

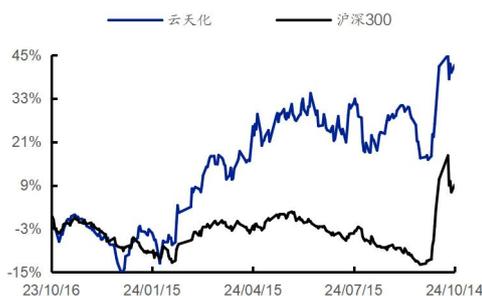
研究所:

证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
证券分析师: 李娟廷 S0350524090007
lijt03@ghzq.com.cn

三季度业绩同比大增, 磷矿资源优势显著

——云天化 (600096) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/10/14

表现	1M	3M	12M
云天化	22.1%	9.2%	40.4%
沪深 300	25.4%	14.1%	8.1%

市场数据

2024/10/14

当前价格 (元)	22.69
52 周价格区间 (元)	14.09-24.89
总市值 (百万)	41,620.92
流通市值 (百万)	41,620.92
总股本 (万股)	183,432.87
流通股本 (万股)	183,432.87
日均成交额 (百万)	943.35
近一月换手 (%)	2.25

相关报告

《云天化 (600096) 2024 年中报点评: 盈利彰显韧性, 磷矿资源优势领先 (买入)*农化制品*李永磊, 董伯骏》——2024-08-15

《云天化 (600096) 点评报告: 一季度业绩环比大增, 磷矿龙头经营稳健 (买入)*农化制品*李永磊, 董伯骏》——2024-04-16

《云天化 (600096) 2023 年报点评: 化肥价格下降影响利润, 镇雄磷矿进一步提升公司资源保障能力 (买入)*农化制品*李永磊, 董伯骏》——2024-03-29

事件:

2024 年 10 月 15 日, 云天化发布 2024 年第三季度报告: 2024 年前三季度公司实现营业收入 467.24 亿元, 同比下降 12.34%; 实现归属于上市公司股东的净利润 44.24 亿元, 同比增长 19.42%; 加权平均净资产收益率为 21.90%, 同比增长 0.67 个百分点。销售毛利率 16.99%, 同比增长 2.86 个百分点; 销售净利率 10.92%, 同比增长 2.56 个百分点。

其中, 公司 2024Q3 实现营收 147.31 亿元, 同比-18.54%, 环比-18.77%; 实现归母净利润 15.83 亿元, 同比+54.16%, 环比+14.56%; ROE 为 7.66%, 同比增加 1.87 个百分点, 环比增加 0.77 个百分点。销售毛利率 17.81%, 同比增加 5.61 个百分点, 环比增加 3.12 个百分点; 销售净利率 11.37%, 同比增加 5.16 个百分点, 环比增加 1.88 个百分点。

投资要点:

■ 2024Q3 利润同比大增, 磷矿龙头经营稳健

2024Q3, 公司实现营业收入 147.31 亿元, 同比-33.53 亿元, 环比-34.05 亿元; 实现归母净利润 15.83 亿元, 同比+5.56 亿元, 环比+2.01 亿元; 实现毛利润 26.23 亿元, 同比+4.16 亿元, 环比-0.41 亿元。公司业绩增长主要系 (1) 磷肥价格同比上升, 大宗原材料价格同比下降, 毛利同比增加; (2) 强化母子公司资金协同与管控, 财务费用同比降低; (3) 二季度末回购子公司磷化集团少数股权, 享有的归母净利润同比增加。

据 wind 数据, 2024Q3 磷酸二铵均价 3916 元/吨, 同比+5.93%, 环比+0.63%, 价差为 957 元/吨, 同比-1.45%, 环比+0.98%; 尿素均价 2059 元/吨, 同比-17.32%, 环比-9.26%, 价差为 778 元/吨, 同比-34.13%, 环比-20.84%; 复合肥均价 2470 元/吨, 同比+2.74%, 环比+0.73%, 价差为 291 元/吨, 同比+5.13%, 环比-8.99%。

期间费用方面, 2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 1.55/2.57/1.19/1.07 亿元, 同比-0.47/+0.63/-0.49/-0.97 亿元, 环比-0.21/+0.24/+0.10/-0.27 亿元。2024Q3 公司少数股东损益为 0.92 亿元, 同比-0.05 亿元, 环比-2.47 亿元。2024Q3 公司经营活动产生

《云天化（600096）2023 年三季报点评：Q3 业绩环比微降，磷肥盈利有望进一步修复（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-02

《云天化（600096）2023 中报点评：Q2 业绩下滑，矿石资源领先一体化优势突出（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-08-30

的现金流量净额为 28.86 亿元，同比下降 22.82%，环比增长 35.59%。截至 2024 年 9 月底，公司资产负债率为 52.51%，较 2024 中减少 3.98 个百分点，负债结构持续优化。

四季度以来，磷矿石及磷铵价格稳中有增。据 wind 数据，截至 2024 年 10 月 14 日，磷矿石均价为 1018 元/吨，同比+3.34%，环比+0.10%；磷酸二铵均价为 3949 元/吨，同比+0.67%，环比+0.83%，价差为 958 元/吨，同比+9.66%，环比+0.09%；公司磷矿石资源优势领先，看好公司经营韧性。

■ 磷矿资源储量国内领先，参股公司获得镇雄磷矿探矿权

据云天化 2024 年半年度报告，公司磷矿储量近 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。公司拥有合成氨产能 240 万吨/年，合成氨自给率 95%左右；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。2024 年 2 月 20 日，公司发布关于参股公司竞拍磷矿探矿权成交确认的公告，公司参股公司云南云天化聚磷新材料有限公司按照法定程序，以 80008 万元竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，并与云南省政府采购和出让中心签署了《探矿权出让成交确认书》。聚磷新材为公司与控股股东云天化集团、昭通发展集团有限责任公司和镇雄产投集团有限公司于 2023 年 3 月共同出资设立，其中云天化集团持股 55%，公司持股 35%。鉴于聚磷新材取得矿权后将与公司形成潜在同业竞争，云天化集团已出具承诺，在符合政策法规、保障上市公司及中小股东利益的前提下，待聚磷新材取得合法有效的采矿许可证后 3 年内，将聚磷新材的控制权按照相关条件优先注入公司。镇雄县碗厂磷矿位于镇雄县羊场——芒部磷矿区的冯家沟、祝家厂和庆坝村三个区块内，该区域磷矿资源丰富，此次竞得该探矿权，将有利于提升公司磷矿资源保障能力，为充分发挥公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势奠定更加坚实的基础。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 611、621、627 亿元，归母净利润分别为 56、59、62 亿元，对应 PE 分别 7.41、7.03、6.71 倍，公司是磷化工龙头企业，磷矿石资源优势突出，为业绩提供了强有力支撑，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	69060	61096	62084	62740
增长率(%)	-8	-12	2	1
归母净利润(百万元)	4522	5615	5917	6205
增长率(%)	-25	24	5	5
摊薄每股收益(元)	2.47	3.06	3.23	3.38
ROE(%)	24	21	18	15
P/E	6.32	7.41	7.03	6.71
P/B	1.53	1.59	1.23	1.00
P/S	0.41	0.68	0.67	0.66
EV/EBITDA	4.20	3.73	3.17	2.52

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1：云天化主要产品季度经营数据

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q3环比
磷酸铵	产量(万吨)	112.49	122.31	113.70	111.04	124.53	123.93	124.47	9.47%	0.44%
	销量(万吨)	122.58	111.11	134.88	110.78	118.03	119.75	121.44	-9.96%	1.41%
	营收(亿元)	43.00	39.22	37.13	38.34	39.57	42.14	39.35	5.98%	-6.61%
	均价(元/吨)	3508.04	3529.49	2752.88	3461.27	3352.83	3518.67	3240.31	17.71%	-7.91%
复合肥	产量(万吨)	39.10	37.59	37.79	42.98	51.02	46.41	38.97	3.12%	-16.03%
	销量(万吨)	31.37	37.58	45.89	40.67	42.65	56.14	38.45	-16.21%	-31.51%
	营收(亿元)	11.31	12.57	11.09	12.88	13.11	16.38	10.81	-2.56%	-34.01%
	均价(元/吨)	3606.47	3344.84	2416.89	3166.88	3073.41	2917.14	2810.69	16.29%	-3.65%
尿素	产量(万吨)	45.80	80.71	62.80	67.67	60.66	74.18	68.69	9.38%	-7.40%
	销量(万吨)	47.02	80.12	64.27	57.56	61.84	80.62	62.34	-3.00%	-22.67%
	营收(亿元)	12.29	18.33	13.36	13.83	13.51	17.49	12.38	-7.32%	-29.21%
	均价(元/吨)	2613.99	2287.67	2079.10	2402.77	2184.38	2169.88	1986.51	-4.45%	-8.45%
聚甲醛	产量(万吨)	2.83	2.67	2.78	2.25	2.98	2.66	2.82	1.44%	6.02%
	销量(万吨)	2.66	2.87	2.88	2.44	2.61	2.85	2.76	-4.17%	-3.16%
	营收(亿元)	3.26	3.25	3.13	3.00	3.09	3.23	3.21	2.58%	-0.66%
	均价(元/吨)	12246.24	11340.42	10861.46	12286.53	11831.80	11333.68	11626.45	7.04%	2.58%
黄磷	产量(万吨)	0.70	0.56	0.87	0.86	0.68	0.45	0.91	4.60%	102.22%
	销量(万吨)	0.45	0.60	0.61	0.45	0.61	0.27	0.62	1.64%	129.63%
	营收(亿元)	1.20	1.19	1.28	1.00	1.24	0.56	1.25	-2.63%	123.82%
	均价(元/吨)	26613.33	19893.33	21004.92	22274.02	20381.97	20644.44	20122.58	-4.20%	-2.53%
饲料级磷酸氢钙	产量(万吨)	13.43	12.91	15.49	14.62	14.97	14.30	15.29	-1.29%	6.92%
	销量(万吨)	11.58	12.72	15.62	17.64	11.59	15.17	15.69	0.45%	3.43%
	营收(亿元)	4.01	4.12	4.24	5.58	3.74	5.31	5.53	30.58%	4.24%
	均价(元/吨)	3466.49	3236.16	2712.93	3163.83	3227.01	3499.27	3526.64	29.99%	0.78%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

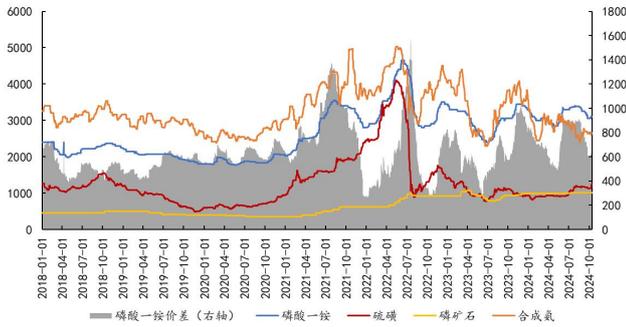
表 2：主要产品市场价格变化情况(元/吨)(截至 2024 年 10 月 14 日)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
磷矿石	价格	654	834	1049	1042	1060	1026	893	985	1009	1009	1017	1018
	价差												
复合肥	价格	2968	3663	3569	3048	3027	2678	2405	2669	2620	2452	2470	2390
	价差	375	462	689	462	430	476	277	324	420	320	291	325
磷酸一铵	价格	3113	4174	3330	3187	3276	2700	2795	3305	3078	3045	3296	3100
	价差	502	623	561	413	552	336	568	830	686	611	817	595
磷酸二铵	价格	3793	4295	4142	3766	4042	3852	3697	3923	3895	3892	3916	3949
	价差	662	117	801	369	695	985	971	874	991	948	957	958
尿素	价格	2726	3105	2494	2600	2743	2312	2490	2437	2225	2269	2059	1839
	价差	1101	1280	613	461	1012	909	1181	990	853	982	778	527
黄磷	价格	33021	36855	30898	31713	29156	21709	24304	24801	23130	22203	22774	23103
	价差	20569	21769	15337	16251	13520	7447	11482	10570	8917	8470	9215	9508

资料来源：wind，国海证券研究所

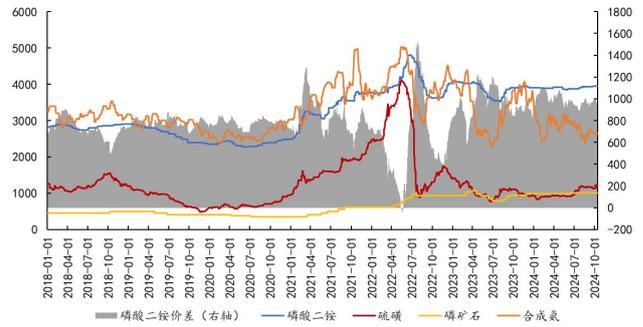
2、主要产品价格价差情况

图 1：磷酸一铵价格价差情况（元/吨）



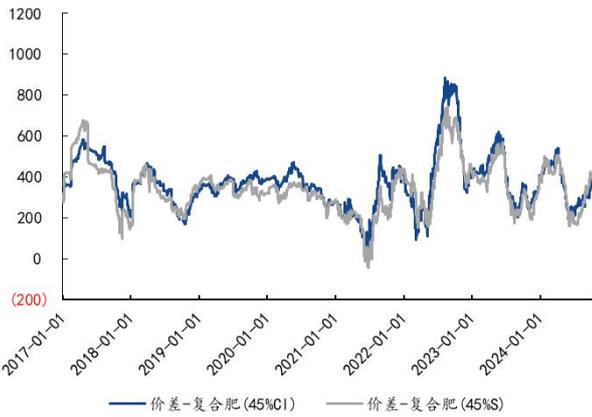
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：磷酸二铵价格价差情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：复合肥价格情况（元/吨）



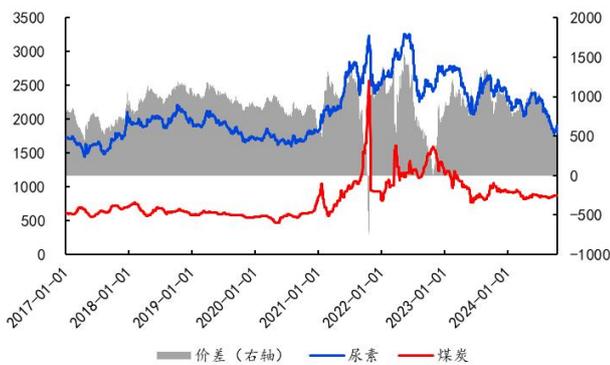
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：复合肥价差情况（元/吨）



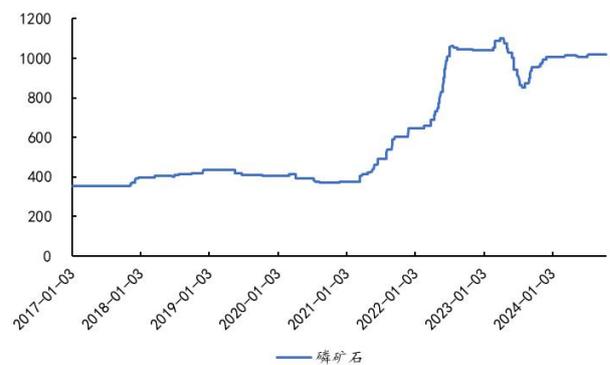
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：尿素价格价差情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：磷矿石价格情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 611、621、627 亿元，归母净利润分别为 56、59、62 亿元，对应 PE 分别 7.41、7.03、6.71 倍，公司是磷化工龙头企业，磷矿石资源优势突出，为业绩提供了强有力支撑，维持“买入”评级。

4、风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

附表：云天化盈利预测表

证券代码:	600096				股价:	22.69	投资评级:	买入	日期:	2024/10/14
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	24%	21%	18%	15%	EPS	2.47	3.06	3.23	3.38	
毛利率	15%	18%	18%	18%	BVPS	10.22	14.29	18.41	22.62	
期间费率	4%	4%	3%	3%	估值					
销售净利率	7%	9%	10%	10%	P/E	6.32	7.41	7.03	6.71	
成长能力					P/B	1.53	1.59	1.23	1.00	
收入增长率	-8%	-12%	2%	1%	P/S	0.41	0.68	0.67	0.66	
利润增长率	-25%	24%	5%	5%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	1.31	1.12	1.05	0.96	营业收入	69060	61096	62084	62740	
应收账款周转率	50.48	71.79	71.88	69.41	营业成本	58579	50289	50939	51187	
存货周转率	7.55	7.15	7.79	7.77	营业税金及附加	825	843	773	804	
偿债能力					销售费用	800	730	714	732	
资产负债率	58%	46%	38%	31%	管理费用	989	994	943	966	
流动比	0.98	1.36	1.82	2.38	财务费用	703	640	451	303	
速动比	0.49	0.83	1.22	1.75	其他费用/(-收入)	550	476	457	477	
					营业利润	6825	7721	8278	8762	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-245	-52	-52	-52	
现金及现金等价物	6434	9692	13226	18570	利润总额	6579	7669	8227	8710	
应收款项	903	1312	1326	1256	所得税费用	1086	1288	1464	1594	
存货净额	7545	6521	6562	6608	净利润	5493	6381	6762	7116	
其他流动资产	2429	1987	2080	2092	少数股东损益	971	766	845	911	
流动资产合计	17311	19513	23194	28526	归属于母公司净利润	4522	5615	5917	6205	
固定资产	22550	23290	24468	25093						
在建工程	1486	2436	3368	4280	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	7709	7511	7446	7380	经营活动现金流	9437	12236	10786	12134	
长期股权投资	3515	3565	3615	3665	净利润	4522	5615	5917	6205	
资产总计	52571	56315	62090	68944	少数股东损益	971	766	845	911	
短期借款	5883	2883	1883	883	折旧摊销	2745	4335	4461	4569	
应付款项	4358	5013	4344	4518	公允价值变动	-1	0	0	0	
合同负债	2694	2580	2592	2601	营运资金变动	191	1120	-768	232	
其他流动负债	4758	3890	3926	3963	投资活动现金流	-2917	-1548	-2289	-1806	
流动负债合计	17692	14366	12745	11965	资本支出	-1854	-2220	-2780	-2319	
长期借款及应付债券	11180	10180	9180	8180	长期投资	-1454	-60	-54	-56	
其他长期负债	1688	1514	1514	1514	其他	391	732	545	569	
长期负债合计	12868	11695	10695	9695	筹资活动现金流	-6233	-7417	-4963	-4984	
负债合计	30560	26060	23440	21660	债务融资	288	-4528	-2000	-2000	
股本	1834	1834	1834	1834	权益融资	59	49	0	0	
股东权益	22010	30255	38650	47284	其它	-6581	-2938	-2963	-2984	
负债和股东权益总计	52571	56315	62090	68944	现金净增加额	250	3258	3533	5344	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李娟廷，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。