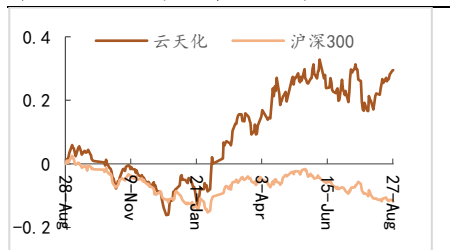


评级： 买入

翟绪丽
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522010001
zhaixuli@sczq.com.cn
电话：010-81152683

甄理
行业分析师
SAC 执证编号：S0110524070001
zhenli@sczq.com.cn
电话：021-58820301

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	20.91
一年内最高/最低价（元）	22.00/13.10
市盈率（当前）	8.19
市净率（当前）	1.93
总股本（亿股）	18.34
总市值（亿元）	383.56

资料来源：聚源数据

相关研究：

- 云天化深度报告：磷肥景气度有望延续，磷酸铁项目注入成长动能
- 云天化三季报点评：三季度业绩维持高增长，一期磷酸铁项目全面投产

核心观点

- **事件：公司发布 2024 年半年报，报告期内实现营业收入 319.93 亿元，同比减少 9.16%；实现归母净利润 28.41 亿元，同比增长 6.1%；2024Q2 实现营业收入 181.36 亿元，同比减少 6.19%，环比增加 30.88%；实现归母净利润 13.82 亿元，同比增加 25.01%，环比减少 5.32%。**

- **主营产品产销平稳，磷铵价格维持较高水平。**

根据经营数据公告，2024 年上半年公司主营产品磷铵、复合肥、尿素、聚甲醛、黄磷以及磷酸钙盐均价分别为 3436 元/吨、2985 元/吨、2176 元/吨、11577 元/吨、20460 元/吨、3381 元/吨，分别同比-2.33%、-13.83%、-9.63%、-1.76%、-10.15%、+1.05%；销量分别为 237.78 万吨、98.79 万吨、142.46 万吨、5.46 万吨、0.88 万吨、26.76 万吨，分别同比+1.75%、+43.28%、+12.05%、-1.27%、-16.19%、+10.12%。整体来看，公司上半年多数产品销量同比保持增长，产销情况相对平稳。价格方面，虽然部分产品价格下滑，但是幅度相对有限。公司核心产品磷铵价格仍维持在相对较高水平，销量保持增长。随着秋季备肥的临近，公司磷肥、尿素等产品需求有望提升。

- **财务管控良好，公司各项费率维持较低水平。**

2024 年上半年公司销售、管理、财务费率分别为 1.14%、1.89%、0.87%，分别同比+0.10pct、+0.10pct、-0.12pct，公司各项费率维持在较低水平。报告期内，公司严格管控财务成本，压降带息负债规模，优化负债结构，财务费率进一步下降。

- **磷矿石延续高景气，公司矿肥一体化优势明显。**

2024 年上半年磷矿石依旧延续高景气，据百川盈孚数据，30%品位磷矿石均价为 1011 元/吨。根据公告，公司磷矿储量接近 8 亿吨，上半年磷矿产量达到 579.27 万吨，磷矿自给率高，矿肥一体化优势明显。今年 1 月，工信部等八部门提出了《推进磷资源高效高值利用实施方案》，再次强调磷化工行业高质量发展，公司作为行业龙头有望充分收益。

- **投资建议：**

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 49.66/52.49/55.63 亿元，EPS 分别为 2.71/2.86/3.03 元，对应 PE 分别为 8/7/7 倍。考虑公司作为国内磷化工龙头企业，磷矿资源丰富，磷矿维持高景气，维持“买入”评级。

- **风险提示：磷矿价格下跌，化肥产销不及预期。**

盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	690.60	711.86	723.57	738.64
营收增速（%）	-8.3%	3.1%	1.6%	2.1%
归母净利润（亿元）	45.22	49.66	52.49	55.63
归母净利润增速（%）	-24.9%	9.8%	5.7%	6.0%
EPS(元/股)	2.47	2.71	2.86	3.03
PE	8.48	7.72	7.31	6.89

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,311	24,216	31,912	40,723	经营活动现金流	9,437	6,571	9,639	10,319
现金	6,434	10,043	18,227	27,393	净利润	4,522	4,965	5,249	5,563
应收账款	903	1,682	1,369	1,470	折旧摊销	2,661	3,002	2,714	2,522
其它应收款	1	1	1	1	财务费用	839	780	853	947
预付账款	615	1,587	1,291	1,089	投资损失	-456	-480	-504	-504
存货	7,545	7,935	8,000	7,992	营运资金变动	773	-2,810	224	593
其他	1,814	2,183	2,152	2,108	其它	127	48	-24	4
非流动资产	35,260	32,929	31,442	29,656	投资活动现金流	-2,917	-670	-1,227	-735
长期投资	3,515	3,866	4,253	4,253	资本支出	-4,840	-458	-838	-807
固定资产	22,547	20,336	18,351	16,570	长期投资	-291	-351	-387	0
无形资产	4,565	4,233	4,342	4,409	其他	2,214	139	-2	72
其他	2,932	2,792	2,794	2,721	筹资活动现金流	-6,233	-2,291	-228	-419
资产总计	52,571	57,145	63,354	70,379	短期借款	-2,765	-90	2,060	2,260
流动负债	17,693	15,086	14,077	13,704	长期借款	1,397	2,860	2,860	2,860
短期借款	5,883	2,933	2,133	1,533	其他	-206	1,001	1,235	1,193
应付账款	4,306	4,104	4,021	4,129	现金净增加额	287	3,609	8,184	9,165
其他	898	898	898	898					
非流动负债	12,868	15,728	18,588	21,448	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	11,180	14,040	16,900	19,760	成长能力				
其他	1,688	1,688	1,688	1,688	营业收入	-8.3%	3.1%	1.6%	2.1%
负债合计	30,561	30,814	32,665	35,152	营业利润	-20.3%	9.5%	5.5%	5.8%
少数股东权益	3,268	4,334	5,461	6,656	归属母公司净利润	-24.9%	9.8%	5.7%	6.0%
归属母公司股东权益	18,742	21,997	25,228	28,571	获利能力				
负债和股东权益	52,571	57,145	63,354	70,379	毛利率	15.2%	15.2%	15.9%	16.4%
					净利率	8.0%	8.5%	8.8%	9.1%
					ROE	20.5%	18.9%	17.1%	15.8%
					ROIC	18.4%	18.5%	17.2%	16.1%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	69,060	71,186	72,357	73,864	资产负债率	58.1%	53.9%	51.6%	49.9%
营业成本	58,579	60,352	60,879	61,722	净负债比率	96.3%	80.1%	75.5%	72.1%
营业税金及附加	825	698	728	762	流动比率	1.0	1.6	2.3	3.0
营业费用	800	783	868	886	速动比率	0.6	1.1	1.7	2.4
研发费用	550	566	576	588	营运能力				
管理费用	989	925	941	960	总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.0
财务费用	703	780	853	947	应收账款周转率	50.5	55.1	47.4	52.0
资产减值损失	-446	-290	-334	-361	应付账款周转率	14.5	14.4	15.0	15.1
公允价值变动收益	1	1	1	1	每股指标(元)				
投资净收益	456	479	503	503	每股收益	2.47	2.71	2.86	3.03
营业利润	6,825	7,469	7,881	8,339	每股经营现金	5.14	3.58	5.25	5.63
营业外收入	20	21	21	20	每股净资产	10.22	11.99	13.75	15.58
营业外支出	266	266	266	266	估值比率				
利润总额	6,579	7,224	7,636	8,093	P/E	8.48	7.72	7.31	6.89
所得税	1,086	1,192	1,260	1,335	P/B	2.05	1.74	1.52	1.34
净利润	5,493	6,032	6,376	6,758					
少数股东损益	971	1,066	1,127	1,195					
归属母公司净利润	4,522	4,966	5,249	5,563					
EBITDA	9,943	11,005	11,202	11,562					
EPS (元)	2.47	2.71	2.86	3.03					

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 3 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

甄理，化工行业分析师，清华大学有机化学博士，1 年化工实业工作经验，2022 年 6 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现