

2025年03月27日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 尿素与复合肥产品产销量同比增长，2024年度业绩稳中有升

## —云天化（600096.SH）公司事件点评报告 买入（首次）

分析师：张伟保 S1050523110001

✉ zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：覃前 S1050124070019

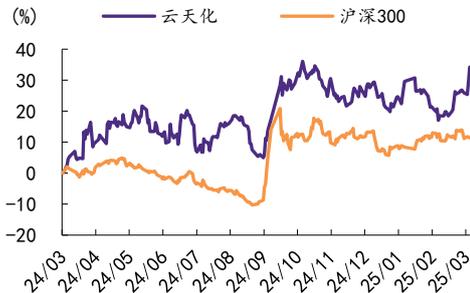
✉ qinqian@cfsc.com.cn

### 基本数据

2025-03-26

当前股价（元）	23.52
总市值（亿元）	431
总股本（百万股）	1834
流通股本（百万股）	1834
52周价格范围（元）	18.51-24
日均成交额（百万元）	621.19

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

云天化发布2024年报：公司2024全年实现营业收入615.37亿元，同比-10.89%；实现归母净利润53.33亿元，同比+17.93%。

分季度来看，2024Q4公司实现营业收入148.13亿元，同比-6.00%，环比+0.55%，实现归母净利润9.09亿元，同比+11.15%，环比-42.58%。

## 投资要点

### ■ 2024年公司尿素和复合肥产品销量实现同比增长

公司商贸大豆价格下跌导致2024年营业收入下降，回购子公司磷化集团少数股权致归母净利润增加。分产品来看，2024年除黄磷和磷肥外，其他产品均迎来产销量增长。其中，尿素和复合肥产品销量较上年同期增加较多主要原因为本期产销量包含2023年二季度新增子公司的全年产销量。1) 磷肥：2024年产量为505.42万吨，同比+7.16%，销量为464.25万吨，同比-5.59%；2) 尿素：公司尿素产销量显著增加，产量为282.34万吨，同比+9.87%，销量为275.29万吨，同比+10.57%；3) 复合肥：产量为178.2万吨，同比+13.17%，销量为181.8万吨，同比+16.9%；4) 聚甲醛：产量为11.02万吨，同比+4.65%，销量为11.09万吨，同比+2.25%；5) 饲料级磷酸钙盐：产量为60.03万吨，同比+6.34%，销量为58.81万吨，同比+2.18%；6) 黄磷：产量为2.92万吨，同比-2.49%，销量为1.98万吨，同比-6.12%。

### ■ 公司财务费用显著下降，主因带息负债减少

四费方面，2024年公司销售费用同比-5.03%；管理费用同比+12.38%，主要原因为公司报告期计提辞退福利增加；财务费用同比-30.52%，主要原因为公司带息负债减少，综合资金成本同比下降；研发费用同比+5.76%。

### ■ 子公司大为制氮通过技改优化，合成氨产能已由50万吨/年提升至58万吨/年

2024年公司旗下子公司大为制氮通过技改优化，合成氨产能已由50万吨/年提升至58万吨/年；子公司天安化工电池

新材料前驱体（磷酸铁）项目部分生产线开展技改优化，优化后可针对客户要求优化提升产品的指标稳定性，降低产品成本。

未来，公司将致力于成为世界级的肥料、现代农业及精细化工产品提供商。通过成本领先战略巩固肥料产业优势，推动肥料与现代农业协同发展；依托资源优势，构建以黄磷和湿法工业级磷酸为基础的精细磷化工产品链，布局高附加值氟化工及电子化学品；拓展聚甲醛应用领域，增强工程材料竞争力；同时积极发展新能源电池新材料产业，建设磷酸铁及新能源电池一体化项目，培育新的业务增长点。

## ■ 盈利预测

公司技改增量有望快速释放，业绩增长预期较强。预测公司2025-2027年归母净利润分别为54.90、57.77、61.69亿元，当前股价对应PE分别为7.9、7.5、7.0倍，首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

下游需求波动风险；产品价格下跌风险；原材料价格上涨风险；新建项目不及预期等风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	61,537	65,522	67,406	69,301
增长率（%）	-10.9%	6.5%	2.9%	2.8%
归母净利润（百万元）	5,333	5,490	5,777	6,169
增长率（%）	17.9%	2.9%	5.2%	6.8%
摊薄每股收益（元）	2.91	2.99	3.15	3.36
ROE（%）	21.7%	19.8%	18.6%	17.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	6,937	11,540	16,425	21,470
应收款	1,750	1,864	1,917	1,971
存货	6,070	6,644	6,831	7,004
其他流动资产	1,907	2,029	2,087	2,145
流动资产合计	16,664	22,077	27,260	32,590
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	23	23	23	23
固定资产	20,624	20,567	19,723	18,619
在建工程	2,196	879	351	141
无形资产	4,789	4,549	4,310	4,082
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649
其他非流动资产	3,558	3,558	3,558	3,558
非流动资产合计	34,816	33,201	31,591	30,048
资产总计	51,480	55,278	58,851	62,639
<b>流动负债:</b>				
短期借款	4,069	4,069	4,069	4,069
应付账款、票据	5,070	5,549	5,706	5,850
其他流动负债	4,500	4,500	4,500	4,500
流动负债合计	15,685	16,297	16,516	16,724
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	9,449	9,449	9,449	9,449
其他非流动负债	1,769	1,769	1,769	1,769
非流动负债合计	11,218	11,218	11,218	11,218
负债合计	26,903	27,515	27,734	27,942
<b>所有者权益</b>				
股本	1,834	1,834	1,834	1,834
股东权益	24,576	27,763	31,116	34,697
负债和所有者权益	51,480	55,278	58,851	62,639

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6043	6221	6546	6990
少数股东权益	710	731	769	821
折旧摊销	2529	1614	1599	1530
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	1470	-197	-79	-77
经营活动现金净流量	10752	8369	8835	9265
投资活动现金净流量	-1287	1375	1371	1315
筹资活动现金净流量	-4861	-3034	-3193	-3410
现金流量净额	4,604	6,710	7,013	7,170

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	61,537	65,522	67,406	69,301
营业成本	50,767	54,552	56,088	57,502
营业税金及附加	958	1,020	1,049	1,078
销售费用	760	809	832	855
管理费用	1,111	1,183	1,217	1,251
财务费用	488	265	128	-13
研发费用	581	619	637	655
费用合计	2,940	2,875	2,814	2,748
资产减值损失	-556	-556	-556	-556
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	595	595	595	595
营业利润	7,138	7,346	7,725	8,243
加:营业外收入	41	41	41	41
减:营业外支出	130	130	130	130
利润总额	7,049	7,257	7,636	8,154
所得税费用	1,006	1,036	1,090	1,164
净利润	6,043	6,221	6,546	6,990
少数股东损益	710	731	769	821
归母净利润	5,333	5,490	5,777	6,169

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-10.9%	6.5%	2.9%	2.8%
归母净利润增长率	17.9%	2.9%	5.2%	6.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	17.5%	16.7%	16.8%	17.0%
四项费用/营收	4.8%	4.4%	4.2%	4.0%
净利率	9.8%	9.5%	9.7%	10.1%
ROE	21.7%	19.8%	18.6%	17.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.3%	49.8%	47.1%	44.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	35.2	35.2	35.2	35.2
存货周转率	8.4	8.4	8.4	8.4
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.91	2.99	3.15	3.36
P/E	8.1	7.9	7.5	7.0
P/S	0.7	0.7	0.6	0.6
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4

## ■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。