	权益性融资	3	3	0	0	0
EBIT Margin	10%	6%	7%	7%	9%	负债净变化	925	837	100	100	100
EBITDA Margin	14%	9%	10%	12%	13%	支付股利、利息	(605)	(576)	(319)	(398)	(524)
收入增长	38%	6%	4%	5%	6%	其它融资现金流	(84)	761	19	184	81
净利润增长率	21%	-40%	2%	25%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>558</b>	<b>1286</b>	<b>(200)</b>	<b>(114)</b>	<b>(343)</b>
资产负债率	59%	60%	62%	60%	57%	<b>现金净变动</b>	<b>1848</b>	<b>(1019)</b>	<b>(95)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	7.0%	6.7%	3.7%	4.6%	6.1%	货币资金的期初余额	1766	3614	2595	2500	2500
P/E	5.8	9.7	9.5	7.6	5.8	货币资金的期末余额	3614	2595	2500	2500	2500
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(2124)	460	490	730
EV/EBITDA	7.0	10.8	9.7	8.1	6.8	权益自由现金流	0	(525)	217	392	516

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032