

需求增长，磷肥业务量价提升

——云天化（600096.SH）2020年业绩预增公告点评

要点

事件：1月22日晚，公司发布2020年业绩预增公告，公司预计2020年实现归母净利润2.7亿元左右，同比增长77.75%。公司2020年各项政府补助、处置闲置资产等非经常性损益金额为2.19亿元左右，同比减少5,732万元左右，扣非后公司归母净利润预计同比增加17,542万元左右。

受益主营产品价格回升，公司2020年下半年业绩反弹。公司2020H1由于新冠肺炎疫情影响，化肥产业链受到较大冲击，导致公司2020H1亏损2151万元。2020年下半年受益于公司主营产品价格回升，Q3和Q4单季度分别实现归母净利润1.43亿元和1.64亿元，公司盈利能力大幅改善并达到单季度净利润历史新高。根据万得数据，公司主营产品磷酸一铵、磷酸二铵、尿素的Q4均价较Q2均价分别提升11.10%、5.63%、6.24%，下游需求的恢复和主营产品价格的回升为公司业绩反弹提供了动力。

环保政策推动供给侧改革，公司身为龙头明显受益。2019年1月和4月，国家生态环境部相继颁布《长江保护修复攻坚战行动计划》和《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，推动了行业洗牌，加速了不合规产能的清退。根据隆众化工数据，2019年磷酸一铵的产量同比下降20.4%。而公司身为行业龙头之一，拥有自有磷矿资源这一核心竞争优势，再叠加规模效应和技术设备等优势，行业洗牌后整体集中度提升将明显推动公司市场扩张和业绩增长。

携手多氟多，强化自身资源优势。2020年11月28日，公司发布公告称拟与多氟多共同出资成立合资公司，其中公司出资1.47亿元，拥有49%股权。合资公司作为双方开展磷肥副产氟硅资源综合利用项目合作的平台，将在云南安宁草铺工业园区建设相关项目，包括2×1.5万吨/年无水氢氟酸（中间产品）联产1.5万/年吨优质白炭黑，5,000吨/年六氟磷酸锂，2万吨/年电子级氢氟酸生产装置及配套设施。公司拥有丰富的硅氟酸资源，而合作方多氟多拥有成熟的相关产业链的专利技术，双方各自发挥自身优势，强强联合，共同受益。

盈利预测、估值与评级：考虑到环保政策执行后行业调整以及相关产品价格回升，公司作为行业龙头明显受益，我们上调了公司2020-2022年的盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润为2.68、4.48、6.46亿元，折合EPS为0.19、0.24、0.35元/股，当前股价对应PE分别为37、29、20倍，仍维持“买入”评级。

风险提示：主要产品价格波动风险，市场竞争风险，安全生产和环境保护风险，行业政策风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	52,978.96	53,975.86	59,398.96	64,694.11	70,823.53
营业收入增长率	-5.35%	1.88%	10.05%	8.91%	9.47%
净利润（百万元）	122.77	151.90	268.34	447.56	646.11
净利润增长率	-39.18%	23.73%	76.66%	66.79%	44.36%
EPS（元）	0.09	0.11	0.19	0.24	0.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.80%	3.47%	5.78%	8.14%	10.51%
P/E	82	66	37	29	20
P/B	2.3	2.3	2.2	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-25

买入（维持）

当前价：7.01元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

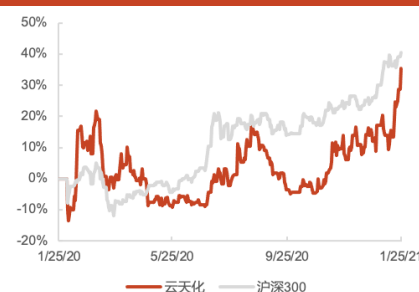
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.38
总市值(亿元)	128.85
一年最低/最高(元)	4.48/7.01
近3月换手率	121.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.07	22.67	-5.18
绝对	20.65	41.90	35.33

资料来源：Wind

相关研报

受疫情影响 Q1 业绩承压，未来有望受益于磷产业链景气提升——云天化（600096.SH）2019 年年报暨 2020 年一季报点评（2020-05-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	52,979	53,976	59,399	64,694	70,824
营业成本	45,152	46,831	53,086	57,493	62,763
折旧和摊销	1,904	1,895	1,908	1,926	1,942
税金及附加	500	475	475	453	496
销售费用	2,528	2,614	2,876	3,133	3,430
管理费用	1,614	1,521	1,674	1,823	1,996
财务费用	2,536	2,346	1,366	1,407	1,436
研发费用	53	75	83	90	99
投资收益	115	97	0	0	0
营业利润	469	347	266	378	684
利润总额	515	408	322	538	776
所得税	264	231	54	90	130
净利润	251	178	268	448	646
少数股东损益	129	26	0	0	0
归属母公司净利润	123	152	268	448	646
EPS(按最新股本计, 元)	0.09	0.11	0.19	0.24	0.35

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,192	4,179	4,760	4,226	4,037
净利润	123	152	268	448	646
折旧摊销	1,904	1,895	1,908	1,926	1,942
净营运资金增加	(1,935)	5,977	(1,229)	(176)	293
其他	3,100	(3,844)	3,812	2,028	1,156
投资活动产生现金流	(1,278)	(636)	(411)	(325)	(300)
净资本支出	(1,143)	(528)	(613)	(300)	(300)
长期投资变化	508	300	0	0	0
其他资产变化	(642)	(407)	202	(25)	0
融资活动现金流	(923)	(4,360)	(585)	(2,577)	(2,205)
股本变化	106	5	(7)	412	0
债务净变化	(419)	3,307	787	(1,583)	(769)
无息负债变化	3,451	(11,394)	11,467	2,680	2,614
净现金流	1,050	(792)	3,764	1,324	1,532

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.8%	13.2%	10.6%	11.1%	11.4%
EBITDA 率	9.5%	9.1%	5.1%	5.8%	5.8%
EBIT 率	5.4%	5.0%	1.9%	2.8%	3.1%
税前净利润率	1.0%	0.8%	0.5%	0.8%	1.1%
归母净利润率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
ROA	0.4%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
ROE (摊薄)	2.8%	3.5%	5.8%	8.1%	10.5%
经营性 ROIC	3.9%	2.9%	2.4%	3.9%	4.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	91%	89%	91%	90%	89%
流动比率	0.67	0.63	0.71	0.74	0.77
速动比率	0.50	0.46	0.55	0.58	0.62
归母权益/有息债务	0.14	0.13	0.13	0.16	0.18
有形资产/有息债务	1.97	1.56	1.88	2.03	2.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	67,821	59,995	72,512	74,469	76,960
货币资金	12,636	11,086	14,850	16,174	17,706
交易性金融资产	26	19	19	19	19
应收帐款	4,247	3,791	5,346	5,822	6,374
应收票据	2,262	216	2,673	2,911	3,187
其他应收款 (合计)	929	237	1,188	1,294	1,416
存货	9,742	7,835	9,990	9,688	9,327
其他流动资产	926	1,940	2,075	2,207	2,361
流动资产合计	37,114	29,795	42,518	45,022	47,929
其他权益工具	0	298	298	298	298
长期股权投资	1,921	2,221	2,221	2,221	2,221
固定资产	21,397	20,419	19,261	17,778	16,254
在建工程	687	933	1,022	924	850
无形资产	3,980	3,860	3,782	3,702	3,628
商誉	87	87	87	87	87
其他非流动资产	45	160	160	160	160
非流动资产合计	30,706	30,200	29,994	29,447	29,031
总负债	61,559	53,473	65,727	66,824	68,669
短期借款	23,811	28,551	29,338	31,253	30,484
应付账款	5,349	4,036	6,370	7,474	8,159
应付票据	17,198	7,631	15,926	17,248	18,829
预收账款	2,781	2,408	2,970	3,235	3,541
其他流动负债	0	(0)	(0)	(0)	(0)
流动负债合计	55,184	47,321	59,647	60,744	62,590
长期借款	3,069	2,747	2,747	2,747	2,747
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	771	699	699	699	699
非流动负债合计	6,374	6,152	6,080	6,080	6,080
股东权益	6,262	6,523	6,785	7,644	8,290
股本	1,428	1,432	1,426	1,838	1,838
公积金	5,839	5,957	5,984	6,029	6,094
未分配利润	(3,054)	(2,899)	(2,657)	(2,255)	(1,673)
归属母公司权益	4,377	4,378	4,640	5,500	6,146
少数股东权益	1,885	2,145	2,145	2,145	2,145

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5%	5%	5%	5%	5%
管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	5%	4%	2%	2%	2%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	51%	57%	17%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.24	2.92	3.34	2.30	2.20
每股净资产	3.07	3.06	3.25	2.99	3.34
每股销售收入	37.11	37.68	41.66	35.20	38.53

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	82	66	37	29	20
PB	2.3	2.3	2.2	2.3	2.1
EV/EBITDA	9	11	16	13	12
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳