

云天化 (600096.SH)

强烈推荐 (维持)

镇雄磷矿产能大幅扩产，继续布局新能源材料

事件：为加快开发利用云南省镇雄县碗厂磷矿资源，推进镇雄磷基新材料绿色低碳循环经济产业集群项目建设，公司参股子公司聚磷新材拟在碗厂磷矿投资建设1000万吨/年磷矿采矿工程项目，项目总投资估算81.7亿元，具体以实际投资金额为准。

□ **磷矿开采提速，为新能源产业保供，公司继续迈向世界级磷化工巨头。**聚磷新材为公司持股35%的参股子公司，于2025年12月取得碗厂磷矿采矿权许可证。矿权面积23平方公里，开采矿种为磷矿、氟，采用地下开采方式。截至2025年2月，矿权内累计查明资源量24.38亿吨，磷矿石平均品位22.54%。聚磷新材由云天化集团持股55%，云天化股份持股35%，昭通发展集团持股9%，镇雄产投集团持股1%。碗厂磷矿巨大的资源储量和较好的矿石品位，为项目规模化、集约化开发提供了坚实的核心资源支撑。本项目建设投产后生产的磷矿，将规划配套建设选矿工程生产高品位磷精矿，用于生产精制磷酸、磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料，黄磷及下游高品质磷酸、磷系阻燃剂等高附加值产品，根据市场需求和产业发展需求布局其他高质高效磷氟化工产品。本项目通过矿化一体全产业链运营模式，建立资源和成本优势，推动磷资源利用从基础肥料向新能源电池材料等高附加值领域延伸，全面提升资源利用效率和产业链竞争力。公司控股股东云天化集团承诺，在取得采矿权后3年内将聚磷新材控制权注入上市公司。

□ **公司矿产资源十分充足。**考虑公司参股子公司聚磷新材相关矿产资源，公司磷矿储量将超过32亿吨，近年来，公司致力于大型装置技术改造和产能提升，合成氨产能提升至270万吨/年，合成氨自给率97%以上；公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，开采能力400万吨/年，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。化肥总产能超1,000万吨/年，其中尿素超290万吨/年、磷肥555万吨/年、复合肥185万吨/年，是目前国内最大的化肥生产企业之一，对国家农业生产和粮食安全发挥着重要的保障作用。公司拥有聚甲醛产能9万吨/年，产能位居国内前列。拥有50万吨/年饲料级磷酸氢钙产能，单套产能规模国内排名第一。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。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**由于公司不再从事部分贸易业务，预计公司2026-2028年收入分别为528亿元、570亿元和598亿元，归母净利润分别为51.83亿元、61.3亿元和64.9亿元，EPS分别为2.84元、3.36元和3.56元。当前股价对应PE分别为11.4、9.6倍和9.1倍。

□ **风险提示：**原材料价格波动风险、项目进度不及预期风险、市场需求风险

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	61537	48415	52772	56994	59844
同比增长	-11%	-21%	9%	8%	5%
营业利润(百万元)	7138	6595	6629	7851	8318
同比增长	5%	-8%	1%	18%	6%
归母净利润(百万元)	5333	5156	5183	6130	6491
同比增长	18%	-3%	1%	18%	6%

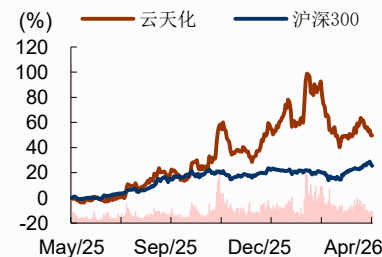
周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 32.35 元

基础数据

总股本(百万股)	1823
已上市流通股(百万股)	1823
总市值(十亿元)	59.0
流通市值(十亿元)	59.0
每股净资产(MRQ)	14.3
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	46.7%
主要股东	云天化集团有限责任公司
主要股东持股比例	38.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-7	54
相对表现	-4	-12	29



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

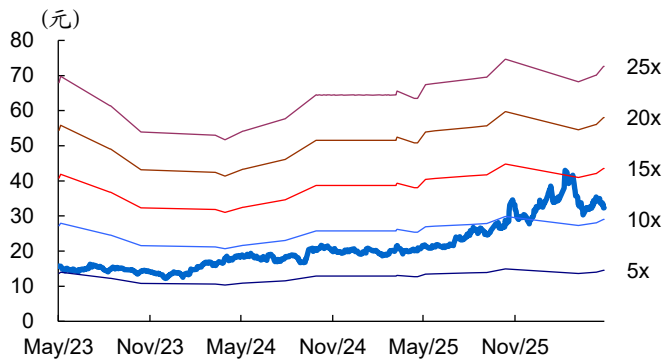
- 《云天化(600096)——提质增效重回报，一季度业绩超预期》2026-04-28
- 《云天化(600096)——进一步夯实磷资源保障能力，向世界级磷化工巨头发展》2026-04-11
- 《云天化(600096)——公司动态管理，三季度利润同比快速增长》2025-10-29

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
赵晨曦 S1090523010001
zhaochenxi@cmschina.com.cn

每股收益(元)	2.93	2.83	2.84	3.36	3.56
PE	11.1	11.4	11.4	9.6	9.1
PB	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8

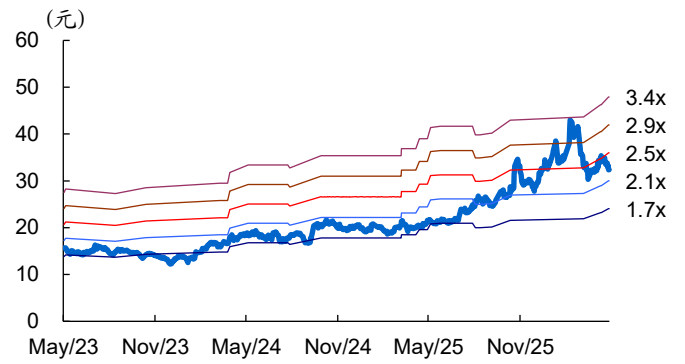
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 云天化历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 云天化历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	16664	14815	15014	16871	21692
现金	6937	4981	4174	5261	9501
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1669	834	909	982	1031
其它应收款	87	55	60	65	68
存货	6070	6892	7626	8145	8552
其他	1901	2052	2243	2417	2538
非流动资产	34816	35527	34629	33858	33195
长期股权投资	3649	3709	3709	3709	3709
固定资产	20626	20579	20538	20501	20469
无形资产商誉	4885	4829	4346	3912	3521
其他	5655	6409	6035	5736	5497
资产总计	51480	50342	49643	50729	54887
流动负债	15685	17435	14127	11958	12476
短期借款	4069	3234	2828	0	0
应付账款	5070	5979	6617	7066	7420
预收账款	2086	2574	2848	3042	3194
其他	4460	5648	1834	1850	1862
长期负债	11218	6312	6312	6312	6312
长期借款	9449	4286	4286	4286	4286
其他	1769	2026	2026	2026	2026
负债合计	26903	23747	20439	18270	18788
股本	1834	1823	1823	1823	1823
资本公积金	7082	7055	7055	7055	7055
留存收益	13442	15703	17969	20818	24028
少数股东权益	2218	2014	2357	2763	3193
归属于母公司所有者权益	22358	24581	26847	29696	32906
负债及权益合计	51480	50342	49643	50729	54887

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10752	9087	8170	8801	9021
净利润	6043	5498	5526	6536	6922
折旧摊销	2922	3102	3144	3017	2909
财务费用	567	371	517	304	198
投资收益	(595)	(756)	(945)	(945)	(945)
营运资金变动	1822	886	(73)	(111)	(63)
其它	(7)	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(1287)	(1768)	(1301)	(1301)	(1301)
资本支出	(1759)	(2284)	(2246)	(2246)	(2246)
其他投资	471	516	945	945	945
筹资活动现金流	(8936)	(9332)	(7676)	(6413)	(3479)
借款变动	(6775)	(7054)	(4242)	(2828)	0
普通股增加	0	(11)	0	0	0
资本公积增加	88	(27)	0	0	0
股利分配	(1834)	(2199)	(2917)	(3281)	(3281)
其他	(415)	(41)	(517)	(304)	(198)
现金净增加额	528	(2013)	(807)	1087	4240

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	61537	48415	52772	56994	59844
营业成本	50767	38628	42746	45652	47935
营业税金及附加	958	1171	1277	1379	1448
营业费用	760	704	767	828	870
管理费用	1111	903	984	1063	1116
研发费用	581	731	797	861	904
财务费用	488	287	517	304	198
资产减值损失	(492)	(341)	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	163	188	188	188	188
投资收益	595	756	756	756	756
营业利润	7138	6595	6629	7851	8318
营业外收入	41	50	50	50	50
营业外支出	130	150	150	150	150
利润总额	7049	6495	6530	7752	8219
所得税	1006	997	1003	1216	1297
少数股东损益	710	342	343	406	430
归属于母公司净利润	5333	5156	5183	6130	6491

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-11%	-21%	9%	8%	5%
营业利润	5%	-8%	1%	18%	6%
归母净利润	18%	-3%	1%	18%	6%
获利能力					
毛利率	17.5%	20.2%	19.0%	19.9%	19.9%
净利率	8.7%	10.6%	9.8%	10.8%	10.8%
ROE	26.0%	22.0%	20.2%	21.7%	20.7%
ROIC	15.7%	14.5%	15.9%	18.4%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	47.2%	41.2%	36.0%	34.2%
净负债比率	30.5%	22.6%	14.3%	8.4%	7.8%
流动比率	1.1	0.8	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.7	0.5	0.5	0.7	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	7.5	6.0	5.9	5.8	5.7
应收账款周转率	47.8	38.7	60.5	60.3	59.4
应付账款周转率	10.8	7.0	6.8	6.7	6.6
每股资料(元)					
EPS	2.93	2.83	2.84	3.36	3.56
每股经营净现金	5.90	4.98	4.48	4.83	4.95
每股净资产	12.26	13.48	14.73	16.29	18.05
每股股利	1.01	1.60	1.80	1.80	1.80
估值比率					
PE	11.1	11.4	11.4	9.6	9.1
PB	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.3	8.9	8.0	7.3	7.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。