

投资评级 优于大市 维持

2022年扣非后净利润同比增长67.95%， 拟收购青海云天化98.5067%股权

股票数据

04月19日收盘价(元)	20.23
52周股价波动(元)	19.38-36.28
总股本/流通A股(百万股)	1834/1744
总市值/流通市值(百万元)	37108/35288

相关研究

《2022Q1-Q3 扣非归母净利润同比增长81.40%，新能源项目建设进程加速推进》
 2022.10.19

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.9	-7.7	-7.8
相对涨幅(%)	-9.1	-9.9	-7.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

投资要点:

- 公司2022年实现扣非后净利润58.96亿元，同比增长67.95%。**根据2022年年报，公司2022年实现营业收入753.13亿元，同比增长19.07%，扣非后净利润58.96亿元，同比增长67.95%。业绩增长主要由于公司化肥、聚甲醛、饲料钙、黄磷等主要产品同比实现较好盈利。1) 公司持续加强安全环保管理，发挥原料自给的一体化优势，加强关键原料的战略采购和储备，主要产品成本得到有效控制与优化；2) 主要产品价格上涨，同时公司加快推进产品转型升级与结构优化，非肥产品盈利能力进一步提升；3) 公司强化资金管理与统筹，提升资金使用效率，带息负债规模和综合融资成本持续降低，财务费用同比下降2.21亿元。
- 磷化工高景气，主要产品价格上涨。**根据卓创资讯，2022年磷酸二铵均价4037.60元/吨，同比增长19.35%；2022年尿素均价2700.33元/吨，同比增长12.59%；2022年复合肥均价3725.08元/吨，同比增长30.92%；2022年磷酸一铵均价3476.39元/吨，同比增长18.28%；2022年黄磷均价33218.75元/吨，同比增长23.58%。
- 积极布局新能源，构建“磷+氟”产业链。**2022年，公司不断加快新能源布局，子公司天安化工10万吨/年磷酸铁及配套项目已建成投产；公司拟定向增发募集资金投资“聚能新材20万吨/年磷酸铁”和“天安化工20万吨/年磷酸铁”项目；氟化工方面，子公司1500吨/年医药中间体含氟硝基苯项目、10000吨/年氟硅酸镁项目正常生产，氟化铵/氟化氢铵项目投料试车，新建氟化工装置产能逐渐释放。参股公司云天化氟化学生产氟化铝产品3.13万吨；参股公司瓮福云天化生产无水氟化氢产品2.76万吨；参股公司氟磷电子建设氟硅酸制无水氟化氢联产白炭黑项目正在建设，2万吨/年电子级氢氟酸和5000吨/年六氟磷酸锂已建成。
- 拟收购青海云天化，扩充化肥产能。**2023年3月14日，公司发布公告拟通过以协议转让方式收购青海云天化国际化肥有限公司98.5067%股权，评估价格为15.97亿元。青海云天化现有合成氨产能40万吨/年、尿素产能60万吨/年、复合肥产能47万吨/年，2022年营业收入31.5亿元，净利润3.34亿元，尿素、复合肥销量分别为52.05万吨、48.29万吨。本次收购公司将提升国内中西部市场竞争力，巩固化肥行业龙头地位，同时将为公司水溶性磷铵产品向水溶性复合肥产业链有效延伸带来更大运作空间。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2023-2025年公司净利润分别为62.98、67.75和73.92亿元，对应EPS分别为3.43、3.69和4.03元。参考同行业可比公司估值，给予公司2023年8-10倍PE（对应PB2.22-2.78倍），对应合理价值区间27.44-34.30元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**产品市场价格波动、原材料价格波动、宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63249	75313	75857	78447	82537
(+/-)YoY(%)	21.4%	19.1%	0.7%	3.4%	5.2%
净利润(百万元)	3642	6021	6298	6775	7392
(+/-)YoY(%)	1238.8%	65.3%	4.6%	7.6%	9.1%
全面摊薄EPS(元)	1.99	3.28	3.43	3.69	4.03
毛利率(%)	13.7%	16.2%	15.5%	15.9%	16.2%
净资产收益率(%)	35.7%	36.8%	27.8%	23.0%	20.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:**产能假设:**

- 1) 磷铵: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率分别为 86%、86%、89%;
- 2) 尿素: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 92.3%、93%、94%;
- 3) 复合(混)肥: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 90%、95%、95%;
- 4) 聚甲醛: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 115.33%、105%、110%;
- 5) 饲料级磷酸钙盐: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 116.02%、105%、105%;
- 6) 黄磷: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 100%;

销量假设:

- 1) 磷铵: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率分别为 98%、98%、99%;
- 2) 尿素: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 99%;
- 3) 复合(混)肥: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 92%、93%、100%;
- 4) 聚甲醛: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 100%;
- 5) 饲料级磷酸钙盐: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 102%;
- 6) 黄磷: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 75%;

价格假设:

- 1) 磷铵: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格分别为 3275.45 元/吨;
- 2) 尿素: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格分别为 2229.26 元/吨、2229.26 元/吨、2273.84 元/吨;
- 3) 复合(混)肥: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格分别为 3097.35 元/吨、3097.35 元/吨、3159.29 元/吨;
- 4) 聚甲醛: 根据 2021-22 年价格, 假设 2023-25 年价格分别为 14837.77 元/吨、14837.77 元/吨、15134.52 元/吨;
- 5) 饲料级磷酸钙盐: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格分别为 3407.08 元/吨、3407.08 元/吨、3475.22 元/吨;
- 6) 黄磷: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格分别为 20707.96 元/吨;

毛利率假设:

- 1) 磷铵: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 28%;
- 2) 尿素: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 41.50%;
- 3) 复合(混)肥: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 17.4%;
- 4) 聚甲醛: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 40%;
- 5) 饲料级磷酸钙盐: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 29.5%、29%、29.5%;
- 6) 黄磷: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 40%、42%、42%;
- 7) 商贸物流: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 2.21%;
- 8) 其他业务: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率分别为 32%、35%、35%;

表 1 云天化分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (万元)	7531329.25	7585719.67	7844749.44	8253708.70
总成本 (万元)	6338115.31	6412192.51	6595511.18	6912609.99
总毛利 (万元)	1158514.04	1173527.16	1229669.24	1321529.68
总毛利率	15.38%	15.47%	15.68%	16.01%
磷铵				
收入 (万元)	1823702.91	1532107.12	1532107.12	1601731.82
成本 (万元)	1320537.07	1110777.66	1103117.12	1153246.91
毛利 (万元)	503165.84	421329.46	428989.99	448484.91
毛利率	27.59%	28%	28.00%	28.00%
尿素				
收入 (万元)	504422.96	528386.17	533643.91	550169.66
成本 (万元)	293470.89	309105.91	312181.69	321849.25
毛利 (万元)	210952.07	219280.26	221462.22	228320.41
毛利率	41.8%	41.5%	41.5%	41.5%
复合(混)肥				
收入 (万元)	324578.53	458807.31	487913.67	535131.13
成本 (万元)	267987.50	378974.83	403016.69	442018.31
毛利 (万元)	56591.03	79832.47	84896.98	93112.82
毛利率	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
聚甲醛				
收入 (万元)	163538.01	154016.03	154016.03	157096.35
成本 (万元)	89769.66	92409.62	92409.62	94257.81
毛利 (万元)	73768.35	61606.41	61606.41	62838.54
毛利率	45%	40%	40%	40%
饲料级磷酸钙盐				
收入 (万元)	221018.56	201597.58	201597.58	205629.54
成本 (万元)	154950.16	142126.30	143134.28	144968.82
毛利 (万元)	66068.40	59471.29	58463.30	60660.71
毛利率	29.9%	29.5%	29.0%	29.5%
黄磷				
收入 (万元)	62832.27	46592.92	46592.92	46592.92
成本 (万元)	28132.37	27955.75	27023.89	27023.89
毛利 (万元)	34699.90	18637.17	19569.03	19569.03
毛利率	55.2%	40.0%	42.0%	42.0%
商贸物流				
收入 (万元)	3842768.69	3958051.75	4076793.30	4199097.10
成本 (万元)	3757915.63	3870653.10	3986772.69	4106375.87
毛利 (万元)	84853.06	87398.65	90020.61	92721.23
毛利率	2.21%	2.21%	2.21%	2.21%
其他业务				
收入 (万元)	588467.32	706160.78	812084.90	958260.18
成本 (万元)	425352.03	480189.33	527855.19	622869.12
毛利 (万元)	163115.29	225971.45	284229.72	335391.06
毛利率	27.72%	32%	35%	35%

资料来源: WIND, 公司年报, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600426.SH	华鲁恒升	33.38	2.96	2.98	3.66	11.28	11.19	9.11
000902.SZ	新洋丰	11.19	1.00	1.28	1.52	11.19	8.74	7.36
002539.SZ	云图控股	11.22	1.48	1.27	1.50	7.58	8.80	7.49
	均值					10.02	9.58	7.99

资料来源：Wind，海通国际，股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价，每股收益均为 Wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	75313	75857	78447	82537
每股收益	3.28	3.43	3.69	4.03	营业成本	63100	64122	65955	69126
每股净资产	8.92	12.35	16.05	20.08	毛利率%	16.2%	15.5%	15.9%	16.2%
每股经营现金流	5.75	2.15	4.87	5.33	营业税金及附加	714	721	745	784
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	757	797	822	867
P/E	6.16	5.89	5.48	5.02	营业费用率%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%
P/B	2.27	1.64	1.26	1.01	管理费用	1032	1040	1059	1114
P/S	0.49	0.49	0.47	0.45	管理费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
EV/EBITDA	4.61	5.10	4.09	3.15	EBIT	9342	8761	9434	10192
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1066	573	595	608
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	0.8%	0.8%	0.7%
毛利率	16.2%	15.5%	15.9%	16.2%	资产减值损失	-376	0	0	0
净利润率	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	投资收益	543	547	566	685
净资产收益率	36.8%	27.8%	23.0%	20.1%	营业利润	8560	8925	9602	10476
资产回报率	11.3%	10.7%	10.1%	9.6%	营业外收支	-37	0	0	0
投资回报率	18.5%	14.7%	13.6%	12.6%	利润总额	8523	8925	9602	10476
盈利增长 (%)					EBITDA	11616	9805	10534	11364
营业收入增长率	19.1%	0.7%	3.4%	5.2%	所得税	1478	1428	1536	1676
EBIT 增长率	57.0%	-6.2%	7.7%	8.0%	有效所得税率%	17.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	65.3%	4.6%	7.6%	9.1%	少数股东损益	1024	1200	1290	1408
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6021	6298	6775	7392
资产负债率	63.5%	54.4%	47.8%	43.1%					
流动比率	0.88	1.18	1.51	1.80	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.51	0.70	1.02	1.34	货币资金	7444	10274	17265	25431
现金比率	0.32	0.47	0.80	1.12	应收账款及应收票据	2829	3211	3111	3289
经营效率指标					存货	7968	8369	8704	8958
应收帐款周转天数	8.88	10.08	8.16	9.04	其它流动资产	2509	3671	3492	3347
存货周转天数	46.09	47.64	48.17	47.30	流动资产合计	20749	25525	32571	41026
总资产周转率	1.42	1.29	1.17	1.07	长期股权投资	3223	3223	3223	3223
固定资产周转率	3.84	3.84	3.95	4.08	固定资产	19627	19744	19836	20217
					在建工程	2962	3856	4755	5858
					无形资产	3870	3850	3784	3783
					非流动资产合计	32473	33453	34378	35862
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	53223	58978	66950	76887
净利润	6021	6298	6775	7392	短期借款	10045	10888	10919	11806
少数股东损益	1024	1200	1290	1408	应付票据及应付账款	4029	4832	4537	4793
非现金支出	2763	1044	1100	1172	预收账款	41	23	32	35
非经营收益	780	-62	-61	-159	其它流动负债	9335	5966	6127	6120
营运资金变动	-39	-4529	-180	-37	流动负债合计	23450	21710	21616	22753
经营活动现金流	10551	3950	8925	9776	长期借款	8321	8321	8321	8321
资产	-3979	-1985	-1985	-2613	其它长期负债	2039	2039	2039	2039
投资	-51	0	0	0	非流动负债合计	10360	10360	10360	10360
其他	150	547	566	685	负债总计	33810	32070	31976	33114
投资活动现金流	-3880	-1438	-1419	-1928	实收资本	1835	1834	1834	1834
债权募资	11748	843	30	887	归属于母公司所有者权益	16365	22661	29436	36828
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3048	4248	5538	6946
其他	-20125	-525	-545	-568	负债和所有者权益合计	53223	58978	66950	76887
融资活动现金流	-8377	318	-515	319					
现金净流量	-1653	2830	6991	8167					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 19 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。