

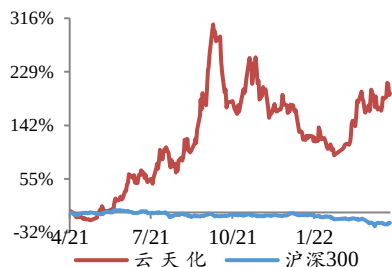
磷化工高景气度维系，新能源掀开成长新篇

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-04-06

收盘价(元) **25.65**
近12个月最高/最低(元) **35.38/7.60**
总股本(百万股) **1,836**
流通股本(百万股) **1,715**
流通股比例(%) **93.39**
总市值(亿元) **471**
流通市值(亿元) **440**

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件描述

云天化发布 2021 年年报，报告期内公司实现营收 632.49 亿元，同比+21.37%；归母净利润 36.42 亿元，同比+1238.77%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 35.11 亿元，同比+7237.50%；加权平均净资产收益率为 43.76%，较上一年增加 37.73 个百分点；基本每股收益 1.98 元。

● 经营业绩创历史新高，磷化工产品维持高景气度

2021 年公司经营业绩创历史新高，业绩同比增长超过 12 倍。公司实现营业总收入 632.49 亿元，较上年同期增加 21.37%；营业利润 51.33 亿元，较上年同期增加 662.00%；利润总额 48.70 亿元，较上年同期增加 663.06%；归属于上市公司股东的净利润 36.42 亿元，较上年同期增加 1238.77%。

全球化肥行业供需关系紧张，磷化工产品高景气度维系。全球范围内化肥行业受疫情影响，市场供给不足，供求关系持续偏紧。同时农业产业周期性上行和农产品价格上涨，推动了化肥产品价格上涨。随着国内经济的复苏，推动了磷铵、黄磷、饲料钙等公司化工产品市场价格上涨。磷铵新增产能受到严格限制，行业格局有望持续性优化，公司具有资源优势、规模优势和安全环保竞争优势，企业盈利能力得到显著提升。

图表 1 2021 年公司主要产品价格变化

主要产品	全年均价(元/吨)	同比增长
磷肥	2958	39.33%
复合(混)肥	2486	20.45%
尿素	2233	34.52%
聚甲醛	14766	53.24%
黄磷	19604	42.17%
饲料级磷酸钙盐	2909	39.86%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

磷化工产品价格上涨，公司六大类产品毛利率显著提升。2021 年公司销售产品主要以化肥以及磷化工产品为主。由于疫情的影响，各国对粮食安全的关注加大导致粮食价格周期性上涨，对应所需的化肥等产品出现供需失衡，导致市场上化肥价格呈现明显的上涨趋势。公司在疫情期间采取各项措施稳定生产，实现产销量的稳步增长，加上主营产品价格景气度提升，产品价格快速上涨，公司旗下大部分产品营业收入规模都得到了明显的增长，盈利能力也显著提升。公司旗下主要产品可分为六大类：(1) 磷肥，包括磷酸一铵、磷酸二铵两大产品，其中公司磷酸一铵 2021 年营业收入达到 36.23 亿元，同比上涨 44.07%，毛利率达到 27.66%，同比提升 10.40 个百分点；磷酸二铵营业收入为 96.67 亿元，

同比上涨 19.69%，毛利率达到 36.51%，同比增加 17.37 个百分点；(2) 复合（混）肥，2021 年营收为 27.59 亿元，同比下降 9.40%，毛利率达到 13.86%，同比增加 5.93 个百分点；(3) 尿素，2021 年营收为 33.82 亿元，同比上涨了 25.69%，毛利率为 39.16%，同比提升 13.32 个百分点；(4) 聚甲醛，2021 年营收为 13.80 亿元，同比增长 39.87%，毛利率为 45%，同比增加 17.91 个百分点；(5) 黄磷，2021 年营收为 3.5 亿元，同比下降 13.58%，毛利率高达 44.72%，同比增加 29.40 个百分点；(6) 饲料级磷酸钙盐，2021 年营收为 15.25 亿元，同比上升 40.54%，毛利率为 25.21%，同比提升 16.53 个百分点。

图表 2 2021 年公司主要产品毛利率及变动

主要产品	毛利率	同比变动
磷酸一铵	36.51%	增加 17.37 个百分点
磷酸二铵	27.66%	增加 10.40 个百分点
复合（混）肥	13.86%	增加 5.93 个百分点
尿素	39.16%	增加 13.32 个百分点
聚甲醛	45.00%	增加 17.91 个百分点
黄磷	44.72%	增加 29.40 个百分点
饲料级磷酸钙盐	25.21%	增加 16.53 个百分点

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 打造磷化工一体化优势，高效运营提升公司盈利能力

公司打造磷化工一体化优势，实现高效生产与长周期运行。公司有效发挥磷矿、磷酸、合成氨等大宗原料高度自给的全产业链一体化优势，强化生产管理，主要化工装置实现高负荷长周期运行，全年实现 66 个长周期，部分生产装置刷新了装置投产以来的最好运行纪录，产品单位能耗、物耗得到较好控制。

公司发挥平台采购优势，缓解大宗原料成本压力。公司充分发挥集中采购平台优势，精准把控硫磺、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，产品成本竞争优势持续增强。公司统筹协调国际、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。

公司发挥磷化工产业链优势，提升产品盈利能力。公司主要生产的化肥、磷化工产品有非常明显的产业链一体化优势。化肥以及磷化工产品生产都会涉及到磷矿石、硫磺等原料，尿素还需要煤炭作为原料及能源来生产合成氨。公司拥有相对完备的产业链能为企业生产节省成本，作为中国最大的磷矿采选企业之一，公司拥有 1450 万吨/年的磷矿石生产能力、618 万吨/年的擦洗选矿生产能力、750 万吨/年的浮选生产能力以及对应的湿法磷酸以及热法磷酸生产技术与产能。在磷化工方面，公司已经设立磷化工产业子公司，明确打造磷矿-黄磷-精细磷酸盐及磷化物产业链，同时开展湿法磷酸深加工，打造磷矿-湿法磷酸-磷酸精制-磷酸盐产业链。2021 年公司主营业务毛利率均有比较明显的提升，化肥及磷化工、磷矿采选业务毛利率分别为 29.07%、26.05%、65.07%，同比分别提

升 11.81、15.57、17.14 个百分点。随着公司各业务及产品产业链的纵向逐渐完善与优化，生产原材料的自给率逐步提升，生产成本有望继续降低，预计公司盈利水平依然有较大的提升空间。

图表 3 2021 年公司主营业务分行业毛利率及变动

主要产品	毛利率	同比变动
化肥	29.07%	增加 11.81 个百分点
磷化工	26.05%	增加 15.57 个百分点
工程材料	32.24%	增加 19.70 个百分点
磷矿采选	65.07%	增加 17.14 个百分点
煤炭采掘	66.98%	增加 26.49 个百分点
商贸物流	1.41%	增加 0.69 个百分点

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 公司加速新能源产业布局，推进产业纵向延伸

公司规划 50 万吨磷酸铁及配套项目，快速切入磷酸铁赛道。公司作为磷化工行业的头部企业，抓住新能源产业发展机遇，于 2021 年 10 月 30 日公告投资建设年产 50 万吨的磷酸铁电池新材料前驱体及配套项目，积极布局新能源电池前驱体材料。公司计划投资 72.86 亿元进行建设，预计项目阶段性完成，其中一期年产 10 万吨磷酸铁项目预计 2022 年下半年建成投产，2x20 万吨的产能及配套设施将在 2023 年 12 月完成。项目落地于云南省安宁市安宁工业园区，园区内的云天化子公司天安化工目前已拥有化肥级湿法磷酸 70 万吨/年、合成氨 50 万吨/年、磷肥 200 万吨/年、水溶性磷酸一铵 10 万吨/年，同时公司在安宁地区拥有 200 万吨/年的磷资源选矿能力。目前公司在上游产业链的优势将加速推动磷酸铁项目的建设，公司有望在磷酸铁产品上打造一体化的成本优势，优化企业产品结构的同时，为企业未来的业绩增长提供新动力。

公司加速新能源材料、磷精细化工产品开发，推动产业结构转型。公司聚焦资源和产业优势，推进产业纵向延伸，推动产业结构转型。公司与多氟多成立合资公司，推动磷肥副产氟硅资源综合利用项目的建设，项目生产基地设在云南安宁，建设产能包括 2x1.5 万吨/年无水氢氟酸、1.5 万吨/年优质白炭黑、5000 吨/年六氟磷酸锂以及 2 万吨/年电子级氢氟酸。公司全资子公司福石科技年产 4000 吨五氧化二磷项目、年产 2.2 万吨聚磷酸（年产 3 万吨食品级磷酸）项目、年产 1500 吨含氟硝基苯项目，红磷化工年产 1 万吨氟硅酸镁项目全面建成，公司精细化工产业集群战略布局加快落地。

● 双碳政策限制产能叠加下游需求向好，磷化工龙头有望迎来价值重估

双碳政策限制叠加下游需求向好，磷化工企业盈利中枢上行。近年来我国肥料行业进行供给侧改革，通过环保整治和退城入园，逐步清退行业内的过剩产能，通过对供需双向管控，肥料行业内的产能利用率回升，肥料行业格局已经呈现逐步改善状态，加上粮食价格不断上涨导致肥料需求向好，肥料产品盈利呈现中枢上行。

磷化工龙头整体产能利用率保持高位。2021 年磷化工行业由于受到能耗双控等双碳政策的影响，开工率偏低，产能利用率降低，但公司作为磷化工行业龙头，整体产能及利用率依旧保持在高位。公司旗下磷肥产能总共 525 万吨/年，其中磷酸二铵国内市场占有率达 27%，整体磷肥出口占全国出口的 20%左右，大部分磷肥生产厂区在 2021 年都接近甚至超过满产的状态；复合（混）肥方面，公司总产能为 83 万吨/年，由于其主要销售市场为中国周边的邻国以及东南亚地区，疫情对边贸出口造成了较大的影响，公司 2021 年复合（混）肥产量降低，但产能利用率依然超过了 80%；尿素方面，公司总共有约 200 万吨/年的产能，具有区域性竞争优势，产品在云南市场占有率高达 50%，由于能耗双控以及安全事故的影响，公司的尿素生产厂区金新化工以及大为制氮产能利用率偏低，但水富厂区产能利用率达到 99.43%；聚甲醛方面，公司目前拥有产能 9 万吨/年，是国内聚甲醛行业的龙头，国内市占率为 20%左右，在国产聚甲醛市场占有率则高达 30%；黄磷方面，公司产能为 3 万吨/年，由于能耗双控的影响，产能利用率降至 82.36%；饲料方面，产能为 50 万吨/年，其中 MDCP 产品国内市占率达 60%左右，占全国磷酸钙盐消费市场的 10%，2021 年整体利用率则达到了超产的状态。

图表 4 2021 年公司主要产品产能与开工情况

产品	主要厂区	设计产能	产能利用率
磷肥	云峰化工	58 万吨/年	75.58%
	红磷化工	95 万吨/年	104.57%
	天安化工	192 万吨/年	103.45%
	三环中化	120 万吨/年	104.01%
	三环新盛	60 万吨/年	93.80%
复合肥	复合肥事业部	83 万吨/年	83.92%
尿素	水富云天化	76 万吨/年	99.43%
	金新化工	80 万吨/年	79.04%
	大为制氮	43 万吨/年	58.77%
聚甲醛	天聚新材	9 万吨/年	104.06%
黄磷	福石科技	3 万吨/年	82.36%
饲料级磷酸氢钙	磷化集团	50 万吨/年	104.14%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司作为磷化工一体化龙头企业，盈利中枢上行有望迎来价值重估。公司作为磷化工一体化龙头企业，拥有原矿生产产能 1450 万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业之一。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。磷铵出口量占全国出口量的 20%左右。公司尿素产能 200 万吨，在云南市场占有率在 50%左右。聚甲醛产品产能在国内位列第一，产品质量达到国产聚甲醛的领先水平。饲料级磷酸钙盐产能 50 万吨，其中 MDCP（饲料级磷酸一二钙）产能为 45 万吨，同时在国内 MDCP 消费市场占有率达到 60%左右。加上公司规划的 10 万吨精制磷酸、50 万吨磷酸铁及配套

项目逐步投产，公司的磷产业链一体化优势将更加显著，未来公司盈利能力有望显著提升。随着公司盈利中枢上行，磷化工龙头有望迎来价值重估，新能源业务的快速发展有望掀开公司成长的新篇章。

● 投资建议

公司作为国内磷化工行业龙头企业，随着磷化工行业高景气度维系公司业绩有望继续实现增长，加上公司布局新能源将带来业务结构调整，给公司长期发展注入新动力。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 43.86 亿元、45.91 亿元、49.54 亿元，同比增速为 20.4%、4.7%、7.9%。对应 PE 分别为 10.7、10.3、9.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

产品价格大幅下跌的风险；项目建设进度不及预期的风险；项目审批进度不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	63249	72074	74920	78591
收入同比 (%)	21.4%	14.0%	3.9%	4.9%
归属母公司净利润	3642	4386	4591	4954
净利润同比 (%)	1238.8%	20.4%	4.7%	7.9%
毛利率 (%)	13.7%	15.9%	16.0%	15.7%
ROE (%)	35.7%	59.8%	38.5%	29.4%
每股收益 (元)	1.98	2.39	2.50	2.70
P/E	9.89	10.74	10.26	9.51
P/B	3.53	6.43	3.95	2.79
EV/EBITDA	6.83	4.81	5.98	5.58

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	23496	24180	24713	27742	营业收入	63249	72074	74920	78591
现金	10044	6499	8224	10193	营业成本	54599	60605	62956	66245
应收账款	955	3093	2532	2405	营业税金及附加	569	639	665	701
其他应收款	314	241	224	296	销售费用	755	972	952	1029
预付账款	1935	3632	2939	3136	管理费用	1226	1484	1497	1594
存货	7596	8739	8593	9270	财务费用	1287	1402	1587	1537
其他流动资产	2653	1977	2201	2442	资产减值损失	-223	-774	-962	-576
非流动资产	29647	37617	39903	43106	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	2785	2785	2785	2785	投资净收益	558	0	0	0
固定资产	18787	25033	26554	28862	营业利润	5133	6071	6158	6750
无形资产	3873	5164	5599	6131	营业外收入	18	0	0	0
其他非流动资产	4202	4636	4966	5328	营业外支出	281	0	0	0
资产总计	53142	61797	64617	70848	利润总额	4870	6071	6158	6750
流动负债	33018	43785	41327	41798	所得税	663	911	881	989
短期借款	21919	27822	27183	26865	净利润	4207	5160	5277	5761
应付账款	3420	4474	4388	4552	少数股东损益	565	774	686	806
其他流动负债	7680	11488	9757	10380	归属母公司净利润	3642	4386	4591	4954
非流动负债	7526	7526	7526	7526	EBITDA	8186	15903	12399	12881
长期借款	5396	5396	5396	5396	EPS (元)	1.98	2.39	2.50	2.70
其他非流动负债	2130	2130	2130	2130	主要财务比率				
负债合计	40544	51311	48854	49324	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2384	3158	3844	4650	成长能力				
股本	1837	1837	1837	1837	营业收入	21.4%	14.0%	3.9%	4.9%
资本公积	7271	0	0	0	营业利润	662.0%	18.3%	1.4%	9.6%
留存收益	1105	5491	10082	15036	归属于母公司净利	1238.8%	20.4%	4.7%	7.9%
归属母公司股东权	10214	7328	11919	16873	获利能力				
负债和股东权益	53142	61797	64617	70848	毛利率 (%)	13.7%	15.9%	16.0%	15.7%
现金流量表					净利率 (%)	5.8%	6.1%	6.1%	6.3%
单位:百万元					ROE (%)	35.7%	59.8%	38.5%	29.4%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	12.1%	15.1%	14.6%	13.4%
经营活动现金流	7749	15845	11058	11812	偿债能力				
净利润	3642	4386	4591	4954	资产负债率 (%)	76.3%	83.0%	75.6%	69.6%
折旧摊销	2236	7656	3692	4019	净负债比率 (%)	321.8%	489.3%	309.9%	229.2%
财务费用	1433	1621	1753	1729	流动比率	0.71	0.55	0.60	0.66
投资损失	-558	0	0	0	速动比率	0.42	0.27	0.32	0.37
营运资金变动	-254	633	-626	-272	营运能力				
其他经营现金流	5145	5301	6865	6608	总资产周转率	1.19	1.17	1.16	1.11
投资活动现金流	-1823	-16401	-6940	-7797	应收账款周转率	66.26	23.30	29.59	32.68
资本支出	-2064	-16401	-6940	-7797	应付账款周转率	15.96	13.55	14.35	14.55
长期投资	-49	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	290	0	0	0	每股收益	1.98	2.39	2.50	2.70
筹资活动现金流	-5074	-2989	-2392	-2046	每股经营现金流薄)	4.22	8.63	6.02	6.43
短期借款	-6000	5904	-639	-318	每股净资产	5.56	3.99	6.49	9.19
长期借款	2095	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-1	0	0	0	P/E	9.89	10.74	10.26	9.51
资本公积增加	105	-7271	0	0	P/B	3.53	6.43	3.95	2.79
其他筹资现金流	-1273	-1621	-1753	-1729	EV/EBITDA	6.83	4.81	5.98	5.58
现金净增加额	840	-3545	1725	1968					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。