

# 云天化 (600096.SH)

## 公司分析

基础化工 | 磷肥及磷化工III

 投资评级 **买入-B(首次)**

 股价(2024-04-24) **20.26 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	37,163.50
流通市值(百万元)	37,163.50
总股本(百万股)	1,834.33
流通股本(百万股)	1,834.33
12个月价格区间	20.70/14.33

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.17	24.78	24.17
绝对收益	9.51	32.25	12.59

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001  
 luohongyong@huajinsec.com

### 相关报告

## 资源优势凸显经营韧性，财务质量持续优化

### 投资要点

- 事件:** 云天化发布 2024Q1 和 2023 财报, 24Q1 公司实现营收 138.57 亿元, 同比减少 12.77%, 环比减少 12.06%; 归母净利润 14.59 亿元, 同比减少 7.18%, 环比增加 78.46%; 毛利率 19.12%, 同比提升 1.49pct, 环比提升 0.4pct。2023 年实现营收 690.60 亿元, 同比减少 8.30%; 归母净利润 45.22 亿元, 同比减少 24.90%; 毛利率 15.18%, 同比减少 1.04pct。
- 产品价格下滑, 良好产销支撑公司业绩。** 2023 年受产品市场价格下降等因素影响, 公司业绩情况出现一定下滑, 但在春耕等季节性因素下, 2024Q1 公司产销情况稳中有进, 较好支撑了公司业绩。24Q1 公司磷铵、复合(混)肥、尿素、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸氢钙销量分别为 118.03、42.65、61.84、2.61、0.61、11.59 万吨, 同比变化-3.71%、35.96%、31.52%、-1.88%、35.56%、0.09%, 环比变化 6.54%、4.87%、7.44%、6.97%、35.56%、-34.30%。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, 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。24Q1 磷铵、复合(混)肥、尿素、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸氢钙收入分别为 39.57、13.11、13.51、3.09、1.24、3.74 亿元, 同比变化-7.98%、15.92%、9.93%、-5.21%、3.33%、-6.73%, 环比变化 3.21%、1.79%、-2.31%、3.00%、24.00%、-32.97%, 产品价格分别为 3353、3073、2184、11855、20542、3227 元/吨, 同比变化-4.42%、-14.80%、-16.45%、-3.30%、-22.22%、-6.92%。
- 财务质量持续改善, 高股息率价值凸显。** 随着近几年业绩和现金流的提升, 公司财务状况持续好转, 资产负债率从 2019 年的 89.1% 持续下降至 24Q1 的 56.3%, 积极优化长短借款总量和结构, 短期借款从 2019 年的 286 亿元下降至 24Q1 的 50 亿元, 长期借款从 2019 年的 27 亿提高至 24Q1 的 116 亿, 财务费用也从 2019 年的 23.5 亿大幅下降至 2023 年的 7.0 亿, 极大缓解了公司财务压力。2023 年拟派发现金红利 18.23 亿元(含税), 占 2023 年归属于上市公司股东的净利润比例为 40.31%, 较公司 2022 年 30.47% 提升 9.84pct。以 2024 年 4 月 24 日收盘价计算, 股息率 4.9%, 具有较高吸引力。
- 磷矿石价格维持高位, 公司资源优势明显。** 百川盈孚数据信息显示, 2021 年磷矿石受下游磷肥、黄磷市场推涨、市场供不应求等影响, 市场价格一路向上达至同期历史至高点。进入 2022 年, 磷矿石市场变化多端, 需求情况也是时有变动, 截止 12 月末磷矿石 30% 品位市场均价为 1041 元/吨, 与年初 645 元/吨相比上涨 396 元/吨, 涨幅约为 61.40%。2023 年, 受国际和国内大环境的综合影响, 磷矿石价格整体呈波浪走势。目前, 下游磷肥需求平稳, 磷矿石场内现货趋紧, 2024 年 4 月 24 日磷矿



石 30%品味市场均价为 1015 元/吨，仍维持历史高位。随着下游化肥需求稳中有增叠加新能源发展带来需求增量，磷矿石作为资源具有一定供给约束，价格中枢有望高位维持。公司现有磷矿储量近 8 亿吨，原矿生产能力 1450 万吨/年，擦洗选矿生产能力 618 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业之一。2024 年 2 月，公司参股公司云南云天化聚磷新材料以 8 亿元竞得云南镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，将进一步巩固公司磷资源优势。

◆ **持续巩固资源和规模优势，看好公司稳步发展。**云天化作为国内磷化工龙头企业，围绕磷资源深度利用，持续巩固资源和规模优势。截止 2023 年末，公司磷肥产能 555 万吨/年，位居全国第二、全球第四，其中，磷酸二铵产品在国内市场占有率排名前列；尿素产能 260 万吨/年，分别布局在云南 120 万吨/年，内蒙古 80 万吨/年，青海 60 万吨/年；饲料级磷酸钙盐产能 50 万吨/年，其中 MDCP（饲料级磷酸一二钙）产能为 45 万吨在国内 MDCP 消费市场占有率达到 70%左右，占全国磷酸钙盐消费市场 10%；聚甲醛产能国内前列，在国内聚甲醛市场占有率 15%左右，在国产聚甲醛市场占有率高达 25%左右。公司于 2023 年 3 月 14 日签订了《股权转让协议》，青海云天化成为公司的子公司，其 2023 年度实现净利润 4.48 亿元，进一步巩固了化肥龙头地位。公司目前在建 20 万吨/年磷酸铁电池新材料前驱体项目和电池新材料前驱体配套 450 万吨/年磷矿浮选项目按计划推进中，预计投产后将进一步助力公司业绩增长。

◆ **投资建议：**云天化具备磷矿石-磷肥-磷化工一体化产业链，资源和规模优势显著，磷矿石高位维持，资产负债表持续改善，分红股息率具备较强吸引力。预计公司 2024-2026 年收入分别为 718.69/728.16/736.25 亿元，同比增长 4.1%/1.3%/1.1%，归母净利润分别为 47.66/51.01/53.86 亿元，同比增长 5.4%/7.0%/5.6%，对应 PE 分别为 7.8x/7.3x/6.9x；首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**行业扩产超预期；需求不及预期；安全环保风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	75,313	69,060	71,869	72,816	73,625
YoY(%)	19.1	-8.3	4.1	1.3	1.1
归母净利润(百万元)	6,021	4,522	4,766	5,101	5,386
YoY(%)	65.3	-24.9	5.4	7.0	5.6
毛利率(%)	16.2	15.2	14.8	15.2	15.5
EPS(摊薄/元)	3.28	2.47	2.60	2.78	2.94
ROE(%)	36.3	25.0	20.8	18.5	16.6
P/E(倍)	6.2	8.2	7.8	7.3	6.9
P/B(倍)	2.3	2.0	1.6	1.3	1.1
净利率(%)	8.0	6.5	6.6	7.0	7.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

**商贸物流：**该板块发展较为稳定，预计 2024-2026 年收入分别为 342.13/342.13/342.13 亿元，毛利率分别为 1.60%/1.60%/1.60%。

**化肥原料及产品：**主要包含磷铵、尿素、复合肥等，磷铵产销相对稳定，尿素复合肥因收购青海云天化有所增加，价格稳中小幅波动，预计 2024-2026 年收入分别为 279.96/286.78/293.35 亿元，毛利率分别为 26.85%/27.35%/27.82%。

**饲料级磷酸钙盐：**产能保持相对稳定，价格稳中有升，预计 2024-2026 年收入分别为 18.27/18.56/18.85 亿元，毛率分别为 32.00%/32.50%/33.00%。

**化工原料及产品：**该板块主要包含聚甲醛及季戊四醇、黄磷、磷矿石，整体产销保持相对稳定，价格稳中有升，预计 2024-2026 年收入分别为 18.94/19.53/19.53 亿元，毛利率分别为 29.40%/29.86%/30.11%。

表 1：公司业务分拆和预测

云天化	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>					
收入（百万元）	75313.29	69060.21	71868.71	72816.38	73625.22
YoY(%)	19.07%	-8.30%	4.07%	1.32%	1.11%
毛利率(%)	16.22%	15.18%	14.79%	15.17%	15.51%
<b>商贸物流</b>					
收入（百万元）	38427.69	33541.96	34212.80	34212.80	34212.80
YoY(%)	4.25%	-12.71%	2.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	2.21%	1.57%	1.60%	1.60%	1.60%
<b>化肥原料及产品</b>					
收入（百万元）	27525.24	26335.92	27996.25	28677.50	29335.00
YoY(%)	39.11%	-4.32%	6.30%	2.43%	2.29%
毛利率(%)	28.73%	29.05%	26.85%	27.35%	27.82%
<b>饲料级磷酸钙盐</b>					
收入（百万元）	2210.19	1794.92	1827.00	1856.00	1885.00
YoY(%)	44.91%	-18.79%	1.79%	1.59%	1.56%
毛利率(%)	29.89%	31.20%	32.00%	32.50%	33.00%
<b>化工原料及产品</b>					
收入（百万元）	3549.11	1731.30	1893.75	1953.00	1953.00
YoY(%)	25.79%	-51.22%	9.38%	3.13%	0.00%
毛利率(%)	50.90%	27.97%	29.40%	29.86%	30.11%
<b>其他</b>					
收入（百万元）	3601.06	5656.11	5938.92	6117.08	6239.42
YoY(%)	59.64%	57.07%	5.00%	3.00%	2.00%
毛利率(%)	27.51%	22.28%	24.00%	24.00%	24.00%

资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、估值对比

我们选择磷化工行业兴发集团、湖北宜化、川恒股份、新洋丰作为可比公司，2024-2026 可比公司平均 PE 分别为 11.4x/9.3x/7.7x，云天化对应 PE 分别为 7.8x/7.3x/6.9x。公司为国内磷化工龙头，资源和规模优势突出，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600141.SH	兴发集团	20.84	230	1.71	2.10	2.37	12.2	9.9	8.8
000422.SZ	湖北宜化	9.70	103	0.77	0.95	1.18	12.6	10.2	8.2
002895.SZ	川恒股份	19.36	105	1.84	2.34	2.98	10.5	8.3	6.5
000902.SZ	新洋丰	11.67	146	1.13	1.34	1.58	10.3	8.7	7.4
平均值							11.4	9.3	7.7
600096.SH	云天化	20.26	372	2.60	2.78	2.94	7.8	7.3	6.9

资料来源：数据截止 2024 年 4 月 24 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	20749	17311	21515	24431	29025	<b>营业收入</b>	75313	69060	71869	72816	73625
现金	7444	6434	8799	10478	11119	营业成本	63100	58579	61238	61772	62209
应收票据及应收账款	2829	903	1150	1277	1400	营业税金及附加	714	825	704	732	760
预付账款	795	615	852	634	869	营业费用	757	800	791	801	736
存货	7968	7545	8786	10221	13705	管理费用	1032	989	1006	1019	1031
其他流动资产	1714	1815	1927	1820	1932	研发费用	368	550	539	532	530
<b>非流动资产</b>	32473	35259	36592	39067	42093	财务费用	1066	703	641	519	498
长期投资	3223	3515	4306	5097	5889	资产减值损失	-490	-436	-395	-400	-405
固定资产	19672	22575	23776	26073	28919	公允价值变动收益	-5	1	1	1	1
无形资产	3881	4565	4471	4418	4361	投资净收益	543	456	501	501	501
其他非流动资产	5697	4605	4038	3478	2925	<b>营业利润</b>	8560	6825	7056	7544	7958
<b>资产总计</b>	53223	52571	58107	63497	71118	营业外收入	42	21	28	28	28
<b>流动负债</b>	23450	17692	17077	16248	17156	营业外支出	78	266	150	150	150
短期借款	10045	5883	4000	3000	2000	<b>利润总额</b>	8523	6579	6934	7422	7836
应付票据及应付账款	4029	4358	4409	4434	4472	所得税	1478	1086	1144	1225	1293
其他流动负债	9376	7452	8667	8814	10684	<b>税后利润</b>	7046	5493	5790	6197	6543
<b>非流动负债</b>	10360	12868	13230	13711	14454	少数股东损益	1024	971	1024	1096	1157
长期借款	8321	11180	11542	12023	12767	<b>归属母公司净利润</b>	6021	4522	4766	5101	5386
其他非流动负债	2039	1688	1688	1688	1688	EBITDA	11644	10141	10167	10846	11611
<b>负债合计</b>	33810	30560	30306	29959	31610						
少数股东权益	3048	3268	4292	5387	6544	<b>主要财务比率</b>					
股本	1835	1834	1834	1834	1834	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	7295	7194	7194	7194	7194	<b>成长能力</b>					
留存收益	7076	9764	13238	16956	20882	营业收入(%)	19.1	-8.3	4.1	1.3	1.1
归属母公司股东权益	16365	18742	23509	28151	32965	营业利润(%)	66.8	-20.3	3.4	6.9	5.5
<b>负债和股东权益</b>	53223	52571	58107	63497	71118	归属于母公司净利润(%)	65.3	-24.9	5.4	7.0	5.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	16.2	15.2	14.8	15.2	15.5
						净利率(%)	8.0	6.5	6.6	7.0	7.3
						ROE(%)	36.3	25.0	20.8	18.5	16.6
						ROIC(%)	19.4	15.9	15.1	14.2	13.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	63.5	58.1	52.2	47.2	44.4
						流动比率	0.9	1.0	1.3	1.5	1.7
						速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
						应收账款周转率	28.4	37.0	70.0	60.0	55.0
						应付账款周转率	16.4	14.0	14.0	14.0	14.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	6.2	8.2	7.8	7.3	6.9
						P/B	2.3	2.0	1.6	1.3	1.1
						EV/EBITDA	4.9	5.4	5.1	4.8	4.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)