

云天化 (600096.SH)

磷化工高景气助力业绩高增长，创新发力进军新能源领域

买入

核心观点

实现连续5年盈利，2021年净利润同比增长1239%创下历史新高。公司发布《2021年年度报告》：2021年，受益于磷化工景气度大幅回升、公司积极把握市场变化趋势等，公司利润大幅修复且利润增速远远高于营收增速：2021年，公司共实现营业收入为632.49亿元（同比+21.37%）；归母净利润为36.42亿元（同比+1238.77%）；归母扣非净利润为35.11亿元（同比+7,237.50%）。即2021Q4单季度，公司实现营业收入156.17亿元（同比+27.98%），实现归母净利润8.02亿元（同比+382.39%）。迄今，公司已实现连续5年盈利，且2021年业绩已创下自公司上市（1997年）以来的最高水平。值得一提的是，公司内部经营层面对财务管控能力进一步加强、“改革赋能”成效显著、资产结构已得到大幅改善。

磷肥景气度大幅修复，目前国内“保供稳价”助力春耕生产稳定。2021年需求端由于农肥高于往年的需求增速和新能源领域需求爆发，叠加供给侧改革后磷矿石减产、部分磷化工企业关停，磷化工产品价格已大幅上涨。据公司公告，2021年，公司磷肥、复合（混）肥、尿素、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸钙盐产品均价分别为2,958、2,486、2,233、14,766、19,604、2,909元/吨，分别同比上涨39.3%、20.4%、34.5%、53.2%、42.2%、39.9%。目前国内磷肥成本受硫磺等原材料强势支撑以及国内“保供稳价”的政策下，价格相对维持平稳，但海外磷肥价格高企且持续上涨。在化肥保供稳价的主基调下，预计短期国内磷肥价格将继续平稳运行。未来，我们看好公司将继续推进肥料与现代农业融合、协同发展。

进军新能源领域打造新能源电池产业集群。2021年，云天化集团紧抓新能源电池产业高速发展的历史性机遇，启动了云天化股份50万吨/年磷酸铁电池前驱体及配套项目，我们预期一期10万吨磷酸铁装置有望于22年8月左右投产。此外，公司拟与玉溪市人民政府、恩捷股份、亿纬锂能、华友控股合作，在玉溪市当地促进形成新能源电池全产业链集群。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

投资建议：维持“买入”评级。磷化工景气度有望持续较长一段时间，公司将通过深化改革、创新发力，继续推动高质量发展。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别44.66/46.38/47.51亿元，同比增长22.6%/3.9%/2.4%；摊薄EPS=2.43/2.52/2.59元，对应当前股价对应PE=11.1/10.7/10.4X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,111	63,249	77,771	81,017	84,097
(+/-%)	-3.5%	21.4%	23.0%	4.2%	3.8%
净利润(百万元)	272	3642	4466	4638	4751
(+/-%)	79.1%	1238.8%	22.6%	3.9%	2.4%
每股收益(元)	0.15	1.98	2.43	2.52	2.59
EBIT Margin	3.9%	9.6%	8.4%	8.2%	8.0%
净资产收益率(ROE)	4.2%	35.7%	33.5%	28.0%	23.9%
市盈率(PE)	182.2	13.6	11.1	10.7	10.4
EV/EBITDA	23.6	11.2	10.0	9.4	9.4
市净率(PB)	7.71	4.85	3.71	2.99	2.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

联系人：曹熠

021-60871329

caoyi1@guosen.com.cn

证券分析师：张玮航

021-60933136

zhangweihaang@guosen.com.cn

S0980522010001

证券分析师：刘子栋

021-60933133

liuzidong@guosen.com.cn

S0980521020002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

26.96元

收盘价

总市值/流通市值

49499/46236百万元

52周最高价/最低价

37.25/6.64元

近3个月日均成交额

2170.23百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

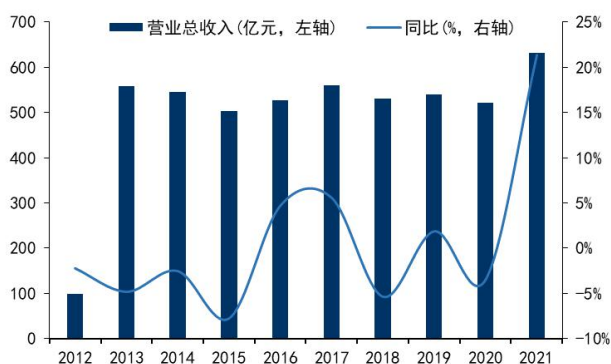
相关研究报告

《云天化-600096-2021年半年度报告点评：单质肥顺周期超预期，公司盈利能力显著提升》——2021-08-17

实现连续 5 年盈利，2021 年净利润同比增长 1239% 创下历史新高

2022 年 3 月 30 日晚，公司发布了《2021 年年度报告》：2021 年，受益于磷化工景气度大幅回升、公司积极把握市场变化趋势等，公司主营业务毛利同比增长了 42.91 亿元，公司利润大幅修复且利润增速远远高于营收增速：2021 年，公司共实现营业收入为 632.49 亿元（同比+21.37%）；归母净利润为 36.42 亿元（同比+1238.77%）；归母扣非净利润为 35.11 亿元（同比+7,237.50%）；基本每股收益为 1.98 元/股。即 2021Q4 单季度，公司实现营业收入 156.17 亿元（同比+27.98%），实现归母净利润 8.02 亿元（同比+382.39%）。在 2020 年下半年公司业绩已出现修复的基础上，2021 年 Q1-Q3 公司业绩持续顺周期并且表现强势，公司业绩基本符合我们预期。迄今，公司已实现连续 5 年盈利，且 2021 年业绩已创下自公司上市（1997 年）以来的最高水平。此外，值得一提的是，公司内部经营层面对财务管控能力进一步加强、“改革赋能”成效显著、资产结构已得到大幅改善。我们看好公司将持续协同发展肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工、商贸物流四大业务，未来，公司还将以“创新驱动”为突破口，在夯实主业基础上，主动培育新的利润增长点，推动企业高质量发展。

图1：云天化公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云天化公司归母净利润变化（单位：亿元、%）



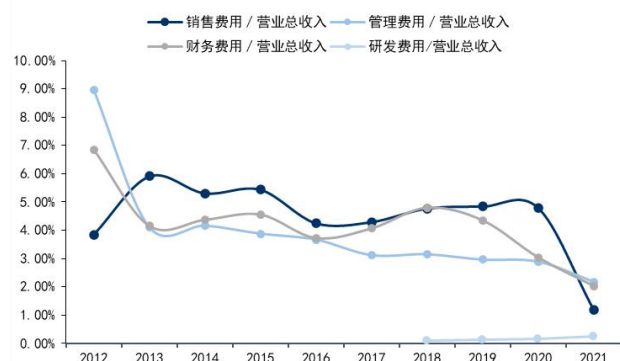
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：近年来，云天化公司资产负债率明显下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

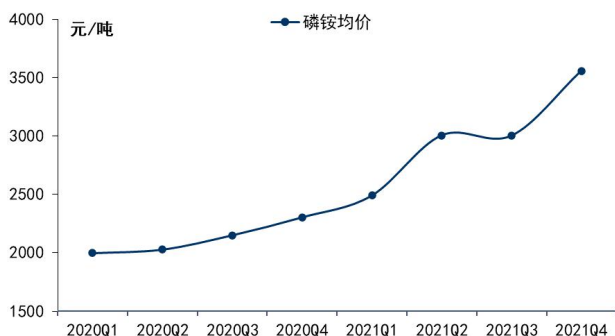
图4：2021 年，公司各项费用率大幅下降，降本增效成效显著



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

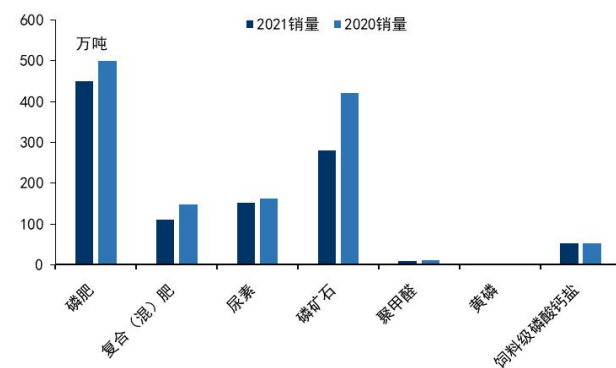
复盘来看，2021 年全年，上游大宗原材料价格普遍上涨，国际局势动荡，国际市场不确定因素增多，国内化肥市场波动风险加剧。**原材料角度**，公司磷矿石自采自用、合成氨已实现自给配套，通过发挥集中采购的平台优势，精准把控了硫磺、煤炭等大宗原材料的采购节奏，有效缓解了大宗原料价格上涨的影响。**价格方面**，2021 年需求端由于农肥高于往年的需求增速和新能源的爆发，叠加供给侧改革后磷矿石减产、部分磷化工企业关停，2021 年磷化工产品价格已较大幅度上涨。据公司公告数据，2021 年全年，公司磷肥、复合（混）肥、尿素、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸钙盐产品均价分别为 2,958、2,486、2,233、14,766、19,604、2,909 元/吨，分别同比上涨 39.3%、20.4%、34.5%、53.2%、42.2%、39.9%。**销售方面**，公司积极统筹协调国际、国内两个市场，实现生产、物流、销售各环节高效联动，保供稳价，保障产品有效销售。2021 年，公司磷肥、复合（混）肥、尿素、磷矿石、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸钙盐销量分别为 449.25、110.95、151.45、279.81、9.35、1.79 万吨，分别同比-10%、-25%、-7%、-33%、-9%、-39%、0%。在价涨量减的背景下，磷肥、聚甲醛、饲料级磷酸钙盐产品的营业收入仍然同比+25%、+40%、+41%。

图5：公司磷铵销售均价变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：2020-2021 年公司各产品销售量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

磷矿采选业务：磷矿石资源品属性凸显，公司为最大的磷矿采选企业之一

磷化工产业链由于最上游磷矿石资源品属性，以及重要中间产物黄磷的高能耗、高污染问题，行业景气度发生了较大变化，同时行业集中度在贵州瓮福、开磷两家磷化工巨头整合后再次显著提升，全球磷化工产品定价权将向中国倾斜。云天化公司开采自有磷矿资源，利用先进的剥采、浮选技术生产符合化肥、磷化工生产品位要求的磷矿石，作为磷肥、精细磷化工产品的主要生产原料，同时结合自产情况和公司生产需求，对外采购部分磷矿石，并根据市场需求对外销售部分自产磷矿石产品，实现磷矿资源高效利用。公司拥有丰富的磷矿资源储备，现有原矿生产能力 1,450 万吨/年，擦洗选矿生产能力 618 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业之一。2021 年公司共生产磷矿石 1,239 万吨。

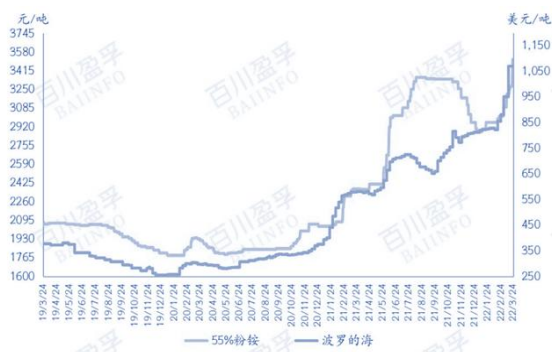
【磷矿石】2022 年 1-2 月磷矿石无进口。因安全检查导致多地供应不稳，国内多地磷矿山尚未恢复，磷矿石货源紧张，库存低位。目前，贵、川、湖地区 30%品位磷矿石车板/船板报价 650-700 元/吨，云南地区 28%、30%品位暂无产量，停止对外报价。中长期来看，国内相关政策持续收紧，磷矿石产能产量增量十分有限。

磷肥及化肥业务：磷化工产业链共振，化肥行业景气度维持高位

自 2020 年 8 月份以来，受气候、疫情、季节性波动、国际市场招标及价格带动、国家化肥商业储备实施、上游原料合成氨、硫磺、磷矿石价格稳中上行、部分生产地区限电、环保限产等综合因素影响，全国氮、磷、钾三大主要化肥价格稳中上涨。同时，国际市场需求量价齐升，磷酸一铵、二铵需求继续维持“淡季不淡”的态势。供给端行业洗牌多年全国磷肥产量总体下降，场内货源延续偏紧态势；同时，全球作物的价格高企带动了农资需求的回暖，并拉动了化肥整体景气度上升。

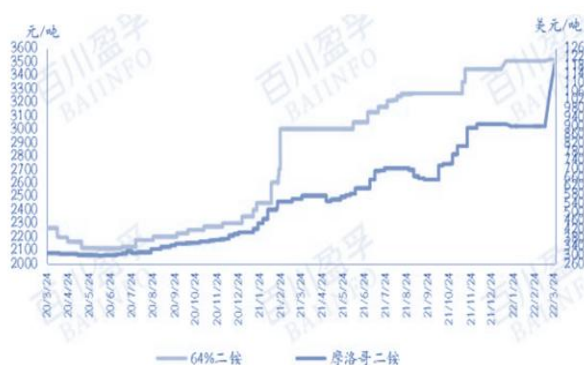
截至 2022 年 3 月底，国内磷肥成本端受硫磺等原材料强势支撑以及国内“保供稳价”的政策下，价格相对维持平稳：磷酸一铵国内报价为 3300-3400 元/吨，磷酸二铵国内报价约为 3700-3800 元/吨；但在海外能源价格高企、全球海运不畅、农资补库大周期、前期俄罗斯和乌克兰冲突发酵的背景下，目前海外磷酸一铵价格已上涨至 1050 美元/吨（到岸价），海外磷酸二铵价格已上涨至 1070 美元/吨（到岸价）。从国内角度看，近日两会召开，继续要求保证化肥等农资供应和价格稳定，给农民再次发放农资补贴，加大对农业主产区支持力度。国家层面将密切关注国内化肥市场形势，在化肥保供稳价的主基调下，我们预计短期国内磷肥价格将继续平稳运行。

图7：海内外磷酸一铵价格走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图8：海内外磷酸二铵价格走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图9：中国磷酸一铵出口量：2021年9月起显著减少



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图10：中国磷酸二铵出口量：2021年11月起显著减少



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

截至 2021 年底，公司化肥总产能约 883 万吨/年，其中磷肥产能为 555 万吨/年、复合（混）肥产能 128 万吨/年、尿素产能 200 万吨/年，是国内产能最大的磷肥生产企业，同时也是资源优势和安全环保竞争优势显著的化肥生产企业之一。公司磷肥产能位居全国第二，全球第四。其中，公司磷酸二铵产品在国内市场占有率达到 27% 左右，位居全国第一。公司磷铵出口量占全国出口量的 20% 左右。未来，公司将持续依托自身的磷矿、煤矿资源优势，形成以基础肥为主，功能肥、特种肥协同发展的产品格局，推进新型化肥产品的研发，打造差异化肥料体系，并继续推进肥料与现代农业融合、协同发展。

“创新发力”培育新的利润增长极，进军新能源领域打造新能源电池产业集群

2021 年，云天化集团紧抓新能源电池产业高速发展的历史性机遇，启动了云天化股份 50 万吨/年磷酸铁电池前驱体及配套项目；全国首个花卉类“科技小院”落户晋宁，高标准玫瑰种植示范基地项目一期投入运营；云南首家大湾区“菜篮子”展示交易中心建成运行；云天化全球农产品供应链落地加工（红河）项目竣工投产；云米项目“傣王稻”系列产品荣获国务院首批“全国 823 扶贫产品”……随着转型升级重点项目落地见效，云天化集团通过结构调整、产业升级延伸了产业链，丰富了产品结构，增强了企业可持续发展竞争力。

其中，**新能源布局方面**，2021 年 11 月 26 日，据公司公告：为加快推进建设 50 万吨/年磷酸铁电池新材料前驱体及配套项目，公司拟投资 10 亿元，在云南省安宁市安宁工业园草铺化工园区投资设立全资子公司云南云天能源新材料有限公司（暂定名），承接该项目的建设和运营。该项目总体预计投资 72.86 亿元，此次投资包含在 50 万吨/年磷酸铁电池新材料前驱体及配套项目投资中。项目分两期建设，一期新建 10 万吨/年磷酸铁项目及配套设施，二期新建 2×20 万吨磷酸铁项目及配套设施。目前由天安化工有限公司投资建设的一期年产 30 万吨电池项目，已完成 87.52 亩土地供应，环评、安评、水保、规划设计等前期手续已完成办理，场地平整已完成，正开展基础工程施工。年产 10 万吨磷酸铁（铵法）项目计划于 2022 年 6 月底完成设备安装、调试并机械竣工投料运行，剩余 20 万吨前驱体项目由云南云聚能新材料公司作为投资主体进行投资建设，同时由云天化股份公司投资建设后续项目。**我们预计一期 10 万吨项目有望于 2022 年 8 月左右投产。**

此外，2022 年 2 月 17 日，公司与云南省玉溪市人民政府、恩捷股份、亿纬锂能、华友控股在云南省昆明市签订《新能源电池全产业链项目合作协议》，约定各方在玉溪市共同设立两家合资公司，通过合资公司依法依规取得探矿、采矿权后，共同开采矿产资源，进行矿产深加工，共同研发、生产和销售新能源电池及新能源电池上下游材料，拉动建设新能源电池产业链，共同在玉溪市当地促进形成新能源电池全产业链集群。

整体来说，公司紧抓国家大力发展新能源产业的历史性机遇，瞄准新能源产业对磷酸铁正极材料前驱体产品强势增长的市场需求，结合公司的资源、技术和产业链优势，加快建设磷酸铁项目，把新能源新材料产业打造成为公司未来结构调整的重要方向。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为磷化工行业领军企业，持续协同肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工、商贸物流等四个领域的发展，未来将继续推进肥料与现代农业融合、协同发展。同时，公司紧抓国家大力发展新能源产业的历

史性机遇，瞄准新能源产业对磷酸铁正极材料前驱体产品强势增长的市场需求，结合公司的资源、技术和产业链优势，加快建设磷酸铁项目，把新能源新材料产业打造成为公司未来结构调整的重要方向。此外，聚甲醛业务景气度较高，公司下一步将加大新产品销售推广力度，推动国内中高端聚甲醛产品进口替代，逐步拓展出口市场，提升聚甲醛板块竞争力。在此基础上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 44.66/46.38/47.51 亿元，同比增长 22.6%/3.9%/2.4%；摊薄 EPS=2.43/2.52/2.59 元，对应当前股价对应 PE=11.1/10.7/10.4X。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9845	10044	9551	11128	16853	营业收入	52111	63249	77771	81017	84097
应收款项	2650	2697	4261	4439	4608	营业成本	45671	54599	66353	69706	72794
存货净额	6015	7596	8022	8427	8807	营业税金及附加	458	569	689	718	745
其他流动资产	4577	3082	3889	4051	4205	销售费用	2499	755	2333	2268	2355
流动资产合计	23245	23496	25801	28123	34550	管理费用	1427	1226	1827	1652	1455
固定资产	20751	20306	19477	17921	16333	财务费用	1584	1287	885	774	715
无形资产及其他	4003	3873	3680	3486	3292	投资收益	212	558	200	220	240
投资性房地产	2592	2683	2683	2683	2683	资产减值及公允价值变动	125	222	200	200	200
长期股权投资	2398	2785	2885	2985	3085	其他收入	(136)	(461)	0	0	0
资产总计	52989	53142	54526	55198	59943	营业利润	674	5133	6084	6319	6473
短期借款及交易性金融负债	30350	24485	19000	15000	15000	营业外净收支	(35)	(263)	0	0	0
应付款项	4533	3667	5348	5618	5871	利润总额	638	4870	6084	6319	6473
其他流动负债	3849	4866	5543	5787	6026	所得税费用	243	663	913	948	971
流动负债合计	38731	33018	29891	26405	26897	少数股东损益	123	565	706	733	751
长期借款及应付债券	3301	5396	6096	6296	6496	归属于母公司净利润	272	3642	4466	4638	4751
其他长期负债	2412	2130	2130	2130	2130						
长期负债合计	5713	7526	8226	8426	8626	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	44445	40544	38117	34831	35523	净利润	272	3642	4466	4638	4751
少数股东权益	2115	2384	3069	3780	4508	资产减值准备	22	108	6	(14)	(18)
股东权益	6429	10214	13340	16587	19912	折旧摊销	1924	1929	2166	2264	2299
负债和股东权益总计	52989	53142	54526	55198	59943	公允价值变动损失	(125)	(222)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1584	1287	885	774	715
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(2244)	(294)	(385)	(245)	(229)
每股收益	0.15	1.98	2.43	2.52	2.59	其它	(789)	196	679	725	746
每股红利	1.07	0.91	0.73	0.76	0.78	经营活动现金流	(939)	5360	6731	7168	7350
每股净资产	3.50	5.56	7.26	9.03	10.84	资本开支	0	(1571)	(1000)	(300)	(300)
ROIC	4%	14%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(132)	80	0	0	0
ROE	4%	36%	33%	28%	24%	投资活动现金流	(309)	(1878)	(1100)	(400)	(400)
毛利率	12%	14%	15%	14%	13%	权益性融资	(13)	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	10%	8%	8%	8%	负债净变化	554	2095	700	200	200
EBITDA Margin	8%	13%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(1972)	(1679)	(1340)	(1391)	(1425)
收入增长	-3%	21%	23%	4%	4%	其它融资现金流	2856	(4114)	(5485)	(4000)	0
净利润增长率	79%	1239%	23%	4%	2%	融资活动现金流	8	(3283)	(6124)	(5191)	(1225)
资产负债率	88%	81%	76%	70%	67%	现金净变动	(1240)	199	(493)	1577	5725
息率	4.0%	3.4%	2.7%	2.8%	2.9%	货币资金的期初余额	11086	9845	10044	9551	11128
P/E	182.2	13.6	11.1	10.7	10.4	货币资金的期末余额	9845	10044	9551	11128	16853
P/B	7.7	4.8	3.7	3.0	2.5	企业自由现金流	0	5334	6365	7391	7506
EV/EBITDA	23.6	11.2	10.0	9.4	9.4	权益自由现金流	0	3315	828	2933	7098

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032