

2025 年 03 月 25 日

云天化（600096.SH）

经营稳中向好，积极分红持续

投资要点

- ◆ **事件：**云天化发布 2024 年报，2024 年实现营收 615.37 亿元，同比减少 10.89%；归母净利润 53.33 亿元，同比增长 17.93%；扣非归母净利润 51.90 亿元，同比增长 15.12%；毛利率 17.50%，同比提升 2.32pct。单季度看，24Q4 实现营收 148.13 亿元，同比减少 6.00%，环比增长 0.55%；归母净利润 9.09 亿元，同比增长 11.15%，环比减少 42.58%；扣非归母净利润 8.45 亿元，同比减少 9.14%，环比减少 45.63%；毛利率 19.12%，同比提升 0.40pct，环比提升 1.31pct。
- ◆ **发挥全产业链优势，经营稳中向好。**公司持续发挥“矿化一体”和全产业链运营优势，始终坚持“满负荷、快周转、低库存、防风险”的运营策略，强化精益生产管理能力，主要生产装置保持长周期、高负荷运行，主要产品产量同比增加，化肥、聚甲醛、饲料等主要产品继续保持较好盈利。完成子公司磷化集团 18.6% 少数股权回购，磷化集团成为公司全资子公司，享有的归母净利润同比增加，磷化集团 2024 年实现净利润 20.33 亿元；参股公司经营业绩提升，投资收益同比增加。2024 年实现磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛、饲料级磷酸钙盐收入分别为 157.29、56.25、55.81、12.83、20.32 亿元，同比分别增长-0.97%、-2.71%、16.62%、1.53%、13.21%；毛利率分别为 37.93%、23.01%、14.36%、28.56%、35.37%，同比分别提升 4.97、-10.20、3.42、2.68、4.17pct；销量分别为 464.25、275.29、181.80、11.09、58.81 万吨，同比分别增长-5.59%、10.57%、16.90%、2.25%、2.18%；销售均价分别为 3388、2043、3070、11566、3455 元/吨，同比分别增长 4.28%、-12.02%、-0.23%、-0.74%、8.08%。2025 年公司计划生产销售磷肥 492 万吨、尿素 267 万吨、复合肥 164 万吨；生产饲料级磷酸氢钙 57 万吨、聚甲醛 10.50 万吨、磷酸铁 6 万吨。
- ◆ **聚焦主业，持续优化推进产业布局。**云天化拥有丰富的磷矿和煤炭资源，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，可实现完全自给；拥有合成氨产能 248 万吨/年，合成氨自给率 95% 以上；在呼伦贝尔配套大型露天开采煤矿，开采能力 400 万吨/年，为北方基地合成氨提供稳定原料。化肥总产能 1000 万吨/年，其中尿素 260 万吨/年、磷肥 555 万吨/年、复合肥 185 万吨/年，是目前国内最大化肥生产企业之一；聚甲醛产能 9 万吨/年，产能位居国内前列；50 万吨/年饲料级磷酸氢钙产能，单套产能规模国内排名第一。依托现有资源及产业优势，已建成较为完整的产业链和一体化运营模式。公司高效统筹大型装置检修、产品分类柔性生产等工作，实现磷资源、合成氨等重要原料的最优调配。充分发挥规模化集采系统销模式，建立统一的采购和销售平台，建立战略采购机制，充分把控市场节奏，实现原料保供降本和产品效益最大化。积极跟踪推进镇雄磷矿开发工作，参股公司顺利取得探矿权，加快推进探转采工作；持续加强新能矿业 450 万吨/年磷矿浮选项目建设，现已完成用地审批；进一步开展东明矿业煤炭资源获取，为公司长期产业规划构建了坚实资源基础。实现现有 10 万吨/年磷酸铁装置的连续法技术改造，产品质量、产能利用率得到了进一步提升；积极推进磷酸铁法工艺的中试工作，目前已进入产业化研究生产阶段。完成云天化研究

公司快报

基础化工 | 磷肥及磷化工III

投资评级

买入(维持)

股价(2025-03-25)

23.68 元

交易数据	
总市值（百万元）	43,436.90
流通市值（百万元）	43,436.90
总股本（百万股）	1,834.33
流通股本（百万股）	1,834.33
12 个月价格区间	23.30/18.71



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.12	5.56	23.25
绝对收益	11.17	4.27	34.18

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001

luohongyong@huajinsc.cn

- 相关报告

云天化：财务数据持续改善，24Q3 盈利同比高增-华金证券-化工-公司快报-云天化 2024.10.22

云天化：业绩稳中有增，一体化优势突出-华金证券-化工-公司快报-云天化 2024.9.6

云天化：资源优势凸显经营韧性，财务质量持续优化-华金证券-化工-公司快报-云天化 2024.4.25



院组建，完成公司研发机构和平台的横向整合，围绕全产业链持续加大研发投入，重点在磷矿采选、精细磷化工、新能源材料等方面加大研发力度，进一步增强产业化技术储备。持续聚焦主责主业，针对盈利能力薄弱的商贸业务，持续稳步缩减，不断优化公司整体产业布局。

◆ **财务管控成效显著，积极分红回报投资者。**随着近几年业绩改善和财务管控提升，公司财务状况持续好转。公司围绕同行业优秀公司开展“一利五率”对标，不断缩小差距，持续提升管理水平；内部围绕“两项费用管控”开展对标，进一步深挖可优化空间；加强和规范税务管理，强化财务风险防控；持续加大资金管控力度，压降带息负债规模，优化负债结构；通过置换高利率贷款、提前还款等手段有效降低综合融资成本，降低财务费用。资产负债率从 2019 年的 89.13%持续下降至 2024 年的 52.26%，积极优化长短借款总量和结构，长短借款总量从 2019 年的 313 亿元大幅降至 2024 年的 135 亿，其中短期借款从 2019 年的 286 亿元降至 2024 年的 41 亿元，财务费用也从 2019 年的 23.5 亿大幅下降至 2024 年的 4.9 亿。为提升公司投资价值，增强投资者回报，公司制定了未来三年现金分红规划，2024-2026 年以现金方式累计分配的利润原则上不少于此三年度累计实现可供分配利润总额的 45%。2024 年公司拟每 10 股派发现金红利 14 元（含税），拟派发现金红利 25.52 亿元（含税），占 2024 年归母净利润比例为 47.86%，较 2023、2022 年的 40.31%、30.46%进一步提升。以 2024 年 3 月 25 日收盘价计算，股息率 5.89%，具有较高吸引力。

◆ **投资建议：**云天化具备矿化一体和全产业链优势，资源和规模优势显著，业绩稳中有增，财务状况持续优化，低估值高股息率具备较强吸引力。由于产品景气变化，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 633.16(原 728.16)/641.74(原 736.25)/643.84 亿元，同比增长 2.9%/1.4%/0.3%，归母净利润分别为 56.20(原 56.05)/58.75(原 58.04)/60.27 亿元，同比增长 5.4%/4.5%/2.6%，对应 PE 分别为 7.7x/7.4x/7.2x；维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**行业扩产超预期；需求不及预期；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	69,060	61,537	63,316	64,174	64,384
YoY(%)	-8.3	-10.9	2.9	1.4	0.3
归母净利润(百万元)	4,522	5,333	5,620	5,875	6,027
YoY(%)	-24.9	17.9	5.4	4.5	2.6
毛利率(%)	15.2	17.5	16.4	16.5	16.5
EPS(摊薄/元)	2.47	2.91	3.06	3.20	3.29
ROE(%)	25.0	24.6	20.5	18.1	16.1
P/E(倍)	9.6	8.1	7.7	7.4	7.2
P/B(倍)	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
净利率(%)	6.5	8.7	8.9	9.2	9.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17311	16664	21667	27130	32406
现金	6434	6937	9464	14081	18508
应收票据及应收账款	903	1669	1753	1812	1867
预付账款	615	305	641	318	644
存货	7545	6070	8052	9233	9629
其他流动资产	1815	1683	1756	1686	1757
非流动资产	35259	34816	34072	32883	31560
长期投资	3515	3649	4383	5117	5852
固定资产	22575	20636	19937	18758	17238
无形资产	4565	4789	4751	4712	4727
其他非流动资产	4605	5742	5001	4294	3743
资产总计	52571	51480	55739	60013	63966
流动负债	17692	15685	16001	14905	14646
短期借款	5883	4069	4000	3000	2000
应付票据及应付账款	4358	5070	4764	5186	4797
其他流动负债	7452	6547	7237	6719	7850
非流动负债	12868	11218	8811	8460	7008
长期借款	11180	9449	7042	6691	5239
其他非流动负债	1688	1769	1769	1769	1769
负债合计	30560	26903	24812	23365	21654
少数股东权益	3268	2218	2949	3712	4495
股本	1834	1834	1834	1834	1834
资本公积	7194	7282	7282	7282	7282
留存收益	9764	13276	16768	20419	24165
归属母公司股东权益	18742	22358	27979	32936	37816
负债和股东权益	52571	51480	55739	60013	63966

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9437	10752	6637	7279	8331
净利润	5493	6043	6351	6638	6810
折旧摊销	2661	2922	2358	2439	2526
财务费用	703	488	328	130	-91
投资损失	-456	-595	-601	-601	-601
营运资金变动	-136	961	-1798	-1327	-313
其他经营现金流	1173	933	0	0	0
投资活动现金流	-2917	-1287	-1013	-649	-603
筹资活动现金流	-6233	-8936	-3097	-2014	-3302
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.47	2.91	3.06	3.20	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	5.14	5.86	3.62	3.97	4.54
每股净资产(最新摊薄)	10.22	12.19	15.25	17.96	20.62

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	69060	61537	63316	64174	64384
营业成本	58579	50767	52957	53582	53757
营业税金及附加	825	958	747	770	779
营业费用	800	760	760	777	785
管理费用	989	1111	905	924	934
研发费用	550	581	456	456	451
财务费用	703	488	328	130	-91
资产减值损失	-436	-488	-285	-321	-354
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	456	595	601	601	601
营业利润	6825	7138	7480	7815	8016
营业外收入	21	41	28	28	28
营业外支出	266	130	100	100	100
利润总额	6579	7049	7408	7743	7944
所得税	1086	1006	1057	1105	1134
税后利润	5493	6043	6351	6638	6810
少数股东损益	971	710	730	763	783
归属母公司净利润	4522	5333	5620	5875	6027
EBITDA	9841	10398	10093	10313	10380

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-8.3	-10.9	2.9	1.4	0.3
营业利润(%)	-20.3	4.6	4.8	4.5	2.6
归属于母公司净利润(%)	-24.9	17.9	5.4	4.5	2.6
获利能力					
毛利率(%)	15.2	17.5	16.4	16.5	16.5
净利率(%)	6.5	8.7	8.9	9.2	9.4
ROE(%)	25.0	24.6	20.5	18.1	16.1
ROIC(%)	15.3	16.4	15.8	14.7	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	58.1	52.3	44.5	38.9	33.9
流动比率	1.0	1.1	1.4	1.8	2.2
速动比率	0.4	0.6	0.7	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
应收账款周转率	37.0	47.8	37.0	36.0	35.0
应付账款周转率	14.0	10.8	10.8	10.8	10.8
估值比率					
P/E	9.6	8.1	7.7	7.4	7.2
P/B	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.0	4.5	3.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn