

公司研究

矿肥一体化产业链优势明显，磷肥价格上行业绩增长显著

——云天化（600096.SH）2021年半年度业绩预盈公告点评

要点

事件：7月5日晚，公司发布2021年半年度业绩预盈公告，2021年上半年公司预计实现归母净利润15亿元~16亿元，预计实现扣非后归母净利润为14.38亿元~15.38亿元。

农产品价格上涨带动化肥需求提升，公司2021H1业绩大幅提高。公司2021H1预计实现归母净利润15亿元~16亿元，同比大幅扭亏。对应2021Q2归母净利润预计为9.25亿元~10.25亿元，环比上涨60.8%~78.2%。受益于国内外农产品价格上涨，农民种植意愿加强，农作物种植面积提高，化肥需求明显增大。国内方面，2021H1国内大豆和玉米价格分别同比增长31.8%和48.0%，环比增长14.6%和22.2%。国际方面，2021H1国际大豆价格同比增长39.0%，环比增长21.3%。根据美国农业部数据，大豆作为磷肥施用量较高作物种植面积增长明显，2020年美国大豆种植面积同比增长9.2%，预计2021年将同比增长5.4%。伴随着下游种植需求的提高，磷酸一铵、磷酸二铵等产品价格提升明显，2021H1国内磷酸一铵、磷酸二铵产品价格环比分别增加26.2%和25.9%。

原料资源充足，矿肥一体化产业链优势明显。原料端，公司目前拥有磷矿石原矿生产能力1450万吨/年，擦洗选矿产能618万吨/年，浮选矿产能750万吨/年，合成氨产能208万吨/年，尿素产能20万吨/年。产品端，截至2020年底公司拥有化肥产能881万吨/年（含555万吨/年基础磷肥、126万吨/年复合肥、200万吨/年氮肥），饲料级磷酸钙盐产能50万吨/年。受益于充足的原料资源，公司2020年磷矿自给率约为80%，合成氨自给率约为95%。受益于矿肥一体化产业链，公司能有效降低产品生产成本和相关能耗，以获取更大收益。

延展磷化工产业链，扩充商业版图。立足于公司自有的强大的磷化工产业链，公司进一步向高附加值产品进行延伸。公司及参股公司目前在建有食品级磷酸、工业级磷酸、电子级磷酸、阻燃剂、无水氟化氢、氟化铝、六氟磷酸锂等生产项目，进一步扩充在磷化工行业的商业版图。此外，公司使用募投资金扩建有6万吨/年聚甲醛生产项目，进一步巩固公司国内聚甲醛龙头的地位。

盈利预测、估值与评级：受益于国内外农产品种植需求增加，公司主营产品价格升高明显，业绩增长超预期。我们上调了公司2021-2022年的盈利预测，并新增公司2023年的盈利预测，预计公司2021-2023年实现归母净利润分别为27.83（上调521%）/29.21（上调352%）/30.56亿元，折算EPS分别为1.51/1.59/1.66元/股，仍维持公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产品价格大幅波动，环保生产风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	53,976	52,111	55,807	56,296	57,012
营业收入增长率	1.88%	-3.46%	7.09%	0.88%	1.27%
净利润（百万元）	152	272	2,783	2,921	3,056
净利润增长率	23.73%	79.09%	922.84%	4.98%	4.61%
EPS（元）	0.11	0.15	1.51	1.59	1.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.47%	4.23%	30.21%	24.08%	20.12%
P/E	126	91	9	8	8
P/B	4.4	3.8	2.7	2.0	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-05，注：2019年年末股本为14.32亿股，2020年年末股本为18.38亿股，2021年回购后当前股本为18.37亿股

买入（维持）

当前价：13.41元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.37
总市值(亿元)	246.40
一年最低/最高(元)	4.89/15.21
近3月换手率	205.40%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.76	54.85	152.50
绝对	14.13	53.78	161.40

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-01-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	53,976	52,111	55,807	56,296	57,012
营业成本	46,831	45,671	46,628	47,270	47,849
折旧和摊销	1,895	1,924	2,095	2,116	2,133
税金及附加	475	458	446	394	399
销售费用	2,614	2,499	2,676	2,700	2,734
管理费用	1,521	1,427	1,528	1,541	1,561
研发费用	75	81	86	87	88
财务费用	2,346	1,584	1,286	1,130	936
投资收益	97	212	212	212	212
营业利润	347	674	3,466	3,490	3,766
利润总额	408	638	3,490	3,656	3,818
所得税	231	243	585	612	640
净利润	178	395	2,905	3,044	3,178
少数股东损益	26	123	123	123	123
归属母公司净利润	152	272	2,783	2,921	3,056
EPS(元)	0.11	0.15	1.51	1.59	1.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,179	4,565	8,457	7,371	6,836
净利润	152	272	2,783	2,921	3,056
折旧摊销	1,895	1,924	2,095	2,116	2,133
净营运资金增加	5,977	1,140	-2,414	-1,264	-765
其他	-3,844	1,228	5,994	3,599	2,412
投资活动产生现金流	-636	-1,401	-408	-113	-88
净资本支出	-528	-421	-613	-300	-300
长期投资变化	300	177	0	0	0
其他资产变化	-407	-1,157	205	187	212
融资活动现金流	-4,360	-1,663	-3,943	-7,136	-6,568
股本变化	5	406	-1	0	0
债务净变化	3,307	-1,144	-2,656	-6,006	-5,633
无息负债变化	-11,394	-7,884	15,426	730	286
净现金流	-792	1,488	4,107	122	179

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.2%	12.4%	16.4%	16.0%	16.1%
EBITDA 率	9.1%	8.6%	11.9%	11.6%	11.6%
EBIT 率	5.0%	4.4%	8.2%	7.8%	7.9%
税前净利润率	0.8%	1.2%	6.3%	6.5%	6.7%
归母净利润率	0.3%	0.5%	5.0%	5.2%	5.4%
ROA	0.3%	0.7%	4.2%	4.6%	4.9%
ROE (摊薄)	3.5%	4.2%	30.2%	24.1%	20.1%
经营性 ROIC	2.9%	3.3%	9.6%	10.0%	10.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	89%	84%	83%	78%	73%
流动比率	0.63	0.60	0.77	0.84	0.94
速动比率	0.46	0.44	0.60	0.67	0.77
归母权益/有息债务	0.13	0.19	0.30	0.49	0.78
有形资产/有息债务	1.56	1.40	2.02	2.42	3.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	59,995	52,989	68,663	66,432	64,263
货币资金	11,086	9,845	13,952	14,074	14,253
交易性金融资产	19	2	2	2	2
应收帐款	3,791	2,262	5,023	5,067	5,131
应收票据	216	363	2,511	2,533	2,566
其他应收款 (合计)	237	36	1,116	1,126	1,140
存货	7,835	6,015	8,785	7,964	7,107
其他流动资产	1,940	2,436	2,528	2,540	2,558
流动资产合计	29,795	23,245	39,668	39,134	38,655
其他权益工具	298	242	242	242	242
长期股权投资	2,221	2,398	2,398	2,398	2,398
固定资产	20,419	19,578	18,086	16,462	14,783
在建工程	933	1,173	1,202	1,059	952
无形资产	3,860	4,003	3,923	3,839	3,763
商誉	87	87	87	87	87
其他非流动资产	160	26	26	26	26
非流动资产合计	30,200	29,744	28,996	27,298	25,608
总负债	53,473	44,445	57,215	51,939	46,592
短期借款	28,551	27,919	25,263	21,688	16,055
应付账款	4,036	3,463	5,595	6,145	6,220
应付票据	7,631	1,070	13,989	14,181	14,355
预收账款	2,408	0	2,790	2,815	2,851
其他流动负债	-	235	235	235	235
流动负债合计	47,321	38,731	51,718	46,442	41,095
长期借款	2,747	3,301	3,301	3,301	3,301
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	699	584	584	584	584
非流动负债合计	6,152	5,713	5,497	5,497	5,497
股东权益	6,523	8,544	11,449	14,492	17,671
股本	1,432	1,838	1,837	1,837	1,837
公积金	5,957	7,437	7,716	8,008	8,085
未分配利润	-2,899	-2,858	-354	2,275	5,254
归属母公司权益	4,378	6,429	9,211	12,132	15,188
少数股东权益	2,145	2,115	2,238	2,360	2,483

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.84%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
管理费用率	2.82%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%
财务费用率	4.35%	3.04%	2.30%	2.01%	1.64%
研发费用率	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
所得税率	57%	38%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.92	2.48	4.60	4.01	3.72
每股净资产	3.06	3.50	5.01	6.60	8.27
每股销售收入	37.68	28.35	30.37	30.64	31.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	126	91	9	8	8
PB	4.4	3.8	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	12.7	15.0	8.6	7.9	7.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE