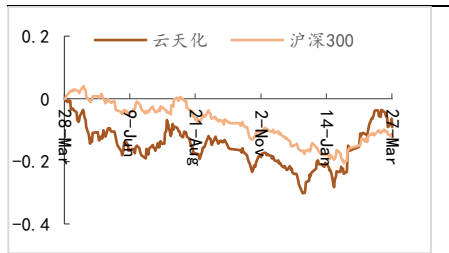


评级： 买入

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)	18.49
一年内最高/最低价 (元)	20.57/14.09
市盈率 (当前)	7.50
市净率 (当前)	1.81
总股本 (亿股)	18.34
总市值 (亿元)	339.17

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 年年度报告, 报告期内实现营业收入 690.60 亿元, 同比减少 8.30%; 实现归母净利润 45.22 亿元, 同比减少 24.90%; 2023Q4 实现营业收入 157.58 亿元, 同比减少 16.42%, 环比减少 12.86%; 实现归母净利润 8.18 亿元, 同比减少 8.20%, 环比减少 20.36%。

● 主营产品价格同比下降, 多数产品销量保持增长。

根据经营数据公告, 2023 年公司主营产品磷铵、复合肥、尿素、聚甲醛、黄磷以及磷酸钙盐均价分别为 3290 元/吨、3077 元/吨、2322 元/吨、11652 元/吨、22144 元/吨、3118 元/吨, 分别同比-16.90%、-3.54%、-9.83%、-27.77%、-24.61%、-17.01%; 销量分别为 479.35 万吨、155.51 万吨、248.97 万吨、10.85 万吨、2.11 万吨、57.56 万吨, 分别同比+4.05%、+52.82%、+27.07%、+7.00%、-1.40%、-2.16%。整体来看, 全年产销相对平稳, 但公司多数产品价格发生明显下滑, 导致利润同比下降。当前正值春耕用肥, 磷肥行业库存处于较低水平, 磷矿石价格仍保持高位, 对磷铵价格有所支撑, 二季度需关注出口和海外市场情况。

● 全年费用控制相对良好, 资产负债率持续降低。

2023 年公司销售、管理、财务以及研发费率分别为 1.16%、1.43%、1.02%、0.8%, 分别同比+0.15pct、+0.06pct、-0.4pct、+0.31pct。公司各项费率维持在较低水平, 财务费率下降明显, 主要系带息负债规模持续减少以及综合资金成本的下降。截至 2023 年底, 公司资产负债率为 58.13%, 较 2022 年底下降 5.4pct, 资产负债率呈现逐年下降趋势, 资本结构持续优化。

● 分红率拟提升至 40.31%, 高股息保障股东利益。

2023 年公司拟每 10 股派发现金红利 10 元(含税), 分红率达到 40.31%, 相比 2022 年 (30.46%) 提高 9.85pct。公司分红率显著提升, 展现公司持续回报股东的决心。公司磷矿石产能为 1450 万吨/年, 今年 2 月公司又竞得镇雄县磷矿的探矿权, 巩固公司资源优势, 丰富的磷矿储量将是公司稳定现金流的重要来源。

● 投资建议:

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 49.66/52.49/55.63 亿元, EPS 分别为 2.71/2.86/3.03 元, 对应 PE 分别为 7/6/6 倍。考虑公司作为国内磷化工龙头企业, 磷矿资源丰富, 镇雄磷矿的收购进一步巩固资源优势, 同时公司保持高分红率, 保障股东利益, 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

	2023	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	690.60	711.86	723.57	738.64
营收增速(%)	-8.3%	3.1%	1.6%	2.1%
净利润(亿元)	45.22	49.66	52.49	55.63
净利润增速(%)	-24.9%	9.8%	5.7%	6.0%
EPS(元/股)	2.47	2.71	2.86	3.03
PE	7.50	6.83	6.46	6.10

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)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,311	25,965	30,467	39,984	经营活动现金流	9,437	6,571	9,639	10,319
现金	6,434	11,791	16,784	26,654	净利润	4,522	4,965	5,249	5,563
应收账款	903	1,682	1,369	1,470	折旧摊销	2,661	3,002	2,714	2,522
其它应收款	1	1	1	1	财务费用	839	780	853	947
预付账款	615	1,587	1,291	1,089	投资损失	-456	-480	-504	-504
存货	7,545	7,935	8,000	7,992	营运资金变动	773	-2,810	224	593
其他	1,814	2,184	2,150	2,108	其它	127	48	-24	4
非流动资产	35,260	32,929	31,442	29,656	投资活动现金流	-2,917	-670	-1,227	-735
长期投资	3,515	3,866	4,253	4,253	资本支出	-4,840	-458	-838	-807
固定资产	22,547	20,336	18,351	16,570	长期投资	-291	-351	-387	0
无形资产	4,565	4,233	4,342	4,409	其他	2,214	139	-2	72
其他	2,932	2,792	2,794	2,721	筹资活动现金流	-6,233	-544	-3,420	286
资产总计	52,571	58,894	61,909	69,640	短期借款	-2,765	-90	2,060	2,260
流动负债	17,693	16,835	12,632	12,965	长期借款	1,397	2,860	2,860	2,860
短期借款	5,883	2,933	2,133	1,533	其他	-206	2,689	-2,016	1,839
应付账款	4,306	4,104	4,021	4,129	现金净增加额	287	5,357	4,993	9,870
其他	898	898	898	898					
非流动负债	12,868	15,728	18,588	21,448	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	11,180	14,040	16,900	19,760	成长能力				
其他	1,688	1,688	1,688	1,688	营业收入	-8.3%	3.1%	1.6%	2.1%
负债合计	30,561	32,563	31,220	34,413	营业利润	-20.3%	9.5%	5.5%	5.8%
少数股东权益	3,268	4,334	5,461	6,656	归属母公司净利润	-24.9%	9.8%	5.7%	6.0%
归属母公司股东权益	18,742	21,997	25,228	28,571	获利能力				
负债和股东权益	52,571	58,894	61,909	69,640	毛利率	15.2%	15.2%	15.9%	16.4%
					净利率	8.0%	8.5%	8.8%	9.1%
					ROE	20.5%	18.9%	17.1%	15.8%
					ROIC	18.4%	17.8%	17.7%	16.4%
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	69,060	71,186	72,357	73,864	资产负债率	58.1%	52.3%	52.8%	50.5%
营业成本	58,579	60,352	60,879	61,722	净负债比率	96.3%	80.1%	75.5%	72.1%
营业税金及附加	825	698	728	762	流动比率	1.0	1.5	2.4	3.1
营业费用	800	783	868	886	速动比率	0.6	1.1	1.8	2.5
研发费用	550	566	576	588	营运能力				
管理费用	989	925	941	960	总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.1
财务费用	703	780	853	947	应收账款周转率	50.5	55.1	47.4	52.0
资产减值损失	-446	-290	-334	-361	应付账款周转率	14.5	14.4	15.0	15.1
公允价值变动收益	1	1	1	1	每股指标(元)				
投资净收益	456	479	503	503	每股收益	2.47	2.71	2.86	3.03
营业利润	6,825	7,469	7,881	8,339	每股经营现金	5.14	3.58	5.26	5.63
营业外收入	20	21	21	20	每股净资产	10.22	11.99	13.75	15.58
营业外支出	266	266	266	266	估值比率				
利润总额	6,579	7,224	7,636	8,093	P/E	7.50	6.83	6.46	6.10
所得税	1,086	1,192	1,260	1,335	P/B	1.81	1.54	1.34	1.19
净利润	5,493	6,032	6,376	6,758					
少数股东损益	971	1,066	1,127	1,195					
归属母公司净利润	4,522	4,966	5,249	5,563					
EBITDA	9,943	11,005	11,202	11,562					
EPS(元)	2.47	2.71	2.86	3.03					

## 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  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	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		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> 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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		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