

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	21.52
总股本/流通股本(亿股)	18.34 / 18.34
总市值/流通市值(亿元)	395 / 395
52周内最高/最低价	21.52 / 14.20
资产负债率(%)	58.1%
市盈率	8.72
第一大股东	云天化集团有限责任公司

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com
分析师:马语晨
SAC 登记编号:S1340524030001
Email:mayuchen@cnpsec.com

云天化(600096)

下行期盈利具备韧性，中长期磷矿资源优势显著

- **事件：**公司4月13日发布2024年第一季度报告，报告期内实现营业收入138.57亿元，同比-12.77%，环比-72.82%；归母净利润为14.59亿元，同比-7.18%，环比-58.25%。
- **磷化工行业下行期均价下滑，复合肥、尿素量增驱动实现增长。**公司主要产品24Q1均价环比下滑，磷铵营收同比小幅下滑，复合肥、尿素量增驱动24Q1营收实现增长。分产品，1) **磷铵：**24Q1营收39.57亿元，同比-7.97%，环比3.21%；销量同比-3.71%；均价同比-4.42%；2) **复合肥：**24Q1营收13.11亿元，同比+15.86%，环比1.77%；销量同比+35.96%；均价同比-14.78%；3) **尿素：**24Q1营收13.51亿元，同比+9.9%，环比-2.33%；销量同比+31.52%，均价同比-16.44%。据公司公告，2024年公司计划生产销售尿素254.49万吨、磷铵454.15万吨、复合肥192.51万吨，同比+2.2%/-5.26%/+23.79%；生产饲料级磷酸氢钙58万吨、聚甲醛10.60万吨、黄磷3.02万吨，同比+2.75%/+0.66%/+1%。
- **原材料价格下跌+上游磷矿自产，公司成本控制能力优秀、毛利率增加。利润端。**24Q1公司毛利率为19.12%，同比+1.5pcts，环比+0.4pcts。公司主要原材料中硫磺、煤价跌幅较大。公司一体化布局上游磷矿石，叠加原材料价格的下跌，在行业下行、产品价格疲软期，生产成本控制能力优秀，毛利率增加。24Q1核心原材料硫磺价格1042元/吨，同比-27.94%；原料煤价格1066元/吨，同比-16.26%；燃料煤价格648元/吨，同比-19.8%；天然气价格1.99元/立方米，同比-7.01%；合成氨价格3454元/立方米，同比-12.68%。
- **一体化布局磷矿资源优势显著，子公司竞得磷矿普查探矿权或提升磷矿权益。**预计中长期随着下游磷肥需求复苏、以及新能源领域带来需求增量，以及磷矿作为不可再生、战略资源，供给约束下价格有望维持高位。据生意社，4月12日磷矿石现货价1062元/吨，较2023年末增长+2.71%，同比-3.98%。公司布局上游磷矿，具备产业链一体化优势，截至2024年末具备磷矿生产能力1450万吨/年，磷矿石储量近8亿吨。据公司公告，公司子公司聚磷新材竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，或提升公司磷矿权益。此外，公司有望持续以磷、氟资源为核心，推进利用中低品位磷矿生产的精细化工项目建设，持续拓展下游产业链。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为49.26/51.31/54.66亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期风险；竞争格局恶化风险；原材料价格大幅波动。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	69060	71946	72886	73542
增长率(%)	-8.30	4.18	1.31	0.90
EBITDA(百万元)	9960.87	12619.88	13163.13	13882.17
归属母公司净利润(百万元)	4522.20	4925.69	5131.33	5465.68
增长率(%)	-24.90	8.92	4.17	6.52
EPS(元/股)	2.47	2.69	2.80	2.98
市盈率(P/E)	8.73	8.01	7.69	7.22
市净率(P/B)	2.11	1.67	1.37	1.15
EV/EBITDA	4.20	3.80	3.12	2.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	69060	71946	72886	73542	营业收入	-8.3%	4.2%	1.3%	0.9%
营业成本	58579	61010	61917	62275	营业利润	-20.3%	5.0%	4.2%	6.5%
税金及附加	825	859	870	772	归属于母公司净利润	-24.9%	8.9%	4.2%	6.5%
销售费用	800	833	729	735	获利能力				
管理费用	989	1030	948	883	毛利率	15.2%	15.2%	15.1%	15.3%
研发费用	550	572	510	515	净利率	6.5%	6.8%	7.0%	7.4%
财务费用	703	542	519	484	ROE	24.1%	20.8%	17.8%	15.9%
资产减值损失	-446	-307	-308	-309	ROIC	14.5%	13.5%	12.4%	11.6%
营业利润	6825	7166	7465	7952	偿债能力				
营业外收入	21	0	0	0	资产负债率	58.1%	52.1%	47.2%	42.9%
营业外支出	266	0	0	0	流动比率	0.98	1.35	1.74	2.17
利润总额	6579	7166	7465	7952	营运能力				
所得税	1086	1183	1232	1312	应收账款周转率	50.48	66.54	57.50	57.39
净利润	5493	5983	6233	6639	存货周转率	8.90	9.25	9.03	9.01
归母净利润	4522	4926	5131	5466	总资产周转率	1.31	1.30	1.18	1.08
每股收益(元)	2.47	2.69	2.80	2.98	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.47	2.69	2.80	2.98
货币资金	6434	11159	18095	25735	每股净资产	10.22	12.92	15.72	18.70
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	903	2151	2179	2199	PE	8.73	8.01	7.69	7.22
预付款项	615	640	650	653	PB	2.11	1.67	1.37	1.15
存货	7545	8016	8135	8183	现金流量表				
流动资产合计	17311	23837	30949	38672	净利润	5493	5983	6233	6639
固定资产	22550	20772	18721	16397	折旧和摊销	2745	4911	5179	5446
在建工程	1486	1431	1382	1337	营运资本变动	191	-1878	-47	-17
无形资产	4565	5283	6000	6716	其他	1008	518	503	500
非流动资产合计	35259	34694	33944	32927	经营活动现金流净额	9437	9535	11868	12569
资产总计	52571	58532	64893	71598	资本开支	-1854	-4327	-4327	-4326
短期借款	5883	5883	5883	5883	其他	-1063	35	-31	-28
应付票据及应付账款	4358	4044	4104	4128	投资活动现金流净额	-2917	-4292	-4358	-4354
其他流动负债	7452	7740	7808	7850	股权融资	59	1	0	0
流动负债合计	17692	17666	17795	17860	债务融资	288	-1	0	0
其他	12868	12840	12840	12840	其他	-6581	-508	-575	-575
非流动负债合计	12868	12840	12840	12840	筹资活动现金流净额	-6233	-508	-575	-575
负债合计	30560	30506	30635	30700	现金及现金等价物净增加额	250	4725	6936	7640
股本	1834	1834	1834	1834					
资本公积金	7194	7196	7196	7196					
未分配利润	8982	13159	17521	22167					
少数股东权益	3268	4326	5428	6602					
其他	732	1510	2280	3100					
所有者权益合计	22010	28025	34259	40898					
负债和所有者权益总计	52571	58532	64893	71598					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048