

2025年1月8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(2025/1/7)	21.77
上证指数(2025/1/7)	3229.64
股价 12 个月高/低	24.89/13.69
总发行股数(百万)	1834.33
A 股数(百万)	1834.33
A 市值(亿元)	399.33
主要股东	云天化集团有限责任公司 (38.12%)
每股净值(元)	11.70
股价/账面净值	1.86
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.6 -2.9 39.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.07.10	19.82	买进
2024.08.12	19.66	买进

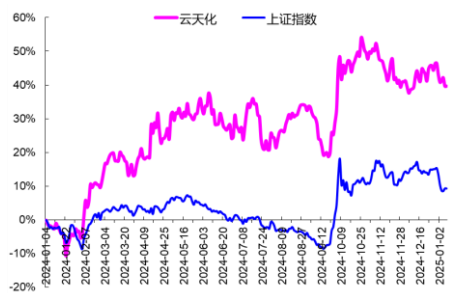
产品组合

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

业绩符合预期，磷矿龙头经营韧性凸显

事件：公司发布 2024 年业绩预告，2024 年全年预计实现归母净利润 53 亿元，yoy+17.20%，业绩符合预期。Q4 单季预计实现归母净利润 8.76 亿元，yoy+7%。

结论与建议：2024 年磷化工景气持续，公司主要产销量增长，叠加原料成本下降，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。看好公司长期发展，维持“买进”评级。

■ **主营产品产销增长，大宗成本下降：**2024 年，公司进一步聚焦主业，持续发挥“矿化一体”和全产业链运营优势，业绩实现同比增长。产品端，化肥、聚甲醛、饲料等主要产品产量同比增加，维持较好盈利水平。成本端，硫磺、煤炭等主要大宗原材料采购成本同比下降。公司还持续加强可控费用控制，强化母子公司资金协同和管控，带息负债规模和财务费用同比进一步降低；完成子公司磷化集团少数股权回购，享有的归母净利润同比增加；参股公司经营业绩提升，投资收益同比增加。据百川盈孚，30%品位的磷矿石全年价格维持在 1000 元左右，与 2023 年基本持平，支撑磷化工全产业链景气。看好下游新能源、肥料等需求持续增长，带动磷矿需求提升，磷化工景气延续。

■ **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。

■ **高股息国企，负债率持续下降：**公司 2022、2023 年的分红比例分别为 30.47%和 40.56%，预计 2024 年在国资委“提质增效重回报”的政策下仍将维持较高的分红比例。我们预计 2024 年公司分红比例维持在 40%以上，按 2025 年 1 月 7 日收盘价计，股息率为 5.51%，高股息价值凸显。此外，公司近年来持续降低负债水平，资产负债率自 2019 年以来快速下降，截止 2024 年 Q3，公司资产负债率已降至 52.51%。

■ **盈利预测：**我们略调整盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年分别实现净利润 53/56/59 亿元（前值 54/57/61 亿元），yoy+17%/+5%/+6%，折合 EPS 分别为 2.89/3.05/3.24 元，目前 A 股股价对应的 PE 分别为 8/7/7 倍，估值偏低，看好公司成长为全球一流的磷化工企业，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	5,300	5,591	5,946
同比增减	%	65.33%	-24.90%	17.20%	5.48%	6.35%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.28	2.47	2.89	3.05	3.24
同比增减	%	65.57%	-24.88%	17.20%	5.48%	6.35%
A 股市盈率(P/E)	X	6.63	8.83	7.53	7.14	6.72
股利 (DPS)	RMB 元	1.0000	1.0000	1.2	1.3	1.4
股息率 (Yield)	%	4.59%	4.59%	5.51%	5.97%	6.43%

【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	59696	61786	63968
经营成本	63100	58579	48591	50094	51591
研发费用	368	550	466	472	479
营业税金及附加	714	825	713	738	764
销售费用	757	800	691	716	741
管理费用	1032	989	855	884	916
财务费用	1066	703	608	629	651
资产减值损失	-376	-446	-366	-356	-361
投资收益	543	456	365	292	234
营业利润	8560	6825	7977	8400	8916
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	7711	8133	8650
所得税	1478	1086	1272	1342	1427
少数股东损益	1024	971	1138	1201	1277
归属于母公司股东权益	6021	4522	5300	5591	5946

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	17961	17311	19164
非流动负债合计	10360	12868	12148	11477	10851
负债合计	33810	30560	30109	28788	30015
少数股东权益	3048	3268	4192	5167	6204
股东权益合计	19413	22010	28235	34800	41782
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; @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; @。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。