

分析师：顾敏豪
 登记编码：S0730512100001
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

磷化工景气提升推动业绩增长，磷矿资源优势保障长期发展

——云天化(600096)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(首次)

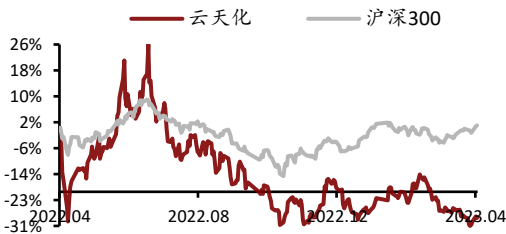
市场数据(2023-04-18)

收盘价(元)	20.56
一年内最高/最低(元)	36.05/19.86
沪深 300 指数	4,162.03
市净率(倍)	2.31
流通市值(亿元)	358.63

基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	8.92
每股经营现金流(元)	5.75
毛利率(%)	16.22
净资产收益率_摊薄(%)	36.80
资产负债率(%)	63.53
总股本/流通股(万股)	183,432.87/174,432.87
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 04 月 19 日

事件：公司公布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 753.13 亿元，同比增长 19.07%，实现归属母公司的净利润 60.21 亿元，同比增长 65.33%，扣非后的归母净利润 58.96 亿元，同比增长 67.95%，基本每股收益 3.28 元。公司同时公布 2023 年一季度业绩预告，预计一季度实现净利润 15.6 亿，同比下滑 5.20%。

- **磷化工景气总体上行，公司业绩快速增长。**公司是我国磷化工领域的龙头企业，主要产品包括化肥、磷矿采选、精细化工等，产品包括磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛、饲料级磷酸钙盐、黄磷等。2022 年，受益于磷矿石价格的持续上涨，磷化工行业整体景气高位运行。公司产品销售价格均有所提升，凭借磷矿石自产的一体化优势，公司盈利能力亦有所提升。两因素共同推动了公司业绩的增长。2022 年，公司磷铵、复合肥、尿素、聚甲醛、黄磷和饲料磷酸氢钙分别实现销量 460.68、101.76、195.93、10.14、2.14 和 58.83 万吨，同比变动 2.54%、-8.28%、29.37%、8.45%、19.55%和 12.23%，实现收入 182.37、32.46、50.44、16.35、6.28 和 22.10 亿元，同比增长 37.23%、17.65%、49.16%、18.46%、79.14%和 44.91%。此外，公司磷矿采选业务实现收入 7.19 亿元，同比增长 22.83 亿元。在各项业务量价齐升的推动下，公司全年实现收入 753.13 亿元，同比增长 19.07%。

盈利能力方面，磷铵业务毛利率略有下滑，尿素、复合肥等则保持增长。全年磷肥销售价格 3959 元/吨，同比上涨 33.82%，但在硫磺等原材料成本提升的影响下，磷酸一铵和磷酸二铵毛利率分别为 25.13%和 34.87%，同比下滑 2.53 和 1.64 个百分点。复合肥、尿素、聚甲醛、黄磷和饲料磷酸氢钙销售均价分别为 3190 元/吨、2575 元/吨、16131 元/吨、29373 元/吨和 3757 元/吨，同比上涨 28.28%、15.30%、9.23%、49.84%和 29.12%。毛利率分别为 17.44%、41.82%、45.11%、55.23%和 29.89%，分别提升 3.58、2.66、0.11、10.51 和 4.68 个百分点。公司全年综合毛利率 16.22%，同比提升 2.54 个百分点。在收入和盈利能力提升的带动下，全年公司实现净利润 60.21 元，同比增长 65.33%，扣非后的净利润 58.96 亿元，同比增长 67.95%。

- **一季度盈利保持较好态势。**公司公布了一季度业绩预告，预计一季度实现净利润 15.6 亿元，同比下滑 5.20%，环比增长 75.08%；实现扣非后的净利润 15.05 亿元。一季度受下游需求减弱影响，聚甲醛、黄磷等产品价格同比下降，磷肥、饲料级磷酸盐则在春耕需求带动下价格稳中有升。公司充分发挥磷矿、合成氨原料高度自给，

产业链完整的优势，加强外购煤炭、硫磺的市场研判与战略储备管理，强化销售、物流的协同与决策，提升供应链、产业链的价值管理，受益于原材料价格走低，公司主要产品成本同比下降。受益于此，公司一季度业绩保持较好态势。

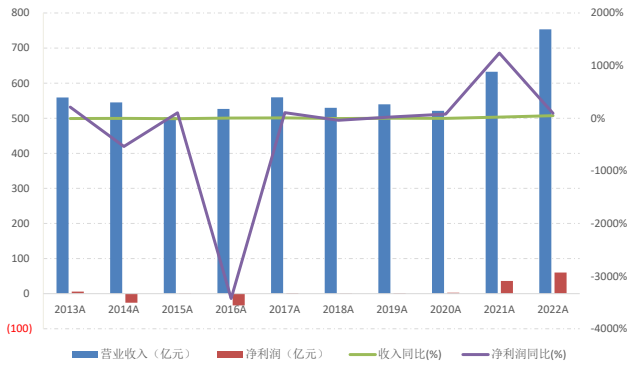
- **磷矿石价格高位运行，公司磷矿资源优势显著。**2021年以来，受需求提升和供给收缩等因素推动，磷矿石价格持续上涨，目前价格已上涨至1125元/吨的历史高位。由于磷矿石资源的不可再生性和开采过程中环保要求的提高，未来磷矿石的稀缺性将不断提升。加上新能源领域对需求的拉动、磷矿石供给的紧张态势有望延续，推动磷矿石价格高位运行。公司磷矿资源储备丰富，目前的磷矿生产能力1450万吨/年，磷矿石储量近8亿吨，是我国最大的磷矿采选企业一。公司产能和储量均位居国内第一，资源优势显著。
- **布局新能源和精细化工领域，业务不断多元化。**近年来，公司业务持续向新能源及精细化工领域延伸，积极推动业务的多元化和转型升级。2022年，公司50万吨磷酸铁一期10万吨顺利投产，天安化工20万吨/年精制磷酸装置实现达标达产，三环中化10万吨/年电池级磷酸二氢铵配套精制磷酸顺利投产。此外，公司积极布局氟化工领域，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。此外公司参股3.5万吨氟化铝、3万吨无水氟化氢项目已实现生产，2万吨/年电子级氢氟酸和5000吨/年六氟磷酸锂已建成。未来精细磷化工、氟化工有望为公司带来新的业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2023、2024年EPS为3.13元和3.46元，以4月18日收盘价20.56元计算，PE分别为6.57倍和5.93倍。公司估值较低，给予公司“买入”的投资评级。

风险提示：产品价格下跌、需求下滑、新项目进度低于预期

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63,249	75,313	76,066	78,348	82,266
增长比率(%)	21.37	19.07	1.00	3.00	5.00
净利润(百万元)	3,642	6,021	5,744	6,355	7,790
增长比率(%)	1238.77	65.33	-4.61	10.65	22.57
每股收益(元)	1.99	3.28	3.13	3.46	4.25
市盈率(倍)	10.36	6.26	6.57	5.93	4.84

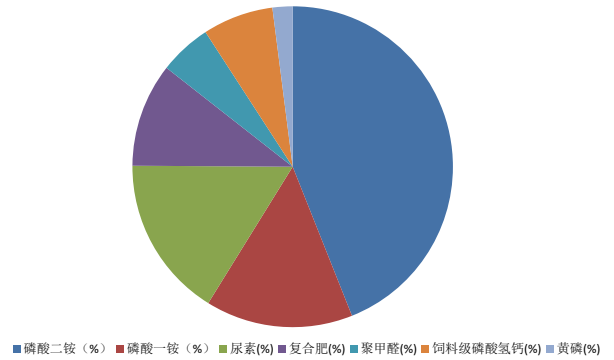
资料来源：中原证券

图 1：公司历年业绩



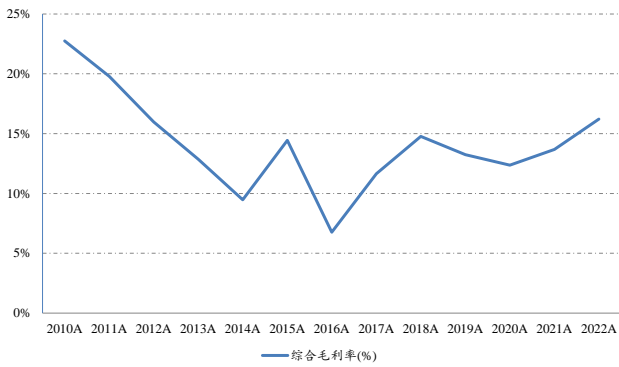
资料来源：中原证券，wind

图 2：公司收入结构



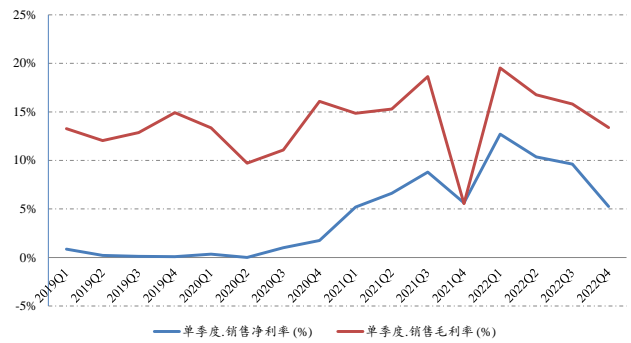
资料来源：中原证券，wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券，wind

图 4：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券，wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	23,496	20,749	29,753	25,860	38,989
现金	10,044	7,444	14,340	11,472	23,508
应收票据及应收账款	2,471	2,829	2,348	3,371	2,427
其他应收款	314	249	60	60	60
预付账款	1,935	795	2,019	1,761	1,605
存货	7,596	7,968	9,152	7,763	9,738
其他流动资产	1,137	1,465	1,834	1,433	1,652
非流动资产	29,647	32,473	30,146	27,813	25,471
长期投资	2,785	3,223	3,223	3,223	3,223
固定资产	18,787	19,627	17,300	14,967	12,624
无形资产	3,873	3,870	3,870	3,870	3,870
其他非流动资产	4,202	5,753	5,753	5,753	5,753
资产总计	53,142	53,223	59,899	53,673	64,459
流动负债	33,018	23,450	19,910	3,250	1,925
短期借款	21,919	10,045	1,108	-7,829	-17,745
应付票据及应付账款	3,667	4,029	9,293	1,332	9,807
其他流动负债	7,433	9,376	9,509	9,747	9,863
非流动负债	7,526	10,360	13,860	16,860	19,860
长期借款	5,396	8,321	11,821	14,821	17,821
其他非流动负债	2,130	2,039	2,039	2,039	2,039
负债合计	40,544	33,810	33,770	20,110	21,785
少数股东权益	2,384	3,048	4,022	5,100	6,421
股本	1,837	1,835	1,834	1,834	1,834
资本公积	7,271	7,295	7,294	7,294	7,294
留存收益	1,055	7,076	12,820	19,175	26,965
归属母公司股东权益	10,214	16,365	22,107	28,463	36,252
负债和股东权益	53,142	53,223	59,899	53,673	64,459

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,749	10,551	12,482	3,013	18,655
净利润	4,207	7,046	6,718	7,433	9,111
折旧摊销	2,236	2,273	2,208	2,208	2,208
财务费用	1,433	1,209	640	453	238
投资损失	-558	-543	-532	-548	-576
营运资金变动	-254	-39	3,289	-6,698	7,499
其他经营现金流	684	604	159	165	174
投资活动现金流	-1,823	-3,880	492	508	536
资本支出	-2,064	-3,979	-40	-40	-40
长期投资	-49	-51	0	0	0
其他投资现金流	290	150	532	548	576
筹资活动现金流	-5,074	-8,377	-6,078	-6,390	-7,154
短期借款	-6,000	-11,874	-8,937	-8,937	-9,916
长期借款	2,095	2,925	3,500	3,000	3,000
普通股增加	-1	-3	0	0	0
资本公积增加	105	24	-1	0	0
其他筹资现金流	-1,273	551	-640	-453	-238
现金净增加额	840	-1,653	6,896	-2,869	12,036

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	63,249	75,313	76,066	78,348	82,266
营业成本	54,599	63,100	65,308	66,941	68,949
营业税金及附加	569	714	685	705	740
营业费用	755	757	768	791	831
管理费用	1,226	1,032	1,065	1,097	1,152
研发费用	152	368	342	353	370
财务费用	1,287	1,066	558	296	112
资产减值损失	-223	-376	-119	-125	-134
其他收益	174	197	190	196	206
公允价值变动收益	-1	-5	0	0	0
投资净收益	558	543	532	548	576
资产处置收益	141	38	20	20	20
营业利润	5,133	8,560	7,964	8,805	10,779
营业外收入	18	42	40	40	40
营业外支出	281	78	100	100	100
利润总额	4,870	8,523	7,904	8,745	10,719
所得税	663	1,478	1,186	1,312	1,608
净利润	4,207	7,046	6,718	7,433	9,111
少数股东损益	565	1,024	974	1,078	1,321
归属母公司净利润	3,642	6,021	5,744	6,355	7,790
EBITDA	8,075	11,586	10,296	10,866	12,637
EPS (元)	1.98	3.28	3.13	3.46	4.25

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	21.37	19.07	1.00	3.00	5.00
营业利润 (%)	662.00	66.77	-6.97	10.57	22.41
归属母公司净利润 (%)	1238.77	65.33	-4.61	10.65	22.57
获利能力					
毛利率 (%)	13.68	16.22	14.14	14.56	16.19
净利率 (%)	5.76	8.00	7.55	8.11	9.47
ROE (%)	35.66	36.79	25.98	22.33	21.49
ROIC (%)	11.86	18.44	15.98	16.53	18.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.29	63.53	56.38	37.47	33.80
净负债比率 (%)	321.84	174.16	129.24	59.92	51.05
流动比率	0.71	0.88	1.49	7.96	20.25
速动比率	0.40	0.49	0.90	4.84	14.05
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.42	1.34	1.38	1.39
应收账款周转率	39.33	54.03	29.41	38.49	38.22
应付账款周转率	15.86	17.51	15.09	16.09	16.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.99	3.28	3.13	3.46	4.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.22	5.75	6.80	1.64	10.17
每股净资产 (最新摊薄)	5.57	8.92	12.05	15.52	19.76
估值比率					
P/E	10.36	6.26	6.57	5.93	4.84
P/B	3.69	2.30	1.71	1.33	1.04
EV/EBITDA	6.93	4.62	3.91	3.42	1.44

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。