

2024年05月30日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

25.5

云天化 (600096.SH)

Buy 买进

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/5/29)	20.98
上证指数(2024/5/29)	3111.02
股价 12 个月高/低	21.08/13.44
总发行股数(百万)	1834.33
A 股数(百万)	1834.33
A 市值(亿元)	384.84
主要股东	云天化集团有限责任公司 (38.12%)
每股净值(元)	10.04
股价/账面净值	2.09
股价涨跌(%)	一个月 7.3 三个月 15.3 一年 27.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.09.01	17.51	买进
2023.04.15	19.35	买进

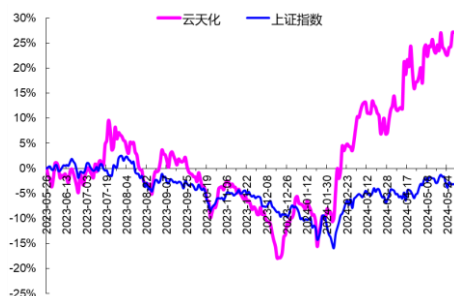
产品组合

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	0.5%
一般法人	61.8%

股价相对大盘走势



磷矿化肥双料龙头，充分受益产业格局优化

事件：国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，细化重点领域和行业节能目标。对于石化化工行业，《方案》提出 1. 严格石化化工产业政策要求。严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。2. 加快石化化工行业节能降碳改造。到 2025 年底，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超过 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。3. 推进石化化工工艺流程再造。

结论与建议：国务院再提节能减排，且严控磷铵、黄磷新建产能，大力清退合成氨行业落后产能，预计将加速磷化工、合成氨行业产业格局优化。公司是国内磷矿和化肥产业龙头企业，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。此外，公司地处云南，水电资源丰富，在能耗和能源价格上具备优势。看好公司受益于产业格局优化，给予“买进”评级。

■ **再提节能减排，磷铵和合成氨行业格局优化：**国务院新印发的《2024-2025 年节能降碳行动方案》中，对磷铵、黄磷的新增产能作出限制，要求 2025 年合成氨行业能效标杆水平以上的产能占比超过 30%。根据 2022 年国家发改委等四部门联合发布的《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》，磷肥/合成氨中高于标杆水平产能占比分别达 20%/7%，距离 2025 的 30%目标分别还有还有 10/23pcts 的优化空间。磷肥/合成氨低于基准能耗水平产能占比分别达 55%/19%，落后产能较多。由于十四五前三年单位 GDP 能耗累计降幅 3.28%，较十四五规划的 13.5% 的目标还有较大差距，因此市场预期较低，前两年对于节能降碳方面的目标也少有提及。此次国务院发文再提节能减排，我们认为将对高能耗行业中能效水平不达标企业的加速清退，优化行业格局。

■ **磷矿龙头企业，一体化优势明显：**公司是国内化肥和磷矿龙头企业，2023 年公司磷肥产能达 555 万吨/年，位居全国第二，全球第四；尿素产能达 260 万吨/年，复合肥产能达 185 万吨/年；磷矿储量近 8 亿吨，原矿生产能力 1450 万吨/年，擦洗选矿能力 618 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年，是国内最大的磷矿采选企业之一。公司坚持践行“先进制造业标杆企业”，保证绿色高质量发展。2023 年合成氨、磷酸等大型装置综合效能不断提升，主要产品综合能耗稳中有降。黄磷、磷铵和合成氨产业产能清退力度加大的情况下，公司主营产业供需格局将持续优化，预计磷化工和化肥产品价格将得到修复，带动公司盈利回升。

■ **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，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 8/8/7 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	6.39	8.51	8.23	7.76	7.27
股利 (DPS)	RMB 元	1.0000	1	1	1	1.1
股息率 (Yield)	%	4.77%	4.77%	4.77%	4.77%	5.24%

【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前通知前变更。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。