

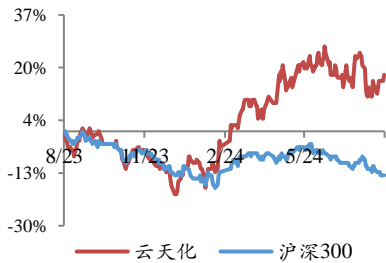
上半年业绩同比稳定增长，磷化工一体化优势明显

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-08-14

收盘价（元） 20.00
近12个月最高/最低（元） 22.10/14.09
总股本（百万股） 1,834
流通股本（百万股） 1,834
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 367
流通市值（亿元） 367

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 全年业绩符合预期，持续巩固资源优势 2024-03-30

主要观点：

● 事件描述

2024年8月13日，云天化发布2024年半年度报告，公司上半年实现营业收入319.93亿元，同比-9.16%；营业成本为266.79亿元，同比-10.75%；实现归母净利润28.41亿元，同比+6.10%；实现扣非归母净利润27.90亿元，同比+8.23%；基本每股收益为1.55元，同比+6.10%。

● 主要产品价格下降导致营收同比小幅下降，盈利水平保持稳定

主要贸易产品价格有所下降，适当规模缩减导致营收小幅下降。2024年Q2，公司实现营收181.36亿元，同比-6.19%，环比+30.88%。主要基于主营产品价格有所下降；其中，磷酸一铵、磷酸二铵、复合肥、黄磷的Q2市场均价分别为3023.66、3632.79、2831.74、22202.19元/吨，环比下降2.04%、-1.02%、-4.22%、-4.01%；因此，公司适当进行了规模缩减，导致营收同比有所下降。

贸易规模和原材料采购成本下降，对冲产品价格波动的不利影响。

2024年Q2，营业成本为163.27亿元，同比-7.72%，环比+36.05%；实现归母净利润13.82亿元，同比+25.07%，环比-5.28%；实现扣非归母净利润13.55亿元，同比+27.71%，环比-5.57%。2024年Q2，大宗原材料价格有所下降，其中，硫磺市场均价为969.58元/吨，动力煤市场均价为714.42元/吨，公司发挥了战略采购优势，有效抵御了上游主要产品价格波动带来的不利影响，维持了较好业绩水平。

图表1 2024Q2公司主要产品市场均价及环比变化

主要产品	Q2市场均价（元/吨）	环比变化
磷酸一铵	3023.66	-2.04%
磷酸二铵	3632.79	-1.02%
复合肥	2831.74	-4.22%
尿素	2240.77	0.40%
黄磷	22202.19	-4.01%
饲料级磷酸氢钙	2555.34	7.91%

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

● 磷矿石维持高景气度，市场价格高位运行

2024年Q2，磷肥行业的需求保持稳定，价格维持在较高水平。近年来，国内有较多的规划产能；但磷矿石行业目前供需平衡仍偏紧，且行业景气度较高，磷矿石总需求量保持平稳，2024年Q2磷矿石市场均价为1009.42元/吨，价格保持高位运行。公司“矿化一体”和全产业

链运营优势，持续支撑化肥、聚甲醛、饲料等主营产品实现稳定盈利，驱动业绩上行。

2024年1月，国家发布了《推进磷资源高效高值利用实施方案》，有助于推动未来磷产业高效优质发展。该方案致力于通过产业链的统筹规划，促进磷化工产业的转型升级，提高磷资源的可持续供应能力和高效高值利用水平，以实现行业的高质量发展。近年来，基于市场供应受限和下游市场需求的强劲增长，磷化工行业的新增产能持续增长；但新增产能的投产速度受到环保政策和产业布局等影响，存在较大的不确定性。因此，预计未来国内磷矿石供应将保持稳定，磷产业将持续向高值高效方向发展，公司作为磷矿储量及年开采能力均位居全国前列的企业，将持续强化优势。

● **磷肥板块新增产能受限，国内价格较为稳定**

2024年Q2，磷酸二铵出口价格倒挂，国内价格保持稳定。Q2，国际市场呈现差异化，南亚的拟采购价格显著低于东南亚和南美市场，导致4-5月的国际磷肥价格下降；但随着农用旺季的临近，采购价格开始回升。而磷酸二铵在国内市场的需求保持旺盛，价格整体稳定，仅出现小幅波动。2024年Q2，磷酸二铵市场均价为3632.79元/吨，价格整体维持稳定；磷酸一铵市场均价约为3023.66元/吨，稳中向好，并在6月达到年内高位。

2024年5月，国务院发布《2024-2025年节能降碳行动方案》，加强了对磷铵行业新增产能的限制，严控磷肥新增供给，行业集中度将持续提升。

● **成本控制效果显著，期间费用端持续优化**

2024年上半年，公司资产负债率降至56.49%，负债结构持续优化。公司不断加强财政管控力度，压降带息负债规模，综合资金成本同比下降，融资成本取得显著降低，财务费用同比降低20%。公司秉承“从紧从严、合理开支”的财务管理原则，三费得到有效控制，助推公司业绩提升，持续降本增效。

● **投资建议**

预计公司2024-2026年归母净利润分别为48.53、51.45、54.46亿元，同比增速为7.3%、6.0%、5.9%。对应PE分别为8、7、7倍。维持“增持”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	69060	69603	73419	76226
收入同比 (%)	-8.3%	0.8%	5.5%	3.8%
归属母公司净利润	4522	4853	5145	5446
净利润同比 (%)	-24.9%	7.3%	6.0%	5.9%
毛利率 (%)	15.2%	14.6%	14.8%	15.1%
ROE (%)	24.1%	20.6%	19.1%	16.8%
每股收益 (元)	2.47	2.65	2.80	2.97
P/E	6.32	7.56	7.13	6.74
P/B	1.53	1.55	1.36	1.13
EV/EBITDA	4.20	6.23	6.06	5.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17311	18184	17605	21797
现金	6434	4140	5772	6853
应收账款	903	1924	989	2059
其他应收款	153	507	74	542
预付账款	615	913	831	873
存货	7545	7688	8424	8281
其他流动资产	1662	3011	1515	3188
非流动资产	35259	43518	53456	59233
长期投资	3515	3871	4219	4561
固定资产	22550	27603	31139	41895
无形资产	4565	4851	5348	5807
其他非流动资产	4630	7193	12751	6971
资产总计	52571	61702	71062	81030
流动负债	17692	19213	22400	24008
短期借款	5883	7883	9883	11883
应付账款	4306	3317	4768	3663
其他流动负债	7504	8014	7749	8462
非流动负债	12868	14868	16868	18868
长期借款	11180	13180	15180	17180
其他非流动负债	1688	1688	1688	1688
负债合计	30560	34081	39268	42876
少数股东权益	3268	4025	4853	5767
股本	1834	1834	1834	1834
资本公积	7194	7194	7194	7194
留存收益	9714	14567	17912	23359
归属母公司股东权益	18742	23596	26941	32387
负债和股东权益	52571	61702	71062	81030

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9437	4354	11942	6472
净利润	5493	5611	5972	6361
折旧摊销	2745	1668	1675	2578
财务费用	839	797	960	1123
投资损失	-456	-500	-514	-533
营运资金变动	191	-3646	3398	-3503
其他经营现金流	5929	9681	3025	10309
投资活动现金流	-2917	-9852	-11550	-8268
资本支出	-1854	-9770	-11495	-8237
长期投资	-1454	-581	-569	-564
其他投资现金流	391	500	514	533
筹资活动现金流	-6233	3203	1240	2877
短期借款	-4162	2000	2000	2000
长期借款	2860	2000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-101	0	0	0
其他筹资现金流	-4830	-797	-2760	-1123
现金净增加额	250	-2294	1632	1081

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	69060	69603	73419	76226
营业成本	58579	59465	62580	64683
营业税金及附加	825	740	799	836
销售费用	800	775	734	762
管理费用	989	1041	1067	1116
财务费用	703	700	898	1036
资产减值损失	-446	-253	-284	-269
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	456	500	514	533
营业利润	6825	6905	7333	7810
营业外收入	21	21	24	22
营业外支出	266	206	205	215
利润总额	6579	6720	7152	7618
所得税	1086	1109	1180	1257
净利润	5493	5611	5972	6361
少数股东损益	971	757	827	914
归属母公司净利润	4522	4853	5145	5446
EBITDA	9961	9012	9662	11145
EPS (元)	2.47	2.65	2.80	2.97

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-8.3%	0.8%	5.5%	3.8%
营业利润	-20.3%	1.2%	6.2%	6.5%
归属于母公司净利润	-24.9%	7.3%	6.0%	5.9%
获利能力				
毛利率 (%)	15.2%	14.6%	14.8%	15.1%
净利率 (%)	6.5%	7.0%	7.0%	7.1%
ROE (%)	24.1%	20.6%	19.1%	16.8%
ROIC (%)	14.5%	12.0%	11.2%	10.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	58.1%	55.2%	55.3%	52.9%
净负债比率 (%)	138.8%	123.4%	123.5%	112.4%
流动比率	0.98	0.95	0.79	0.91
速动比率	0.49	0.47	0.35	0.51
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.22	1.11	1.00
应收账款周转率	50.48	49.23	50.39	50.01
应付账款周转率	14.47	15.60	15.48	15.34
每股指标 (元)				
每股收益	2.47	2.65	2.80	2.97
每股经营现金流 (摊薄)	5.14	2.37	6.51	3.53
每股净资产	10.22	12.86	14.69	17.66
估值比率				
P/E	6.32	7.56	7.13	6.74
P/B	1.53	1.55	1.36	1.13
EV/EBITDA	4.20	6.23	6.06	5.51

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。