

云天化 (600096.SH)

优于大市

三季度归母净利润同比增长 54.16%，公司经营韧性持续凸显

核心观点

产业链高效运行，经营韧性凸显，2024 年前三季度归母净利润同比增长 19.42%。

公司发布《2024 年第三季度报告》：2024 年前三季度，公司实现营业收入 467.24 亿元，同比下降 12.34%；实现归母净利润 44.24 亿元，同比增长 19.42%；其中第三季度实现营业收入 147.31 亿元，同比下降 18.54%；归实现归母净利润 15.83 亿元，同比增长 54.16%。公司归母净利润同比实现增长主要原因有磷肥价格同比上升，大宗原材料价格同比下降，毛利同比增加；强化母子公司资金协同与管控，财务费用同比降低；二季度末回购子公司磷化集团少数股权，享有的归母净利润同比增加。

收购磷化集团提升磷矿产能，化肥/聚甲醛/饲料主要产品实现稳定盈利。磷矿方面，公司是我国业准入最大的磷矿采选企业之一；通过参股公司竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权；受让云南磷化集团少数股权，使得磷矿石/饲料级磷酸钙盐权益产能将增加，今年以来磷化集团净利润持续提升。近几年来，受磷矿开采门槛提高、各地资源保护政策、国内高品位富矿比例下滑、新能源领域拉动磷矿需求等影响，国内磷矿石供应持续表现紧张，价格有望持续在高位运行较长时间。**下游产品方面**，2024H1，公司化肥、聚甲醛、饲料等主要产品实现稳定盈利。近期磷酸一铵市场维持稳中向好，磷酸二铵市场维持平稳运行。公司磷肥产能 555 万吨/年，位居全国第二、全球第四，产业链一体化带来的成本优势持续显现。

资产负债率大幅下降且经营现金流持续改善，注重股东回报。公司围绕“磷”、“氟”资源和产业发展基础，持续扩展产业链优势并积极推进转型升级。带息负债规模和综合资金成本进步进一步优化与下降，财务费用同比降低，资产负债率已由 2016 年（最高水平）的 92.48%降低至目前的 52.51%。2021-2023 年实现经营性现金流净额分别为 77.49、105.51、94.37 亿元，2024 年前三季度为 75.06 亿元，同比增长 6.83%，经营状况持续向好。公司积极重视股东回报，我们看好公司未来的高分红持续性。

风险提示：原材料价格波动；磷矿石/煤炭价格波动；下游需求不及预期；矿山生产安全；出口及海外市场变化；行业政策风险等。

投资建议：公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势显著，经营韧性仍凸显，我们小幅上调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 53.74/55.23/55.74 亿元（原值 48.77/49.36/50.52 亿元），同比增长 18.8%/2.8%/0.9%；摊薄 EPS 分别为 2.93/3.01/3.04 元，对应当前股价 PE 分别为 7.7/7.5/7.5X。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	75,313	69,060	69,948	72,730	73,675
(+/-%)	19.1%	-8.3%	1.3%	4.0%	1.3%
净利润(百万元)	6021	4522	5374	5523	5574
(+/-%)	65.3%	-24.9%	18.8%	2.8%	0.9%
每股收益(元)	3.28	2.47	2.93	3.01	3.04
EBIT Margin	12.9%	11.4%	10.8%	10.8%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	36.8%	24.1%	24.5%	21.8%	19.5%
市盈率 (PE)	6.9	9.2	7.7	7.5	7.5
EV/EBITDA	6.5	7.1	7.3	6.9	6.8
市净率 (PB)	2.54	2.22	1.89	1.65	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

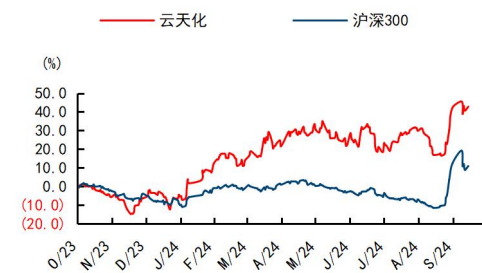
0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.69 元
总市值/流通市值	41621/41621 百万元
52 周最高价/最低价	24.89/14.09 元
近 3 个月日均成交额	481.31 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云天化 (600096.SH) - 上半年归母净利润同比增长 6.1%，经营韧性持续凸显》——2024-08-13

《云天化 (600096.SH) - 预计归母净利润同比增长 5.7%，经营韧性凸显》——2024-07-11

《云天化 (600096.SH) - 提升磷矿资源保障能力，推进绿色高质量发展》——2024-03-26

《云天化 (600096.SH) - 延续较好经营业绩，持续提升一体化运营优势》——2023-10-30

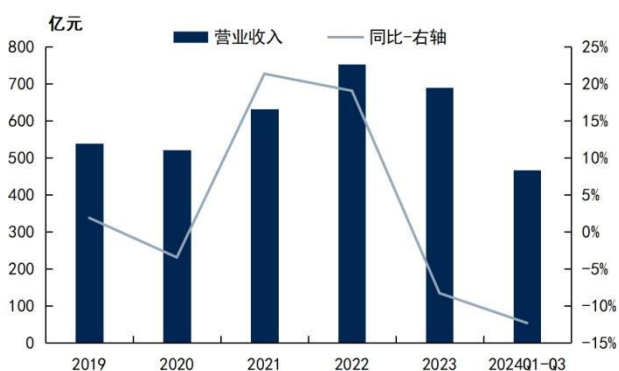
《云天化 (600096.SH) - 磷化工巨头业绩再创新高，加快推进转型升级与结构优化》——2023-04-18

产业链高效运行、经营韧性仍凸显，2024 年前三季度归母净利润同比增长 19.42%

2024 年 10 月 14 日晚，公司发布了《2024 年第三季度报告》：2024 年前三季度，公司实现营业收入 467.24 亿元，同比下降 12.34%；实现归母净利润 44.24 亿元，同比增长 19.42%；基本每股收益 2.41 元。其中，第三季度实现营业收入 147.31 亿元，同比下降 18.54%；归实现归母净利润 15.83 亿元，同比增长 54.16%。公司归母净利润同比实现增长主要原因有磷肥价格同比上升，大宗原材料价格同比下降，毛利同比增加；强化母子公司资金协同与管控，财务费用同比降低；二季度未回购子公司磷化集团少数股权，享有的归母净利润同比增加。

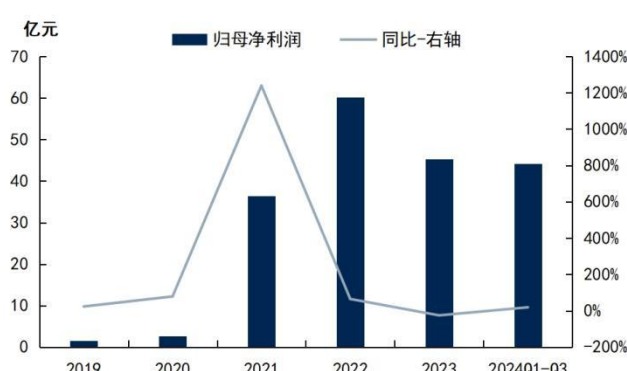
2024 年前三季度，公司在化肥、聚甲醛和饲料等关键产品领域实现了稳定的盈利。产销量方面，公司磷铵销量同比-2.54%，营收同比+1.43%，销售价格同比+4.08%；复合（混）肥销量同比+19.51%，营收同比+15.20%，销售价格同比-3.52%；尿素销量同比+7.00%，营收同比-1.36%，销售价格同比-7.83%；聚甲醛销量同比-2.26%，营收同比-1.17%，销售价格同比+1.10%；黄磷销量同比-9.64%，营收同比-17.00%，销售价格同比-7.76%；饲料级磷酸氢钙销量同比+6.34%，营收同比+17.90%，销售价格同比+10.88%。原材料方面，除天然气价格略有上升外，公司其他主要原材料硫磺、煤炭、合成氨的采购价格均有不同幅度的下降，公司主要产品的毛利率有所提升。

图1：云天化营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：云天化归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：磷酸二铵价格、价差走势



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：尿素价格走势图



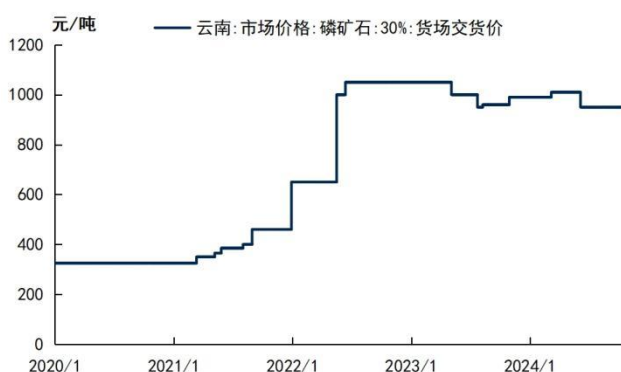
资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

磷矿石价格坚挺，公司权益产能进一步增长

磷矿石价格持续在高位区间运行。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近两年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。据百川盈孚，截至2024年10月14日，云南30%品位磷矿石货场交货价为950元/吨，价格在900元/吨高价区间运行时间已超2年。

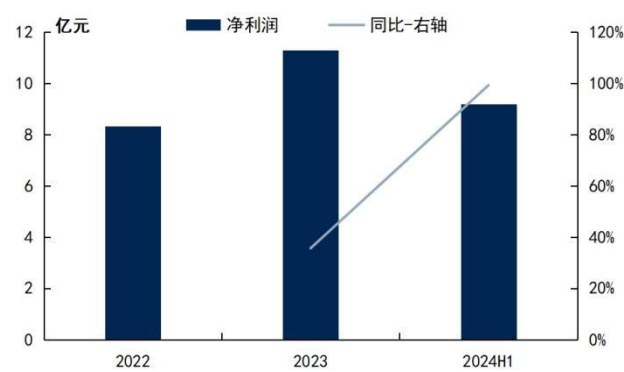
完成对磷化集团少数股权收购，利润进一步增厚。2024年6月，云天化完成对云南磷化集团18.6%少数股权收购，半年末磷化集团成为公司的全资子公司。云南磷化集团主要产品有磷矿石、饲料级磷酸氢钙等，磷化集团现拥有昆阳磷矿、晋宁磷矿和尖山磷矿三座大型露天矿山、3套磷矿擦洗装置和2套磷矿浮选装置，原矿生产能力1150万吨/年、擦洗选矿生产能力618万吨/年、浮选生产能力650万吨/年；拥有1套产能80万吨/年硫酸、30万吨/年磷酸、50万吨/年饲料级磷酸钙盐的大型磷化工生产装置；1套产能1.5万吨/年胶磷矿浮选试剂装置。受益于磷矿石价格维持在高位运行，2024年上半年，磷化集团实现净利润9.19亿元，同比增加4.58亿元，增幅99.26%，对公司的利润增厚起到积极作用。

图5：云南30%品位磷矿石价格走势



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6：云南磷化集团净利润



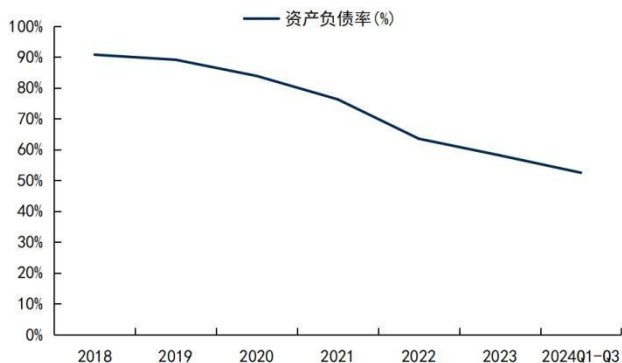
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司磷矿石权益产能进一步增长，矿化一体全产业链优势持续凸显。公司现有磷矿储量近8亿吨，磷矿石采选规模1450万吨/年，磷矿储量及年开采能力均位居全国前列。2024年2月，公司以8亿元竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，2024年6月，公司完成对磷化集团的少数股权收购，半年末磷化集团成为公司的全资子公司。2023年磷化集团拥有磷矿原矿产能1150万吨/年，此外拥有30万吨/年磷酸和50万吨/年饲料级磷酸钙盐装置。随着公司磷矿权益产能的不断提升，公司磷矿资源保障能力凸显，为充分发挥公司在磷化工资源、技术、产业链一体化等方面的竞争优势奠定更加坚实的基础。

资产负债率持续下降，经营性现金流持续向好

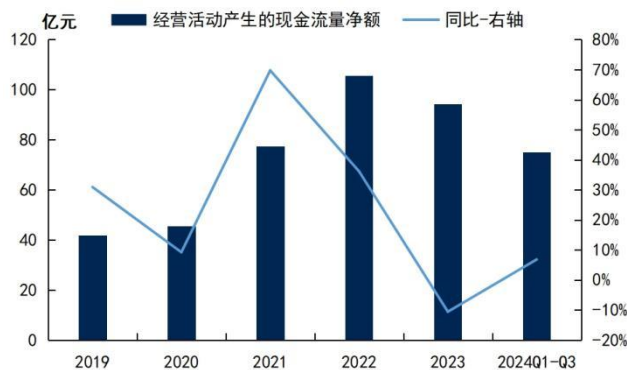
资产负债率持续下降，经营性现金流持续向好。近年来公司“改革赋能”成效显著，带息负债规模和综合资金成本进一步优化与下降，财务费用同比降低，资产负债率已由2016年（最高水平）的92.48%降低至目前的52.51%。2021-2023年实现经营性现金流净额分别为77.49、105.51、94.37亿元，2024年前三季度为75.06亿元，同比增长6.83%，经营状况持续向好。

图7：云天化资产负债率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：云天化经营性现金流净额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。公司作为磷化工行业领军企业，持续协同肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工、商贸物流等诸多领域的发展，未来将继续加大研发投入和成果转化，进一步深化企业改革，以良好态势奋力推动公司向绿色高质量发展新阶段。公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势显著，经营韧性仍凸显，我们小幅上调公司盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别53.74/55.23/55.74亿元（原值48.77/49.36/50.52亿元），同比增长18.8%/2.8%/0.9%；摊薄EPS分别为2.93/3.01/3.04元，对应当前股价PE分别为7.7/7.5/7.5X。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	主营产品	股价		EPS			PE			总市值 (亿元)
			(2024.10.14)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	PB	
600141.SH	兴发集团	草甘膦、有机硅、黄磷、磷矿、磷酸盐等	22.59	1.24	1.67	1.94	17.3	10.92	9.4	1.209	249.23
000422.SZ	湖北宜化	煤矿、磷矿、尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯等	13.34	0.43	1.03	1.12	27.9	11	10.12	1.977	144.46
002312.SZ	川发龙蟒	磷矿石、磷酸一铵、饲料级磷酸氢钙、磷酸二氢钙和磷酸一二钙等	9.64	0.22	0.33	0.4	32.65	29.23	24.27	1.972	182.13
002539.SZ	云图控股	复合肥、磷酸一铵、黄磷、纯碱等	8.07	0.74	0.75	0.94	9.7	9.5	7.6	1.151	97.46
平均值							21.89	15.16	12.85	1.58	
600096.SH	云天化	磷矿、磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、复合肥、聚甲醛等	22.69	2.47	2.93	3.01	9.2	7.7	7.5	1.7	416.21

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：云天化、兴发集团、湖北宜化、云图控股盈利预测为国信证券经济研究所预测，其余公司盈利预测来自于Wind一致性预期。

风险提示：原材料价格波动；磷矿石/煤炭价格波动；下游需求不及预期；矿山生产安全；出口及海外市场变化；行业政策风险等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7444	6434	9047	10892	15567	营业收入	75313	69060	69948	72730	73675
应收款项	2951	1039	1916	1993	2018	营业成本	63100	58579	59115	61512	62269
存货净额	7968	7545	7069	7326	7389	营业税金及附加	714	825	709	738	747
其他流动资产	2362	2288	3497	3636	3684	销售费用	757	800	839	945	1031
流动资产合计	20749	17311	21535	23852	28664	管理费用	1032	989	1697	1683	1702
固定资产	22589	24036	26822	29303	29062	财务费用	1066	703	802	854	856
无形资产及其他	3870	4565	4337	4109	3880	投资收益	543	456	519	519	519
投资性房地产	2791	3144	3144	3144	3144	资产减值及公允价值变动	371	446	346	346	346
长期股权投资	3223	3515	3515	3515	3515	其他收入	(999)	(1243)	0	0	0
资产总计	53223	52571	59352	63922	68265	营业利润	8560	6825	7651	7863	7936
短期借款及交易性金融负债	13942	8318	10000	10000	10000	营业外净收支	(37)	(245)	0	0	0
应付款项	4029	4358	4713	4884	4926	利润总额	8523	6579	7651	7863	7936
其他流动负债	5479	5017	5159	5347	5401	所得税费用	1478	1086	1148	1180	1190
流动负债合计	23450	17692	19871	20231	20327	少数股东损益	1024	971	1129	1161	1171
长期借款及应付债券	8321	11180	11880	12080	12280	归属于母公司净利润	6021	4522	5374	5523	5574
其他长期负债	2039	1688	1688	1688	1688						
长期负债合计	10360	12868	13568	13768	13968	现金流量表 (百万元)					
负债合计	33810	30560	33440	34000	34295	净利润	6021	4522	5374	5523	5574
少数股东权益	3048	3268	3946	4642	5345	资产减值准备	153	70	69	38	7
股东权益	16365	18742	21967	25281	28625	折旧摊销	1976	2343	2717	3055	3308
负债和股东权益总计	53223	52571	59352	63922	68265	公允价值变动损失	(371)	(446)	(346)	(346)	(346)
						财务费用	1066	703	802	854	856
关键财务与估值指标						营运资本变动	1031	1678	(1042)	(74)	(33)
每股收益	3.28	2.47	2.93	3.01	3.04	其它	586	188	609	658	695
每股红利	0.91	1.81	1.17	1.20	1.22	经营活动现金流	9396	8355	7380	8854	9205
每股净资产	8.92	10.22	11.98	13.78	15.61	资本开支	0	(4161)	(5000)	(5000)	(2500)
ROIC	21%	18%	16%	15%	15%	其它投资现金流	53	20	0	0	0
ROE	37%	24%	24%	22%	19%	投资活动现金流	(386)	(4433)	(5000)	(5000)	(2500)
毛利率	16%	15%	15%	15%	15%	权益性融资	54	59	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	11%	11%	11%	负债净变化	2925	2860	700	200	200
EBITDA Margin	16%	15%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(1676)	(3321)	(2150)	(2209)	(2230)
收入增长	19%	-8%	1%	4%	1%	其它融资现金流	(14162)	(4068)	1682	0	0
净利润增长率	65%	-25%	19%	3%	1%	融资活动现金流	(11611)	(4932)	233	(2009)	(2030)
资产负债率	69%	64%	63%	60%	58%	现金净变动	(2600)	(1010)	2613	1845	4675
息率	4.0%	8.0%	5.2%	5.3%	5.4%	货币资金的期初余额	10044	7444	6434	9047	10892
P/E	6.9	9.2	7.7	7.5	7.5	货币资金的期末余额	7444	6434	9047	10892	15567
P/B	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	企业自由现金流	0	6430	3124	4655	7511
EV/EBITDA	6.5	7.1	7.3	6.9	6.8	权益自由现金流	0	5222	4825	4129	6984

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032