

基础化工

2025 年 03 月 24 日

云图控股 (002539)

——24 年业绩符合预期，磷复肥量利齐升，一体化布局持续深化

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 24 日

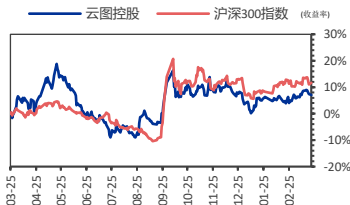
收盘价 (元)	7.85
一年内最高/最低 (元)	9.22/6.40
市净率	1.1
息率 (分红/股价)	3.82
流通 A 股市值 (百万元)	6,933
上证指数/深证成指	3,370.03/10,695.49

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	7.30
资产负债率%	62.26
总股本/流通 A 股 (百万)	1,208/883
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报，业绩符合预期，全年累计分红率约 30%。**24 年公司实现营业收入 203.81 亿元 (yoy-6%)，归母净利润 8.04 亿元 (yoy-10%)，扣非后归母净利润 7.17 亿元 (yoy+0.4%)，毛利率 10.71% (yoy+0.53 pct)，净利率 4.02% (yoy+0.01 pct)，投资净收益同比下滑 0.78 亿元至 0.35 亿元，业绩符合预期。其中 24Q4 公司实现营业收入为 46.85 亿元 (yoy-17%，QoQ-0.1%)，归母净利润为 1.35 亿元 (yoy-24%，QoQ-37%)，扣非后归母净利润为 1.33 亿元 (yoy-13%，QoQ-7%)，毛利率 10.92% (yoy+3.38 pct，QoQ+0.04 pct)，净利率 2.93% (yoy-0.16 pct，QoQ-1.79 pct)，投资净收益环比减少 0.69 亿元至 0.05 亿元。24 年公司扣非后归母净利润同比基本持平的主要原因为：复合肥销量毛利率同比提升，但联碱及黄磷价格同比下行。公司公告 2024 年度利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税)，合计派发约 1.21 亿元，加上前三季度现金分红 1.21 亿元 (含税)，24 年合计现金分红总额约 2.42 亿元 (含税)，占归母净利润的 30.03%。
- **磷复肥量利齐升，在建项目陆续落地，海外市场推进顺利。**24 年公司实现磷复肥收入 114.30 亿元 (yoy+13%)，销量 417.97 万吨 (yoy+11%)，毛利率 14.12% (yoy+1.14 pct)。根据公司年报，24 年湖北荆州 15 万吨粉状水溶性复合肥、辽宁铁岭 15 万吨复合肥项目陆续投产，以及河南宁陵基地改建 40 万吨复合肥项目顺利完工；至此，公司磷复肥年产能超 780 万吨，新型肥料规模和产销量有望进一步提升。在建产能方面，应城项目推进配套建设 60 万吨水溶性复合肥、40 万吨缓控释复合肥项目，新疆水溶肥公司推进 10 万吨水溶肥生产线项目。此外，公司深入布局海外营销网络，24 年海外销量同比增长 70% 以上。
- **联碱黄磷销量略有下滑，价格下跌致盈利承压。**24 年公司实现纯碱收入 9.69 亿元 (yoy-28%)，销量 58.21 万吨 (yoy-6%)，毛利率 15.65% (yoy-11.63 pct)；实现黄磷收入 12.78 亿元 (yoy-10%)，销量 6.14 万吨 (yoy-1%)，毛利率 17.50% (yoy-3.88 pct)。据百川盈孚数据，24 年国内氯化铵、轻质纯碱、黄磷均价分别同比-39%、-27%、-9%。公司未来将持续优化产业结构，提升规模及成本优势，推进精细化、高端化、高值化方向发展。
- **磷酸分级利用投产提升规模效益和盈利能力，磷矿、合成氨等项目顺利推进。**截止 24Q4 末公司固定资产较 2023 年末增加 5.54 亿元至 77.30 亿元。24 年荆州新能源公司 30 万吨折纯湿法磷酸、15 万吨精制磷酸等配套产线全面达产，磷酸铁满产满销，实现“磷矿—湿法磷酸—精制磷酸—磷酸铁/磷酸”的分级利用，可以根据产业链上相关产品的市场变化，及时调整生产和销售策略，实现生产效益最大化。公司未来将依托氮、磷全产业链资源，进一步夯实低成本优势：1) 磷产业链，四川雷波基地牛牛寨东段磷矿 400 万吨磷矿采矿工程有序推进，阿居洛岬 290 万吨磷矿已于 10 月取得采矿证，并于 25 年 3 月开始动工，牛牛寨西段磷矿完成储量评审备案。待矿产开采后，公司所需磷源基本能自给自足。2) 氮肥产业链，湖北应城基地 70 万吨合成氨项目取得积极进展，部分核心设备已进入安装阶段，建成后氮肥原料端进一步填平补齐。
- **投资分析意见：**产业链一体化的国内复合肥主流企业，向上布局磷矿和合成氨，向下布局精制磷酸等磷矿分级利用项目，开启新的成长。考虑到联碱业务压力仍存，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 9.32、10.78 亿元 (前值为 10.68、13.34 亿元)，并新增 2027 年预测为 12.46 亿元，对应的 EPS 为 0.77、0.89、1.03 元/股，对应当前 PE 为 10X、9X、8X，维持增持评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；产品价格大幅下行；在建项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	21,767	20,381	21,053	23,917	26,550
同比增长率 (%)	6.2	-6.4	3.3	13.6	11.0
归母净利润 (百万元)	892	804	932	1,078	1,246
同比增长率 (%)	-40.2	-9.8	15.9	15.6	15.6
每股收益 (元/股)	0.74	0.67	0.77	0.89	1.03
毛利率 (%)	10.2	10.7	11.3	11.6	11.9
ROE (%)	10.8	9.1	9.8	10.2	10.5
市盈率	11	12	10	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21,767	20,381	21,053	23,917	26,550
其中: 营业收入	21,767	20,381	21,053	23,917	26,550
减: 营业成本	19,552	18,199	18,683	21,133	23,378
减: 税金及附加	94	87	105	120	133
主营业务利润	2,121	2,095	2,265	2,664	3,039
减: 销售费用	340	293	316	359	398
减: 管理费用	559	566	568	646	717
减: 研发费用	315	337	337	383	425
减: 财务费用	132	185	232	249	267
经营性利润	775	714	812	1,027	1,232
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-8	8	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-27	-43	0	0	0
加: 投资收益及其他	281	244	270	300	330
营业利润	1,017	914	1,082	1,329	1,562
加: 营业外净收入	3	-2	-15	-15	-15
利润总额	1,020	912	1,067	1,314	1,547
减: 所得税	147	93	127	205	269
净利润	873	819	940	1,109	1,277
少数股东损益	-19	15	8	31	31
归属于母公司所有者的净利润	892	804	932	1,078	1,246

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。