

云天化 (600096.SH)

磷矿供需维持紧平衡，碗厂磷矿项目投资有望进一步凸显公司资源优势

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	61,654	48,415	50,051	51,782	52,527
增长率 yoy (%)	-10.7	-21.5	3.4	3.5	1.4
归母净利润 (百万元)	5,337	5,156	5,366	5,650	6,039
增长率 yoy (%)	18.0	-3.4	4.1	5.3	6.9
ROE (%)	24.6	20.7	20.1	18.4	17.1
EPS 最新摊薄 (元)	2.93	2.83	2.94	3.10	3.31
P/E (倍)	10.6	10.9	10.5	10.0	9.3
P/B (倍)	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2026年3月23日，云天化发布2025年年度报告，公司2025年营业收入为484.15亿，同比下跌21.47%；归母净利润51.56亿元，同比下跌3.40%；扣非净利润50.07亿元，同比下跌3.60%。

2026年4月27日，云天化发布2026年一季报，公司1Q26营业收入为119.81亿元，同比下降8.06%；归母净利润14.25亿元，同比上涨10.39%；扣非净利润13.92亿元，同比上涨9.54%。

点评：2025年公司盈利略有承压，1Q26业绩同比改善。2025年公司总体销售毛利率为20.21%，较2024年上涨2.71pct。2025年公司财务费用同比下跌41.20%，主要系公司经营现金流稳定，带息负债规模减少，综合资金成本同比下降所致；销售费用同比下跌7.58%；研发费用同比上涨24.69%，主要系公司研发投入增加所致。我们认为，公司2025营收及盈利下降的主要原因是主要原料硫磺价格大幅上涨，尿素、聚甲醛价格同比下跌，导致产品毛利同比下降，1Q26由于部分产品价格上涨带动盈利水平提升。

2025年公司经营活动净现金流同比下跌。2025年公司经营活动产生的现金流量净额为90.87亿元，同比下跌15.44%，主要系公司加大了主要原材料战略采购力度，支付的经营现金流增加所致；投资性活动产生的现金流量净额为-17.68亿元，主要系公司450万吨/年磷矿浮选项目等在建工程投入较多所致；筹资活动产生的现金流量净额为-93.32亿元。期末现金及现金等价物余额为45.55亿元，同比下跌30.57%。应收账款周转率下降，从2024年的47.85次变为38.68次。存货周转率下降，从2024年的7.46次变为5.96次。

1Q26 硫磺价格上涨，带动公司部分产品价格提升，为业绩形成支撑。根据公司1Q26主要经营数据公告，1Q26公司主要产品磷肥、复合肥、尿素、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸氢钙、磷酸铁价格分别为3697、3331、1711、9255、20885、4700、10020元/吨，同比分别为20.38%、16.59%、-0.75%、-20.09%、1.21%、20.82%、13.28%；主要原材料硫磺的价格同比增长115.03%，我们认为，由于原材料价格的大幅上涨，带动公司部分主要产品价格提升，且冲抵了硫磺涨价带来的成本压力，

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2026年05月29日收盘价(元)	30.64
总市值(百万元)	55,856.44
流通市值(百万元)	55,856.44
总股本(百万股)	1,822.99
流通股本(百万股)	1,822.99
近3月日均成交额(百万元)	2,293.83

作者



分析师 肖亚平

SAC: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com



分析师 王彤

SAC: S1070525100002

邮箱: wangtong@cgws.com

相关研究

- 1、《2025年前三季度公司业绩同比提升，磷矿开发夯实资源优势》2025-11-20
- 2、《磷化工板块稳中向好，公司磷矿产能持续释放-云天化2025年半年报点评》2025-09-09

为公司业绩形成支撑。

国内磷矿石供需维持紧平衡，磷化工业务整体稳中向好。根据公司《投资者关系活动记录表（20260324）》，我国磷资源受新能源需求进一步增长等因素影响，整体供需关系仍为偏紧态势；同时，受磷化工行业发展政策和环保政策趋严等因素影响，磷资源集中度也将向具备全产业链一体化水平高、高值高效资源利用能力强和环保竞争优势大型企业集中。公司预计随着资源集中度的提升，矿化一体企业矿石自用比例将增加，流通量占比减小，磷矿市场供需关系有望持续保持紧平衡。

磷肥产品方面，根据公司 2025 年报，2025 年公司磷肥板块营业收入为 154.79 亿元，占总营业收入 31.97%，子公司生产磷酸一铵、磷酸二铵等各类磷肥 463.88 万吨。在价格方面，2025 年国内磷肥继续执行保供稳价政策，受硫磺价格持续上升的影响，国内磷肥价格略有上升；受国际磷肥贸易量减少、区域冲突、硫磺价格上涨等因素影响，国际市场价格维持高位波动。我们认为磷矿价格维持高位运行，出口磷肥价格走势或延续，利好公司业绩。

公司产业布局稳步夯实，业务结构更趋均衡。根据公司 2025 年报，2025 年公司重大项目稳步推进，450 万吨/年磷矿浮选项目实现机械竣工；子公司金新化工、天安化工、大为制氨完成合成氨产能技改提升；参股公司镇雄磷矿探转采工作快速推进，已取得采矿权证和采矿许可证；完成 10 万吨/年磷酸铁项目连续法技术改造，提升装置开工率，进一步优化改进装置运行效率；主动逐步压缩大豆贸易业务规模，3Q25 后不再开展大豆贸易业务。

根据公司 2026 年 5 月 15 日发布的《关于参股公司投资建设项目的公告》，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，项目总投资估算约 81.69 亿元。截至该公告发布日期，公司按 35% 的持股比例履行对聚磷新材的出资义务，认缴出资 7 亿元，已实缴出资 4.55 亿元。我们认为，公司多个项目稳步推进，业务结构优化提升抗风险能力，后续有望受益于产能释放与资源优势。

公司延续现有分红政策，提升投资者回报。根据公司《投资者关系活动记录表（20260324）》，公司将继续执行《未来三年（2024-2026 年度）现金分红规划》，即以现金方式累计分配的利润原则上不少于此三年度（2024-2026）累计实现可供分配利润总额的 45%。我们认为公司延续分红政策，有望提升投资者信心与公司长期投资价值。

投资建议：预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 500.51/517.82/525.27 亿元，实现归母净利润分别为 53.66/56.50/60.39 亿元，对应 EPS 分别为 2.94/3.10/3.31 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 10.5X、10.0X、9.3X。我们基于以下几个方面：1) 磷矿供需维持较稳定的紧平衡，国际磷肥价格有望延续高位波动，公司磷矿资源优势凸显；2) 公司产业布局稳步推进，业务结构持续优化，利好公司业绩；3) 公司延续现有分红政策，提升投资者回报，有望提升长期投资价值。我们看好公司资源优势及磷化工板块表现，维持“买入”评级。

风险提示：安全环保风险；市场价格波动风险；原材料价格波动风险；新建项目进度不及预期等

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16704	14815	17066	23535	30294
现金	6947	4981	6849	13596	20165
应收票据及应收账款	1671	834	1668	608	1444
其他应收款	87	55	92	60	94
预付账款	308	430	333	457	344
存货	6089	6892	6647	7264	6733
其他流动资产	1601	1623	1477	1550	1514
非流动资产	34824	35527	35044	34579	33958
长期股权投资	3649	3709	4296	4878	5474
固定资产	20646	20584	19930	19233	18185
无形资产	4789	4738	4666	4640	4643
其他非流动资产	5741	6496	6151	5828	5657
资产总计	51528	50342	52109	58113	64252
流动负债	15697	17435	16497	19078	21350
短期借款	4069	3234	3500	5000	5621
应付票据及应付账款	5073	5979	7450	8784	10150
其他流动负债	6555	8222	5548	5294	5580
非流动负债	11218	6312	5058	4149	3398
长期借款	9449	4286	2928	2071	1294
其他非流动负债	1769	2026	2129	2078	2104
负债合计	26915	23747	21555	23227	24748
少数股东权益	2232	2014	2784	3558	4278
股本	1834	1823	1823	1823	1823
资本公积	7291	7055	7065	7069	7094
留存收益	13286	15523	19181	22851	26673
归属母公司股东权益	22380	24581	27770	31327	35226
负债和股东权益	51528	50342	52109	58113	64252

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10747	9087	9688	10123	10696
净利润	6050	5498	6136	6425	6758
折旧摊销	2924	3102	2642	2828	3022
财务费用	488	287	120	120	115
投资损失	-595	-756	-588	-599	-634
营运资金变动	946	368	1027	985	1071
其他经营现金流	935	589	350	366	364
投资活动现金流	-1288	-1768	-1557	-1756	-1760
资本支出	1759	2284	1571	1782	1805
长期投资	-118	-111	-587	-581	-596
其他投资现金流	589	626	602	607	641
筹资活动现金流	-8945	-9332	-6264	-1621	-2366
短期借款	-1814	-834	266	1500	621
长期借款	-1731	-5164	-1357	-857	-777
普通股增加	0	-11	0	0	0
资本公积增加	97	-236	10	4	25
其他筹资现金流	-5496	-3086	-5183	-2268	-2235
现金净增加额	521	-2016	1868	6747	6570

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	61654	48415	50051	51782	52527
营业成本	50868	38628	40287	41396	41654
营业税金及附加	958	1171	765	867	942
销售费用	761	704	607	655	678
管理费用	1114	903	810	870	915
研发费用	586	731	469	543	584
财务费用	488	287	120	120	115
资产和信用减值损失	-488	-347	-365	-374	-370
其他收益	164	188	180	176	177
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资净收益	595	756	588	599	634
资产处置收益	-4	6	14	8	6
营业利润	7146	6595	7411	7741	8085
营业外收入	41	50	38	37	42
营业外支出	130	150	156	175	153
利润总额	7057	6495	7294	7603	7974
所得税	1007	997	1157	1179	1216
净利润	6050	5498	6136	6425	6758
少数股东损益	713	342	770	775	720
归属母公司净利润	5337	5156	5366	5650	6039
EBITDA	10452	9871	10116	10499	10902
EPS (元/股)	2.93	2.83	2.94	3.10	3.31

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-10.7	-21.5	3.4	3.5	1.4
营业利润 (%)	4.7	-7.7	12.4	4.4	4.4
归属母公司净利润 (%)	18.0	-3.4	4.1	5.3	6.9
获利能力					
毛利率 (%)	17.5	20.2	19.5	20.1	20.7
净利率 (%)	9.8	11.4	12.3	12.4	12.9
ROE (%)	24.6	20.7	20.1	18.4	17.1
ROIC (%)	16.6	15.6	17.5	16.2	15.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.2	47.2	41.4	40.0	38.5
净负债比率 (%)	38.8	26.7	4.1	-14.0	-29.3
流动比率	1.1	0.8	1.03	1.23	1.42
速动比率	0.6	0.4	0.58	0.80	1.06
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	47.9	38.6	43.3	41.0	42.1
应付账款周转率	10.9	7.4	9.2	8.3	8.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.93	2.83	2.94	3.10	3.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.90	4.98	5.31	5.55	5.87
每股净资产 (最新摊薄)	12.28	13.48	15.23	17.18	19.30
估值比率					
P/E	10.6	10.9	10.5	10.0	9.3
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.0	5.2	4.5

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：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686