

云图控股（002539.SZ）

投资刚果（布）钾矿项目，复合肥产业链进一步完善

优于大市

◆ 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：

公司公告公司全资子公司与藏格矿业全资孙公司在新加坡合资成立藏格联合资源有限公司（暂定名），其中公司子公司持股 25%，藏格矿业孙公司持股 75%。同时，联合资源公司拟以约 11.57 亿人民币元（不含交易税费）收购 Kanga Potash（以下简称“KP 公司”）92% 股权。KP 公司的核心资产为位于刚果（布）境内的 Kanga 钾盐矿采矿权及 Loango 钾盐矿勘探权。

国信化工观点：1) 公司拟投资的 KP 公司核心资产之一的 Kango 采矿权证资源量优异，后续增储潜力较大。2) 全球钾肥行业寡头垄断，资源稀缺性突出，中长期供需格局持续优化；3) 公司立足复合肥主业、向上游钾肥原料领域延伸。通过参股 KP 公司公司将增加钾肥资源储备，补齐上游钾盐资源布局短板，强化钾肥原料保障能力，为公司复合肥长期发展提供资源支撑。

投资建议：公司磷产业链及氮产业链建设初见成效。目前复合肥业务保持韧性，磷矿石及尿素等产品持续贡献业绩增量，黄磷及磷酸铁有望维持高景气度。我们维持此前预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.31/14.32/15.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.02/1.19/1.28 元。维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司拟投资的 KP 公司资源量优异，增储潜力大

KP 公司核心资产为刚果（布）的钾盐绿地项目，并通过刚果（布）两家全资子公司 SEPK 和 OEC，分别持有 Kanga 采矿权证和 Loango 探矿权证。Kanga 采矿权证中控制资源量为 8.1 亿吨，氯化钾品位 17.12%，推断资源量 11.79 亿吨，氯化钾平均品位 16.47%，合计氯化钾资源量为 19.89 亿吨，氯化钾平均品位 16.73%。目前资源框算仅覆盖采矿证面积的小部分，后续增储潜力大。

表1: Kanga 采矿权证基本情况

项目	相关情况
采矿权人	Societe d'Exploitation des Potasses de Kanga SAU (SEPK)
开采矿种	钾盐
矿区面积	321 平方公里
有效期	2022 年 6 月 2 日至 2047 年 6 月 1 日

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: Loango 探矿权证基本情况

项目	相关情况	
采矿权人	Origins Exploration Congo SA (OEC)	
开采矿种	钾盐	
矿区面积	286 平方公里	
首次取得	2018 年	
首次续期	2022 年 2 月 28 日	
第二次续期	已提交续期申请, 目前正在办理中, 已发续期期间许可证有效期自动顺延	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 全球钾肥行业寡头垄断, 资源稀缺性突出, 中长期供需格局持续优化

钾肥资源属性强, 全球资源呈现寡头垄断格局。据 USGS 统计, 全球探明钾盐 (折 K2O) 资源量大约 2500 亿吨, 探明储量 (折 K2O) 大约 33 亿吨。其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯为全球储量最高的 3 个国家, 合计约占全球钾盐资源总储量 68.2%, 其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯占比分别达到 33.3%、22.7%、12.1%, 中国仅占比 5.2%。海外前八大钾肥生产企业加拿大 Nutrient (加钾、加阳 2017 年合并)、美国美盛、乌拉尔钾肥、白俄罗斯钾肥、德国 K+S、以色列 ICL、欧洲化学 Eurochem、约旦 APC 的产量占比高达 86%。

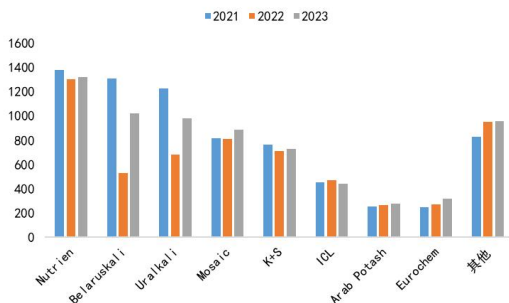
表3: 全球主要国家钾盐产量及储量 (折纯 K2O, 万吨)

	产量 (折纯 K2O, 万吨)								储量 (万吨)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	可开采储量	K2O 当量
美国	48	52	51	46	48	43	44	44	97,000	22,000
白俄罗斯	710	735	735	740	763	400	450	700	330,000	75,000
巴西	31	20	25	25	27	20	30	36	1,000	230
加拿大	1,256	1,384	1,230	1,380	1,420	1,460	1,350	1,500	450,000	110,000
智利	110	120	84	90	85.8	60	60	75		10,000
中国	551	545	500	600	600	600	600	630		18,000
德国	290	320	300	220	280	270	270	300		15,000
以色列	190	220	204	228	238	245	233	240		Large
约旦	139	149	152	159	156	164	170	180		Large
老挝	30	34	40	27	26	70	150	150		10,000
俄罗斯	732	717	734	811	910	680	900	900		92,000
西班牙	68	70	50	42	36.5	42	36.7	40		10,000
其他	35	36	25	36	39	36	43.5	44	150,000	30,000
合计	4,190	4,400	4,130	4,400	4,630	4,090	4,330	4,800	1,100,000	480,000

资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

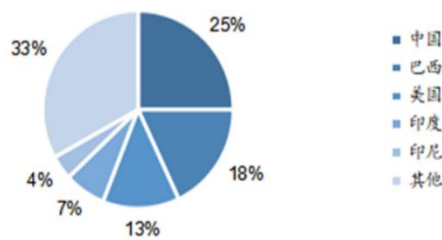
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等, 其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测, 钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长, 预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家, 其钾肥需求增速也超过全球平均水平, 根据 Argus 的统计, 东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨, 过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%, 随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加, 即使在现有高价格的基础上, 未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图1: 全球钾肥主要生产企业



资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

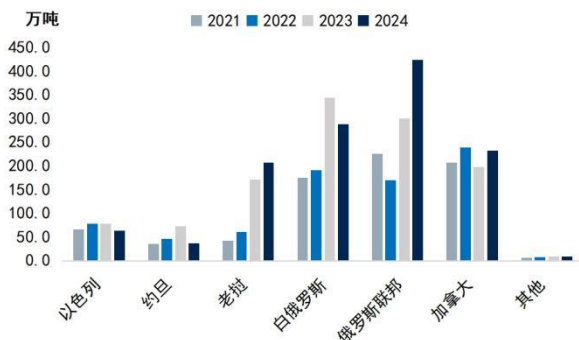
图2: 全球钾肥主要消费国家



资料来源: 中国化肥信息, 国信证券经济研究所整理

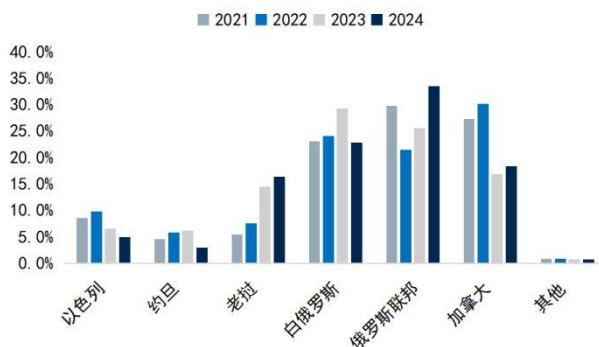
我国钾盐资源严重不足, 我国钾肥进口主要来自俄罗斯、白俄罗斯、加拿大、老挝, 近来自老挝进口量快速增长。我国钾肥超过 90% 进口量来自俄罗斯、白俄罗斯、加拿大、老挝 4 国, 2025 年全年进口 1261.4 万吨, 其中来自俄罗斯、白俄罗斯、加拿大、老挝的进口量分别为 462.22、246.59、204.49、226.37 万吨, 分别占比 36.64%、19.55%、16.21%、17.95%, 合计占比 90.35%, 其中 2025 年来自老挝的进口量同比增长 9.24%, 老挝由于中资企业扩产投放, 未来是海外进口的核心增量之一。

图3: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国氯化钾进口量占比



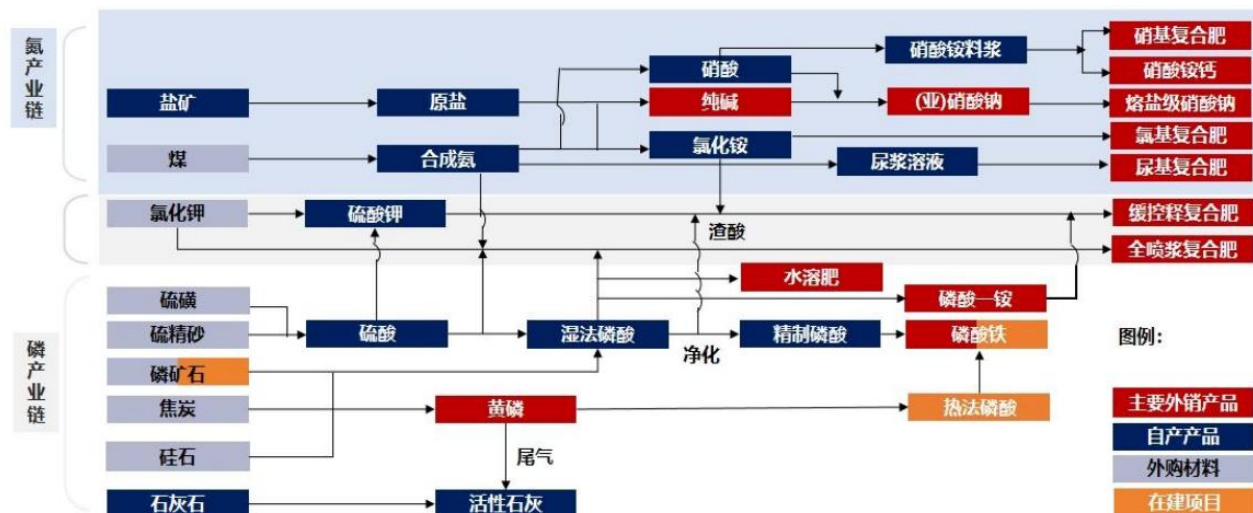
资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司补齐复合肥上游钾盐资源布局短板, 强化钾肥原料保障能力

磷复肥业务是公司的核心业务, 产品结构不断优化。2026 年上半年, 公司磷复肥销售收入为 72.15 亿元, 同比微减 0.09%。公司常规复合肥销售收入 28.86 亿元, 同比减少 10.95%, 新型复合肥和磷肥销售收入为 43.29 亿元, 同比增加 8.76%。2026 年上半年, 公司紧扣增产增效、土壤健康等政策导向, 推动复合肥产品向高效化、专用化、功能化迭代升级。同时, 公司推出九大增效肥子品牌, 精准匹配不同作物、不同区域需求, 增效肥销量保持增长。

公司自成立以来专注于复合肥的研发、生产和销售, 并沿着复合肥上游原料氮、磷元素进行产业链的深度开发, 通过多年的资源整合、产能建设和市场拓展, 现已建成从上游盐矿、磷矿资源到下游氮、磷完整产业链, 形成磷复肥、磷化工、新能源材料和联碱业务协同发展的产业格局。公司此次参与刚果(布)钾盐项目投资, 是公司立足复合肥主业、游钾肥原料领域延伸的重要战略布局。通过参股 KP 公司, 公司将增加钾肥资源储备, 补齐上游钾盐资源布局短板, 强化钾肥原料保障能力, 为公司复合肥长期发展提供资源支撑。同时, 借助合作方在产业运营、资源开发及海外项目运作方面的成熟经验, 有助于降低境外投资风险, 实现各方优势互补、合作共赢。

图5: 公司主要业务及产业链关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（氯化钾为此次并购项目目标产品）

◆ 投资建议：

公司磷产业链及氮产业链建设初见成效。目前复合肥业务保持韧性，磷矿石及尿素等产品持续贡献业绩增量，黄磷及磷酸铁有望维持高景气度。我们维持此前预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.31/14.32/15.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.02/1.19/1.28 元。维持“优于大市”评级。

◆ 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。

相关研究报告:

《云图控股（002539.SZ）-产业链建设不断完善，黄磷、磷酸铁等有望维持高景气》——2026-08-28

《云图控股（002539.SZ）-公司业绩稳步增长，产业链建设不断完善》——2026-04-16

《云图控股（002539.SZ）-磷酸铁景气度有望回升，硫铁矿制酸优势突出》——2025-12-23

《云图控股（002539.SZ）-短期业绩承压，长期发展向好》——2025-10-29

《云图控股（002539.SZ）-磷复肥业务收入占比提升，磷矿项目进展顺利》——2025-08-28

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2947	3127	2500	2500	2500	营业收入	20381	21400	24780	25865	26820
应收款项	488	458	562	586	597	营业成本	18199	18866	21220	22039	22826
存货净额	3847	3369	4461	4372	4420	营业税金及附加	87	113	115	122	131
其他流动资产	2280	3241	2866	3267	3517	销售费用	293	328	375	387	406
流动资产合计	9586	10195	10388	10725	11033	管理费用	566	647	786	818	847
固定资产	9583	13155	14153	14874	15448	财务费用	185	175	734	749	724
无形资产及其他	2240	2316	2274	2232	2190	投资收益	35	(29)	(50)	(0)	(0)
投资性房地产	2231	1852	1852	1852	1852	资产减值及公允价值变动	33	4	0	0	0
长期股权投资	8	57	57	57	57	其他收入	(205)	(274)	0	0	0
资产总计	23649	27575	28725	29741	30580	营业利润	914	972	1501	1749	1886
短期借款及交易性金融负债	5587	4830	5052	4591	4072	营业外净收支	(2)	(16)	0	(3)	(3)
应付款项	2196	1973	2273	2422	2421	利润总额	912	956	1501	1746	1882
其他流动负债	2408	3306	3015	3290	3521	所得税费用	93	110	240	279	301
流动负债合计	10191	10110	10340	10302	10014	少数股东损益	15	19	30	35	37
长期借款及应付债券	4284	7632	7732	7832	7932	归属于母公司净利润	804	827	1231	1432	1544
其他长期负债	250	307	307	307	307						
长期负债合计	4534	7938	8038	8138	8238	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	14725	18048	18378	18441	18253	净利润	804	827	1231	1432	1544
少数股东权益	108	126	146	168	193	资产减值准备	8	(16)	19	4	2
股东权益	8816	9401	10201	11132	12135	折旧摊销	963	1037	1025	1317	1466
负债和股东权益总计	23649	27575	28725	29741	30580	公允价值变动损失	(33)	(4)	0	0	0
						财务费用	185	175	734	749	724
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(1152)	642	(794)	91	(75)
每股收益	0.67	0.68	1.02	1.19	1.28	其它	(3)	22	0	19	22
每股红利	0.43	0.46	0.36	0.41	0.45	经营活动现金流	587	2508	1482	2863	2959
每股净资产	7.30	7.78	8.45	9.22	10.05	资本开支	0	(4548)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	7%	7%	9%	9%	9%	其它投资现金流	(25)	25	0	0	0
ROE	9%	9%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(4)	(4571)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	11%	12%	14%	15%	15%	权益性融资	4	20	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	9%	10%	10%	负债净变化	1744	3348	100	100	100
EBITDA Margin	11%	12%	13%	15%	15%	支付股利、利息	(522)	(559)	(431)	(501)	(540)
收入增长	-6%	5%	16%	4%	4%	其它融资现金流	(2679)	(3355)	222	(462)	(519)
净利润增长率	-10%	3%	49%	16%	8%	融资活动现金流	(231)	2243	(109)	(863)	(959)
资产负债率	63%	66%	64%	63%	60%	现金净变动	352	180	(627)	0	0
息率	3.0%	3.2%	2.5%	2.9%	3.1%	货币资金的期初余额	2595	2947	3127	2500	2500
P/E	21.8	21.2	14.3	12.3	11.4	货币资金的期末余额	2947	3127	2500	2500	2500
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(1590)	151	1507	1583
EV/EBITDA	14.7	14.3	10.9	9.4	8.8	权益自由现金流	0	(1597)	(143)	516	557

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

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