

基础化工

2024 年 09 月 08 日

云天化 (600096)

——磷资源赋能矿化一体，长景气携高分红共振

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2024 年 09 月 06 日

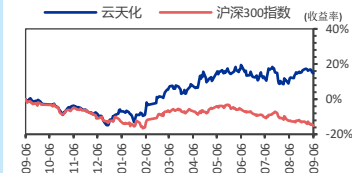
收盘价 (元)	20.29
一年内最高/最低 (元)	22.10/14.09
市净率	1.9
息率 (分红/股价)	4.93
流通 A 股市值 (百万元)	37,219
上证指数/深证成指	2,765.81/8,130.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	10.83
资产负债率%	56.49
总股本/流通 A 股 (百万)	1,834/1,834
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **磷化工一体化完备，高分红属性凸显。**公司以氮肥起家，通过数次的集团资产注入和剥离，以及横纵双向的收并购，现已成为国内最大的磷矿采选及磷肥生产企业之一，亦是全球十大磷肥生产商之一。背靠云南国资委，依托云南优质的磷矿资源，公司“矿化一体”壁垒稳固，并向下游延伸精细磷化工业务，产业链优势明显，毛利率领先同行。公司业务具备长期持续盈利能力，大额资本开支期已过，我们测算公司 2024 年预期股息率领先市场主流企业均值，具备高分红投资价值。
- **磷矿投放或低于市场预期，高景气仍将持续至少 3 年。**我国以全球 5%磷矿储量贡献了 41%的产量，且存在品位低的痛点，在磷酸铁放量带动下，未来磷矿需求复合增速或达 4%，当下供给紧缺致磷矿价格维持历年高位。市场担忧大量磷矿规划项目落地将冲击景气，我们统计 26 年前磷矿规划新增产能约 2130 万吨，27-29 年产能规划约 3610 万吨，在我们的悲观/中性假设下进行测算，26 年底/27 年底前磷矿有望维持高景气。若考虑到安全环保收紧减缓项目建设速度，磷石膏库稀缺及处理难度大倒逼安证难以发放，磷酸铁新项目延期拖累配套磷矿落地，磷矿投产增量和节奏持续低于预期的可能性较大，磷矿景气久期或超过 3 年。
- **产能管控叠加成本支撑，磷肥价格有望维持高位。**全球粮价自 2022 年高点有所回落，但在全球经济持续增长且粮食安全问题日益严峻的背景下，价格中枢仍有支撑，全球磷肥需求预计将呈缓慢增长态势。我国磷肥产量及需求自 2017 年高点后显著下滑，预计未来趋于平稳。我国严控磷铵新增产能，受保供稳价政策引导，叠加磷矿成本支撑下，磷肥价格预计将高位震荡。
- **POM 仍具高端替代空间，磷氟协同实现产业转型。**公司 POM 年产量约 11 万吨，国内市占率第一，但高端系列仍有约 30 万吨进口替代空间；氟资源稀缺性凸显，磷肥副产氟硅酸将成重要补充来源，公司对磷矿伴生氟资源的开发利用走在行业前列，建设氟硅酸法氢氟酸成本优势领先，并以此切入氟化工实现产业转型。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润预测为 52.25、55.59、58.79 亿元，对应的 EPS 分别为 2.85、3.03、3.20 元/股，当前市值对应 PE 为 7X、7X、6X，与可比公司相比，公司 2025 年 PE 估值低于行业平均水平，考虑到公司是一体化优势明显的磷化工企业，资产负债结构持续优化，同时转型布局精细磷化工业务、磷矿资源高效开发及氟硅资源综合利用项目，我们维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 磷矿石、磷肥、尿素、黄磷、聚甲醛等价格持续下跌；2) 减债进度低于预期，资产负债率上行；3) 分红率下滑。

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	69,060	31,993	64,376	63,018	59,827
同比增长率 (%)	-8.3	-9.2	-6.8	-2.1	-5.1
归母净利润 (百万元)	4,522	2,841	5,225	5,559	5,879
同比增长率 (%)	-24.9	6.1	15.5	6.4	5.7
每股收益 (元/股)	2.47	1.55	2.85	3.03	3.20
毛利率 (%)	15.2	16.6	16.6	17.3	18.4
ROE (%)	24.1	14.3	23.7	21.8	20.2
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 52.25/55.59/58.79 亿元，对应增速分别为 16%/6%/6%，3 年归母净利润 CAGR 为 9%，对应 2024 年 PE 约 7 倍，低于可比公司平均 PE 11 倍，考虑到公司是一体化优势明显的磷化工企业，资产负债结构持续优化，同时转型布局精细磷化工业务、磷矿资源高效开发及氟硅资源综合利用项目，我们维持“增持”评级。

关键假设点

1) 磷肥：磷矿高景气下磷肥价格亦有望高位震荡，24-26 年磷酸一铵与磷酸二铵销量分别均为 110 与 360 万吨，24-26 年销售单价分别均为 3160 与 3371 元/吨，毛利率分别均为 38%与 34%；**2) 尿素：**24-26 年销量均为 258 万吨，行业新增产能投放下销售单价短期承压后有所修复，分别为 2090、2069、2090 元/吨，毛利率分别为 27%、26%、27%；**3) 复合肥：**24-26 年销量皆为 180 万吨，尿素与钾肥承压下销售单价分别为 2954、2925、2895 元/吨，毛利率分别为 15%、15%、14%；**4) 聚甲醛：**24-26 年销量皆为 11 万吨，销售单价均为 11535 元/吨，毛利率分别为 28%、28%、29%；**5) 商贸业务：**公司逐步压减贸易业务体量，24-26 年收入体量分别为 270/240/200 亿元。

有别于大众的认识

市场认为未来磷矿新增产能较多，磷矿价格难以维持高位，相关企业业绩存在下滑风险。

我们对此的看法是，我们统计 26 年前磷矿规划新增产能约 2130 万吨，27-29 年另有产能规划约 3610 万吨，但一方面，考虑到投放节奏和爬坡时间，2027 年后产量才会真正释放，且早年投产的磷矿本身亦存在枯竭的问题，在可预见的时间内供给端增量并不显著，结合需求，磷酸铁放量带动下，未来磷矿需求复合增速或达 4%，因此 2024-27 年我国磷矿仍有望维持供需偏紧局面；另一方面，若考虑到安全环保收紧减缓项目建设速度，磷石膏库稀缺及处理难度大倒逼安证难以发放，磷酸铁新项目延期拖累配套磷矿落地，磷矿投产增量和节奏持续低于预期的可能性较大，磷矿景气久期或超过 3 年。此外，公司矿化一体优势明显，即便磷矿价格有所松动，终端磷肥供需刚性，公司利润仍将得到保障。

股价表现的催化剂

1) 磷矿或磷肥价格上涨；2) 公司分红率提升。

核心假设风险

1) 磷矿石、磷肥、尿素、黄磷、聚甲醛等价格持续下跌；2) 减债进度低于预期，资产负债率上行；) 分红率下滑。

目录

1. 磷化工一体化完备，高分红属性凸显	7
1.1 四大业务板块构建综合性化肥、新材料生产企业	7
1.2 实际控制人是云南省国资委	8
1.3 矿化一体造就成本优势	8
1.4 磷化工高景气提供利润支撑	10
1.5 高分红属性持续凸显	11
2. 磷化工供给端逻辑演绎，矿石端话语权提升	12
3. 磷矿高景气或可持续至 2027 年	15
3.1 我国磷矿品位低供给紧	15
3.2 国内磷矿规划产能虽较大但落地仍需观察	18
3.3 磷矿高景气仍将持续至少 3 年	21
4. 磷肥价格有望高位震荡	22
4.1 全球磷肥需求将呈缓慢增长态势	22
4.2 我国磷肥价格或将高位震荡	24
5. POM 助力国产替代，磷氟一体协同发展	27
5.1 POM：立足规模转型高端	27
5.2 氟化工：公司实现产业转型的重要路径	28
5.3 新能源：公司实现产业转型的重要路径	29
6. 盈利预测与估值	30
6.1 盈利预测	30
6.2 可比公司估值	31
7. 风险提示	31

图表目录

图 1：公司由氮肥厂向磷化工一体化企业迈进.....	7
图 2：公司形成四大业务板块.....	7
图 3：公司实控人是云南省国资委.....	8
图 4：公司化肥毛利率领先同行（从左至右分别是磷酸一铵、磷酸二铵、尿素） ..	9
图 5：公司营收相对稳定.....	10
图 6：24H1 公司归母净利润同比增长 6%.....	10
图 7：化肥是公司主要毛利润来源（2024H1）	11
图 8：毛利率与净利率持续走高且差值缩小.....	11
图 9：公司期间费用率大幅改善.....	11
图 10：公司资本开支较少且资产负债率持续走低.....	11
图 11：公司 2024 年预期股息率领先多数磷化工企业.....	12
图 12：公司 2024 年预期股息率高于主流高分红标的平均值.....	12
图 13：磷化工产业链.....	13
图 14：2023 年磷矿石消费结构情况.....	13
图 15：世界主要产磷国磷矿储量占比.....	15
图 16：世界主要产磷国磷矿产量占比.....	15
图 17：全球磷矿储量缓慢增长.....	16
图 18：2017 年后全球与我国磷矿产量逐年下滑.....	16
图 19：我国磷矿储量主要分布在云贵川鄂.....	16
图 20：我国磷矿品位较低.....	16
图 21：云贵川鄂磷矿整体呈减产趋势.....	16
图 22：贵州磷矿产量收缩更为明显.....	16
图 23：我国磷矿石进口增长较快但体量仍小.....	17
图 24：我国磷矿进口均价约为 100 美元/吨.....	17
图 25：进口磷矿主要来自埃及和约旦.....	17
图 26：全球大型磷矿企业平均生产成本.....	18
图 27：我国磷矿价格有望持续维持高景气.....	22
图 28：粮价较 2022 年高点有所回落.....	22
图：粮价中枢有望维持高位.....	

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/688122060012006125>