

基础化工

2024 年 10 月 15 日

云天化 (600096)

——24Q3 业绩超预期，磷化集团少数股权并表增厚利润

报告原因：有业绩公布需要点评
增持（维持）

市场数据： 2024 年 10 月 14 日

收盘价 (元)	22.69
一年内最高/最低 (元)	24.89/14.09
市净率	2.1
息率 (分红/股价)	4.41
流通 A 股市值 (百万元)	41,621
上证指数/深证成指	3,284.32/10,327.40

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	11.70
资产负债率%	52.51
总股本/流通 A 股 (百万)	1,834/1,834
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《云天化 (600096) 深度：磷资源赋能矿化一体，长景气携高分红共振》
2024/09/08

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司发布 2024 年三季报，业绩超预期。24 年前三季度公司实现营业收入 467.24 亿元 (yoy+12%)，归母净利润为 44.24 亿元 (yoy+19%)，扣非后归母净利润为 43.45 亿元 (yoy+21%)，毛利率同比提升 2.86pct 至 16.99%，财务费用率同比下滑 0.21pct 至 0.83%，业绩超预期。其中 24Q3 公司实现营业收入 147.31 亿元 (yoy+19%, QoQ+19%)，归母净利润 15.83 亿元 (yoy+54%, QoQ+15%)，扣非后归母净利润为 15.55 亿元 (yoy+55%, QoQ+15%)，毛利率环比提升 3.12pct 至 17.81%，财务费用率环比下滑 0.02pct 至 0.72%。24 年前三季度公司业绩同比增长的主要原因为：1. 主营业务特别是复合肥及尿素销量同比增长；2. 磷肥价格同比提升，主要原材料价格同比下降，公司毛利率提升；3. 财务费用同比下降 1.68 亿元。24Q3 公司业绩环比增长的主要原因为：1. 磷化集团少数股权并表，少数股东损益环比减少 2.47 亿元至 0.92 亿元；2. 预计低毛利商贸物流业务确认环比减少。
- 磷化集团少数股权并表，公司季度新增归母净利润约 1 亿元。2024 年 6 月 14 日，公司公告拟受让磷化集团 18.6% 股权，对价约 10 亿元。截至 2024 年 6 月 30 日，已完成股权价款支付，8 月 2 日办理完成工商变更，磷化集团已成为公司全资子公司。根据公司半年报，磷化集团上半年实现净利润 9.19 亿元，以此计算，此次受让后公司季度新增归母净利润约 1 亿元。
- 24Q3 磷化工高景气延续，磷肥出口同环比亮眼。根据公司经营数据，24Q3 磷铵销量同环比变化 -10%/+1.4% 至 121.4 万吨，销售均价同环比+18%/-8% 至 3240 元/吨。根据百川盈孚数据，24Q3 国内磷矿、磷酸一铵、磷酸二铵均价分别为 1017、3281、3645 元/吨，同环比变化+14%/+1%、+18%/+9%、+6%/+0.4%，公司磷肥盈利能力同比增长明显，均价环比下滑我们预计与磷肥销售结构变化有关。根据海关总署数据，24 年 7/8 月我国磷酸一铵、磷酸二铵出口均价分别同比变化 +13%/+30%、+17%/+20%，分别环比变化+3%/+2%、+1%/+4%，且磷酸二铵出口量环比逐月提升，预计 24Q3 公司磷肥出口端利润同环比有所增加。
- 尿素下跌致复合肥出货下滑，云南尿素格局好具备溢价。根据公司经营数据，24Q3 复合肥、尿素销量分别环比下滑 32%、23% 至 38.5、62.3 万吨，销售均价分别环比下滑 4%、8% 至 2811、1987 元/吨。公司尿素部分销售区域为云南，当地尿素竞争格局好，受到国内尿素售价及出口量下滑的影响相对较小，且具备一定溢价。根据百川盈孚数据，24Q3 国内尿素均价环比下滑 13% 至 2085 元/吨，扣税后价格约 1912 元/吨。非肥业务方面，24Q3 公司聚甲醛、饲料级磷酸钙盐销量环比-3%、+3% 至 2.8、15.7 万吨，销售均价分别环比+3%、+1% 至 11626、3527 元/吨。
- 期间费用继续下滑，负债结构持续优化。强化可控费用的管理与优化，扎实开展国企改革，持续优化负债规模和结构，销售费用、管理费用、财务费用同比持续降低，资产负债表继续优化。公司持续加强应收账款清收，稳步压降资金占用，同时强化母子公司资金的集中管控，优化借款结构，不断降低公司带息负债规模。公司 24 年前三季度三项费用同比下跌 10% 至 15.70 亿元；24Q3 末公司资产负债率为 52.51%，环比二季度下滑 3.98pct，四季度有望进一步改善。
- 投资分析意见：一体化优势明显的磷化工企业，资产负债结构持续优化，同时转型布局精细磷化工业务、磷矿资源高效开发及氟硅资源综合利用项目。考虑到磷矿及磷肥景气度超预期，磷化集团少数股权并表增厚业绩，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 55.32、58.15、61.23 亿元（前值为 52.25、55.59、58.79 亿元），对应的 EPS 分别为 3.02、3.17、3.34 元，目前市值对应的 PE 分别为 8X、7X、7X。我们看好磷矿石资源价值属性，维持增持评级。
- 风险提示：1. 磷矿石、磷肥、黄磷、聚甲醛等价格持续下跌；2. 减债进度低于预期，资产负债率上行；3. 期间费用大幅增长；4. 分红率下滑。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	69,060	46,724	64,376	63,018	59,827
同比增长率 (%)	-8.3	-12.3	-6.8	-2.1	-5.1
归母净利润 (百万元)	4,522	4,424	5,532	5,815	6,123
同比增长率 (%)	-24.9	19.4	22.3	5.1	5.3
每股收益 (元/股)	2.47	2.41	3.02	3.17	3.34
毛利率 (%)	15.2	17.0	16.8	17.5	18.5
ROE (%)	24.1	20.6	24.8	22.4	20.6
市盈率	9		8	7	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	75,313	69,060	64,376	63,018	59,827
其中: 营业收入	75,313	69,060	64,376	63,018	59,827
减: 营业成本	63,100	58,579	53,571	52,015	48,736
减: 税金及附加	714	825	773	756	718
主营业务利润	11,499	9,656	10,032	10,247	10,373
减: 销售费用	757	800	708	693	658
减: 管理费用	1,032	989	773	756	718
减: 研发费用	368	550	451	441	419
减: 财务费用	1,066	703	801	655	518
经营性利润	8,276	6,614	7,299	7,702	8,060
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-114	10	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-376	-446	0	0	0
加: 投资收益及其他	740	629	700	750	800
营业利润	8,560	6,825	8,015	8,471	8,880
加: 营业外净收入	-37	-245	-80	-70	-70
利润总额	8,523	6,579	7,935	8,401	8,810
减: 所得税	1,478	1,086	1,487	1,570	1,642
净利润	7,046	5,493	6,448	6,831	7,168
少数股东损益	1,024	971	916	1,016	1,045
归属于母公司所有者的净利润	6,021	4,522	5,532	5,815	6,123
全面摊薄总股本	1,835	1,834	1,834	1,834	1,834
每股收益 (元)	3.28	2.47	3.02	3.17	3.34

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。