

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

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：

近期磷酸铁厂家纷纷提价，截止 2025 年 12 月 19 日，据百川盈孚，磷酸铁市场均价为 10830 元/吨，同比上涨 3.14%；2025 年 12 月 19 日，国内固态硫磺现货价为 3950 元/吨，同比去年上涨 157.32%，硫铁矿市场均价为 1024 元/吨，同比去年上涨 55.86%，硫铁矿制酸工艺优势明显。

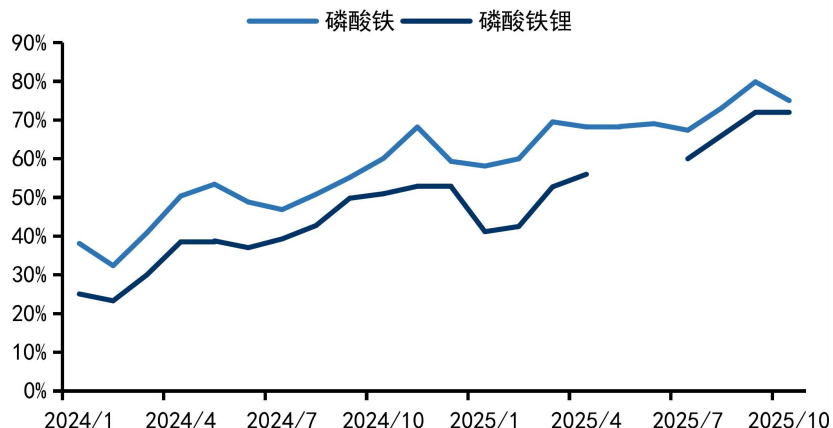
国信化工观点：1) 在锂电行业需求高增背景下，磷酸铁景气度有望持续。公司磷酸铁为铁法制备，产品性质好，成本更加可控。2) 硫磺价格高企背景下，硫铁矿制酸成本优势突出。公司硫铁矿制酸产能领先，硫铁矿制酸有望明显降本。3) 公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。目前复合肥产销量有望持续增长，产品结构不断优化。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.19/12.05/13.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.76/1.00/1.13 元，对应当前股价 PE 为 15.18/11.54/10.21。维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 锂电产业链开工提升，磷酸铁景气度有望持续回升

2025 年下半年，锂电行业呈现显著的复苏态势，全产业链排产与开工率稳步提升。据卓创资讯，磷酸铁开工率从 1 月的 58% 升至 10 月的 75%；磷酸铁锂开工率由 1 月的 41% 升至 10 月的 72%；六氟磷酸锂开工率同步从 43% 跃升至 80%。伴随产能释放，产品价格强势反弹，六氟磷酸锂价格从年初 6 万元/吨飙升至 12 月的约 17 万元/吨，磷酸铁锂价格也由 3.6 万元/吨涨至超 4 万元/吨，反映下游需求持续向好。旺盛的含磷材料需求进一步传导至上游，拉动磷矿石及高纯磷酸等原料的消费，支撑磷化工产业链景气度回升。

图1：中国磷酸铁及磷酸铁锂月度开工负荷率

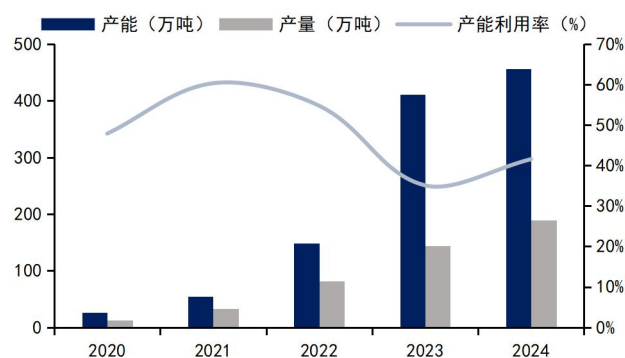


资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

磷酸铁需求明显回暖，景气度有望提升。据百川盈孚，截至 2025 年 10 月，国内磷酸铁行业产能达 482 万吨，2024 年以来行业新增产能投放节奏明显放缓，但目前仍面临产能过剩问题，自 2023 年 7 月磷酸铁价格首次跌破成本线以来，磷酸铁生产的毛利润为负值已持续超两年。2020-2024 年，中国磷酸铁行业经历爆发式扩张，产能从 26.5 万吨激增至 455.8 万吨，产量由 12.7 万吨跃升至 189.4 万吨，年均复合增速超 95%，产能利用率在 2023 年一度降至 35.1% 的低位，反映阶段性产能过剩；但受益于磷酸铁锂电池在动力与储能领域的持续渗透，2024 年需求明显回暖，产能利用率回升至 41.5%。展望 2025-2027 年，尽管规划新增产能仍较多，但大量项目受制于磷矿资源审批、环评约束、资金压力及下游订单落地节奏，实际投产比例可能显著低于规划水平；叠加头部企业凭借“磷矿-净化磷酸-磷酸铁”一体化优势加速扩产，行业或存在名义产能虚高、有效供给集中的现象。预计 2025 年磷酸铁表观消费量增速或超过 50%，整体产能利用率提升至 57% 左右。

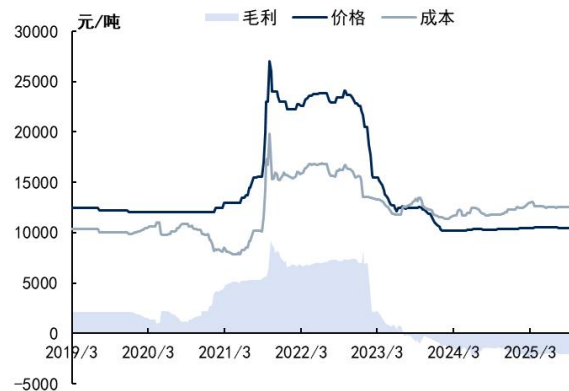
目前公司磷酸铁年产能 5 万吨，配套上游磷酸产能（15 万吨精制磷酸、30 万吨折纯湿法磷酸），精制磷酸满足自用的基础上对外销售，构筑了磷酸铁成本护城河。区别于主流的磷酸铁铵法工艺，公司磷酸铁制备方法为铁法。公司产品工艺指标已达到行业领先水平，产品合格率和一致性良好，客户认可度高，在安全环保、产品品质和成本方面具有明显优势，磷酸铁市场份额稳步提升。

图2：磷酸铁行业产能、产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图3：磷酸铁价格、成本、毛利

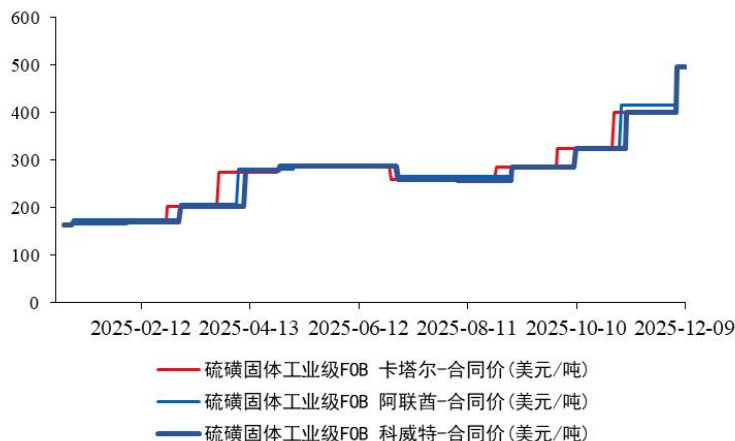


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

◆ 硫磺供需偏紧，价格快速上涨，硫铁矿制酸优势明显

硫磺供需偏紧，地缘冲突加剧供给紧张。硫磺主要伴生于油气开采及炼化，未来油气消费增速下降，高硫原油生产有所下降，全球硫磺产量增速预期较低。硫磺最重要应用为制备硫酸，硫酸需求预计仍将保持中速增长，拉动硫磺需求增长，综合来看全球硫磺供需偏紧。俄罗斯本为全球第二大硫磺生产国，今年来其炼厂持续受袭，直接影响了气硫磺的生产和出口，加剧硫磺供应紧张。市场目前已经接受俄罗斯硫磺出口降低的现状，但随着冲突的持续进行，经俄罗斯出口的部分中亚国家生产硫磺供应有受阻风险。市场更加青睐供应稳定的中东硫磺，这进一步推高了中东硫磺价格。2025 年初中东硫磺合同价为 163-165 美元/吨。近期中东多个国家分别上调了硫磺 12 月份官方合同价格至 495 美元/吨，折合人民币到岸价约 4250 元/吨左右。中东硫磺合同价环比上个月上涨 80-95 美元/吨，较年初上涨 330-332 美元/吨，实现了大幅上涨。

图4：今年以来中东部分国家硫磺合同价变化

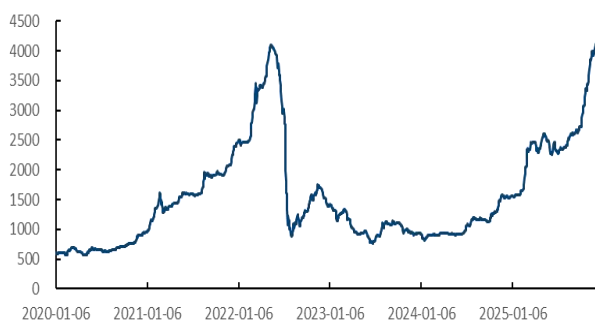


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

硫铁矿制酸副产烧渣可用作铁矿石，工艺路线性价比突出。硫磺制酸具有流程简单、投资少、环境污染小、余热回收方便等优点，逐步成为国内外硫酸制备的主流方案。硫铁矿作为分布广泛的硫化矿物，我国可以较好的保证自给。但硫铁矿制酸由于原料杂质较多、工艺流程长、设备资本支出大，但是硫铁矿的烧渣可用做铁矿粉获得副产收益。以现货价测算，硫铁矿制酸成本优势明显。据化工在线数据，2025年12月19日，国内固态硫磺现货价为3950元/吨，同比去年+157.32%。2025年12月19日硫铁矿市场均价为1024元/吨，同比去年+55.86%。

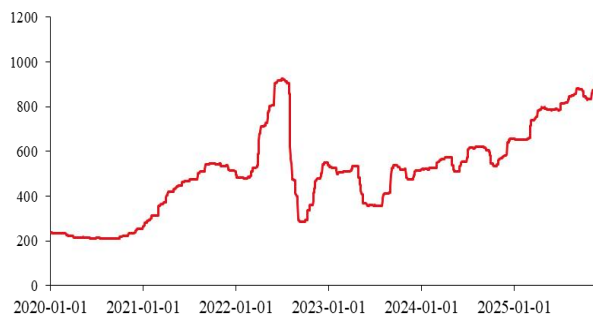
公司硫铁矿制酸产能领先，有望充分受益。公司硫铁矿制酸产能135万吨/年，2024年硫铁矿制酸118万吨。在硫磺价格大幅上涨背景下，硫铁矿成涨幅明显偏低，硫铁矿制酸成本优势明显。

图5：中国硫磺价格情况（元/吨）



资料来源：化工在线，国信证券经济研究所整理

图6：中国硫铁矿市场均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

投资建议：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。目前复合肥产销量有望持续增长，产品结构不断优化。我们维持此前盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为9.19/12.05/13.60亿元，对应EPS分别为0.76/1.00/1.13元，对应当前股价PE为15.18/11.54/10.21。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 (亿元)	EPS			PE			PB
					2023	2024	2025E	2023	2024	2025E	2024E
600141.SH	兴发集团	优于大市	33.60	371	1.73	1.95	2.11	19.42	17.23	15.92	1.70
600096.SH	云天化	优于大市	29.85	544	3.01	3.04	3.11	9.91	9.82	9.60	2.25
002539.SZ	云图控股	优于大市	11.54	139	0.76	1.00	1.13	15.18	11.54	10.21	1.51

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2025 年 12 月 20 日。

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) -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
- 《云图控股 (002539.SZ) -2025 年一季度业绩高增, 拟投建贵港项目填补华南产能空白》——2025-04-27
- 《云图控股 (002539.SZ) -磷复肥业务稳健发展, 一体化布局不断完善》——2025-03-23
- 《云图控股 (002539.SZ) -公司三季度业绩稳健, 看好公司一体化布局》——2024-10-28

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2595	2947	2500	2500	2500	营业收入	21767	20381	23770	25824	27417
应收款项	495	488	652	638	695	营业成本	19552	18199	20837	22467	23785
存货净额	3291	3847	4395	4404	4885	营业税金及附加	94	87	103	111	118
其他流动资产	1821	2280	2309	2519	2802	销售费用	340	293	355	387	405
流动资产合计	8201	9586	9882	10087	10908	管理费用	559	566	754	815	863
固定资产	8596	9583	10681	11612	12414	财务费用	132	185	556	578	591
无形资产及其他	2109	2240	2200	2159	2118	投资收益	113	35	(50)	(0)	(0)
投资性房地产	1563	2231	2231	2231	2231	资产减值及公允价值变动	22	33	0	0	0
长期股权投资	30	8	8	8	8	其他收入	(208)	(205)	0	0	0
资产总计	20499	23649	25002	26098	27680	营业利润	1017	914	1115	1465	1654
短期借款及交易性金融负债	5277	5587	5440	5623	5659	营业外净收支	3	(2)	0	(3)	(3)
应付款项	1876	2196	2407	2477	2738	利润总额	1020	912	1115	1462	1650
其他流动负债	2262	2408	2988	2933	3217	所得税费用	147	93	178	234	264
流动负债合计	9415	10191	10835	11033	11614	少数股东损益	(19)	15	18	24	27
长期借款及应付债券	2540	4284	4384	4484	4584	归属于母公司净利润	892	804	919	1205	1360
其他长期负债	200	250	250	250	250						
长期负债合计	2740	4534	4634	4734	4834	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	12155	14725	15469	15766	16447	净利润	892	804	919	1205	1360
少数股东权益	67	108	119	135	152	资产减值准备	(2)	8	14	5	4
股东权益	8276	8816	9414	10197	11081	折旧摊销	713	963	929	1104	1234
负债和股东权益总计	20499	23649	25002	26098	27680	公允价值变动损失	(22)	(33)	0	0	0
						财务费用	132	185	556	578	591
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1099)	(1152)	62	(186)	(271)
每股收益	0.74	0.67	0.76	1.00	1.13	其它	(5)	(3)	(2)	11	13
每股红利	0.48	0.43	0.27	0.35	0.39	经营活动现金流	478	587	1922	2139	2340
每股净资产	6.85	7.30	7.79	8.44	9.17	资本开支	0	(1946)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	7%	7%	8%	9%	9%	其它投资现金流	1	(25)	0	0	0
ROE	11%	9%	10%	12%	12%	投资活动现金流	1	(1950)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	10%	11%	12%	13%	13%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	7%	8%	8%	负债净变化	837	1744	100	100	100
EBITDA Margin	9%	11%	11%	12%	13%	支付股利、利息	(576)	(522)	(322)	(422)	(476)
收入增长	6%	-6%	17%	9%	6%	其它融资现金流	(2025)	(729)	(147)	183	36
净利润增长率	-40%	-10%	14%	31%	13%	融资活动现金流	(1498)	1715	(368)	(139)	(340)
资产负债率	60%	63%	62%	61%	60%	现金净变动	(1019)	352	(447)	0	0
息率	4.7%	4.2%	2.6%	3.4%	3.9%	货币资金的期初余额	3614	2595	2947	2500	2500
P/E	13.8	15.3	13.4	10.2	9.1	货币资金的期末余额	2595	2947	2500	2500	2500
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	(1026)	437	635	849
EV/EBITDA	12.6	12.3	10.5	8.9	8.3	权益自由现金流	0	(12)	(77)	433	488

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