

云天化 (600096.SH)

公司快报

基础化工 | 磷肥及磷化工III

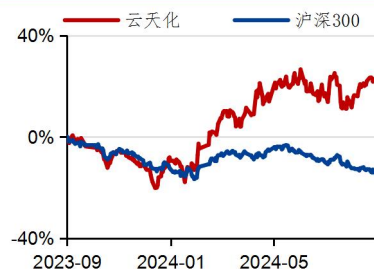
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2024-09-05) **20.36 元**

交易数据

总市值(百万元)	37,346.93
流通市值(百万元)	37,346.93
总股本(百万股)	1,834.33
流通股本(百万股)	1,834.33
12个月价格区间	21.59/14.33

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	10.17	6.98	34.63
绝对收益	7.61	-2.4	19.9

 分析师 **骆红永**

 SAC 执业证书编号: S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告

云天化: 资源优势凸显经营韧性, 财务质量持续优化-华金证券-化工-公司快报-云天化
 2024.4.25

业绩稳中有增, 一体化优势突出

投资要点

◆ **事件:** 云天化发布 2024 半年报, 24H1 实现营收 319.93 亿元, 同比减少 9.16%; 归母净利润 28.41 亿元, 同比增长 6.10%; 扣非归母净利润 27.90 亿元, 同比增长 8.23%; 毛利率 16.61%, 同比提升 1.49pct。单季度看, 24Q2 实现营收 181.36 亿元, 同比减少 6.19%, 环比增长 30.88%; 归母净利润 13.82 亿元, 同比增长 25.01%, 环比减少 5.32%; 扣非归母净利润 13.55 亿元, 同比增长 27.75%, 环比减少 5.59%; 毛利率 14.69%, 同比提升 1.64pct, 环比下滑 4.43pct。

◆ **产销稳中有增, 强化费用管控, 业绩实现增长。** 2024H1 公司化肥、聚甲醛、饲料等主要产品实现稳定盈利, “矿化一体”和全产业链运营优势持续发力, 保持“满负荷、快周转、防风险”的运营策略, 主要生产装置保持高效运行, 主要产品产销量同比增加。公司发挥战略采购优势, 硫磺、煤炭等主要大宗原材料采购成本同比下降, 有效对冲了产品价格波动的不利影响, 主要产品毛利水平保持平稳。加强可控费用控制, 强化母子公司资金协同和管控, 财务费用同比降低。参股公司经营业绩提升, 投资收益同比有所增加。24H1 公司磷铵、复合(混)肥、尿素、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸氢钙收入分别为 81.71、29.48、31.00、6.32、1.80、9.05 亿元, 同比变化-0.62%、23.45%、1.25%、-2.98%、-24.69%、11.29%; 销量分别为 237.78、98.79、142.46、5.46、0.88、26.76 万吨, 同比变化 1.75%、43.28%、12.05%、-1.27%、-16.19%、10.12%; 产品均价分别为 3436、2985、2176、11572、20463、3381 元/吨, 同比变化-2.33%、-13.84%、-9.64%、-1.74%、-10.15%、1.06%。2024 年公司计划生产销售尿素 254.49 万吨、磷铵 454.15 万吨、复合肥 192.51 万吨, 生产饲料级磷酸氢钙 58 万吨、聚甲醛 10.60 万吨、黄磷 3.02 万吨。

◆ **磷矿石供需平稳, 价格高位运行。** 磷矿石是一种具有不可再生矿产资源, 是我国重要的经济矿产和战略性非金属矿产资源。据公司 2024 半年报, 全球磷矿石储量约 720 亿吨, 主要集中在北非、中东、北美以及我国西南部分区域。我国磷矿石储量 36.9 亿吨是全球第二大磷矿储量国, 主要分布在湖北、云南、贵州、四川等省份。经过多年发展, 我国高品位矿资源不断消耗, 磷矿整体品位下降, 开采难度加大, 开采成本上升。受国家环保限采及长江保护治理等政策影响, 国内磷矿采选和磷化工行业呈现出产业集中度高、上下游一体化程度高、准入壁垒高等特征。近年来, 受市场供给受限及下游市场需求旺盛等因素影响, 国内新增规划产能有所增长, 新增规划产能的投产受到环保、产业布局等因素影响, 投产进度有较大不确定性, 同时品位降低和原有资源减量的情况持续存在, 预计未来几年国内磷矿供给关系将继续维持稳定, 磷产业将持续向高值高效的方向发展突破。2024H1 磷矿石下游磷肥行业需求稳定, 含磷新能源电池材料持续发展, 虽国内较多规划产能, 但国内磷矿石行业仍处于供需紧平衡、行业景气度较高的阶段, 磷矿石总需求整体维持平稳, 市场价格维持高位运行, 围绕着 1000 元/吨大稳小动。

◆ **强化资源和规模优势, 构筑一体化产业链。** 公司现有磷矿储量近 8 亿吨, 原矿生产能力 1450 万吨/年, 擦洗选矿生产能力 618 万吨/年, 浮选生产能力 750 万吨/年,



是我国最大的磷矿采选企业之一，公司 2024 年上半年共生产成品矿 579.27 万吨。2024 年 2 月，公司参股公司云南云天化聚磷新材料以 8 亿元竞得云南镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，将进一步巩固公司磷资源优势。此外公司目前拥有合成氨产能 240 万吨/年，合成氨自给率 95%左右，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。公司化肥总产能 1000 万吨/年，其中尿素 260 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。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。

◆ **投资建议：**云天化具备磷矿石-磷肥-磷化工一体化产业链，资源和规模优势显著，磷矿石高位维持，资产负债表持续改善，分红股息率具备较强吸引力。考虑分红影响，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 718.69/728.16/736.25 亿元，同比增长 4.1%/1.3%/1.1%，归母净利润分别为 47.47(原 47.66)/50.58(原 51.01)/53.31(原 53.86) 亿元，同比增长 5.0%/6.5%/5.4%，对应 PE 分别为 7.9x/7.4x/7.0x；维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**行业扩产超预期；需求不及预期；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	75,313	69,060	71,869	72,816	73,625
YoY(%)	19.1	-8.3	4.1	1.3	1.1
归母净利润(百万元)	6,021	4,522	4,747	5,058	5,331
YoY(%)	65.3	-24.9	5.0	6.5	5.4
毛利率(%)	16.2	15.2	14.8	15.2	15.5
EPS(摊薄/元)	3.28	2.47	2.59	2.76	2.91
ROE(%)	36.3	25.0	22.2	19.7	17.7
P/E(倍)	6.2	8.3	7.9	7.4	7.0
P/B(倍)	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
净利率(%)	8.0	6.5	6.6	6.9	7.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20749	17311	19657	22061	26016	营业收入	75313	69060	71869	72816	73625
现金	7444	6434	6942	8109	8109	营业成本	63100	58579	61238	61772	62209
应收票据及应收账款	2829	903	1150	1277	1400	营业税金及附加	714	825	704	732	760
预付账款	795	615	852	634	869	营业费用	757	800	791	801	736
存货	7968	7545	8786	10221	13705	管理费用	1032	989	1006	1019	1031
其他流动资产	1714	1815	1927	1820	1932	研发费用	368	550	539	532	530
非流动资产	32473	35259	36592	39067	42093	财务费用	1066	703	669	582	579
长期投资	3223	3515	4306	5097	5889	资产减值损失	-490	-436	-395	-400	-405
固定资产	19672	22575	23776	26073	28919	公允价值变动收益	-5	1	1	1	1
无形资产	3881	4565	4471	4418	4361	投资净收益	543	456	501	501	501
其他非流动资产	5697	4605	4038	3478	2925	营业利润	8560	6825	7028	7480	7878
资产总计	53223	52571	56249	61128	68109	营业外收入	42	21	28	28	28
流动负债	23450	17692	17077	16248	17156	营业外支出	78	266	150	150	150
短期借款	10045	5883	4000	3000	2000	利润总额	8523	6579	6906	7358	7756
应付票据及应付账款	4029	4358	4409	4434	4472	所得税	1478	1086	1140	1214	1280
其他流动负债	9376	7452	8667	8814	10684	税后利润	7046	5493	5766	6144	6476
非流动负债	10360	12868	13230	13711	14454	少数股东损益	1024	971	1019	1086	1145
长期借款	8321	11180	11542	12023	12767	归属母公司净利润	6021	4522	4747	5058	5331
其他非流动负债	2039	1688	1688	1688	1688	EBITDA	11644	10141	10167	10846	11611
负债合计	33810	30560	30306	29959	31610						
少数股东权益	3048	3268	4287	5374	6518	主要财务比率					
股本	1835	1834	1834	1834	1834	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	7295	7194	7194	7194	7194	成长能力					
留存收益	7076	9764	13224	16910	20796	营业收入(%)	19.1	-8.3	4.1	1.3	1.1
归属母公司股东权益	16365	18742	21655	25796	29980	营业利润(%)	66.8	-20.3	3.0	6.4	5.3
负债和股东权益	53223	52571	56249	61128	68109	归属于母公司净利润(%)	65.3	-24.9	5.0	6.5	5.4
						获利能力					
						毛利率(%)	16.2	15.2	14.8	15.2	15.5
						净利率(%)	8.0	6.5	6.6	6.9	7.2
						ROE(%)	36.3	25.0	22.2	19.7	17.7
						ROIC(%)	19.4	15.9	15.8	14.9	14.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	63.5	58.1	53.9	49.0	46.4
						流动比率	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5
						速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
						应收账款周转率	28.4	37.0	70.0	60.0	55.0
						应付账款周转率	16.4	14.0	14.0	14.0	14.0
						估值比率					
						P/E	6.2	8.3	7.9	7.4	7.0
						P/B	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
						EV/EBITDA	4.9	5.4	5.3	5.0	4.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn