

2025 年 3 月 26 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

27.5

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2025/3/26)	23.52
上证指数(2025/3/26)	3368.70
股价 12 个月高/低	24.89/17.41
总发行股数(百万)	1834.33
A 股数(百万)	1834.33
A 市值(亿元)	431.43
主要股东	云天化集团有 限责任公司 (38.12%)
每股净值(元)	12.19
股价/账面净值	1.93
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	13.9 3.6 29.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.08.12	19.66	买进
2025.01.08	21.77	买进

产品组合

化肥	44.2%
商贸行业	41.6%
磷化工行业	4.5%
其他	4.0%

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

磷化工景气维持，公司提高分红比例

事件 1: 公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 615.37 亿元，yoy+10.89%；归母净利润 53.33 亿元，yoy+17.93%，基本符合业绩预告，公司利润维持增长主要受益于综合毛利率的同比提升。公司 Q4 单季实现营收 148.13 亿元，yoy+6.00%；归母净利润 9.09 亿元，yoy+11.15%。

事件 2: 公司同时公布分红方案，每 10 股派息 14 元，分红比例达 48.15%，较 2023 年的 40.56% 进一步提高，也超出年初公告规划的 45% 比例，看好公司维持高分红比例。按照 3 月 26 日收盘价计，股息率达 5.95%，股息配置价值凸显。

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。另外公司聚焦主线，低毛利率的贸易业务占比持续下降，结构变化也带动公司毛利率抬升。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。看好公司长期发展和高分红比例，维持“买进”评级。

■ **产销与成本双重驱动，毛利率水平持续提升:** 2024 年磷矿石价格同比高位持平，支撑磷化工产品价格景气维持。公司主营业务产销同比增长，磷肥、复合肥、饲料级磷酸氢钙等磷化工产品高位，原料煤炭等成本价格下降，综合毛利率同比增加 2.32pct 到 17.50%。分板块来看，公司磷肥版块实现营收 157.29 亿元，yoy+0.97%；磷肥销售均价为 3388 元/吨，yoy+4.28%；版块销量达 464 万吨，同比略降 3.15%；版块毛利率 37.93%，同比提升 4.97 个百分点。复合肥版块实现营收 55.81 亿元，yoy+16.62%；销售均价为 3070 元/吨，yoy+0.24%；销量达 182 万吨，同比大增 16.91%；版块毛利率 14.36%，同比提升 3.42 个百分点。尿素版块实现营收 56.25 亿元，yoy+2.71%；销售均价为 2043 元/吨，yoy+12.01%；销量 275 万吨，同比增 10.57%；版块毛利率 23.01%，同比下降 10.20pct。饲料级磷酸钙版块实现营收 20.32 亿元，yoy+13.21%；钙钙销售均价为 3455 元/吨，yoy+10.80%；销量达 59 万吨，yoy+2.17%；版块毛利率 35.37%，同比提升 4.18pct。聚甲醛版块实现营收 12.83 亿元，yoy+1.53%；销售均价为 1.16 万元/吨，yoy+0.7%；版块销量达 11 万吨，yoy+2.21%；版块毛利率 28.56%，同比提升 2.68pct。原料端，公司硫磺采购均价为 1187 元/吨，yoy+6.46%；原料煤采购均价为 989 元/吨，yoy+12.63%；燃料煤采购均价为 637 元/吨，yoy+12.14%；天然气采购均价为 1.88 元/立方米，yoy+0.53%。

■ **聚焦主业化工业务，营收结构持续优化:** 公司持续聚焦主业，低毛利水平的贸易部分占比持续下降。2024 年公司商贸部分的毛利率仅 1.4%，占营收比例为 41.57%，占比较 2023 年年末的 48.57% 下降 7pct。自 2021 起公司在战略上持续优化，不断降低商贸部分的营收占比，对公司毛利率水平有优化作用。未来公司将持续优化业务结构，持续剥离商贸业务，专注磷化工主业，使得毛利率水平进一步提升。2024 年公司费用维持合理水平，研发、销售、管理、财务费用率合计提高 0.37pct 达 4.78pct，主要是员工退休福利的增加使得管理费用同比提升 0.37pct。受益于公司带息负债规模进一步降低，公司财务费用率同比下降 0.22pct。2024 年末公司资产负债率为 52.26%，较 2023 年年末进一步降低 5.87pct，看好公司持续降低带息负债规模，优化负债结构，降低财务费用。

■ **春耕旺季，看好肥料价格提高:** 2025 年 Q1 公司磷化工产品价格总体稳定，尿素价格随原料煤价格下降同比下滑，但随着三月春耕旺季来临，肥料价格有上行空间，叠加煤炭价格下降，预计公司整体毛利率仍将维持较好的水平。据百川盈孚，2025 年 Q1 磷矿石均价为 1018 元/吨，yoy+0.86%；磷酸一铵均价为 3108 元/吨，yoy+0.74%；磷酸二铵均价为 3386 元/吨，

yoy-7.74%；复合肥价格 2796 元/吨，yoy-5.13%，磷酸氢钙均价 2836 元/吨 yoy+19.48%。尿素均价为 1734 元/吨，yoy-21.82%。动力煤市场均价为 629 元/吨，yoy-16.24%。

- **分红比例超出预期，股东回报持续提升：**公司 2024 年分红比例达 48.15%，较 2023 年的 40.56%进一步提高。公司年初公告 24-26 年计划现金分红比例不低于 45%，此次超预期的分红比例彰显了公司在股东回报方面的积极态度，看好公司未来维持高分红比例。按照 3 月 26 日收盘价计，股息率达 5.94%，股息配置价值凸显。
- **盈利预测：**新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年实现净利润 56/59/61 亿元（2025/2026 年前值 57/61 亿元），yoy+5%/+6%/+3%，折合 EPS 为 3.04/3.24/3.33 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 8/7/7 倍，估值合理，看好公司业绩稳健增长，股息率配置价值凸显，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		2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,522	5,333	5,578	5,944	6,116
同比增减	%	-24.90%	17.93%	4.60%	6.56%	2.89%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.47	2.91	3.04	3.24	3.33
同比增减	%	-24.88%	17.93%	4.60%	6.56%	2.89%
A 股市盈率(P/E)	X	9.54	8.09	7.73	7.26	7.05
股利 (DPS)	RMB 元	1.0000	1.4	1.5	1.6	1.7
股息率 (Yield)	%	4.25%	5.95%	6.38%	6.80%	7.23%

【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)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	69060	61537	57474	54760	53793
经营成本	58579	50767	46546	43497	42267
研发费用	550	581	532	497	478
营业税金及附加	825	958	894	852	837
销售费用	800	760	709	676	664
管理费用	989	1111	1141	979	961
财务费用	703	488	502	478	470
资产减值损失	-446	-556	-415	-475	-513
投资收益	456	595	476	381	305
营业利润	6825	7138	7503	7987	8213
营业外收入	21	41	43	45	47
营业外支出	266	130	130	130	130
利润总额	6579	7049	7373	7857	8084
所得税	1086	1006	1053	1122	1154
少数股东损益	971	710	742	791	814
归属于母公司股东权益	4522	5333	5578	5944	6116

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6434	6937	7775	8930	10408
应收账款	903	1669	1586	1506	1431
存货	7545	6070	5463	6555	7866
流动资产合计	17311	16664	18723	21197	24295
长期股权投资	3515	3649	4014	4415	4857
固定资产	22550	20626	21657	22740	23877
在建工程	1486	2196	2240	2285	2331
非流动资产合计	35259	34816	36818	38973	41285
资产总计	52571	51480	55541	60170	65580
流动负债合计	17692	15685	14256	12948	12190
非流动负债合计	12868	11218	10576	9980	9425
负债合计	30560	26903	24833	22928	21615
少数股东权益	3268	2218	2772	3361	3968
股东权益合计	22010	24576	30708	37242	43965
负债及股东权益合计	52571	51480	55541	60170	65580

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	9437	10752	11827	13010	14311
投资活动产生的现金流量净额	-2917	-1287	-1159	-1043	-939
筹资活动产生的现金流量净额	-6233	-8936	-9830	-10813	-11894
现金及现金等价物净增加额	250	535	839	1154	1478

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，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i @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i @。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。