

# 云图控股 (002539.SZ)

## 公司快报

基础化工 | 复合肥III

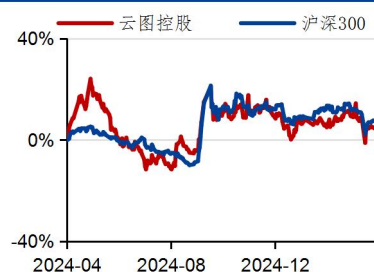
 投资评级 **买入(首次)**

 股价(2025-04-22) **7.73元**

### 交易数据

总市值(百万元)	9,335.70
流通市值(百万元)	6,826.67
总股本(百万股)	1,207.72
流通股本(百万股)	883.14
12个月价格区间	8.79/6.54

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.44	1.23	-6.06
绝对收益	-1.9	0.88	1.1

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001  
 luohongyong@huajinsec.cn

### 相关报告

## 盈利承压，强化氮磷产业链和资源布局

### 投资要点

◆ **事件:** 云图控股发布 2024 年报, 2024 年实现营收 203.81 亿元, 同比增长-6.37%; 归母净利润 8.04 亿元, 同比增长-9.80%; 扣非归母净利润 7.17 亿元, 同比增长 0.40%; 毛利率 10.71%, 同比提升 0.53pct。其中 2024Q4 单季度实现营收 46.85 亿元, 同比增长-16.66%, 环比增长-0.14%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比增长-23.65%, 环比增长-37.17%; 扣非归母净利润 1.33 亿元, 同比增长-12.76%, 环比增长-6.66%; 毛利率 10.92%, 同比提升 3.38pct, 环比提升 0.04pct。

◆ **磷复肥稳定发展, 纯碱黄磷拖累, 业绩下滑。**公司主要产品包括复合肥、磷肥(磷酸一铵)、纯碱(联碱法副产氯化铵等)、黄磷、磷酸铁等。2024 年虽磷复肥量利齐升, 但纯碱、黄磷出现量利齐跌, 公司业绩下滑。磷复肥业务, 2024 年公司湖北荆州 15 万吨水溶肥、辽宁铁岭 15 万吨复合肥陆续投产, 河南宁陵改建 40 万吨复合肥顺利完工, 公司把握行业趋势, 依托资源优势、产业链优势和磷酸分级利用优势, 实现磷复肥收入 114.30 亿元, 同比增长 13.24%, 毛利率 14.12%, 同比提升 1.14pct, 销量 417.97 万吨, 同比增长 10.59%, 量利齐升, 保持稳定的发展态势。联碱业务, 2024 年纯碱市场低迷, 价格维持低位震荡, 导致纯碱产品收入和毛利出现较大幅度的下滑, 纯碱实现收入 9.69 亿元, 同比下滑 28.44%, 毛利率 15.65%, 同比下滑 11.63pct, 销量 58.21 万吨, 同比下降 6.48%。磷化工业务, 随着行业逐渐回归正常区间, 销售均价同比小幅下滑, 黄磷产品收入和毛利有所回落, 公司紧跟市场变化实现满产满销, 2024 年黄磷实现收入 12.78 亿元, 同比下降 10.38%, 毛利率 17.50%, 同比下滑 3.88pct, 销量 6.14 万吨, 同比小幅下降 0.97。其他产品方面, 公司磷酸铁产品已达到三代及以上产品的市场要求, 在安全性、稳定性和成本上继续保持竞争优势, 加强头部企业开发和市场拓展, 开发了当升蜀道、川发龙麟、中创新航等优质客户, 获得长期订单, 2024 年磷酸铁实现满产满销, 产能利用率同比大幅提升, 其他产品(包含磷酸铁、氯化铵、品种盐等)收入 23.91 亿元, 同比增长 30.88%, 毛利率 6.17%, 同比下降 2.56pct。此外, 2024 年公司贸易板块实现收入 43.13 亿元, 同比变化-38.99%, 毛利率 1.05%, 同比提升 0.04pct。

◆ **立足复合肥, 完善一体化布局。**云图控股立足复合肥主业, 重点围绕氮、磷产业链上下游进行战略布局, 形成磷复肥、磷化工、联碱和新能源材料业务协同发展的产业格局。磷复肥业务是公司核心业务, 已建成除尿素外的氮肥、磷肥完整产业链, 筑牢资源优势、磷酸分级利用优势以及产业链竞争壁垒, 规模效应、产业协同效应和成本控制能力显著。截至 2024 年报口径, 公司拥有复合肥、磷酸一铵产能 745、43 万吨, 产能利用率分别为 52.65%、108.32%, 另有应城 70 万吨合成氨项目配套 60 万吨水溶肥、40 万吨缓释肥以及新疆 10 万吨水溶肥共计 110 万吨复合肥产能在建。联碱业务是公司复合肥上游氮肥产业链的延伸和拓展, 也是公司“盐一碱一肥”产业链关键环节, 采用联碱法生产工艺, 以氯化钠、合成氨为原料, 生产纯碱和氯化铵产品。公司自有井盐资源, 可为联碱产品生产提供充足的原料, 同时, 氯化铵产品可为复合肥生产提供低成本的氮肥资源。截至 2024 年报口径, 公司拥有纯碱、



氯化铵年产能 60 万吨，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨，旗下盐矿资源储量约 2.5 亿吨。磷化工业务是“磷矿—黄磷—热法磷酸—磷酸盐”产业链的延伸和拓展，公司依托雷波当地丰富磷矿、水电资源以及水运便利，打造以黄磷为主磷化工产业链，成本优势、运输优势明显。截至 2024 年报口径，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，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；旗下磷矿石资源储量合计约 5.49 亿吨、磷矿采矿设计产能 690 万吨/年，砂岩矿资源储量 1957.7 万吨，未来雷波磷矿采选项目陆续建成投产，磷矿石原料自给自足，市场竞争力将有效提升。新能源材料业务是公司“磷矿—湿法磷酸—精制磷酸/工业级磷酸—铵—磷酸铁/磷复肥”磷酸分级利用产业链的延伸和拓展，选用铁法工艺使用铁和精制磷酸反应制备磷酸铁，截至 2024 年报口径，公司磷酸铁年产能 5 万吨，产能利用率 106.76%，配套上游磷酸产能（15 万吨精制磷酸、30 万吨折纯湿法磷酸）。目前，公司磷酸铁工艺指标已达行业领先水平，产品合格率和一致性良好，客户认可度高，在安全环保、产品品质、技术积累和成本方面具有明显优势，使公司在激烈的行业竞争中脱颖而出，磷酸铁市场份额稳步提升。

◆ **规划贵港项目，持续产能加码。**为进一步完善产业布局，持续做大做强复合肥主业，2025 年 3 月公司与贵港市及覃塘区政府签署投资合作协议书，拟在贵港覃塘产业园区投资建设云图智领绿色化工新能源材料项目，项目总投资约 159 亿元人民币，分三期建设。一期投资约 10 亿元，用地约 300 亩，主要建设 90 万吨高效复合肥生产装置，配套建设仓储及辅助设施。二期投资约 60 亿元，用地约 1200 亩，主要建设 100 万吨/年合成氨、150 万吨/年尿素、30 万吨/年液体及颗粒硝铵、27 万吨/年硝酸生产装置，并配套建设 2×450 吨/时燃煤蒸汽锅炉及仓储设施。三期规划投资约 89 亿元，用地约 1500 亩，主要建设 100 万吨/年合成氨、150 万吨/年尿素、30 万吨/年高效复合肥、60 万吨/年尾气清洁剂、20 万吨/年液体及颗粒硝铵、30 万吨/年磷酸铁、15 万吨/年磷酸铁锂、25 万吨/年精制酸、21 万吨/年双氧水、15 万吨/年硝酸、25 万吨/年空分液体产品、25 万吨/年液体 CO<sub>2</sub>、6 万吨/年硫酸等生产装置，并配套建设一台 450 吨/时燃煤蒸汽锅炉，厂区铁路专用线。项目自开工之日起 1 年内一期项目装置建成投运，二期取得土地证后 3 年内二期项目装置建成投运，三期取得土地证后 3 年内其他装置建成投运。贵港项目充分利用贵港当地区位优势和政策支持，结合云图自身技术和产业链优势，进一步扩大公司产业规模，完善产业链和产能布局，提高公司盈利能力和市场竞争力。

◆ **磷、盐矿丰富，资源优势明显。**云图控股旗下拥有丰富优质磷矿、盐矿等资源，是未来氮、磷原料充分自给和稳定供应的重要基础，更是公司巩固产业链优势、持续发展的强有力支撑。公司全资子公司雷波凯瑞公司拥有四川省雷波县牛牛寨北磷矿区东段采矿权、西探矿权和雷波县阿居洛呷磷矿采矿权，磷矿资源储量合计约 5.49 亿吨。其中，牛牛寨东段磷矿资源储量约 1.81 亿吨，已取得 400 万吨/年的采矿证，正在开展东段磷矿的方案优化设计，进一步提高磷矿石高效综合利用；阿居洛呷磷矿资源储量约 1.39 亿吨，已取得 290 万吨/年的采矿证，正在推进磷矿采选项目的建设；牛牛寨西段磷矿资源储量约 2.29 亿吨，正在办理“探转采”的相关手续，上述磷矿采选工程项目投产后可充分保障公司生产所需磷矿石原料的稳定供应；此外，雷波凯瑞公司还拥有沙沱砂岩矿采矿权，查明储量 1957.7 万吨，已取得 50 万吨/年采矿证，未来投产后主要满足黄磷生产所需的硅矿石。盐矿方面，公司控股子公司孝感广盐华源拥有北纬 30 度“盐海膏都”自主盐矿，井盐储量达 2.5 亿吨，为公司联碱及复合肥产品赋予了较强的成本控制和抗风险能力。

◆ **投资建议：**云图控股沿着复合肥氮、磷产业链进行深度开发和市场拓展，现已建成从上游盐矿、磷矿资源到下游除尿素以外氮肥、磷肥完整产业链，同时向下延伸拓展了电池正极材料前驱体磷酸铁，持续产能加码和深化产业链布局，提升公司盈利能力和竞争力。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 223.64/245.83/271.60 亿元，同比增长 9.7%/9.9%/10.5%，归母净利润分别为 9.14/10.76/12.85 亿元，同比增长 13.7%/17.7%/19.5%，对应 PE 分别为 10.2x/8.7x/7.3x；首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；行业政策变化；贸易摩擦风险；项目进度不确定性；安全环保风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,767	20,381	22,364	24,583	27,160
YoY(%)	6.2	-6.4	9.7	9.9	10.5
归母净利润(百万元)	892	804	914	1,076	1,285
YoY(%)	-40.2	-9.8	13.7	17.7	19.5
毛利率(%)	10.2	10.7	11.0	11.5	12.0
EPS(摊薄/元)	0.74	0.67	0.76	0.89	1.06
ROE(%)	10.5	9.2	9.4	10.3	11.1
P/E(倍)	10.5	11.6	10.2	8.7	7.3
P/B(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
净利率(%)	4.1	3.9	4.1	4.4	4.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

**磷复肥：**公司持续产能加码和释放，同时向上游布局提升成本竞争力，销量和毛利率稳步提升，预计2025-2027年收入分别为129.25/146.28/166.50亿元，毛利率分别为14.60%/14.91%/15.37%。

**纯碱：**产能保持稳定，产销稳中小幅波动，受行业影响2025年价格依然承压盈利有所下滑，随后续宏观经济好转有望改善，预计2025-2027年收入分别为9.90/10.05/10.20亿元，毛利率分别为14.87%/16.14%/17.37%。

**黄磷：**产销保持相对稳定，价格稳中有升，预计2025-2027年收入分别为12.90/13.02/13.14亿元，毛率分别为17.49%/18.27%/19.05%。

**贸易：**为保障产业链稳定，公司进行贸易业务灵活操作，体量随整体收入增长，利润率低位持稳，预计2025-2027年收入分别为45.29/47.55/49.93亿元，毛利率分别为1.05%/1.05%/1.05%。

**其他：**该板块主要包含氯化铵、硝酸钠、磷酸铁、品种盐等，随项目建设和景气变化体量上升，2025年景气承压盈利能力下滑，预期后续随景气和结构性变化有所提升，预计2025-2027年收入分别为26.30/28.93/31.83亿元，毛利率分别为6.10%/6.50%/7.00%。

表 1：公司业务分拆和预测

云图控股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>					
收入（百万元）	21767.22	20381.18	22363.56	24583.43	27159.92
YoY (%)	6.17%	-6.37%	9.73%	9.93%	10.48%
毛利率 (%)	10.18%	10.71%	11.04%	11.47%	12.01%
<b>磷复肥</b>					
收入（百万元）	10093.68	11430.04	12925.00	14628.00	16650.00
YoY (%)	8.17%	13.24%	13.08%	13.18%	13.82%
毛利率 (%)	12.98%	14.12%	14.60%	14.91%	15.37%
<b>纯碱</b>					
收入（百万元）	1354.61	969.33	990.00	1005.00	1020.00
YoY (%)	-5.95%	-28.44%	2.13%	1.52%	1.49%
毛利率 (%)	27.28%	15.65%	14.87%	16.14%	17.37%
<b>黄磷</b>					
收入（百万元）	1425.56	1277.62	1289.60	1302.00	1314.40
YoY (%)	-24.98%	-10.38%	0.94%	0.96%	0.95%
毛利率 (%)	21.38%	17.50%	17.49%	18.27%	19.05%
<b>贸易</b>					
收入（百万元）	7066.40	4313.00	4528.65	4755.09	4992.84
YoY (%)	56.42%	-38.96%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	1.01%	1.05%	1.05%	1.05%	1.05%
<b>其他</b>					
收入（百万元）	1826.97	2391.19	2630.31	2893.34	3182.68
YoY (%)	-44.85%	30.88%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	8.73%	6.17%	6.10%	6.50%	7.00%

资料来源：wind，华金证券研究所(业务分拆采用公司2024年报调整后口径)

## 二、估值对比

我们选择跟公司业务贴近的磷复肥及磷化工的新洋丰、史丹利、兴发集团作为可比公司，2025-2027 可比公司平均 PE 分别为 10.8x/9.4x/8.0x，云图控股对应 PE 分别为 10.2x/8.7x/7.3x。公司以磷复肥为基础，资源和规模优势突出，沿氮、磷产业链持续产能加码和深化产业链布局，提升公司盈利能和竞争力，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000902.SZ	新洋丰	13.90	174	1.26	1.43	1.66	11.1	9.7	8.4
002588.SZ	史丹利	8.44	97	0.81	0.95	1.18	10.4	8.9	7.1
600141.SH	兴发集团	20.21	223	1.83	2.13	2.40	11.1	9.5	8.4
平均值							10.8	9.4	8.0
002539.SZ	云图控股	7.73	93	0.76	0.89	1.06	10.2	8.7	7.3

资料来源：数据截止 2025 年 4 月 22 日收盘，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	8201	9586	10216	11020	12269	<b>营业收入</b>	21767	20381	22364	24583	27160
现金	2595	2947	3164	3245	3446	营业成本	19552	18199	19896	21764	23898
应收票据及应收账款	396	441	478	532	583	营业税金及附加	94	87	96	106	117
预付账款	1187	1392	1437	1673	1832	营业费用	340	293	322	352	388
存货	3291	3847	4112	4594	5363	管理费用	559	566	581	627	693
其他流动资产	733	960	1026	976	1044	研发费用	315	337	369	406	449
<b>非流动资产</b>	12298	14063	14368	14693	15116	财务费用	132	185	199	232	263
长期投资	30	8	8	8	8	资产减值损失	-35	-35	-39	-42	-47
固定资产	7177	7731	8003	8208	8395	公允价值变动收益	-5	-10	-10	-10	-10
无形资产	2109	2240	2471	2740	3073	投资净收益	113	35	35	35	35
其他非流动资产	2982	4083	3886	3737	3639	<b>营业利润</b>	1017	914	1095	1289	1540
<b>资产总计</b>	20499	23649	24584	25713	27385	营业外收入	28	21	0	0	0
<b>流动负债</b>	9415	10191	10314	11075	12333	营业外支出	26	23	0	0	0
短期借款	4262	3922	3922	3922	3922	<b>利润总额</b>	1020	912	1095	1289	1540
应付票据及应付账款	1876	2196	2431	2516	2795	所得税	147	93	164	193	231
其他流动负债	3277	4073	3961	4638	5617	<b>税后利润</b>	873	819	931	1096	1309
<b>非流动负债</b>	2740	4534	5874	6549	7329	少数股东损益	-19	15	17	20	24
长期借款	2540	4284	5624	6299	7079	<b>归属母公司净利润</b>	892	804	914	1076	1285
其他非流动负债	200	250	250	250	250	EBITDA	1965	2156	2282	2636	3055
<b>负债合计</b>	12155	14725	16188	17625	19663						
少数股东权益	67	108	124	144	168	<b>主要财务比率</b>					
股本	1208	1208	1208	1208	1208	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	2986	2972	2972	2972	2972	<b>成长能力</b>					
留存收益	4054	4617	5268	6035	6951	营业收入(%)	6.2	-6.4	9.7	9.9	10.5
归属母公司股东权益	8276	8816	8272	7944	7555	营业利润(%)	-42.9	-10.1	19.8	17.7	19.5
<b>负债和股东权益</b>	20499	23649	24584	25713	27385	归属于母公司净利润(%)	-40.2	-9.8	13.7	17.7	19.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	10.2	10.7	11.0	11.5	12.0
						净利率(%)	4.1	3.9	4.1	4.4	4.7
						ROE(%)	10.5	9.2	9.4	10.3	11.1
						ROIC(%)	6.2	5.3	5.0	5.4	5.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	59.3	62.3	65.8	68.5	71.8
						流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
						速动比率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	43.9	48.7	48.7	48.7	48.7
						应付账款周转率	9.4	8.9	8.6	8.8	9.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	10.5	11.6	10.2	8.7	7.3
						P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA	7.5	7.7	7.6	7.0	6.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所



## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)