

研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

一季度业绩环比大增，磷矿龙头经营稳健

——云天化（600096）点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
云天化	4.7%	29.3%	6.8%
沪深 300	-1.6%	6.4%	-14.2%

市场数据

市场数据	2024/04/16
当前价格(元)	20.54
52 周价格区间(元)	14.09-21.50
总市值(百万)	37,677.11
流通市值(百万)	37,677.11
总股本(万股)	183,432.87
流通股本(万股)	183,432.87
日均成交额(百万)	1,270.66
近一月换手(%)	1.54

相关报告

《云天化（600096）2023 年报点评：化肥价格下降影响利润，镇雄磷矿进一步提升公司资源保障能力（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2024-03-29

《云天化（600096）2023 年三季报点评：Q3 业绩环比微降，磷肥盈利有望进一步修复（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-02

《云天化（600096）2023 中报点评：Q2 业绩下滑，矿石资源领先一体化优势突出（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-08-30

事件:

2024 年 4 月 13 日，云天化发布 2024 年第一季度报告：2024Q1 公司实现营业收入 138.57 亿元，同比下降 12.77%，环比下降 12.06%；实现归属于上市公司股东的净利润 14.59 亿元，同比下降 7.19%，环比增长 78.46%；ROE 为 7.49%，同比下降 1.67 个百分点，环比增长 3.05 个百分点。销售毛利率 19.12%，同比增加 1.49 个百分点，环比增加 0.40 个百分点；销售净利率 12.30%，同比增加 0.32 个百分点，环比增加 5.72 个百分点。

投资要点:

■ 2024Q1 利润环比大增，磷矿龙头经营稳健

2024Q1，公司实现归母净利润 14.59 亿元，同比-1.13 亿元，环比+6.41 亿元；实现毛利润 26.50 亿元，同比-1.50 亿元，环比-3.00 亿元。公司毛利下降原因是主要产品磷铵、复合肥、尿素、聚甲醛等在 2024Q1 价格均有不同幅度下降。2024Q1 公司磷铵销售均价为 3353 元/吨，同比-4.42%，环比-3.13%；复合肥销售均价为 3073 元/吨，同比-14.78%，环比-2.95%；尿素销售均价为 2184 元/吨，同比-16.44%，环比-9.09%。期间费用方面，2024Q1 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 1.90/1.74/0.90/1.45 亿元，同比-0.16/-0.23/+0.16/-0.23 亿元，环比-0.40/-1.92/-0.88/-0.03 亿元。2023Q4 公司资产减值损失 3.66 亿元（存货跌价损失及合同履行成本减值损失）、营业外支出 2.43 亿元（子公司缴纳税收滞纳金及发生合同纠纷诉讼预计赔偿金），2024Q1 该部分支出减少，归母净利润环比大增。

■ 发布 2024 年提质增效重回行动方案，切实维护投资者利益

2024 年 4 月 13 日，公司发布 2024 年度“提质增效重回行动方案”的公告，基于对公司价值及未来发展的信心，公司制定了 2024 年度“提质增效重回行动方案”：（1）聚焦主营业务，提升核心竞争力。（2）发展新质生产力，推进提质增效。（3）规范公司治理，夯实发展根基。（4）提升信息披露质量，加强投资者关系管理。（5）重视投资者回报，维护投资者权益价值。（6）强化“关键少数”责任、筑牢合规底线意识。公司以打造“旗舰型龙头上市公司”为目

《云天化(600096.SH) 2022 年报及 2023Q1 业绩预告点评: 2023Q1 业绩维持高位, 磷矿资源国内领先 (买入)*农化制品*董伯骏, 李永磊》——
2023-04-19

标, 扎实筑牢安全环保生存底线, 持续提高生产管理精益水平, 着力推动产业转型升级, 加大研发创新投入和成果转化, 进一步深化企业改革, 以良好的业绩回馈投资者的信任, 维护公司市场形象, 共同促进资本市场平稳运行。

■ 磷矿资源储量国内领先, 参股公司获得镇雄磷矿探矿权

公司有原矿生产能力 1450 万吨, 擦洗选矿生产能力 618 万吨, 浮选生产能力 750 万吨, 是我国最大的磷矿采选企业之一。公司拥有合成氨产能 240 万吨/年, 合成氨自给率 95%左右; 公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿, 开采能力 400 万吨/年, 可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。2024 年 2 月 20 日, 公司发布关于参股公司竞拍磷矿探矿权成交确认的公告, 公司参股公司云南云天化聚磷新材料有限公司按照法定程序, 以 80008 万元竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权, 并与云南省政府采购和出让中心签署了《探矿权出让成交确认书》。聚磷新材为公司与控股股东云天化集团、昭通发展集团有限责任公司和镇雄产投集团有限公司于 2023 年 3 月共同出资设立, 其中云天化集团持股 55%, 公司持股 35%。鉴于聚磷新材取得矿权后将与公司形成潜在同业竞争, 云天化集团已出具承诺, 在符合政策法规、保障上市公司及中小股东利益的前提下, 待聚磷新材取得合法有效的采矿许可证后 3 年内, 将聚磷新材的控制权按照相关条件优先注入公司。镇雄县碗厂磷矿位于镇雄县羊场——芒部磷矿区的冯家沟、祝家厂和庆坝村三个区块内, 该区域磷矿资源丰富, 此次竞得该探矿权, 将有利于提升公司磷矿资源保障能力, 为充分发挥公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势奠定更加坚实的基础。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 719、730、736 亿元, 归母净利润分别为 47.95、51.34、53.71 亿元, 对应 PE 分别 7.9、7.4、7.0 倍, 公司是磷化工龙头企业, 磷矿石资源优势突出, 为业绩提供了强有力支撑, 维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险; 产能投放不及预期; 产品价格波动风险; 原材料价格波动的风险; 未来需求下滑; 新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	69060	71882	72954	73569
增长率(%)	-8	4	1	1
归母净利润(百万元)	4522	4795	5134	5371
增长率(%)	-25	6	7	5
摊薄每股收益(元)	2.47	2.61	2.79	2.92
ROE(%)	24	22	21	20
P/E	6.32	7.87	7.35	7.03
P/B	1.53	1.76	1.55	1.39
P/S	0.42	0.53	0.52	0.51
EV/EBITDA	4.20	5.15	4.61	4.16

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1：云天化主要产品季度经营数据

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
磷铵	产量(万吨)	130.60	135.81	100.55	112.77	112.49	122.31	113.70	111.04	124.53
	销量(万吨)	119.35	101.06	110.68	129.59	122.58	111.11	134.88	110.78	118.03
	营收(亿元)	42.79	43.40	41.76	54.43	43.00	39.22	37.13	38.34	39.57
	均价(元/吨)	3585.00	4294.37	3772.63	4200.08	3508.04	3529.49	2752.88	3461.27	3352.83
复合肥	产量(万吨)	29.00	30.03	21.64	26.93	39.10	37.59	37.79	42.98	51.02
	销量(万吨)	29.11	36.99	9.27	26.39	31.37	37.58	45.89	40.67	42.65
	营收(亿元)	9.55	12.07	3.57	7.27	11.31	12.57	11.09	12.88	13.11
	均价(元/吨)	3279.80	3263.42	3849.51	2755.00	3606.47	3344.84	2416.89	3166.88	3073.41
尿素	产量(万吨)	47.87	52.39	49.74	46.91	45.80	80.71	62.80	67.67	60.66
	销量(万吨)	46.98	54.13	53.66	41.16	47.02	80.12	64.27	57.56	61.84
	营收(亿元)	11.69	15.58	13.11	10.06	12.29	18.33	13.36	13.83	13.51
	均价(元/吨)	2487.89	2879.03	2442.28	2445.26	2613.99	2287.67	2079.10	2402.77	2184.38
聚甲醛	产量(万吨)	2.91	2.75	2.55	2.17	2.83	2.67	2.78	2.25	2.98
	销量(万吨)	2.48	1.72	2.37	3.57	2.66	2.87	2.88	2.44	2.61
	营收(亿元)	4.80	3.51	3.74	4.30	3.26	3.25	3.13	3.00	3.09
	均价(元/吨)	19366.53	20391.28	15800.00	12042.02	12246.24	11340.42	10861.46	12286.53	11831.80
黄磷	产量(万吨)	0.61	0.83	0.87	0.59	0.70	0.56	0.87	0.86	0.68
	销量(万吨)	0.82	0.32	0.61	0.39	0.45	0.60	0.61	0.45	0.61
	营收(亿元)	2.38	1.20	1.63	1.08	1.20	1.19	1.28	1.00	1.24
	均价(元/吨)	28985.37	37434.38	26703.28	27682.74	26613.33	19893.33	21004.92	22274.02	20381.97
饲料级磷酸氢钙	产量(万吨)	15.22	14.26	13.87	14.66	13.43	12.91	15.49	14.62	14.97
	销量(万吨)	11.97	15.27	11.28	20.31	11.58	12.72	15.62	17.64	11.59
	营收(亿元)	4.34	6.44	4.22	7.10	4.01	4.12	4.24	5.58	3.74
	均价(元/吨)	3622.39	4220.43	3739.98	3497.07	3466.49	3236.16	2712.93	3163.83	3227.01

资料来源：公司公告，国海证券研究所

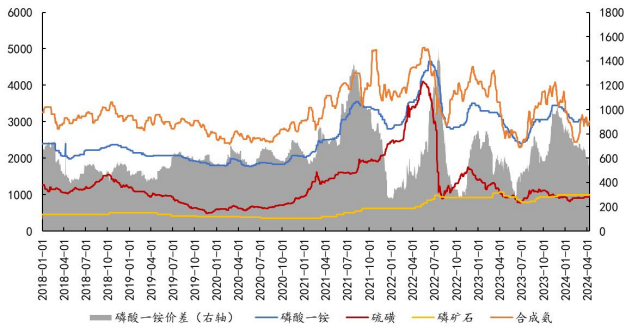
表 2：主要产品市场价格变化情况(元/吨)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
磷矿石	价格	654	834	1049	1042	1060	1026	893	985	1009
	价差									
复合肥	价格	2968	3663	3569	3048	3027	2678	2405	2669	2620
	价差	375	462	689	462	430	476	277	324	420
磷酸一铵	价格	3113	4174	3330	3187	3276	2700	2795	3305	3078
	价差	502	623	561	413	552	336	568	830	686
磷酸二铵	价格	3793	4295	4142	3766	4042	3852	3697	3923	3895
	价差	662	117	801	369	695	985	971	874	991
尿素	价格	2726	3105	2494	2600	2743	2312	2490	2437	2225
	价差	1101	1280	613	461	1012	909	1181	990	853
黄磷	价格	33021	36855	30898	31713	29156	21709	24304	24801	23130
	价差	20569	21769	15337	16251	13520	7447	11482	10570	8917

资料来源：wind，国海证券研究所

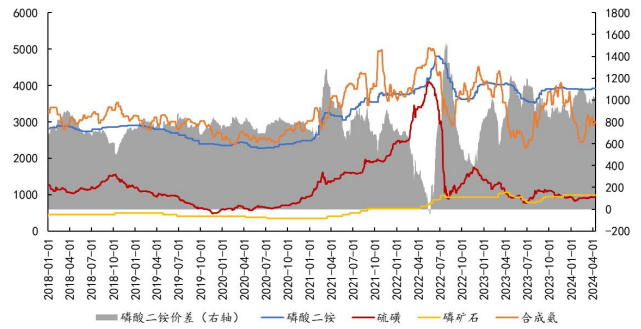
2、主要产品价格价差情况

图 1：磷酸一铵价格价差情况（元/吨）



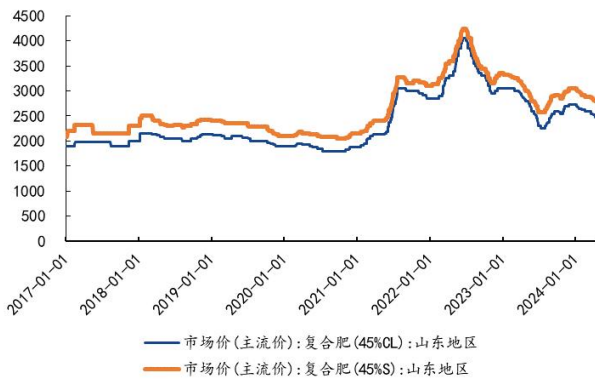
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：磷酸二铵价格价差情况（元/吨）



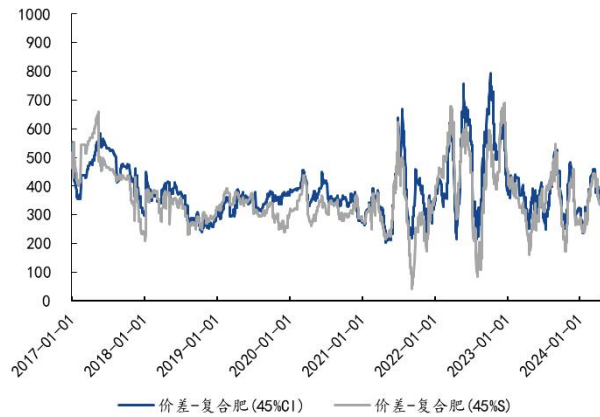
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：复合肥价格情况（元/吨）



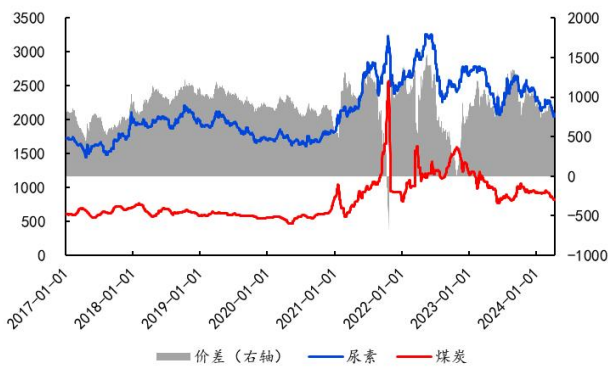
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：复合肥价差情况（元/吨）



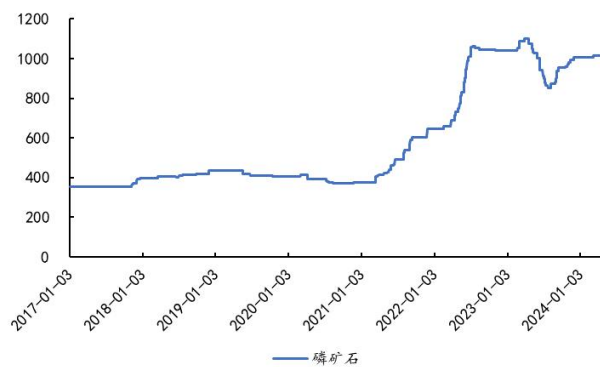
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：尿素价格价差情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：磷矿石价格情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 719、730、736 亿元，归母净利润分别为 47.95、51.34、53.71 亿元，对应 PE 分别 7.9、7.4、7.0 倍，公司是磷化工龙头企业，磷矿石资源优势突出，为业绩提供了强有力支撑，维持“买入”评级。

4、风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

附表：云天化盈利预测表

证券代码:	600096				股价:	20.54		投资评级:	买入		日期:	2024/04/16	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	24%	22%	21%	20%	EPS	2.47	2.61	2.79	2.92				
毛利率	15%	15%	16%	16%	BVPS	10.20	11.69	13.24	14.81				
期间费率	4%	3%	3%	3%	估值								
销售净利率	7%	7%	7%	7%	P/E	6.32	7.87	7.35	7.03				
成长能力					P/B	1.53	1.76	1.55	1.39				
收入增长率	-8%	4%	1%	1%	P/S	0.42	0.53	0.52	0.51				
利润增长率	-25%	6%	7%	5%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.31	1.31	1.28	1.24	营业收入	69060	71882	72954	73569				
应收账款周转率	76.47	58.25	58.83	60.97	营业成本	58579	60904	61564	61912				
存货周转率	9.15	9.10	9.20	9.20	营业税金及附加	825	863	875	883				
偿债能力					销售费用	800	834	875	883				
资产负债率	58%	53%	47%	42%	管理费用	989	1006	1036	1067				
流动比	0.98	1.10	1.24	1.41	财务费用	703	658	549	420				
速动比	0.52	0.58	0.69	0.82	其他费用/(-收入)	550	539	562	574				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	6825	7108	7700	8008				
现金及现金等价物	6434	6254	7663	9071	营业外净收支	-245	-15	-15	-15				
应收款项	903	1838	1707	1648	利润总额	6579	7093	7685	7993				
存货净额	7545	7898	7930	7993	所得税费用	1086	1099	1268	1279				
其他流动资产	2429	2573	2535	2572	净利润	5493	5994	6417	6714				
流动资产合计	17311	18563	19836	21284	少数股东损益	971	1199	1283	1343				
固定资产	22550	23120	23826	24458	归属于母公司净利润	4522	4795	5134	5371				
在建工程	1486	1545	1587	1616	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	7709	7676	7591	7506	经营活动现金流	9437	7381	9223	9291				
长期股权投资	3515	3806	4122	4425	净利润	4522	5994	6417	6714				
资产总计	52571	54710	56961	59290	少数股东损益	971	1199	1283	1343				
短期借款	5883	5000	4000	3000	折旧摊销	2745	1824	1902	1954				
应付款项	4358	4243	4326	4381	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	42	39	41	42	营运资金变动	191	-1350	263	50				
其他流动负债	7410	7609	7651	7687	投资活动现金流	-2917	-2839	-2833	-2820				
流动负债合计	17692	16892	16018	15109	资本支出	-1854	-2805	-2759	-2771				
长期借款及应付债券	11180	10180	9180	8180	长期投资	-1454	-502	-548	-527				
其他长期负债	1688	1688	1688	1688	其他	391	467	474	478				
长期负债合计	12868	11868	10868	9868	筹资活动现金流	-6233	-4722	-4980	-5063				
负债合计	30560	28760	26886	24977	债务融资	288	-1883	-2000	-2000				
股本	1834	1834	1834	1834	权益融资	59	0	0	0				
股东权益	22010	25950	30075	34313	其它	-6581	-2839	-2980	-3063				
负债和股东权益总计	52571	54710	56961	59290	现金净增加额	250	-180	1409	1408				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。