

2024年08月13日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

25.5

**公司基本资讯**

产业别	化工		
A 股价(2024/8/12)	19.66		
上证指数(2024/8/12)	2858.20		
股价 12 个月高/低	22/13.44		
总发行股数(百万)	1834.33		
A 股数(百万)	1834.33		
A 市值(亿元)	360.63		
主要股东	云天化集团有限责任公司 (38.12%)		
每股净值(元)	10.83		
股价/账面净值	1.81		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-6.5	-3.8	13.3

**近期评等**

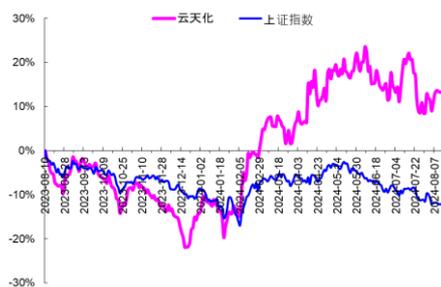
出刊日期	前日收盘	评等
2024.05.30	20.98	买进
2024.07.10	19.82	买进

**产品组合**

化肥	46.3%
商贸行业	43.5%
磷化工行业	4.1%
其他行业	3.8%

**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**

**云天化 (600096.SH)**
**Buy 买进**
**磷化工景气持续，磷资源稀缺性凸显**

**事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024 年 H1 实现营收 319.93 亿元, yoy-9.16%; 归母净利润 28.41 亿元, yoy+6.10%, 与业绩预告基本吻合。Q2 单季实现营收 181.36 亿元, yoy-6.19%, qoq+30.88%; 归母净利润 13.82 亿元, yoy+25.01%, qoq-5.32%。

**结论与建议:** 磷矿石价格维持高位, 磷化工景气持续, 叠加原料成本下降, 产销量增长, 公司业绩同比增长。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。我们认为磷化工产能将持续升级, 看好公司受益于产业格局优化, 维持“买进”评级。

- 主营产品销量增长，利润同比增加:** 2024H1 公司主营产品销量大部分提升, 带动业绩增长。受益于 23 年 Q3 青海云天化并表, 24 年上半年公司磷铵、复合肥、尿素、饲料级磷酸钙等主要产品销量同环比均有增长。Q2 单季看, 公司磷铵销量同比增 8% 至 119.75 万吨, 实现营收 42.13 亿元, yoy+7%; 复合(混)肥销量同比增 49% 至 56.14 万吨, 实现营收 16.38 亿元, yoy+30%; 尿素销量同比增 1% 至 80.62 万吨, 实现营收 17.49 亿元, yoy-5%; 聚甲醛销量同比微降 1% 至 2.85 万吨, 实现营收 3.23 亿元, yoy-1%; 黄磷销量同比降 55% 至 0.27 万吨, 实现营收 0.55 亿元, yoy-53%; 饲料级磷酸钙盐销量同比增 19% 至 15.17 万吨, 实现营收 5.31 亿元, yoy+30%。公司营收略有下降, 主要是适当缩减了贸易规模, 24 年 H1 公司贸易收入 134.66 亿元, 同比下降 38.93 亿元, 但贸易部分占盈利比例较低, 对净利润影响不大。
- 原料价格回落，毛利率同比提高:** 24 年 Q2 磷矿石价格高位支撑, 磷化工景气度依然持续, 24 年 Q2 磷铵均价 3519 元/吨, 同比持平; 黄磷均价 20644 元/吨, yoy+3%; 饲料级磷酸钙盐均价 3499 元/吨, yoy+8%。尿素和复合肥价格同比回落明显, 复合肥均价 2917 元/吨, yoy-13%; 尿素均价 2170 元/吨, yoy-5%; 聚甲醛价格 11334 元/吨, 价格底部持平。但受益于硫磺、煤、天然气等原料价格降幅较大影响, 公司整体毛利率同比提高。Q2 公司综合毛利率为 14.69%, 同比提高 1.64pcts。Q3 来看, 磷矿石价格依然维持在千元以上, 磷化工产品价格有望持续, 随着秋季用肥旺季开展, 我们认为复合肥和尿素价格有望回升, 依然看好公司后续业绩。
- 产业升级，龙头占据优势:** 目前公司拥有磷矿储量近 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; 磷肥产能 555 万吨、尿素产能达 260 万吨/年, 复合肥产能达 185 万吨/年, 是全球第四大磷肥生产企业。2024 年 1 月工信部、生态环境部等八部门印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》, 提出①到 2026 年, 能效标杆水平以上的磷铵产能占比超过 35%; 新增磷石膏无害化处理率达到 100%、综合利用率达到 65%, 存量磷石膏有序消纳。②形成 3 家左右具有产业主导力、全球竞争力的一流磷化工企业; 建设 3 个左右特色突出的先进制造业集群, 大中小融通、上下游协同发展的产业生态不断优化。此外, 2024 年 5 月末, 国务院新印发的《2024-2025 年节能降碳行动方案》中, 要求严控磷铵、黄磷等行业新增产能, 并要求合成氨行业能效标杆水平以上的产能占比超过 30%。我们认为磷化工行业在政策推动下, 产业升级进程将得到加速。公司作为国内磷化工龙头国企, 资源禀赋优秀, 产业链一体化优势明显, 有望在此过程中充分受益。
- 盈利预测:** 我们维持盈利预测, 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 8/7/7 倍，估值偏低，维持“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	5.99	7.97	7.72	7.27	6.81
股利 (DPS)	RMB 元	1.0000	1	1	1	1.1
股息率 (Yield)	%	5.09%	5.09%	5.09%	5.09%	5.60%

**【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 and 意见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。