

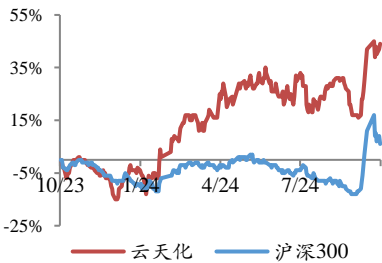
## 三季度业绩同比稳定增长，磷化工一体化优势显著

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-10-16

收盘价（元） 22.95  
近12个月最高/最低（元） 24.89/14.09  
总股本（百万股） 1,834  
流通股本（百万股） 1,834  
流通股比例（%） 100.00  
总市值（亿元） 421  
流通市值（亿元） 421

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

### 相关报告

1.24年上半年业绩符合预期，磷矿石高景气持续 2024-08-15

2.全年业绩符合预期，持续巩固资源优势 2024-03-30

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2024年10月15日，云天化发布2024年三季度报告，公司2024年前三季度实现营业收入467.24亿元，同比-12.34%；实现归母净利润44.24亿元，同比+19.42%；实现扣非归母净利润43.35亿元，同比+21.42%。2024年Q3公司实现营业收入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%；实现扣非归母净利润15.55亿元，同比+55.40%，环比+14.75%。

#### ● 主营产品价格上升助力三季度业绩提升，盈利水平稳中有进

2024年Q3，公司实现营业收入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%；实现扣非归母净利润15.55亿元，同比+55.40%，环比+14.75%。主要基于主营产品价格有所上升；其中，磷酸一铵、磷酸二铵、磷酸氢钙的Q3市场均价分别为3281.03、3645.89、2559.90元/吨，同比增长18.09%、5.79%、19.19%，环比增长8.51%、0.36%、0.12%。2024年前三季度，公司磷铵产品共实现营收121.06亿元、复合肥产品实现营收40.29亿元，尿素产品实现营收43.39亿元，饲料级磷酸氢钙实现营收14.58亿元。

公司主营产品价格上升，叠加大宗原材料价格下降，Q3业绩实现显著增长。2024年Q3，大宗原材料价格有所下降；在报告期内，硫磺、原料煤、燃气煤、合成氨价格同比分别下降14.69%、21.07%、12.77%、1.41%。价格优势助力Q3的毛利同比增长，盈利能力稳中有进。

此外，公司于Q2末回购子公司磷化集团少量股权，推动Q3业绩有所提升。

图表1 2024Q3公司主要产品市场均价持续增长

主要产品	Q3市场均价（元/吨）	同比变化	环比变化
磷酸一铵	3281.03	18.09%	8.51%
磷酸二铵	3645.89	5.79%	0.36%
磷酸氢钙	2559.90	19.19%	0.12%

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 2 2024Q3 公司主要原材料价格同比下降

主要原材料	本期价	同比
硫磺	1121	-14.69%
原料煤	993	-21.07%
燃气煤	635	-12.77%
合成氨	3292	-1.41%

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

● **磷矿石维持高景气度，市场价格保持高位运行**

2024 年 Q3，磷肥行业的需求保持稳定，价格维持在较高水平。近年来，国内有较多的规划产能；但磷矿石行业目前供需平衡仍偏紧，且行业景气度较高，磷矿石总需求量保持平稳。2024 年 Q3 磷矿石市场均价为 1017.03 元/吨，同比增长 13.85%，环比增长 0.75%，价格保持高位运行。公司“矿化一体”和全产业链运营优势，持续支撑化肥、聚甲醛、饲钙等主营产品实现稳定盈利，驱动业绩上行。

● **成本控制效果显著，期间费用端持续优化**

2024 年 Q3，公司资产负债率降至 52.51%，同比-14.91pct，环比-3.98pct，负债结构持续优化。此外，公司持续强化母子公司资金协同与管控，显著降低了财务费用；2024 年 Q3，公司财务费用为 1.07 亿元，同比-47.62%，环比-20.64%，费用端持续得到优化。公司秉承“从紧从严、合理开支”的财务管理原则，三费得到有效控制，助推公司业绩提升，持续降本增效。

● **投资建议**

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 52.36、52.88、54.53 亿元（前值为 48.53、51.45、54.46 亿元），同比增速为 15.8%、1.0%、3.1%。对应 PE 分别为 8、8、8 倍。维持“增持”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	69060	70150	73619	76226
收入同比 (%)	-8.3%	1.6%	4.9%	3.5%
归属母公司净利润	4522	5236	5288	5453
净利润同比 (%)	-24.9%	15.8%	1.0%	3.1%
毛利率 (%)	15.2%	15.2%	15.0%	15.1%

ROE (%)	24.1%	21.8%	19.3%	16.6%
每股收益 (元)	2.47	2.85	2.88	2.97
P/E	6.32	8.04	7.96	7.72
P/B	1.53	1.76	1.53	1.28
EV/EBITDA	4.20	6.42	6.43	5.95

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	17311	18631	18216	22413
现金	6434	4539	6406	7444
应收账款	903	1947	975	2073
其他应收款	153	513	71	546
预付账款	615	913	831	873
存货	7545	7688	8424	8281
其他流动资产	1662	3031	1510	3196
<b>非流动资产</b>	35259	43518	53456	59233
长期投资	3515	3871	4219	4561
固定资产	22550	27603	31139	41895
无形资产	4565	4851	5348	5807
其他非流动资产	4630	7193	12751	6971
<b>资产总计</b>	52571	62149	71672	81647
<b>流动负债</b>	17692	19218	22402	24008
短期借款	5883	7883	9883	11883
应付账款	4306	3317	4768	3663
其他流动负债	7504	8018	7751	8462
<b>非流动负债</b>	12868	14868	16868	18868
长期借款	11180	13180	15180	17180
其他非流动负债	1688	1688	1688	1688
<b>负债合计</b>	30560	34086	39270	42876
少数股东权益	3268	4085	4936	5851
股本	1834	1834	1834	1834
资本公积	7194	7194	7194	7194
留存收益	9714	14950	18438	23891
归属母公司股东权益	18742	23978	27467	32920
<b>负债和股东权益</b>	52571	62149	71672	81647

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	9437	4750	12175	6429
净利润	5493	6053	6139	6369
折旧摊销	2745	1668	1675	2578
财务费用	839	797	960	1123
投资损失	-456	-504	-515	-533
营运资金变动	191	-3689	3465	-3554
其他经营现金流	5929	10165	3123	10369
<b>投资活动现金流</b>	-2917	-9848	-11548	-8268
资本支出	-1854	-9770	-11495	-8237
长期投资	-1454	-581	-569	-564
其他投资现金流	391	504	515	533
<b>筹资活动现金流</b>	-6233	3203	1240	2877
短期借款	-4162	2000	2000	2000
长期借款	2860	2000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-101	0	0	0
其他筹资现金流	-4830	-797	-2760	-1123
<b>现金净增加额</b>	250	-1895	1867	1038

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	69060	70150	73619	76226
营业成本	58579	59465	62580	64683
营业税金及附加	825	746	801	836
销售费用	800	781	736	762
管理费用	989	1049	1070	1116
财务费用	703	700	892	1027
资产减值损失	-446	-253	-284	-269
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	456	504	515	533
<b>营业利润</b>	6825	7434	7533	7820
营业外收入	21	21	24	22
营业外支出	266	206	205	215
<b>利润总额</b>	6579	7249	7352	7627
所得税	1086	1196	1213	1258
<b>净利润</b>	5493	6053	6139	6369
少数股东损益	971	817	851	915
<b>归属母公司净利润</b>	4522	5236	5288	5453
EBITDA	9961	9538	9854	11145
EPS (元)	2.47	2.85	2.88	2.97

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.3%	1.6%	4.9%	3.5%
营业利润	-20.3%	8.9%	1.3%	3.8%
归属于母公司净利润	-24.9%	15.8%	1.0%	3.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	15.2%	15.2%	15.0%	15.1%
净利率 (%)	6.5%	7.5%	7.2%	7.2%
ROE (%)	24.1%	21.8%	19.3%	16.6%
ROIC (%)	14.5%	12.7%	11.4%	10.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	58.1%	54.8%	54.8%	52.5%
净负债比率 (%)	138.8%	121.5%	121.2%	110.6%
流动比率	0.98	0.97	0.81	0.93
速动比率	0.49	0.50	0.38	0.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.31	1.22	1.10	0.99
应收账款周转率	50.48	49.23	50.39	50.01
应付账款周转率	14.47	15.60	15.48	15.34
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.47	2.85	2.88	2.97
每股经营现金流 (摊薄)	5.14	2.59	6.64	3.50
每股净资产	10.22	13.07	14.97	17.95
<b>估值比率</b>				
P/E	6.32	8.04	7.96	7.72
P/B	1.53	1.76	1.53	1.28
EV/EBITDA	4.20	6.42	6.43	5.95

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。