

云图控股 (002539.SZ)

公司三季度业绩稳健，看好公司一体化布局

优于大市

核心观点

公司主营业务经营稳健，业绩韧性凸显，2024年前三季度营业收入同比减少2.78%，归母净利润同比降低6.36%。公司发布第三季度报告，2024年前三季度公司实现营业收入156.97亿元(同比-2.78%)，归母净利润6.69亿元(同比-6.36%)，经营活动产生的现金流量净额8.34亿元(同比+61.97%)；其中，2024年三季度营收46.91亿元(同比-13.02%)，归母净利润2.15亿元(同比+5.93%)。公司主营产品磷复肥产销双增，毛利略有上升；联碱业务受到上游供给增加及下游需求不振冲击，毛利及销量均有不同程度下降；黄磷业务上半年受到下游需求不畅影响，但三季度以来经营恢复正常水平。公司围绕磷复肥不断完善上游氨、磷产业链，公司产品成本预期不断下降，一体化布局优势将不断显现。

复合肥原料成本压力缓解，后续利润空间有望回升；随着宏观刺激政策的不断落地纯碱价格有望企稳；黄磷目前恢复正常盈利水平。从成本构成来看，用作原料的氮磷钾三大基础肥料占复合肥生产成本的90%左右，直接影响复合肥价格。2024上半年，成本端挤压复合肥利润空间，但三季度以来，复合肥原料价格下滑，理论毛利有所修复，后续利润空间有望继续回升；2024年前三季度，天然碱产能持续投产，纯碱价格持续重心下移。9月下旬以来，宏观政策利好不断发布，随着经济基本面的好转，纯碱价格有望企稳；三季度以来，下游需求好转，黄磷价格逐步上升，黄磷的盈利水平恢复正常水平。

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阿居洛呷磷矿和牛牛寨北磷矿区东段采矿权，西段探矿权。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。

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。

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：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.33元
总市值/流通市值	10060/7357百万元
52周最高价/最低价	9.22/6.15元
近3个月日均成交额	93.02百万元

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)-阿居洛呷磷矿获批，助力磷矿自给提升》——2024-10-15

《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

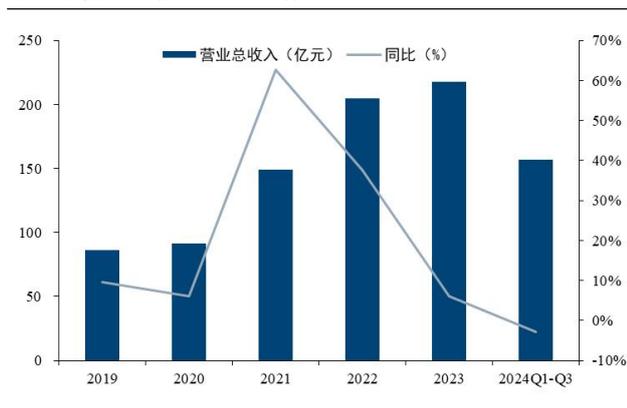
《云图控股(002539.SZ)-营收突破200亿元业绩再创新高，巩固复合肥及磷化工行业龙头地位》——2023-04-10

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。

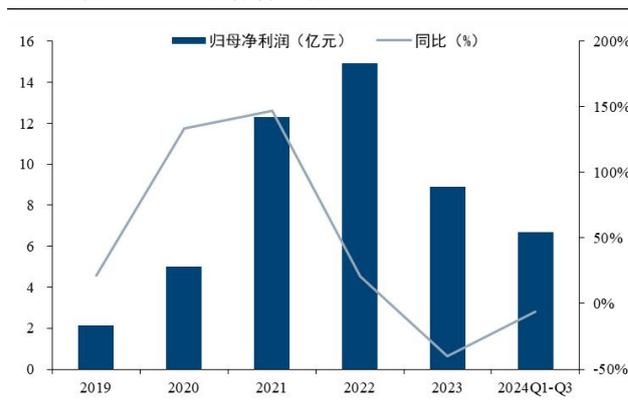
公司 2024 年前三季度营业收入同比减少 2.78%，归母净利润同比降低 6.36%，公司未来经营前景有望好转。公司发布第三季度报告，2024 年前三季度公司实现营业收入 156.97 亿元（同比-2.78%），归母净利润 6.69 亿元（同比-6.36%），经营活动产生的现金流量净额 8.34 亿元（同比+61.97%）；其中，2024 年三季度营收 46.91 亿元（同比-13.02%），归母净利润 2.15 亿元（同比+5.93%）。公司主营产品磷复肥产销双增，毛利略有上升；联碱业务受到上游供给增加及下游需求不振冲击，毛利及销量均有不同程度下降；黄磷业务上半年受到下游需求不畅影响，但三季度以来经营恢复正常水平。公司围绕磷复肥不断完善上游氮、磷产业链，预期公司产品成本不断下降，公司经营有望持续转好。

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

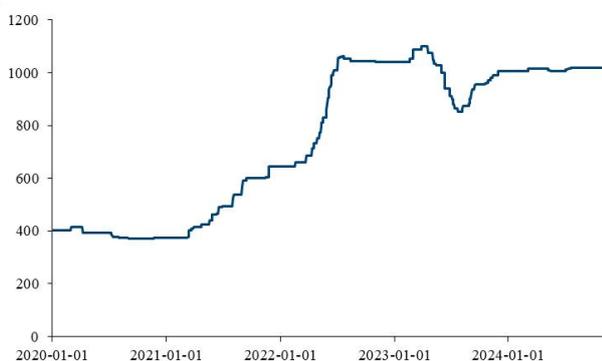
图2：云图控股归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

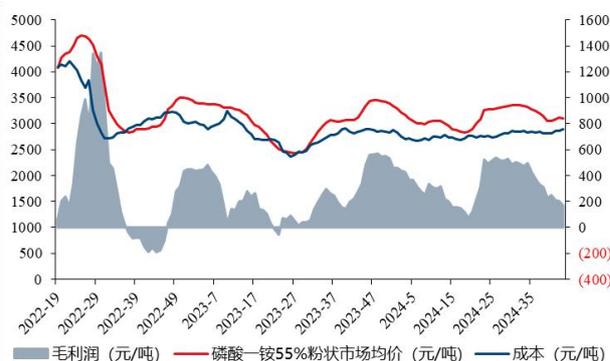
磷矿石价格维持高位，磷酸一铵三季度价格小幅下滑，未来磷肥供应处于紧平衡，磷酸一铵价格预计平稳运行。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近两年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。据百川盈孚，截至2024年10月25日，湖北30%品位磷矿石船板含税价为1040元/吨，价格在900元/吨左右的高价区间运行时间已超2年，我们认为2024年第四季度磷矿石价格预计继续在高位运行。据百川盈孚，受下游复合肥行业开工下滑及相关产品尿素价格下降影响，8月中旬以来一铵价格小幅下滑，截至10月25日，国内磷酸一铵市场价格3092元/吨。目前仍处于秋季备肥阶段，且由于前期备肥进度缓慢，我们认为第四季度磷酸一铵需求有望提升，价格以维稳为主。

图3：我国复30%磷矿石市场均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：磷酸一铵价格、利润、成本走势（元/吨）

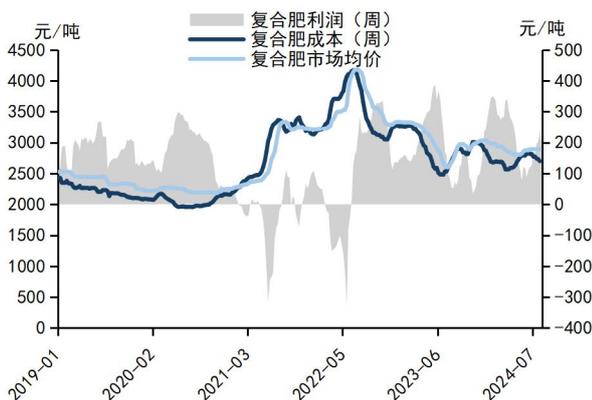


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

复合肥原料成本压力缓解，理论毛利修复，后续利润空间有望回升。据百川盈孚，2024年10月25日，氨基复合肥市场均价2360元/吨，2024年来下跌13.04%，硫基复合肥市场均价2765元/吨，2024年来下跌8.93%。2024年10月25日复合肥当周成本为2559元/吨，本年成本价格下跌10.68%，当周复合肥毛利为236元/吨。2024年复合肥毛利润在6月见底后逐渐回升，目前维持在较高水平。从成本构成来看，用作原料的氮磷钾三大基础肥料占复合肥生产成本的90%左右，直接影响复合肥价格。2024年上半年，成本端磷酸一铵、氯化钾、尿素价格呈现阶段性上涨，挤压复合肥利润空间。国内复合肥市价追随氮磷钾原料市场变化的脚步，先跌后涨，但复合肥价格在调整的幅度及调整的频率方面均低于原料价格波动情况，略显平稳。三季度以来，复合肥原料价格下滑，理论毛利有所修复，后续利润空间有望继续回升。

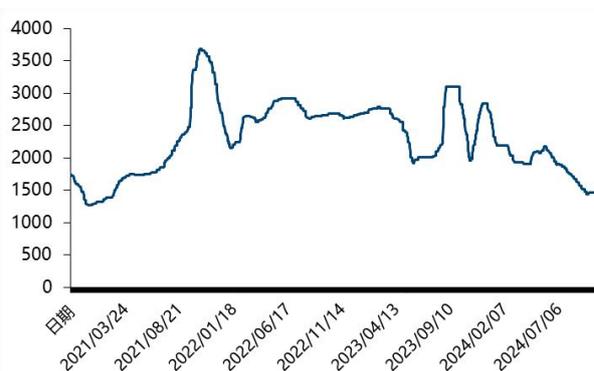
2024年纯碱价格不断下探，随着国内宏观经济政策发力，下游需求有望复苏，带动纯碱价格企稳。据百川盈孚数据，2024年10月26日轻质纯碱市场均价为1458元/吨，同比上月增长1.67%，较年初下跌46.14%。2024年纯碱行业产能陆续释放，并且新增产能多为天然碱，其成本较低，拉低纯碱行业平均成本。据百川盈孚数据，2024年1-9月，国内纯碱总产量约为2698万吨，同比增长23.41%。玻璃作为纯碱最大下游，受房地产拖累，消耗量有所缩减。2024年纯碱市场主基调为“供大于求”。在9月下旬以来，宏观政策利好不断发布，有望刺激房地产行业企稳回升，纯碱价格随之震荡企稳，展望未来随着经济基本面的不断好转，纯碱价格有望企稳。

图5: 我国复合肥价格、利润、成本走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

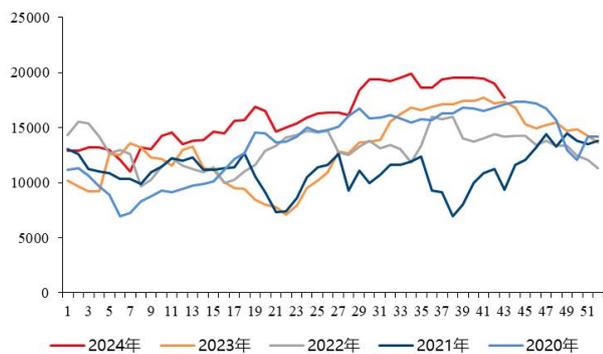
图6: 轻质纯碱市场均价



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

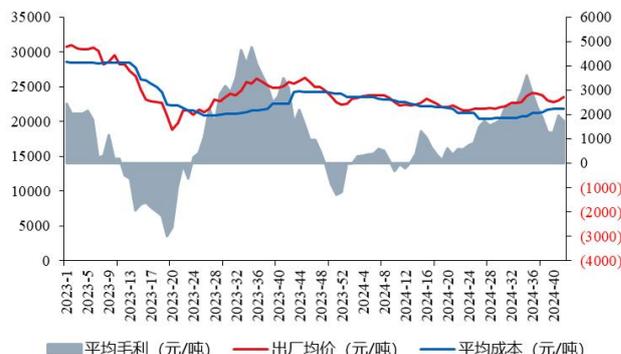
由于供应量明显增加, 上半年黄磷价格承压, 三季度以来黄磷价格先涨后降, 目前毛利维持在正常区间。据百川盈孚数据, 2024年10月26日, 黄磷出厂现汇均价为23686元/吨, 同比上月增长3.94%, 本年度上涨5.44%, 电炉法黄磷毛利为2436.4元/吨, 同比上月增长15.78%, 本年度上涨907.07%。2024年黄磷供应量增加明显, 据百川盈孚数据, 2024年1-9月黄磷总产量为61.863万吨, 较去年同期增加了23.16%。2024年2月后, 部分黄磷产线检修复工伴随丰水季来临, 黄磷产量逐步提升, 在供应偏宽松背景下, 黄磷价格不断走低, 毛利润低位震荡。三季度以来, 由于下游需求好转, 黄磷价格逐步上升, 叠加丰水期电价成本处于低位, 黄磷产业利润逐步好转。展望第四季度, 预期黄磷下游需求逐渐增多, 且由于电价有上涨预期, 支撑黄磷价格易涨难跌。

图7: 近年来黄磷周度产量变化 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图8: 2023年至今黄磷出厂价格、成本及毛利周度变化



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

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阿居洛呷磷矿和牛牛寨北磷矿区东段采矿权, 西段探矿权。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2024年10月14日已办理完毕探矿权转采矿权相关手续, 项目生产规模为290万吨/年, 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。

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 2024E
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600141.SH	兴发集团	优于大市	23.2	25595.5	0.77	1.13	1.89	30.1	20.5	12.3	1.2
002312.SZ	川发龙蟒	优于大市	12.89	24353.6	0.43	0.89	1.01	30.0	14.5	12.8	2.6
600096.SH	云天化	优于大市	24	44023.9	0.43	1.03	1.12	55.8	23.3	21.4	2.1
002539.SZ	云图控股	优于大市	8.33	10060.3	1.68	2.09	2.24	4.95	3.98	3.72	1.2

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 27 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
流动资产合计	9629	8201	9640	9349	9616	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
资产总计	18705	20499	23069	23755	24871	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	所得税费用	265	147	170	212	279
流动负债合计	9035	9415	11306	11170	11233	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						
长期负债合计	1910	2740	2840	2940	3040	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10945	12155	14146	14110	14273	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
负债和股东权益总计	18705	20499	23069	23755	24871	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	经营活动现金流	1291	478	2105	2114	2343
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%	投资活动现金流	(1)	(2783)	(2000)	(2000)	(2000)
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%	融资活动现金流	558	1286	(200)	(114)	(343)
资产负债率	59%	60%	62%	60%	57%	现金净变动	1848	(1019)	(95)	0	0
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