

分析师: 顾敏豪
登记编码: S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

磷化工景气延续，上半年业绩表现稳健

——云天化(600096)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

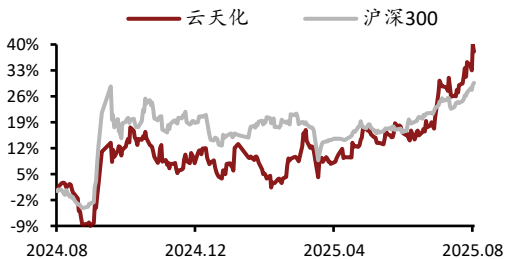
市场数据(2025-08-21)

收盘价(元)	26.59
一年内最高/最低(元)	26.95/18.51
沪深 300 指数	4,288.07
市净率(倍)	2.14
流通市值(亿元)	484.73

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	12.40
每股经营现金流(元)	2.31
毛利率(%)	19.16
净资产收益率_摊薄(%)	12.21
资产负债率(%)	51.58
总股本/流通股(万股)	182,299.07/182,299.07
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《云天化(600096)年报点评: 磷化工景气提升推动业绩增长, 资源优势保障长期发展》
2025-03-27

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 08 月 22 日

投资要点: 公司公布 2025 年半年度报告, 上半年公司实现营业收入 **249.92 亿元**, 同比下滑 **21.88%**; 实现归属于上市公司股东的净利润为 **27.61 亿元**, 同比下滑 **2.81%**, 扣非后的净利润 **26.96 亿元**, 同比下滑 **3.38%**。基本每股收益 **1.51 元**。

- **磷化工景气延续, 公司业绩表现稳健。** 公司是我国磷化工领域的龙头企业, 主要产品包括化肥、磷矿采选、精细化工等, 产品包括磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛、饲料级磷酸钙盐、黄磷等。2025 年上半年, 磷化工行业景气总体维持高位, 公司上半年业绩表现稳健。从公司产品销售和价格来看, 2025 年上半年公司磷肥实现销量 **221.91 万吨**, 同比下降 **6.67%**, 销售均价 **3152 元/吨**, 同比下降 **6.69%**, 此外复合肥、尿素、聚甲醛、黄磷和饲料磷酸氢钙分别销售 **98.33、146.49、5.58、1.08 和 25.29 万吨**, 同比变动 **-0.47%、2.83%、2.20%、22.73% 和 -5.49%**, 销售均价分别为 **3179、1754、10650、20627 和 4096 元/吨**, 同比变动 **6.50%、-19.39%、-8.01%、0.82% 和 21.15%**。总体来看, 受销量和价格下跌影响, 公司磷肥业务收入下滑 **14.40%**, 叠加公司缩减商贸业务规模影响, 上半年实现营业收入 **249.92 亿元**, 同比下滑 **21.88%**。

盈利能力方面, 公司磷肥业务在自产磷矿石保障和出口价差扩大的影响下, 盈利能力有所提升, 上半年毛利率 **39.20%**, 同比提升 **4.84 个百分点**。此外, 复合肥毛利率 **14.18%**, 同比提升 **1.20 个百分点**, 尿素毛利率 **16.34%**, 下降 **10.26 个百分点**, 饲料级磷酸钙毛利率 **34.45%**, 提升 **0.66 个百分点**。在磷肥盈利能力提升以及业务结构变化影响下, 上半年公司综合毛利率 **19.16%**, 提升 **2.51 个百分点**, 净利率 **11.05%**, 提升 **2.17 个百分点**。在盈利能力提升的推动下, 上半年公司实现净利润 **27.61 亿元**, 同比下滑 **2.81%**, 总体表现稳健。

- **磷肥出口有望提供下半年业绩弹性。** 2025 年以来, 国内磷肥价格整体保持平稳, 国际价格上涨, 国际国内价差增大。截止 8 月 21 日, 波罗的海磷酸一铵、磷酸二铵 FOB 价格折合人民币分别为 **5285 和 5436 元/吨**, 国内外价差分别为 **1859 和 1467 元/吨**。随着 5 月磷肥出口放开, 三季度为磷肥出口主要窗口期, 有望为公司下半年业绩带来弹性。
- **磷化工景气有望延续, 磷矿资源保障公司长期发展。** 2021

年以来，受需求提升和供给收缩等因素推动，磷矿石供需较为紧缺，价格大幅上涨。2024 年以来，磷矿石价格维持高位运行态势。根据卓创资讯数据，2025 年上半年 30%磷矿石主流市场均价 1037.5 元/吨，同比上涨 0.44%，环比保持稳定。由于磷矿石资源的不可再生性和开采过程中环保要求的提高，未来磷矿石的稀缺性将不断提升。随着下游磷肥、新能源领域对需求的拉动、磷矿石供给的紧张态势有望延续，推动磷矿石价格高位运行。公司磷矿资源储备丰富，目前的磷矿生产能力 1450 万吨/年，磷矿石储量近 8 亿吨，是我国最大的磷矿采选企业一。公司产能和储量均位居国内第一，资源优势显著。2024 年参股子公司聚磷新材成功取得镇雄磷矿探矿权，目前该项目探转采前期工作基本完成。此外昆阳二矿项目也已投入试生产，处于产能爬坡阶段。未来公司磷矿权益有望进一步提升，保障公司长期发展。

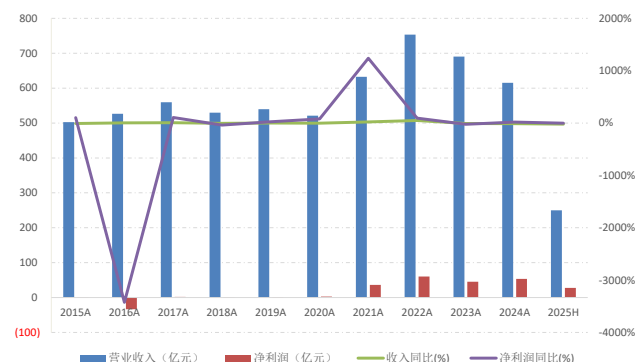
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2025、2026 年 EPS 为 3.12 元和 3.27 元，以 8 月 22 日收盘价 26.46 元计算，PE 分别为 8.49 倍和 8.08 倍。考虑到公司的发展前景与资源优势，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：新项目进度不及预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	69,060	61,537	63,623	65,507	67,549
增长比率（%）	-8.30	-10.89	3.39	2.96	3.12
净利润（百万元）	4,522	5,333	5,682	5,967	6,389
增长比率（%）	-24.90	17.93	6.54	5.01	7.07
每股收益(元)	2.48	2.93	3.12	3.27	3.50
市盈率(倍)	10.67	9.04	8.49	8.08	7.55

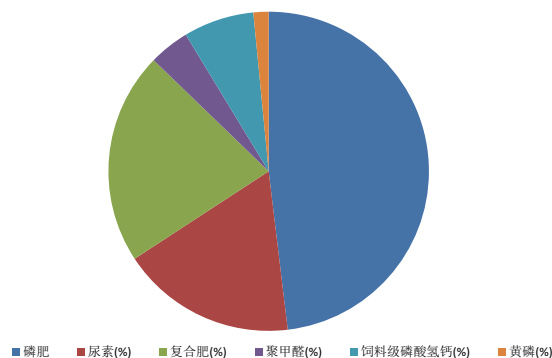
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司历年业绩



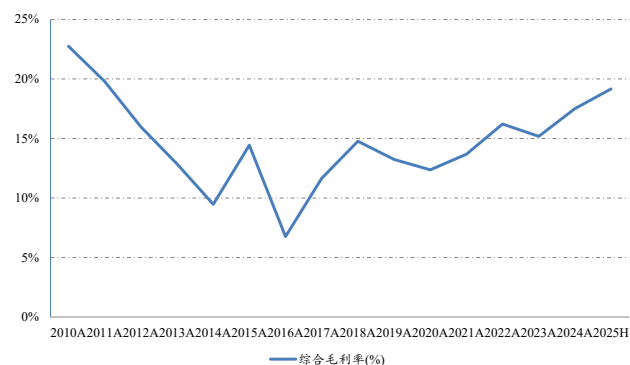
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 2：公司主营产品结构



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 4：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 5：磷矿石价格走势



资料来源：中原证券研究所，卓创资讯

图 6：磷酸一铵、磷酸二铵价格走势



资料来源：中原证券研究所，卓创资讯

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,311	16,664	21,044	25,497	30,259
现金	6,434	6,937	11,988	16,242	20,772
应收票据及应收账款	903	1,669	1,237	1,274	1,313
其他应收款	153	87	88	91	94
预付账款	615	305	524	537	552
存货	7,545	6,070	6,257	6,418	6,594
其他流动资产	1,662	1,596	949	936	934
非流动资产	35,259	34,816	33,339	31,854	30,316
长期投资	3,515	3,649	3,899	4,149	4,399
固定资产	22,550	20,626	19,301	17,601	15,671
无形资产	4,565	4,789	5,089	5,389	5,689
其他非流动资产	4,630	5,752	5,050	4,715	4,558
资产总计	52,571	51,480	54,382	57,351	60,576
流动负债	17,692	15,685	17,452	17,331	17,086
短期借款	5,883	4,069	6,569	6,069	5,569
应付票据及应付账款	4,358	5,070	4,969	5,246	5,390
其他流动负债	7,452	6,547	5,914	6,016	6,127
非流动负债	12,868	11,218	8,620	7,630	6,640
长期借款	11,180	9,449	6,649	5,649	4,649
其他非流动负债	1,688	1,769	1,971	1,981	1,991
负债合计	30,560	26,903	26,073	24,961	23,726
少数股东权益	3,268	2,218	2,993	3,807	4,678
股本	1,834	1,834	1,823	1,823	1,823
资本公积	7,194	7,282	7,076	7,076	7,076
留存收益	9,764	13,276	16,398	19,665	23,254
归属母公司股东权益	18,742	22,358	25,316	28,583	32,172
负债和股东权益	52,571	51,480	54,382	57,351	60,576

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9,437	10,752	9,752	10,404	10,720
净利润	5,493	6,043	6,457	6,780	7,260
折旧摊销	2,745	3,034	3,028	3,083	3,136
财务费用	839	567	392	411	364
投资损失	-456	-595	-414	-426	-439
营运资金变动	191	1,194	7	178	23
其他经营现金流	626	508	282	377	376
投资活动现金流	-2,917	-1,287	-1,424	-1,549	-1,535
资本支出	-1,854	-1,746	-1,668	-1,777	-1,776
长期投资	-1,454	-118	-248	-248	-248
其他投资现金流	391	576	492	476	489
筹资活动现金流	-6,233	-8,936	-3,270	-4,601	-4,654
短期借款	-4,162	-1,814	2,500	-500	-500
长期借款	2,860	-1,731	-2,800	-1,000	-1,000
普通股增加	0	0	-11	0	0
资本公积增加	-101	88	-206	0	0
其他筹资现金流	-4,830	-5,479	-2,753	-3,101	-3,154
现金净增加额	250	535	5,051	4,254	4,531

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	69,060	61,537	63,623	65,507	67,549
营业成本	58,579	50,767	52,386	53,729	55,202
营业税金及附加	825	958	954	983	1,013
营业费用	800	760	795	819	844
管理费用	989	1,111	1,152	1,186	1,223
研发费用	550	581	598	616	635
财务费用	703	488	309	267	169
资产减值损失	-446	-556	-300	-300	-300
其他收益	173	163	159	164	169
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	456	595	414	426	439
资产处置收益	15	-4	32	33	34
营业利润	6,825	7,138	7,733	8,230	8,805
营业外收入	21	41	40	40	40
营业外支出	266	130	40	150	150
利润总额	6,579	7,049	7,733	8,120	8,695
所得税	1,086	1,006	1,276	1,340	1,435
净利润	5,493	6,043	6,457	6,780	7,260
少数股东损益	971	710	775	814	871
归属母公司净利润	4,522	5,333	5,682	5,967	6,389
EBITDA	9,961	10,537	11,070	11,470	11,999
EPS (元)	2.48	2.93	3.12	3.27	3.50

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.30	-10.89	3.39	2.96	3.12
营业利润 (%)	-20.27	4.59	8.33	6.43	6.98
归属母公司净利润 (%)	-24.90	17.93	6.54	5.01	7.07
获利能力					
毛利率 (%)	15.18	17.50	17.66	17.98	18.28
净利率 (%)	6.55	8.67	8.93	9.11	9.46
ROE (%)	24.13	23.85	22.44	20.88	19.86
ROIC (%)	14.47	15.91	15.33	15.10	15.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.13	52.26	47.94	43.52	39.17
净负债比率 (%)	138.84	109.47	92.10	77.07	64.39
流动比率	0.98	1.06	1.21	1.47	1.77
速动比率	0.49	0.63	0.80	1.05	1.33
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.18	1.20	1.17	1.15
应收账款周转率	50.48	47.85	43.78	52.18	52.22
应付账款周转率	14.47	10.90	10.52	10.56	10.42
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.48	2.93	3.12	3.27	3.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.18	5.90	5.35	5.71	5.88
每股净资产 (最新摊薄)	10.28	12.26	13.89	15.68	17.65
估值比率					
P/E	10.67	9.04	8.49	8.08	7.55
P/B	2.57	2.16	1.91	1.69	1.50
EV/EBITDA	4.20	4.73	4.67	4.01	3.33

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。