

云天化（600096.SH）

2024 年公司盈利改善，磷矿化一体景气延续

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	69,060	61,537	61,990	63,616	65,483
增长率 yoy（%）	-8.3	-10.9	0.7	2.6	2.9
归母净利润（百万元）	4,522	5,333	5,565	5,823	6,035
增长率 yoy（%）	-24.9	17.9	4.4	4.6	3.6
ROE（%）	25.0	24.6	22.8	20.2	18.2
EPS 最新摊薄（元）	2.47	2.91	3.03	3.17	3.29
P/E（倍）	9.4	8.0	7.7	7.3	7.1
P/B（倍）	2.3	1.9	1.7	1.4	1.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 3 月 24 日，云天化发布 2024 年年报，公司 2024 年营业收入为 615.37 亿元，同比下跌 10.89%；归母净利润 53.33 亿元，同比上涨 17.93%；扣非净利润 51.90 亿元，同比上涨 15.12%。对应 4Q24 公司实现营业收入 148.13 亿元，同比下降 6.00%，环比提升 0.55%；归母净利润 9.09 亿元，同比上涨 11.15%，环比下跌 42.58%。

点评：2024 年公司优化成本控制，整体盈利改善。2024 年公司总体销售毛利率为 17.50%，较上年同期上涨 2.32pcts。2024 年财务费用同比下降 30.52%；销售费用同比下降 5.03%；管理费用同比上升 12.38%；研发费用同比上升 5.76%。公司 2024 年利润实现增长的主要原因是其在成本控制、产品结构优化、生产效率提升方面有所成效。

公司 2024 年经营活动产生的现金流同比上涨。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 107.52 亿元，同比增长 13.93%，主要是由于净利润同比提升。投资性活动产生的现金流量净额为 -12.87 亿元，同比上涨 55.87%。筹资活动产生现金流净额为 -89.36 亿，同比下跌 43.36%，主要因为公司购买子公司少数股东股权支付的现金增加所致。期末现金及现金等价物余额为 65.61 亿元，同比上升 8.87%。应收账款 16.69 亿元，同比上升 84.82%，应收账款周转率下降，从 2023 年 50.48 次变为 47.85 次。存货周转率下降，从 2023 年 7.55 次变为 7.46 次。

2024 年公司资产负债率下降，分红持续高比例。2024 年末公司资产负债率 52.26%，较上年同期下跌 5.87pcts。根据公司年年报，其制定了 2024 年-2026 年不低于 45% 的现金分红规划，其中 2024 年每 10 股派息数（含税）为 14 元，合计分红金额（含税）为 25.52 亿元，合计分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 47.86%。我们认为，得益于资产负债率的下降，公司得以维持高分红，利好投资者长期收益。

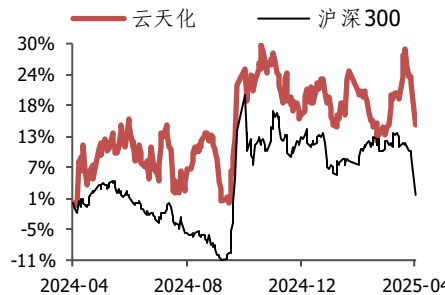
由于区域冲突、粮食安全等影响，国内磷肥价格受到支撑。近年来磷肥行业受到能耗双控、“三磷”治理等政策影响，资源自给率低、环保落后和经营困难的磷肥企业逐步退出，行业集中度不断增强，产业链完整、自主创新能力强、安全环保水平高的磷肥企业竞争力进一步提升。虽然国际

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 4 月 7 日收盘价（元）	21.22
总市值（百万元）	38,924.46
流通市值（百万元）	38,924.46
总股本（百万股）	1,834.33
流通股本（百万股）	1,834.33
近 3 月日均成交额（百万元）	651.72

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

相关研究

- 《3Q24 公司盈利同比高增，磷矿化一体景气延续》2024-10-17
- 《1H24 公司业绩符合预期，磷矿化一体凸显经营韧性》2024-08-23
- 《巩固国内磷化工行业优势地位，拓宽磷矿产业上下游布局》2024-04-22

市场存在如区域冲突、粮食安全等不确定性因素使得磷肥价格高位波动，但是国内市场制定了保供稳价政策，磷肥价格相对平稳，整体开工率稳中有升。

公司 2024 年多项主营产品产销同比增长，磷肥价格同比提升。根据公司 2024 年年报经营数据披露，在产品产销方面，2024 年公司磷铵/复合（混）肥 / 尿素 / 聚甲醛 / 黄磷 / 饲料级磷酸氢钙 的产量分别为 505.42/178.20/282.34/11.02/2.92/60.03 万吨，同比分别为 9.98%/13.17%/9.87%/4.65%/-2.34%/6.34%；销量分别为 464.25/181.80/275.29/11.09/1.98/58.81 万吨，同比分别为 -3.15%/16.91%/10.57%/2.21%/-6.16%/2.17%。

销售均价方面，2024 年公司磷铵/复合（混）肥/尿素/聚甲醛/黄磷/饲料级磷酸氢钙销售均价分别为 3388/3070/2043/11566/20435/3455 元/吨，同比分别为 4.28%/-0.23%/-12.02%/-0.74%/-7.72%/10.81%。2024 年磷化工景气延续，公司主要产品销量同比大多提升，利好公司业绩。

公司围绕磷化工产业链，持续发挥一体化优势。公司主营业务包括化肥、磷矿采选、磷化工及新材料、商贸物流四项业务。肥料方面，公司拥有国内先进的大型化肥生产装置，主要生产和销售磷肥、尿素、复合肥。2024 年公司磷肥产能达 555 万吨/年，尿素产能达 260 万吨/年，公司饲料级磷酸钙盐产能 50 万吨/年；2024 年公司磷肥、尿素、饲料级磷酸钙盐、聚甲醛等产品均质量稳定，市场占有率较高。

磷矿采选方面，2024 年公司磷矿储量近 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一，2024 年公司共生产成品矿 1153 万吨。

根据公司 2024 年年报，公司对于子公司磷化集团二矿地采等项目投入增加，持续加强 450 万吨/年磷矿浮选项目建设，截至 2024 年年底已完成审批；2024 年已实现 10 万吨/年磷酸铁装置的连续法技术改造，积极推进研发磷酸铁铁法工艺。公司持续加大磷矿采选、精细磷化工、新能源材料等研究投入，推进建设全平台产业链，增强产业化技术设备，优化产业布局。

精细化工方面，截至 2024 年，公司拥有聚甲醛产能 9 万吨/年，产能位居国内前列；饲料级磷酸氢钙产能达 50 万吨/年，单套产能国内排名第一。公司在云南、重庆、内蒙、青海等省市自治区建有 10 余个生产基地，产业规模位居国内前列。

商贸物流方面，公司拥有“金沙江”“云天化”“三环”“金富瑞”“红磷”“云峰”等近 20 个国内外知名品牌，拥有一万多个加盟商和分销商。根据公司 2024 年年报，公司 2024 年磷肥国内年销售量约占国内年施用量的 22%，出口量占国内出口量的 20%以上。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 619.90/636.16/654.83 亿元，实现归母净利润分别为 55.65/58.23/60.35 亿元，对应 EPS 分别为 3.03/3.17/3.29 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 7.7X、7.3X、7.1X。我们基于以下几个方面，1) 磷化工景气延续，公司磷矿资源储备丰富，资源优势显著，有望进一步发挥一体化优势；2) 由于区域冲突、粮食安全等影响，化肥价格有所支撑，利好公司业绩；3) 公司主要产品产销有望保持增长势头，提升业绩弹性。我们看好公司资源优势及磷化工景气延续，

维持“买入”评级。

风险提示：市场价格波动风险；原材料价格波动风险；产能爬坡不及预期风险；安全环保风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17311	16664	18810	23811	27259
现金	6434	6937	7819	13659	15742
应收票据及应收账款	903	1669	922	1737	1000
其他应收款	153	87	155	93	162
预付账款	615	305	621	330	649
存货	7545	6070	7696	6396	8108
其他流动资产	1662	1596	1597	1596	1597
非流动资产	35259	34816	33709	32950	32225
长期股权投资	3515	3649	4321	4990	5654
固定资产	22577	20638	19521	18647	17730
无形资产	4565	4789	4751	4712	4727
其他非流动资产	4602	5741	5117	4601	4114
资产总计	52571	51480	52519	56761	59484
流动负债	17692	15685	14789	15665	15135
短期借款	5883	4069	4069	4069	4069
应付票据及应付账款	4358	5070	4463	5295	4748
其他流动负债	7452	6547	6258	6301	6318
非流动负债	12868	11218	8851	6539	4216
长期借款	11180	9449	7083	4770	2447
其他非流动负债	1688	1769	1769	1769	1769
负债合计	30560	26903	23641	22204	19350
少数股东权益	3268	2218	3151	4144	5175
股本	1834	1834	1834	1834	1834
资本公积	7194	7282	7282	7282	7282
留存收益	9764	13276	17837	22115	26429
归属母公司股东权益	18742	22358	25728	30412	34959
负债和股东权益	52571	51480	52519	56761	59484

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	7131	11036	7656
净利润	5493	6043	6498	6816	7066
折旧摊销	2661	2922	2380	2483	2618
财务费用	703	488	301	141	-55
投资损失	-456	-595	-538	-533	-531
营运资金变动	-136	961	-1918	1666	-1920
其他经营现金流	1173	933	408	463	478
投资活动现金流	-2917	-1287	-720	-1184	-1355
资本支出	1943	1759	601	1056	1228
长期投资	-73	-118	-672	-668	-664
其他投资现金流	-902	589	553	541	537
筹资活动现金流	-6233	-8936	-5529	-4012	-4217
短期借款	-4162	-1814	0	0	0
长期借款	2860	-1731	-2366	-2312	-2323
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-101	88	0	0	0
其他筹资现金流	-4830	-5479	-3163	-1700	-1894
现金净增加额	250	535	882	5840	2083

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	69060	61537	61990	63616	65483
营业成本	58579	50767	51332	52547	54085
营业税金及附加	825	958	713	771	837
销售费用	800	760	712	723	766
管理费用	989	1111	1014	993	1053
研发费用	550	581	382	453	502
财务费用	703	488	301	141	-55
资产和信用减值损失	-436	-488	-423	-471	-485
其他收益	173	163	176	177	172
公允价值变动收益	1	0	-1	-1	0
投资净收益	456	595	538	533	531
资产处置收益	15	-4	16	9	7
营业利润	6825	7138	7842	8236	8520
营业外收入	21	41	30	33	31
营业外支出	266	130	189	166	187
利润总额	6579	7049	7684	8104	8364
所得税	1086	1006	1186	1287	1298
净利润	5493	6043	6498	6816	7066
少数股东损益	971	710	932	994	1031
归属母公司净利润	4522	5333	5565	5823	6035
EBITDA	9973	10443	10390	10736	10935
EPS (元/股)	2.47	2.91	3.03	3.17	3.29

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	0.7	2.6	2.9
营业利润 (%)	-20.3	4.6	9.9	5.0	3.5
归属母公司净利润 (%)	-24.9	17.9	4.4	4.6	3.6
获利能力					
毛利率 (%)	15.2	17.5	17.2	17.4	17.4
净利率 (%)	8.0	9.8	10.5	10.7	10.8
ROE (%)	25.0	24.6	22.8	20.2	18.2
ROIC (%)	15.6	16.6	17.3	16.9	16.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.1	52.3	45.0	39.1	32.5
净负债比率 (%)	63.2	38.9	21.1	-6.3	-16.8
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8
速动比率	0.5	0.6	0.7	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	50.5	47.8	50.5	50.5	50.5
应付账款周转率	14.5	10.9	14.5	14.5	14.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.47	2.91	3.03	3.17	3.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.14	5.86	3.89	6.02	4.17
每股净资产 (最新摊薄)	10.22	12.19	13.82	16.15	18.37
估值比率					
P/E	9.4	8.0	7.7	7.3	7.1
P/B	2.3	1.9	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.0	5.2	5.0	4.2	3.8

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686