

## 云图控股（002539.SZ）

优于大市

## 阿居洛呷磷矿获批，助力磷矿自给提升

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 基础化工 · 农化制品

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002  
证券分析师： 董丙旭 0755-81982570 dongbingxu@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090002

## 事项：

公司公告：2024年10月14日，公司发布公告，全资子公司雷波凯瑞磷化工有限责任公司已办理完毕四川省雷波县阿居洛呷磷矿（以下简称“阿居洛呷磷矿”）探矿权转采矿权相关手续，并取得了四川省自然资源厅核发的《中华人民共和国采矿许可证》，项目生产规模为290万吨/年，采用地下开采方式开采。阿居洛呷磷矿查明资源量规模为大型，磷矿石资源量为13870.2万吨，矿石工业类型为硅质和碳酸盐混合型磷块岩矿石， $P_2O_5$ 平均品位为20.03%。目前公司正在积极推进环评、能评、水保、安全设施设计等相关工作。

**国信化工观点：**1) 阿居洛呷磷矿采矿证批复生产规模为290万吨/年，随着项目的建成可有效提高公司磷矿石自给率，优化产业链配置；2) 今年磷矿石价格呈现出稳中有升的态势，阿居洛呷磷矿建成投产后有望进一步提高公司盈利空间；3) 我国磷矿石储量与产量严重不匹配，磷矿被列入战略性矿产资源名录，受安全督查、环保限采等政策的影响，磷矿采选行业壁垒逐步提高，长期来看阿居洛呷磷矿探转采的成功批复珍贵性会愈加凸显。

公司深耕化肥市场近30年，复合肥产业链布局不断完善。公司目前复合肥产能720万吨，同时配套磷酸一铵产能，产能较为领先。公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。当下国家鼓励增加粮食种植面积，在耕地面积和粮食稳价保量的基础上，复合肥的整体需求或将稳中有升。目前复合肥开工率及库存处于较低水平，原料成本压力缓解，理论毛利修复，后续利润空间有望回升。我们预计公司2024-2026年归母净利润为9.1/11.4/15.0亿元，对应EPS分别为0.75/0.94/1.24元，对应当前股价PE为10.76/8.59/6.51。维持“优于大市”评级。

## 评论：

## ◆ 随着阿居洛呷磷矿的建成投产，可有效提高公司磷矿石自给率，优化磷产业链配置

公司拥有复合肥产能720万吨，磷化工方面公司拥有黄磷年产能6万吨、磷酸盐5万吨，磷酸铁年产能5万吨，并配套上游磷酸产能（15万吨精制磷酸、30万吨折纯湿法磷酸）。此前公司仅拥有四川省雷波县牛牛寨北磷矿区东段采矿权，采矿规模为400万吨/年。阿居洛呷磷矿项目探转采批复后，随着290万吨/年磷矿石采选产能的建成，可有效提高公司磷矿石自给率，优化公司磷产业链配置。

## ◆ 2024年磷矿石价格呈现稳中有升态势，项目建成投产后有望进一步提高公司盈利空间

据百川盈孚数据，2024年10月14日国内30%品位磷矿石市场均价为1018元/吨，28%品位磷矿石市场均价为949元/吨，25%品位磷矿石市场均价为785元/吨，较年初价格1007元/吨，937元/吨和765元/吨分别上涨1.09%，1.28%和2.61%，磷矿石价格稳中有升。在磷矿集中度不断提高、大型企业多采取磷矿石自供的背景下，市场流通磷矿石占比趋势降低，磷矿石供给偏紧，磷矿石价格易涨难跌。阿居洛呷磷矿项目矿石产出后，可进一步提高公司盈利空间。

## ◆ 我国磷矿储量与产量严重不匹配，新增磷矿项目批复难度预期加大，已批复项目珍贵性愈加凸显

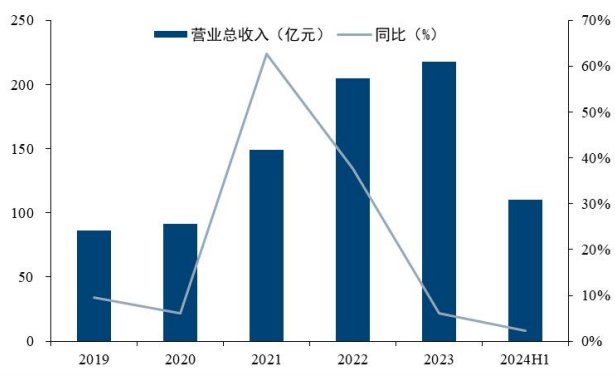
整体来说，我国占据全球磷矿石资源储量的2.6%，却贡献着全球磷矿石产量的38.3%。据USGS数据，2022

年我国储量首度出现高速下滑，我国已从磷矿第二大储量国下滑至第五大储量国：我国磷矿储量（19 亿吨）不及摩洛哥、埃及、突尼斯、阿尔及利亚的 500、28、25、22 亿吨。早期我国磷矿石开采为粗放式发展，2016 年国家提出了“战略性矿产”概念及名单，磷矿入选其中。随着安全、环保意识逐渐提高、一系列环保政策也陆续出台，安全、环保政策趋严。我国磷矿生产面临向大型化、集约化、绿色化、智能化方向发展，落后产能面临出清，新增磷矿批复难度不断提高，已批复项目珍贵性凸显。

◆ 公司上半年经营稳健，二季度盈利提升明显

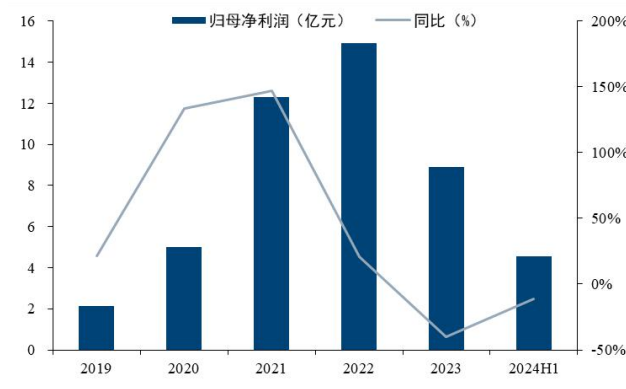
2024 年上半年公司实现营业收入 110.1 亿元（同比+2%），归母净利润 4.5 亿元（同比-11%），经营活动产生的现金流量净额 8.7 亿元（同比+214%）；其中，2024 年二季度营收 60.5 亿元（同比+19%，环比+22%），归母净利润 2.4 亿元（同比+53%，环比+13%）。公司上半年营收增长主要来自复合肥销量提升，其中，常规复合肥销售收入同比增加 28%，新型复合肥及磷肥销售收入同比增加 5%。磷复肥为公司主要业务，2024 年上半年营收 59.4 亿元（占比 54%，同比+15%），毛利率为 14%（同比+0.3pct）。2024 年上半年，在上游原材料价格波动和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。

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

◆ 投资建议：

公司深耕化肥市场近 30 年，复合肥产业链布局不断完善。公司目前复合肥产能 720 万吨，同时配套磷酸一铵产能，产能较为领先。公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。当下国家鼓励增加粮食种植面积，在耕地面积和粮食稳价保量的基础上，复合肥的整体需求或将稳中有升。目前复合肥开工率及库存处于较低水平，原料成本压力缓解，理论毛利修复，后续利润空间有望回升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.1/11.4/15.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.94/1.24 元，对应当前股价 PE 为 10.76/8.59/6.51。维持“优于大市”评级。

表1：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	22.59	24,922.52	0.77	1.13	1.89	29.3	20.0	12.0	1.21
002312.SZ	川发龙蟒	优于大市	9.64	18,213.22	0.43	0.89	1.01	22.4	10.8	9.5	2.02
600096.SH	云天化	优于大市	22.69	41,620.92	0.43	1.03	1.12	52.8	22.0	20.3	1.99
002539.SZ	云图控股	优于大市	8.07	9,746.33	1.24	0.75	0.94	6.51	10.76	8.59	1.14

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 10 月 14 日，无评级公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

◆ 风险提示

复合肥需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

**相关研究报告：**

《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》——2024-08-30

《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

## 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