

2024年04月15日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

23.8

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/4/12)	19.35
上证指数(2024/4/12)	3019.47
股价 12 个月高/低	20.2/14.09
总发行股数(百万)	1834.33
A 股数(百万)	1834.33
A 市值(亿元)	354.94
主要股东	云天化集团有 限责任公司 (38.12%)
每股净值(元)	11.04
股价/账面净值	1.75
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.7 19.6 2.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.09.01	17.51	买进

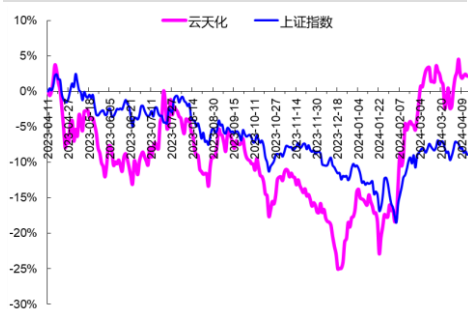
产品组合

商贸行业	51.2%
化肥	40.6%
磷化工行业	3.9%
其他行业	2.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.2%
一般法人	37.1%

股价相对大盘走势



云天化 (600096.SH)

Buy 买进

业绩符合预期，毛利率同比修复

事件 1: 公司发布 2024 年一季报，报告期内公司实现营收 138.57 亿元，yoy-12.77%；归母净利润 14.59 亿元，yoy-7.18%，符合预期。

事件 2: 消息面，自 4 月 12 日起至 8 月 31 日，尿素出口法检放松。

结论与建议: 受产品价格下降影响，营收利润同比下降，但受益于原材料价格下降，毛利率同比提高。公司主营产品价格企稳，预计公司盈利有望持续修复。尿素法检放开后，尿素价格预计上涨，公司化肥板块盈利预计增厚。公司是国内磷化工龙头企业，以化肥产业为基础，依托自身的磷矿、煤矿资源、高度自给的大型合成氨装置优势，一体化优势明显。看好公司利润修复，给予“买进”评级。

■ **产品价格下滑，公司业绩短暂承压:** 2024 年 Q1，公司主营产品磷铵、尿素、化肥、聚甲醛等价格普遍下滑，影响公司营收和利润。公司 2024Q1 磷铵销售均价为 3353 元/吨，yoy-5.3%；复合肥均价为 3073 元/吨，yoy-15%；尿素均价为 2184 元/吨，yoy-16%；聚甲醛均价为 11832 元/吨，yoy-3%；黄磷均价为 20382 元/吨，yoy-23%；饲料级磷酸盐均价为 3227 元/吨，yoy-7%。原材料端价格降幅更大，Q1 公司毛利率同比增加 1.49pct 到 19.12%。公司主要原材料原料煤 Q1 均价为 1066 元/吨，yoy-16%，硫磺均价为 1269 元/吨，yoy-28%。4 月以来磷矿石价格维持高位，尿素、化肥、磷铵价格跌幅缩小，呈现企稳态势，原料端动力煤价格仍有下降，预计后续公司毛利率将进一步修复。

■ **青海云天化并表，化肥销量大幅增长:** 2023 年 Q2 公司收购青海云天化，公司部分产品销量大增。24Q1 复合肥销量 43 万吨，yoy+36%，尿素销量 62 万吨，yoy+32%。公司磷铵销量 118 万吨，yoy-4%，聚甲醛销量 3 万吨，yoy-2%，饲料级磷酸钙销量 12 万吨，同比持平。

■ **出口法检放松，提振尿素价格:** 去年 12 月初，为了保障国内尿素供应，为春耕备肥化肥整体的“保供稳价”，国内尿素出口政策收紧。2024 年前两个月，国内尿素出口量为 2.15 万吨，yoy-95%。周末有消息称尿素出口将放开，法检审核时间由 40 个工作日改为 10 个工作日，尿素期货价格大涨。在出口利好的影响下，预计尿素价格短期上涨，公司尿素产能 257 万吨，产品盈利能力预计增强。

■ **提质增效重回报，保障分红比例:** 公司同时发布 2024 年提质增效重回报方案，每一年度实现的净利润在弥补亏损、提取法定公积金后，分配比例不低于可供分配利润的 30%。2023 年公司每股分红 1 元，按 2024 年 4 月 14 日收盘价计，股息率达 5.17%。公司自 2022 年业绩好转后，坚持高分红比例，2022、2023 年公司分配利润比例分别为 30.47%和 40.56%。

■ **盈利预测:** 考虑到出口开放预期，我们上修盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年分别实现净利润 46.7/49.6/52.9 亿元（前值 44/48/52 亿元），yoy+3%/+6%/+7%，折合 EPS 分别为 2.55/2.70/2.89 元，目前 A 股股价对应的 PE 分别为 8/7/7 倍，估值合理，给予“买进”评级。

■ **风险提示:** 1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6,021	4,522	4,674	4,962	5,295
同比增减	%	65.33%	-24.90%	3.36%	6.16%	6.72%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.28	2.47	2.55	2.70	2.89
同比增减	%	65.57%	-24.88%	3.36%	6.16%	6.72%
A 股市盈率(P/E)	X	5.90	7.85	7.59	7.15	6.70
股利 (DPS)	RMB 元	1.0000	1	1	1	1.1
股息率 (Yield)	%	5.17%	5.17%	5.17%	5.17%	5.68%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	75313	69060	69704	72094	74585
经营成本	63100	58579	58889	60684	62505
研发费用	368	550	544	551	559
营业税金及附加	714	825	832	861	891
销售费用	757	800	807	835	864
管理费用	1032	989	998	1032	1068
财务费用	1066	703	709	734	759
资产减值损失	-376	-446	-427	-416	-421
投资收益	543	456	365	292	234
营业利润	8560	6825	7066	7485	7969
营业外收入	42	21	22	23	24
营业外支出	78	266	266	266	266
利润总额	8523	6579	6800	7218	7703
所得税	1478	1086	1122	1191	1271
少数股东损益	1024	971	1004	1066	1137
归属于母公司股东权益	6021	4522	4674	4962	5295

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7444	6434	9163	12573	16692
应收账款	2829	903	948	901	856
存货	7968	7545	7167	6451	7741
流动资产合计	20749	17311	21054	24127	30008
长期股权投资	3223	3515	3866	4253	4678
固定资产	19627	22550	23677	24861	26104
在建工程	2962	1486	1516	1546	1577
非流动资产合计	32473	35259	37289	39462	41789
资产总计	53223	52571	58344	63588	71797
流动负债合计	23450	17692	18696	18785	21402
非流动负债合计	10360	12868	12148	11477	10851
负债合计	33810	30560	30844	30262	32253
少数股东权益	3048	3268	4083	4948	5871
股东权益合计	19413	22010	27499	33326	39544
负债及股东权益合计	53223	52571	58344	63588	71797

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	10551	9437	10381	11419	12561
投资活动产生的现金流量净额	-3880	-2917	-2042	-1838	-1654
筹资活动产生的现金流量净额	-8377	-6233	-5610	-6171	-6788
现金及现金等价物净增加额	-1653	250	2729	3410	4119

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。