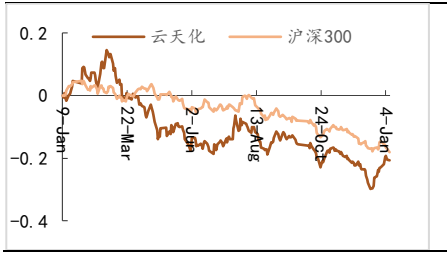


评级： 买入

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522010001  
zhaixuli@sczq.com.cn  
电话: 010-81152683

甄理  
化工行业研究助理  
zhenli@sczq.com.cn  
电话: 010-81152643

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 最新收盘价 (元)     | 16.07       |
| 一年内最高/最低价 (元) | 23.79/14.09 |
| 市盈率 (当前)      | 6.41        |
| 市净率 (当前)      | 1.63        |
| 总股本 (亿股)      | 18.34       |
| 总市值 (亿元)      | 294.78      |

资料来源: 聚源数据

相关研究:

- 云天化深度报告: 磷肥景气度有望延续, 磷酸铁项目注入成长动能
- 云天化三季报点评: 三季度业绩维持高增长, 一期磷酸铁项目全面投产

核心观点

● 事件:

公司发布 2023 年业绩预告, 公司 2023 年预计实现归母净利润 45 亿元左右, 同比减少 25.27%左右; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 43.8 亿元左右, 同比减少 25.72%左右。2023Q4 预计实现归母净利润 8 亿元左右, 同比减少 10.2%左右, 环比减少 22.1%左右。

● 主营产品产销量同比提升, 产品价格下滑致业绩下降。

根据业绩预告, 2023 年度公司生产装置高效率运营, 产品产销量同比提升, 但主营产品市场价格下滑, 导致业绩同比下降。根据百川盈孚数据, 2023 年磷矿石、磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、黄磷市场均价分别为 990.13 元/吨、3016.22 元/吨、3873.88 元/吨、2519.42 元/吨、24970.46 元/吨, 分别同比+10.20%、-12.63%、-3.40%、-8.57%、-24.55%。除磷矿石外, 多数产品价格同比下滑。公共卫生事件影响消退, 海外供应链逐步恢复, 海内外磷铵价差收窄, 国内磷铵价格有所调整; 氮肥方面, 伴随煤价的下行, 成本端支撑不足, 尿素价格同步回落。

● 2023Q4 磷铵价格修复, 2024Q1 迎来春耕旺季, 业绩有望环比改善。

根据百川盈孚数据, 2023 年 Q4 公司主要产品磷矿石、磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、黄磷均价分别为 985.10 元/吨、3304.84 元/吨、3924.52 元/吨、2457.74 元/吨、24801.21 元/吨, 分别同比-5.43%、+3.68%、+3.89%、-6.89%、-21.79%, 分别环比+10.28%、+18.24%、+6.17%、-2.27%、+2.04%。2023 年四季度, 磷矿石、磷铵以及黄磷价格环比修复, 当前磷铵和尿素等化肥产品库存处于较低水平, 随着春耕的临近, 将迎来农化需求旺季, 公司相关产品量价有望进一步改善。

● 《推进磷资源高效高值利用实施方案》发布, 磷肥龙头有望收益。

2024 年 1 月 3 日, 工业和信息化部等八部门发布了《推进磷资源高效高值利用实施方案》, 方案中提出严格有序投放磷矿矿业权, 支持优强企业整合中小磷矿; 同时方案也提到严格控制磷铵、黄磷等行业新增产能, 做好磷肥保供稳价。此次方案的出台, 明确了磷矿的战略地位, 再次强调收紧磷铵、黄磷等磷化工产品新增供给, 促进磷化工行业高质量发展。公司作为行业龙头, 磷矿资源丰富, 具有原矿生产能力 1450 万吨/年, 具有磷铵产能 555 万吨/年, 黄磷产能 3 万吨/年, 随着磷化工行业的持续优化, 公司产品市场份额有望提升。

● 投资建议:

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 45.38/50.99/54.47 亿元, EPS 分别为 2.47/2.78/2.97 元, 对应 PE 分别为 7/6/5 倍。考虑公司作为国内磷化工龙头企业, 化肥产品市占率有望提升, 同时向新材料领域积极拓展, 未来成长空间广阔, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 化肥产品价格下跌, 新项目投产不及预期。

---

### 盈利预测

|            | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营收(亿元)     | 753.13 | 696.85 | 721.22 | 747.67 |
| 营收增速(%)    | 19.1%  | -7.5%  | 3.5%   | 3.7%   |
| 归母净利润(亿元)  | 60.22  | 45.38  | 50.99  | 54.47  |
| 归母净利润增速(%) | 65.3%  | -24.6% | 12.4%  | 6.8%   |
| EPS(元/股)   | 3.28   | 2.47   | 2.78   | 2.97   |
| PE         | 4.90   | 6.50   | 5.78   | 5.41   |

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元)      |             |              |              |              | 现金流量表 (百万元)   |             |              |              |              |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |               | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 流动资产             | 20,749      | 32,664       | 32,763       | 37,344       | 经营活动现金流       | 10,551      | 8,359        | 7,802        | 9,101        |
| 现金               | 7,444       | 15,808       | 17,116       | 21,465       | 净利润           | 6,021       | 4,538        | 5,100        | 5,447        |
| 应收账款             | 1,833       | 2,624        | 2,155        | 1,989        | 折旧摊销          | 2,186       | 2,268        | 2,101        | 1,935        |
| 其它应收款            | 2           | 1            | 1            | 1            | 财务费用          | 1,209       | 1,195        | 1,297        | 1,421        |
| 预付账款             | 795         | 2,903        | 2,193        | 2,090        | 投资损失          | -543        | -565         | -594         | -624         |
| 存货               | 7,968       | 8,434        | 8,240        | 8,538        | 营运资金变动        | 2,881       | 69           | -953         | 2            |
| 其他               | 1,713       | 2,056        | 2,046        | 2,079        | 其它            | -2,228      | 82           | -16          | -7           |
| 非流动资产            | 32,474      | 30,952       | 29,525       | 28,338       | 投资活动现金流       | -3,880      | -749         | -673         | -747         |
| 长期投资             | 3,223       | 3,546        | 3,900        | 4,290        | 资本支出          | -4,475      | -447         | -379         | -430         |
| 固定资产             | 19,587      | 17,964       | 16,484       | 15,135       | 长期投资          | -439        | -322         | -355         | -390         |
| 无形资产             | 3,870       | 3,672        | 3,430        | 3,274        | 其他            | 1,034       | 20           | 61           | 73           |
| 其他               | 2,608       | 2,586        | 2,526        | 2,453        | 筹资活动现金流       | -8,377      | 754          | -5,821       | -4,005       |
| 资产总计             | 53,223      | 63,616       | 62,288       | 65,682       | 短期借款          | -7,618      | 578          | 278          | -202         |
| 流动负债             | 23,450      | 27,629       | 19,427       | 15,743       | 长期借款          | 4,256       | 2,925        | 2,925        | 2,925        |
| 短期借款             | 10,045      | 7,698        | 5,051        | 1,925        | 其他            | 917         | 3,691        | -2,233       | 450          |
| 应付账款             | 3,789       | 4,253        | 4,128        | 4,123        | 现金净增加额        | -1,707      | 8,364        | 1,308        | 4,349        |
| 其他               | 555         | 555          | 555          | 555          |               |             |              |              |              |
| 非流动负债            | 10,360      | 13,285       | 16,210       | 19,134       | <b>主要财务比率</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 长期借款             | 8,321       | 11,245       | 14,170       | 17,095       | 成长能力          |             |              |              |              |
| 其他               | 2,039       | 2,040        | 2,040        | 2,039        | 营业收入          | 19.1%       | -7.5%        | 3.5%         | 3.7%         |
| 负债合计             | 33,810      | 40,914       | 35,637       | 34,877       | 营业利润          | 66.8%       | -24.5%       | 12.3%        | 6.8%         |
| 少数股东权益           | 3,048       | 3,820        | 4,688        | 5,615        | 归属母公司净利润      | 65.3%       | -24.6%       | 12.4%        | 6.8%         |
| 归属母公司股东权益        | 16,365      | 18,882       | 21,963       | 25,190       | 获利能力          |             |              |              |              |
| 负债和股东权益          | 53,223      | 63,616       | 62,288       | 65,682       | 毛利率           | 16.2%       | 14.2%        | 15.1%        | 15.6%        |
|                  |             |              |              |              | 净利率           | 9.4%        | 7.6%         | 8.3%         | 8.5%         |
|                  |             |              |              |              | ROE           | 31.0%       | 20.0%        | 19.1%        | 17.7%        |
|                  |             |              |              |              | ROIC          | 23.6%       | 16.2%        | 18.0%        | 18.2%        |
| <b>利润表 (百万元)</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 偿债能力          |             |              |              |              |
| 营业收入             | 75,313      | 69,685       | 72,122       | 74,767       | 资产负债率         | 63.5%       | 59.3%        | 57.5%        | 54.5%        |
| 营业成本             | 63,100      | 59,760       | 61,236       | 63,116       | 净负债比率         | 125.2%      | 109.6%       | 94.4%        | 81.0%        |
| 营业税金及附加          | 714         | 628          | 654          | 684          | 流动比率          | 0.9         | 1.2          | 1.7          | 2.4          |
| 营业费用             | 757         | 767          | 793          | 897          | 速动比率          | 0.5         | 0.9          | 1.3          | 1.8          |
| 研发费用             | 368         | 488          | 505          | 523          | 营运能力          |             |              |              |              |
| 管理费用             | 1,032       | 697          | 721          | 748          | 总资产周转率        | 1.4         | 1.1          | 1.2          | 1.1          |
| 财务费用             | 1,066       | 1,195        | 1,297        | 1,421        | 应收账款周转率       | 54.0        | 31.3         | 30.2         | 36.1         |
| 资产减值损失           | -376        | -376         | -376         | -376         | 应付账款周转率       | 17.5        | 14.9         | 14.6         | 15.3         |
| 公允价值变动收益         | -5          | -5           | -5           | -5           | 每股指标(元)       |             |              |              |              |
| 投资净收益            | 543         | 570          | 599          | 629          | 每股收益          | 3.28        | 2.47         | 2.78         | 2.97         |
| 营业利润             | 8,560       | 6,461        | 7,255        | 7,747        | 每股经营现金        | 5.75        | 4.56         | 4.25         | 4.96         |
| 营业外收入            | 41          | 41           | 42           | 42           | 每股净资产         | 8.92        | 10.29        | 11.97        | 13.73        |
| 营业外支出            | 78          | 78           | 78           | 78           | 估值比率          |             |              |              |              |
| 利润总额             | 8,523       | 6,424        | 7,219        | 7,711        | P/E           | 4.90        | 6.50         | 5.78         | 5.41         |
| 所得税              | 1,477       | 1,114        | 1,252        | 1,337        | P/B           | 1.80        | 1.56         | 1.34         | 1.17         |
| 净利润              | 7,046       | 5,310        | 5,967        | 6,374        |               |             |              |              |              |
| 少数股东损益           | 1,024       | 772          | 868          | 927          |               |             |              |              |              |
| 归属母公司净利润         | 6,022       | 4,538        | 5,099        | 5,447        |               |             |              |              |              |
| EBITDA           | 11,775      | 9,887        | 10,617       | 11,067       |               |             |              |              |              |
| EPS (元)          | 3.28        | 2.47         | 2.78         | 2.97         |               |             |              |              |              |

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有6年实业工作经验和3年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022年1月加入首创证券。

甄理，化工行业研究助理，清华大学有机化学博士，1年化工实业工作经验，2022年6月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

|  | 评级     | 说明                  |
|--|--------|---------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b>  |        |                     |
| 投资评级分为股票评级和行业评级  | 股票投资评级 | 买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | 增持     | 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
|  | 中性     | 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
|  | 减持     | 相对沪深300指数跌幅5%以上     |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b>  | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现       |
| 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准                       | 中性     | 行业与整体市场表现基本持平       |
|  | 看淡     | 行业弱于整体市场表现          |