

## 基础化工

2025年08月20日

## 云天化 (600096)

——磷肥尿素价格环比提升，磷肥出口放开溢价显著，业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

## 投资要点:

- 公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期，拟实施中期分红。25H1 公司实现营业收入 249.92 亿元 (yoy-22%)，归母净利润为 27.61 亿元 (yoy-3%)，扣非后归母净利润为 26.96 亿元 (yoy-3%)，毛利率 19.16% (yoy+2.55 pct)，净利率 12.17% (yoy+1.46 pct)，业绩符合预期。其中 25Q2 公司实现营业收入为 119.88 亿元 (yoy-34%，QoQ-8%)，归母净利润为 14.72 亿元 (yoy+7%，QoQ+14%)，扣非后归母净利润为 14.26 亿元 (yoy+5%，QoQ+12%)，毛利率 21.25% (yoy+6.56 pct，QoQ+4.02 pct)，净利率 13.71% (yoy+4.22 pct，QoQ+2.97 pct)。我们预计 25Q2 公司归母净利润同比提升主要是成本端煤炭价格同比下滑，收购磷化集团少数股东权益并表，磷肥出口盈利同环比提升，环比提升主要系磷肥尿素价格环比提升。公司拟实施中期分红，每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)，合计派发 3.65 亿元。
- 磷矿石价格高位持稳支撑利润，25Q2 磷肥量跌价增，出口放开后受益于海内外价差显著，Q3 出口溢价继续提升或将带动板块盈利持续改善。25Q2 国内磷矿价格 1020 元/吨，同比+1%，环比持稳，公司拥有磷矿产能 1450 万吨/年，25H1 子公司磷化集团实现净利润 12.79 亿元，磷矿高景气支撑公司盈利。25H1 公司实现磷肥毛利 27.42 亿元 (YoY-3%)，毛利率 39.20% (YOY+4.84 pct)。根据公司经营数据，25Q2 磷肥销量 94.18 万吨 (YoY-21%，QoQ-26%)，不含税销售均价 3261 元/吨 (YoY-7%，QoQ+6%)。5 月中下旬磷肥出口放开，根据百川盈孚数据，25Q2 国内磷酸一铵均价 3296 元/吨，磷酸二铵均价 3527 元/吨，波罗的海一铵 FOB 均价折合人民币 4906 元/吨，较国内价差为 1610 元/吨，美国海湾二铵 FOB 均价折合人民币 4943 元/吨，较国内价差为 1415 元/吨，公司磷肥出口受益海内外价差显著。截至 8 月 19 日，25Q3 一铵国内外价差为 1915 元/吨，二铵国内外价差为 1828 元/吨，三季度磷肥出口溢价再次提升，板块盈利有望继续修复。
- 尿素量跌但价格环比修复，钙钙价格改善明显，公司聚焦主业，缩减商贸业务规模，贸易收入同比下降。25H1 公司实现尿素毛利 4.20 亿元 (YoY-49%)，毛利率 16.34% (YOY-10.26 pct)。根据公司经营数据，25Q2 尿素销量 71.14 万吨 (YoY-12%，QoQ-6%)，销售均价 1786 元/吨 (YoY-18%，QoQ+4%)，根据百川盈孚数据，25Q2 云南尿素小颗粒均价 2106 元/吨 (YoY-10%，QoQ+1%)，当前尿素仍处周期底部震荡，向下空间有限。25Q2 复合肥销量 45.80 万吨 (YoY-18%，QoQ-13%)，销售均价 3547 元/吨 (YoY+22%，QoQ+24%)。非肥业务方面，25Q2 聚甲醛销量 3.09 万吨 (YoY+8%，QoQ+24%)，销售均价 9917 元/吨 (YoY-13%，QoQ-14%)，毛利率 27.23% (YOY-4.23 pct)；饲料级磷酸钙盐销量 12.61 万吨 (YoY-17%，QoQ-1%)，销售均价 4303 元/吨 (YoY+23%，QoQ+11%)，毛利率 34.45% (YOY+0.66 pct)。25H1 公司商贸物流板块实现营收 80.61 亿元，同比下滑 40%。
- 中期分红叠加短期借款增加，资产负债率环比提升但仍为近年来低点。25Q2 末公司资产负债率为 51.58%，较 25Q1 末提升 1.62 pct，但仍为近年来低点，环比提升主要系公司实施中期分红，且减少长期借款 13.96 亿元而增加短期借款 23.70 亿元。近年来公司强化可控费用的管理与优化，扎实开展国企改革，持续优化负债规模和结构，资产负债表继续优化。公司持续加强应收账款清收，稳步压降资金占用，同时强化母子公司资金的集中管控，优化借款结构，不断降低公司带息负债规模，未来资产负债率仍有望进一步下降。25Q2 公司财务费用为 0.84 亿元 (YoY-38%，QoQ-18%)，财务费用率为 0.70% (YoY-0.04 pct，QoQ-0.08 pct)。
- 投资分析意见：一体化优势明显的磷化工企业，资产负债结构持续优化，同时转型布局精细磷化工业务、磷矿资源高效开发及氟硅资源综合利用项目。由于磷肥出口价格持续上涨，溢价显著，因此我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 60.23、61.84、63.05 亿元 (前值为 55.18、57.52、60.37 亿元)，对应的 EPS 分别为 3.30、3.39、3.46 元，目前市值对应的 PE 分别为 8X、8X、7X。我们仍然看好磷矿石资源价值属性，维持增持评级。
- 风险提示：1.磷矿石、磷肥、黄磷、聚甲醛等价格持续下跌；2.减债进度低于预期，资产负债率上行；3.期间费用大幅增长

## 市场数据: 2025年08月19日

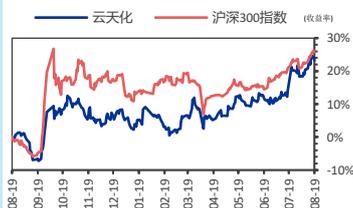
|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 收盘价 (元)        | 25.60              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 26.35/18.22        |
| 市净率            | 2.0                |
| 股息率% (分红/股价)   | 5.47               |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 46,669             |
| 上证指数/深证成指      | 3,727.29/11,821.63 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

## 基础数据: 2025年06月30日

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 每股净资产 (元)       | 12.40       |
| 资产负债率%          | 51.58       |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 1,823/1,823 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-         |

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

马昕晔 A0230511090002  
maxy@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

## 研究支持

李绍程 A0230525070002  
lisc@swsresearch.com

## 联系人

马昕晔  
(8621)23297818x  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务数据及盈利预测

|             | 2024   | 2025H1 | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 61,537 | 24,992 | 61,800 | 61,584 | 60,699 |
| 同比增长率 (%)   | -10.9  | -21.9  | 0.4    | -0.3   | -1.4   |
| 归母净利润 (百万元) | 5,333  | 2,761  | 6,023  | 6,184  | 6,305  |
| 同比增长率 (%)   | 17.9   | -2.8   | 12.9   | 2.7    | 2.0    |
| 每股收益 (元/股)  | 2.91   | 1.51   | 3.30   | 3.39   | 3.46   |
| 毛利率 (%)     | 17.5   | 19.2   | 18.8   | 18.8   | 19.3   |
| ROE (%)     | 23.9   | 12.2   | 23.1   | 20.7   | 18.7   |
| 市盈率         |        |        |        |        |        |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元                | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入              | 69,060 | 61,537 | 61,800 | 61,584 | 60,699 |
| 其中：营业收入            | 69,060 | 61,537 | 61,800 | 61,584 | 60,699 |
| 减：营业成本             | 58,579 | 50,767 | 50,185 | 49,989 | 48,995 |
| 减：税金及附加            | 825    | 958    | 865    | 862    | 850    |
| 主营业务利润             | 9,656  | 9,812  | 10,750 | 10,733 | 10,854 |
| 减：销售费用             | 800    | 760    | 742    | 739    | 728    |
| 减：管理费用             | 989    | 1,111  | 927    | 924    | 910    |
| 减：研发费用             | 550    | 581    | 618    | 616    | 607    |
| 减：财务费用             | 703    | 488    | 565    | 426    | 286    |
| 经营性利润              | 6,614  | 6,872  | 7,898  | 8,028  | 8,323  |
| 加：信用减值损失（损失以“-”填列） | 10     | 68     | 0      | 0      | 0      |
| 加：资产减值损失（损失以“-”填列） | -446   | -556   | -100   | -100   | -100   |
| 加：投资收益及其他          | 629    | 758    | 650    | 750    | 850    |
| 营业利润               | 6,825  | 7,138  | 8,463  | 8,698  | 9,092  |
| 加：营业外净收入           | -245   | -89    | 0      | -40    | -20    |
| 利润总额               | 6,579  | 7,049  | 8,463  | 8,658  | 9,072  |
| 减：所得税              | 1,086  | 1,006  | 1,593  | 1,541  | 1,694  |
| 净利润                | 5,493  | 6,043  | 6,870  | 7,118  | 7,377  |
| 少数股东损益             | 971    | 710    | 847    | 934    | 1,072  |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 4,522  | 5,333  | 6,023  | 6,184  | 6,305  |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                        |
|--------|-----|--------------|------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swhy.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swhy.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swhy.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swhy.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swhy.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swhy.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。