

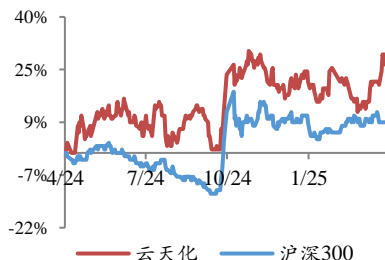
24 年业绩同比稳定增长，矿化一体打开增长空间

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-03-30

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 23.24 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 24.89/18.22 |
| 总股本（百万股） | 1,834 |
| 流通股本（百万股） | 1,834 |
| 流通股比例（%） | 100.00 |
| 总市值（亿元） | 426 |
| 流通市值（亿元） | 426 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 三季度业绩同比稳定增长，磷化工一体化优势显著 2024-10-17

2. 24 年上半年业绩符合预期，磷矿石高景气持续 2024-08-15

3. 全年业绩符合预期，持续巩固资源优势 2024-03-30

主要观点：

● 事件描述

3 月 24 日晚，云天化发布 2024 年年度报告。公司 2024 年度实现营业总收入 615.37 亿元，同比下降 10.89%；归母净利润 53.33 亿元，同比上升 17.93%；扣非归母净利润 51.90 亿元，同比上升 15.12%。其中 Q4 营业收入 148.13 亿元，同比下降 6.00%，环比上升 0.56%；归母净利润 9.09 亿元，同比上升 11.16%，环比下降 42.58%；扣非归母净利润 8.45 亿元，同比下降 9.17%，环比下降 45.65%。

● 磷矿产业高景气叠加原料采购成本下降，全年业绩显著提升

得益于磷矿石价格维持高位，对磷化工产品磷肥与饲料等主要产品价格形成有力支撑，同时主营产品产销同比齐增长冲抵尿素等部分产品均价下跌，主要产品营收保持稳定，继续保持较好的盈利水平。公司 2024 年度实现营业总收入 615.37 亿元，同比下降 10.89%；主要源于商贸物流板块大豆价格下降，但该部分营业收入与营业成本下降幅度一致，并未对公司盈利能力造成较大冲击。主营产品产销量的同步提升成为业绩增长的重要驱动力，2024 全年磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛、饲料的生产量分别为：505.42、282.34、178.2、11.02、60.03 万吨，同比提升 7.16%、9.87%、13.17%、4.65%、6.34%；销量分别为：464.25、275.29、181.8、11.09、58.81 万吨，同比提升-5.59%、10.57%、16.90%、2.25%、2.18%，其中磷肥销量下降主要系国内化肥执行保供稳价政策；主营产品年均价分别为：3388、2043、3070、11566、3455 元/吨，同比提升 2.98%、-12.02%、-0.23%、-0.74%、10.81%；主营产品产销齐升加之核心利润中枢磷肥板块基本稳定，助力业绩稳步增长。

图表 1 2024 全年公司主营业务分产品情况

| 主要产品 | 营业收入 (亿元) | 营业收入变 动率 (%) | 毛利率 (%) | 毛利率变动 率 (%) |
|--------|--------------|-----------------|---------|----------------|
| 磷肥 | 157.29 | -0.97 | 37.93 | 4.97 |
| 尿素 | 56.25 | -2.71 | 23.01 | -10.20 |
| 复合（混）肥 | 55.81 | 16.62 | 14.36 | 3.42 |
| 聚甲醛 | 12.83 | 1.53 | 28.56 | 2.68 |
| 饲料磷酸钙盐 | 20.32 | 13.21 | 35.37 | 4.17 |

资料来源：公司年报、华安证券研究所

硫磺、煤炭、天然气等主要大宗原材料采购成本同比下降，助力公司利润增厚。公司 2024 年度营业成本 507.67 亿元，同比下降 13.34%；刨除受商贸物流板块影响所减少的 61.36 亿元，仍减少 13.87 亿元。其主要源于公司大宗原材料价格普遍且大幅下降，硫磺/天然气/液氨采/原料煤购年均价格同比下降 6.46%、0.53%、10.99%、12.60%，其中得益于 75%国外进口+25%国内采购的市场化采购模式，硫磺采购均价逆市而下。原材料采购价格优势助力全年毛利实现 107.70 亿元，同比增长 2.76%。

● 全资控股磷化集团股权，参股公司获得镇雄磷矿探矿权

云天化全资控股磷化集团、竞拍获得镇雄磷矿探矿权，进一步巩固在磷矿资源和磷化工领域的行业地位，助力业绩持续增厚。2024 年 2 月 20 日，公司宣布参股公司聚磷新材竞拍获得镇雄磷矿探矿权，镇雄县碗厂磷矿位于镇雄县羊场—芒部磷矿区，该地区磷矿资源丰富，此举将有利于提升公司磷矿资源保障能力与在磷化工资源、技术、产业链方面取得优势。2024 年 6 月 14 日，公司发布《云天化关于受让控股子公司少数股权的公告》，拟通过非公开协议转让的方式受让交银投资及建信投资合计持有的磷化集团 18.6%股权，受让完成后磷化集团将成为云天化全资子公司。磷化集团拥有昆阳磷矿、晋宁磷矿和尖山磷矿三座大型露天矿山，原矿生产能力 1,150 万吨/年。全资控股磷化集团将进一步巩固“磷化工一体化”优势，在磷化工板块不断实现强链、补链、延链；同时本次受让少数股权将进一步增厚公司利润，报告期内，磷化集团全年实现净利润 20.33 亿，持续为公司贡献利润增长。

● 发布未来现金分红规划，提振投资者信心提升公司投资价值

云天化发布未来三年（2024-2026 年度）现金分红规划，增强投资者获得感，提升公司投资价值。2025 年 1 月 24 日，公司发布《未来三年（2024-2026 年度）现金分红规划》，拟计划在公司当年盈利且累计可供分配利润为正数的情况下，公司每年度至少进行一次现金分红。公司 2024 年度至 2026 年度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%。通过明确的分红比例与频次，为投资者提供可预期的现金流回报，同时向市场传递经营稳健信号，吸引注重稳定收益的长期资本投资。

● 成本控制效果显著，持续加强可控费用控制

公司财务管控持续发力，持续优化带息负债结构，压降带息负债规模，带息负债结构不断优化。2024 年公司资产负债率为 52.26%，同比下降 10.10%。此外，公司坚持“从紧从严、合理开支”控量节流，2024 年公司管理费用/财务费用/销售费用分别为 8.90、7.03、8.00 亿元，同比分别上升 24.83%、下降 30.58%/5.00%，其中管理费用上升主要来自本年计提的辞退福利增加。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 55.67、57.58、58.84 亿元（前值 2025-2026 年为 52.88、54.53 亿元），对应 PE 分别为 8、7、7 倍。维持“增持”评级。

● 风险提示

- （1）原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- （2）安全生产风险；
- （3）环境保护风险；
- （4）项目投产进度不及预期；

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 61537 | 66009 | 67844 | 69786 |
| 收入同比 (%) | -10.9% | 7.3% | 2.8% | 2.9% |
| 归属母公司净利润 | 5333 | 5567 | 5758 | 5884 |
| 净利润同比 (%) | 17.9% | 4.4% | 3.4% | 2.2% |
| 毛利率 (%) | 17.5% | 16.6% | 16.6% | 16.4% |
| ROE (%) | 23.9% | 19.9% | 18.1% | 15.6% |
| 每股收益 (元) | 2.91 | 3.04 | 3.14 | 3.21 |
| P/E | 7.67 | 7.66 | 7.40 | 7.24 |
| P/B | 1.83 | 1.53 | 1.34 | 1.13 |
| EV/EBITDA | 4.73 | 5.59 | 4.69 | 4.36 |

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | | | | |
| 流动资产 | 16664 | 22016 | 30822 | 38925 | | | | | |
| 现金 | 6937 | 9524 | 20520 | 25802 | | | | | |
| 应收账款 | 1669 | 989 | 1770 | 1072 | | | | | |
| 其他应收款 | 87 | 361 | 23 | 377 | | | | | |
| 预付账款 | 305 | 473 | 456 | 461 | | | | | |
| 存货 | 6070 | 8426 | 6591 | 8871 | | | | | |
| 其他流动资产 | 1596 | 2243 | 1463 | 2342 | | | | | |
| 非流动资产 | 34816 | 38783 | 40625 | 41812 | | | | | |
| 长期投资 | 3649 | 3886 | 4098 | 4306 | | | | | |
| 固定资产 | 20626 | 23720 | 25156 | 25953 | | | | | |
| 无形资产 | 4789 | 4886 | 5043 | 5192 | | | | | |
| 其他非流动资产 | 5752 | 6290 | 6328 | 6362 | | | | | |
| 资产总计 | 51480 | 60799 | 71447 | 80738 | | | | | |
| 流动负债 | 15685 | 16732 | 20710 | 21374 | | | | | |
| 短期借款 | 4069 | 6069 | 8069 | 10069 | | | | | |
| 应付账款 | 5012 | 3619 | 5588 | 3987 | | | | | |
| 其他流动负债 | 6605 | 7044 | 7054 | 7318 | | | | | |
| 非流动负债 | 11218 | 13218 | 15218 | 17218 | | | | | |
| 长期借款 | 9449 | 11449 | 13449 | 15449 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1769 | 1769 | 1769 | 1769 | | | | | |
| 负债合计 | 26903 | 29950 | 35928 | 38592 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2218 | 2923 | 3636 | 4379 | | | | | |
| 股本 | 1834 | 1834 | 1834 | 1834 | | | | | |
| 资本公积 | 7282 | 7282 | 7282 | 7282 | | | | | |
| 留存收益 | 13242 | 18809 | 22767 | 28651 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 22358 | 27926 | 31883 | 37767 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 51480 | 60799 | 71447 | 80738 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | | | | |
| 经营活动现金流 | 10752 | 4619 | 12835 | 5094 | | | | | |
| 净利润 | 6043 | 6273 | 6470 | 6627 | | | | | |
| 折旧摊销 | 3034 | 1570 | 1536 | 1848 | | | | | |
| 财务费用 | 567 | 653 | 816 | 979 | | | | | |
| 投资损失 | -595 | -544 | -573 | -599 | | | | | |
| 营运资金变动 | 1194 | -3719 | 4169 | -4157 | | | | | |
| 其他经营现金流 | 5357 | 10378 | 2719 | 11180 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -1287 | -5380 | -3223 | -2833 | | | | | |
| 资本支出 | -1746 | -5454 | -3348 | -2987 | | | | | |
| 长期投资 | -118 | -470 | -449 | -445 | | | | | |
| 其他投资现金流 | 576 | 544 | 573 | 599 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -8936 | 3347 | 1384 | 3021 | | | | | |
| 短期借款 | -1814 | 2000 | 2000 | 2000 | | | | | |
| 长期借款 | -1731 | 2000 | 2000 | 2000 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 资本公积增加 | 88 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他筹资现金流 | -5479 | -653 | -2616 | -979 | | | | | |
| 现金净增加额 | 535 | 2587 | 10996 | 5282 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | | | | |
| 营业收入 | 61537 | 66009 | 67844 | 69786 | | | | | |
| 营业成本 | 50767 | 55021 | 56613 | 58314 | | | | | |
| 营业税金及附加 | 958 | 881 | 939 | 975 | | | | | |
| 销售费用 | 760 | 773 | 678 | 698 | | | | | |
| 管理费用 | 1111 | 1062 | 1116 | 1158 | | | | | |
| 财务费用 | 488 | 548 | 673 | 671 | | | | | |
| 资产减值损失 | -556 | -259 | -291 | -275 | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 投资净收益 | 595 | 544 | 573 | 599 | | | | | |
| 营业利润 | 7138 | 7653 | 7889 | 8069 | | | | | |
| 营业外收入 | 41 | 25 | 30 | 30 | | | | | |
| 营业外支出 | 130 | 166 | 171 | 162 | | | | | |
| 利润总额 | 7049 | 7512 | 7748 | 7936 | | | | | |
| 所得税 | 1006 | 1239 | 1278 | 1310 | | | | | |
| 净利润 | 6043 | 6273 | 6470 | 6627 | | | | | |
| 少数股东损益 | 710 | 705 | 712 | 743 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 5333 | 5567 | 5758 | 5884 | | | | | |
| EBITDA | 10537 | 9473 | 9802 | 10253 | | | | | |
| EPS (元) | 2.91 | 3.04 | 3.14 | 3.21 | | | | | |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -10.9% | 7.3% | 2.8% | 2.9% |
| 营业利润 | 4.6% | 7.2% | 3.1% | 2.3% |
| 归属于母公司净利润 | 17.9% | 4.4% | 3.4% | 2.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 17.5% | 16.6% | 16.6% | 16.4% |
| 净利率 (%) | 8.7% | 8.4% | 8.5% | 8.4% |
| ROE (%) | 23.9% | 19.9% | 18.1% | 15.6% |
| ROIC (%) | 15.9% | 13.0% | 11.6% | 10.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 52.3% | 49.3% | 50.3% | 47.8% |
| 净负债比率 (%) | 109.5% | 97.1% | 101.2% | 91.6% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.32 | 1.49 | 1.82 |
| 速动比率 | 0.63 | 0.76 | 1.13 | 1.36 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.18 | 1.18 | 1.03 | 0.92 |
| 应收账款周转率 | 47.85 | 49.66 | 49.17 | 49.10 |
| 应付账款周转率 | 10.90 | 12.75 | 12.30 | 12.18 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.91 | 3.04 | 3.14 | 3.21 |
| 每股经营现金流 (摊薄) | 5.86 | 2.52 | 7.00 | 2.78 |
| 每股净资产 | 12.19 | 15.22 | 17.38 | 20.59 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 7.67 | 7.66 | 7.40 | 7.24 |
| P/B | 1.83 | 1.53 | 1.34 | 1.13 |
| EV/EBITDA | 4.73 | 5.59 | 4.69 | 4.36 |

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。