

公司研究

秋肥销售延后 24Q3 业绩回落，关注公司上游资源产能建设

——云图控股（002539.SZ）2024 年三季度报点评

要点

事件：公司发布 2024 年三季度报告。2024 年前三季度，公司实现营收 156.97 亿元，同比减少 2.78%；实现归母净利润 6.69 亿元，同比减少 6.36%；实现扣非后归母净利润 5.84 亿元，同比增长 3.98%。2024Q3，公司单季度实现营收 46.91 亿元，同比减少 13.02%，环比减少 22.47%；实现归母净利润 2.15 亿元，同比增长 5.93%，环比减少 10.40%。

点评：

原材料价格波动秋肥销售延后，24Q3 公司业绩回落。2024 年三季度，由于尿素、氯化钾等单质肥价格的波动，复合肥下游经销商备货偏谨慎，2024 年国内秋肥销售有所延后，致使公司 2024Q3 业绩小幅回落。根据 iFinD 数据，2024Q3 国内尿素均价环比下跌 7.2%，氯化钾均价环比上涨 5.5%。虽然整体秋肥销售出现延后，但公司凭借自身在渠道、品牌、产业链方面的优化布局，2024 年前三季度公司磷复肥销量仍然实现了稳定增长。公司主要产品价格方面，根据 iFinD 数据，2024Q3 国内复合肥、磷酸一铵、黄磷均价环比分别增长 0.8%、8.6%、2.7%，纯碱均价环比下跌 5.3%。费用率方面，2024Q3 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率同比分别增加 0.07pct、0.12pct、0.37pct、0.14pct。

推进上游磷矿、合成氨产能建设，完善复合肥产业链布局。磷矿资源方面，公司全资子公司雷波凯瑞在四川省凉山州雷波县拥有三宗磷矿，磷矿资源储量合计约为 5.49 亿吨。截至 2024 年 10 月，公司磷矿的采矿设计产能为 690 万吨/年。其中，牛牛寨东段磷矿 400 万吨采矿工程项目建设正在有序推进中；阿居洛呷磷矿设计产能为 290 万吨/年，对应采矿权证于 2024 年 10 月获得；牛牛寨西段磷矿目前已取得探矿权。合成氨方面，公司在应城基地建设有 70 万吨合成氨项目，截至 2024 年 9 月，该项目主体工程建设已进入实质性阶段。合成氨项目建成后 will 补齐公司氮肥短板，公司将基本实现氮资源的自给自足。

盈利预测、估值与评级：由于单质肥价格波动，2024 年国内秋肥销售有所延后，致使公司 2024Q3 业绩回落。考虑到当前公司主要产品毛利率仍有待恢复，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 8.53（下调 16.5%）、10.59（下调 15.3%）、12.78（下调 10.5%）亿元。公司在复合肥上游陆续布局磷矿、合成氨等关键原料产能，将进一步完善公司复合肥产业链布局，提升公司效益，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险，环保及安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,502	21,767	21,815	23,647	25,491
营业收入增长率	37.62%	6.17%	0.22%	8.40%	7.80%
净利润（百万元）	1,492	892	853	1,059	1,278
净利润增长率	21.13%	-40.22%	-4.33%	24.16%	20.62%
EPS（元）	1.48	0.74	0.71	0.88	1.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.43%	10.78%	9.60%	10.91%	11.95%
P/E	6	11	12	9	8
P/B	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-25

买入（维持）

当前价：8.33 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.08
总市值(亿元):	100.60
一年最低/最高(元):	6.01/9.22
近 3 月换手率:	59.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.81	9.15	-6.99
绝对	-0.72	25.83	3.41

资料来源：Wind

相关研报

复合肥等价跌业绩承压，关注上游资源项目落地进展——云图控股（002539.SZ）2023 年年报点评（2024-04-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,502	21,767	21,815	23,647	25,491
营业成本	17,380	19,552	19,492	21,005	22,518
折旧和摊销	656	713	1,151	1,211	1,267
税金及附加	91	94	94	102	110
销售费用	303	340	341	370	398
管理费用	597	559	560	607	654
研发费用	287	315	316	342	369
财务费用	139	132	203	178	162
投资收益	11	113	31	31	31
营业利润	1,782	1,017	1,009	1,249	1,500
利润总额	1,757	1,020	997	1,238	1,493
所得税	265	147	144	178	215
净利润	1,492	873	853	1,059	1,278
少数股东损益	0	-19	0	0	0
归属母公司净利润	1,492	892	853	1,059	1,278
EPS(元)	1.48	0.74	0.71	0.88	1.06

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	863	656	2,571	1,996	2,539
净利润	1,492	892	853	1,059	1,278
折旧摊销	656	713	1,151	1,211	1,267
净营运资金增加	818	1,004	-390	605	321
其他	-2,103	-1,953	957	-879	-326
投资活动产生现金流	-1,420	-3,574	-969	-769	-569
净资本支出	-1,751	-3,397	-1,000	-800	-600
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	331	-177	31	31	31
融资活动现金流	2,317	1,636	-2,015	-1,044	-1,786
股本变化	198	0	0	0	0
债务净变化	1,222	2,502	-1,570	-629	-1,330
无息负债变化	711	-1,292	382	-31	254
净现金流	1,763	-1,277	-413	183	184

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	15.2%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
EBITDA 率	13.1%	8.7%	10.7%	11.1%	11.4%
EBIT 率	9.6%	5.1%	5.4%	5.9%	6.4%
税前净利润率	8.6%	4.7%	4.6%	5.2%	5.9%
归母净利润率	7.3%	4.1%	3.9%	4.5%	5.0%
ROA	8.0%	4.3%	4.3%	5.3%	6.4%
ROE (摊薄)	19.4%	10.8%	9.6%	10.9%	11.9%
经营性 ROIC	15.0%	6.2%	6.9%	8.1%	9.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	59%	59%	55%	51%	46%
流动比率	1.07	0.87	1.01	1.27	1.79
速动比率	0.70	0.52	0.58	0.73	1.03
归母权益/有息债务	1.44	1.06	1.42	1.73	2.49
有形资产/有息债务	3.21	2.29	2.78	3.13	4.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	18,705	20,499	19,922	20,085	19,994
货币资金	3,614	2,595	2,182	2,365	2,549
交易性金融资产	1	0	0	0	0
应收账款	596	396	397	430	464
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	135	99	99	107	116
存货	3,315	3,291	3,280	3,538	3,795
其他流动资产	248	634	634	634	634
流动资产合计	9,629	8,201	7,775	8,349	8,924
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	30
固定资产	4,691	7,176	6,791	6,314	5,713
在建工程	1,797	1,388	1,566	1,594	1,511
无形资产	1,188	2,109	2,067	2,026	1,985
商誉	32	32	32	32	32
其他非流动资产	527	550	550	550	550
非流动资产合计	9,076	12,298	12,147	11,736	11,070
总负债	10,945	12,155	10,966	10,306	9,230
短期借款	2,868	4,262	2,192	2,078	248
应付账款	1,285	1,027	1,023	1,103	1,182
应付票据	986	849	846	912	978
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	253	167	167	167	167
流动负债合计	9,035	9,415	7,726	6,566	4,990
长期借款	1,703	2,540	3,040	3,540	4,040
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	112	180	180	180	180
非流动负债合计	1,910	2,740	3,240	3,740	4,240
股东权益	7,759	8,344	8,955	9,779	10,763
股本	1,208	1,208	1,208	1,208	1,208
公积金	3,213	3,304	3,390	3,495	3,590
未分配利润	3,264	3,735	4,262	4,979	5,869
归属母公司权益	7,680	8,276	8,888	9,711	10,696
少数股东权益	79	67	67	67	67

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.48%	1.56%	1.56%	1.56%	1.56%
管理费用率	2.91%	2.57%	2.57%	2.57%	2.57%
财务费用率	0.68%	0.61%	0.93%	0.75%	0.64%
研发费用率	1.40%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.30	0.20	0.20	0.24	0.29
每股经营现金流	0.85	0.54	2.13	1.65	2.10
每股净资产	7.60	6.85	7.36	8.04	8.86
每股销售收入	20.30	18.02	18.06	19.58	21.11

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	6	11	12	9	8
PB	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.3	9.7	7.0	6.0	5.0
股息率	3.6%	2.4%	2.3%	2.9%	3.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP