

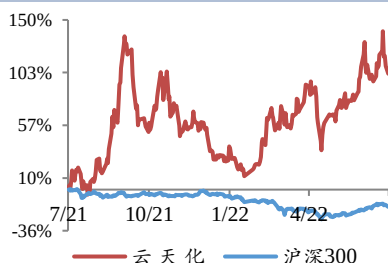
# 上半年业绩创历史新高，新能源材料加速布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-07-11

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 30.41       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 36.05/14.37 |
| 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）         | 558         |
| 流通市值（亿元）        | 521         |

## 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

1. 磷化工高景气度维系，新能源掀开成长新篇 2022-04-06

## 主要观点：

### ● 事件描述

7月11日晚间，云天化发布2022年半年度业绩预告，公司预计上半年实现归母净利润34.5亿元，同比增加119.47%；预计上半年实现扣非后归母净利润33.5亿元，同比增加121.71%。

### ● 上半年业绩创同期历史新高，磷化工高景气带动业绩同比大增

主要产品价格上涨，叠加公司自身成本优势，上半年公司业绩创同期历史新高。公司预计上半年实现归母净利润34.5亿元，创同期历史新高，与上年同期相比预计增加18.78亿元，同比增加119.47%；预计上半年实现扣非后归母净利润33.5亿元，与上年同期相比预计增加18.39亿元，同比增加121.71%。一方面，由于国际化肥市场供需偏紧，价格持续高位，公司聚甲醛、黄磷、饲料产品价格同比上涨；另一方面，公司利用自身原材料高度自给优势，主要产品成本得到有效控制，双重因素使得公司业绩再创新高。

**全球化肥市场供需偏紧，企业积极统筹资源配置。**在供给端，全球新冠疫情之下行业开工率低、供应链受阻，叠加能耗双控政策以及俄乌冲突等地缘政治因素影响，化肥行业供给不足。在需求端，各国对粮食安全重视度提升，农业产业周期性上行，化肥及化工原料需求增加，带动化工产品价格上涨。据百川盈孚，截至7月11日，磷矿石市场均价1061元/吨，同比上涨115.21%；磷酸一铵市场均价4616元/吨，同比上涨50.36%；磷酸二铵市场均价4250元/吨，同比上涨36.04%；尿素价格2658元/吨，同比下降0.30%；黄磷出厂均价31561元/吨，同比上涨65.72%；饲料级磷酸氢钙市场均价3317元/吨，同比上涨29.22%。

### ● 背靠磷矿资源，一体化优势显著

**磷矿资源储量丰富，产品成本优势显著。**公司是国内磷化工龙头企业，受益于云南省自然资源丰富的地理区位优势，拥有磷矿石储量8亿吨左右，储量位居国内首位，同时，公司拥有原矿生产能力1450万吨，擦洗选矿生产能力618万吨，浮选生产能力750万吨，2021年共生产磷矿石1239万吨；子公司金新化工拥有煤炭年产能300万吨；公司拥有四套50万吨级合成氨装置，合成氨产能达到208万吨。公司通过“矿化一体”配备磷矿石与合成氨装置，同时背靠集中采购平台资源，精准把控硫磺、煤炭等大宗商品的采购与储备，在面临大宗原料价格高涨的时候能合理消化其带来的成本影响，同时实现磷矿石与合成氨的高自给率。

**公司产业链完备，市场占有率居前。**公司业务围绕磷化工一体化开展，包括肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工等。肥料方面，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之一。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；尿素在云南市场占有率在 50% 左右。精细化工方面，公司聚甲醛产能 9 万吨/年，产能规模位居国内第一，在国内聚甲醛市场占有率 20% 左右，在国内聚甲醛市场占有率高达 30% 左右；黄磷产能 3 万吨/年；饲料级磷酸钙盐产能 50 万吨/年，在国内饲料级磷酸一二钙消费市场占有率达 60% 左右，占全国磷酸钙盐消费市场的 10%。未来，公司将推进精细化工产业集群战略布局加快落地，将形成以基础肥为主，功能肥、特种肥协同发展的产品格局，有利于公司推进肥料与现代农业融合，进一步拓展磷化工产业链，更好发挥自身一体化规模效应。

### ● 加快推进转型升级战略落地，积极布局新能源领域

**把握新材料市场机遇，加快磷产业转型升级。**2022 年 1 月 11 日，公司公告称将原募投 6 万吨/年聚甲醛项目变更为 10 万吨/年电池新材料前驱体项目，建设 10 万吨/年磷酸铁产能，投资金额预计为 16.2878 亿元，预计 2022 年 8 月达到预定可使用状态。目前项目建设按计划推进，进入投料试车阶段。除了即将投产的一期 10 万吨/年磷酸铁项目，云天化 2×20 万吨/年磷酸铁项目及配套设施项目计划 2023 年 12 月建设完成。

**搭建精细氟化工增值产业链，打造新发展“赛道”。**依托公司磷矿中富含的氟硅资源，按照“氟硅酸—氢氟酸—氟精细化学品—氟电子化学品”的增值路径。在当前已有的氟硅酸盐、含氟药用中间体及合资运营的氟化氢、氟化铝产品的基础上，公司与多氟多合作，推动年产 2×1.5 万吨/年无水氢氟酸、2 万吨电子级氢氟酸和年产 5000 吨六氟磷酸锂项目建设。其中，电子级氢氟酸项目已全面建成，2022 年 4 月无水氢氟酸项目备案通过，预计六氟磷酸锂项目于 2022 年 9 月竣工。未来，公司将加快发展高附加值无机氟化物、含氟聚合物、含氟新材料和高端专用化学品，延长氟产业链，提升氟资源的利用率，并逐步为公司带来新的业绩增长点。

**牵手新能源龙头企业，积极布局新能源电池领域。**2022 年 2 月 16 日，云天化与云南省玉溪市人民政府、恩捷股份、亿纬锂能、华友控股签订《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。四家企业计划分三期投资，项目一期承诺投资约 180.5 亿元，在 2023 年 12 月 31 日前完成。项目二期承诺投资约 336.5 亿元，在 2025 年 12 月 31 日前完成。项目三期投资计划在 2030 年前完成。公司积极把握新能源材料行业的发展机会，随着双碳政策背景下新能源电池需求不断攀升，公司提前布局，未来有望带来持续的业绩增量，打开利润成长空间。

### ● 投资建议

我们预计磷化工行业高景气度维系，产品价格维持高位，上调公司业绩预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 58.43、59.89、68.09 亿元，同比增速为 60.4%、2.5%、13.7%。对应 PE 分别为 10、9、8 倍。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

### ● 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   | 77669 | 80017 | 85072 |
| 收入同比 (%)  | 21.4%   | 22.8% | 3.0%  | 6.3%  |
| 归属母公司净利润  | 3642    | 5843  | 5989  | 6809  |
| 净利润同比 (%) | 1238.8% | 60.4% | 2.5%  | 13.7% |
| 毛利率 (%)   | 13.7%   | 17.6% | 17.3% | 17.4% |
| ROE (%)   | 35.7%   | 66.5% | 40.5% | 31.5% |
| 每股收益 (元)  | 1.98    | 3.18  | 3.26  | 3.71  |
| P/E       | 9.89    | 9.55  | 9.32  | 8.20  |
| P/B       | 3.53    | 6.35  | 3.78  | 2.59  |
| EV/EBITDA | 6.83    | 4.70  | 5.68  | 5.02  |

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          |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |        |  |  |  |  |
| <b>流动资产</b>    | 23496 | 23267 | 21906 | 23204 |        |  |  |  |  |
| 现金             | 10044 | 4566  | 4566  | 4566  |        |  |  |  |  |
| 应收账款           | 955   | 3333  | 2705  | 2603  |        |  |  |  |  |
| 其他应收款          | 314   | 260   | 240   | 320   |        |  |  |  |  |
| 预付账款           | 1935  | 3836  | 3090  | 3328  |        |  |  |  |  |
| 存货             | 7596  | 9231  | 9033  | 9836  |        |  |  |  |  |
| 其他流动资产         | 2653  | 2042  | 2273  | 2550  |        |  |  |  |  |
| <b>非流动资产</b>   | 29647 | 37617 | 39903 | 43106 |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | 2785  | 2785  | 2785  | 2785  |        |  |  |  |  |
| 固定资产           | 18787 | 25033 | 26554 | 28862 |        |  |  |  |  |
| 无形资产           | 3873  | 5164  | 5599  | 6131  |        |  |  |  |  |
| 其他非流动资产        | 4202  | 4636  | 4966  | 5328  |        |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>    | 53142 | 60884 | 61809 | 66310 |        |  |  |  |  |
| <b>流动负债</b>    | 33018 | 41158 | 35198 | 31782 |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | 21919 | 24424 | 20460 | 16087 |        |  |  |  |  |
| 应付账款           | 3420  | 4726  | 4613  | 4831  |        |  |  |  |  |
| 其他流动负债         | 7680  | 12008 | 10125 | 10865 |        |  |  |  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 7526  | 7526  | 7526  | 7526  |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | 5396  | 5396  | 5396  | 5396  |        |  |  |  |  |
| 其他非流动负债        | 2130  | 2130  | 2130  | 2130  |        |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>    | 40544 | 48684 | 42724 | 39308 |        |  |  |  |  |
| 少数股东权益         | 2384  | 3415  | 4310  | 5418  |        |  |  |  |  |
| 股本             | 1837  | 1837  | 1837  | 1837  |        |  |  |  |  |
| 资本公积           | 7271  | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 留存收益           | 1105  | 6948  | 12937 | 19746 |        |  |  |  |  |
| 归属母公司股东权益      | 10214 | 8785  | 14775 | 21583 |        |  |  |  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 53142 | 60884 | 61809 | 66310 |        |  |  |  |  |

| 现金流量表          |       |        |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |        |  |  |  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 7749  | 17225  | 12404 | 13462 |        |  |  |  |  |
| 净利润            | 3642  | 5843   | 5989  | 6809  |        |  |  |  |  |
| 折旧摊销           | 2236  | 7656   | 3692  | 4019  |        |  |  |  |  |
| 财务费用           | 1433  | 1536   | 1500  | 1291  |        |  |  |  |  |
| 投资损失           | -558  | 0      | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 营运资金变动         | -254  | 384    | -634  | -341  |        |  |  |  |  |
| 其他经营现金流        | 5145  | 7264   | 8480  | 8834  |        |  |  |  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -1823 | -16401 | -6940 | -7797 |        |  |  |  |  |
| 资本支出           | -2064 | -16401 | -6940 | -7797 |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | -49   | 0      | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 其他投资现金流        | 290   | 0      | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -5074 | -6302  | -5464 | -5665 |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | -6000 | 2506   | -3964 | -4373 |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | 2095  | 0      | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 普通股增加          | -1    | 0      | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 资本公积增加         | 105   | -7271  | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 其他筹资现金流        | -1273 | -1536  | -1500 | -1291 |        |  |  |  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | 840   | -5478  | 0     | 0     |        |  |  |  |  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 利润表             |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |        |  |  |  |  |
| <b>营业收入</b>     | 63249 | 77669 | 80017 | 85072 |        |  |  |  |  |
| 营业成本            | 54599 | 64018 | 66179 | 70295 |        |  |  |  |  |
| 营业税金及附加         | 569   | 688   | 711   | 758   |        |  |  |  |  |
| 销售费用            | 755   | 1048  | 1017  | 1114  |        |  |  |  |  |
| 管理费用            | 1226  | 1599  | 1599  | 1726  |        |  |  |  |  |
| 财务费用            | 1287  | 1317  | 1363  | 1154  |        |  |  |  |  |
| 资产减值损失          | -223  | -774  | -962  | -576  |        |  |  |  |  |
| 公允价值变动收益        | 1     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 投资净收益           | 558   | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| <b>营业利润</b>     | 5133  | 8087  | 8033  | 9277  |        |  |  |  |  |
| 营业外收入           | 18    | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 营业外支出           | 281   | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| <b>利润总额</b>     | 4870  | 8087  | 8033  | 9277  |        |  |  |  |  |
| 所得税             | 663   | 1213  | 1149  | 1359  |        |  |  |  |  |
| <b>净利润</b>      | 4207  | 6874  | 6884  | 7917  |        |  |  |  |  |
| 少数股东损益          | 565   | 1031  | 895   | 1108  |        |  |  |  |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3642  | 5843  | 5989  | 6809  |        |  |  |  |  |
| EBITDA          | 8186  | 17835 | 14051 | 15025 |        |  |  |  |  |
| EPS (元)         | 1.98  | 3.18  | 3.26  | 3.71  |        |  |  |  |  |

| 主要财务比率          |         |        |        |        |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 会计年度            | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>成长能力</b>     |         |        |        |        |
| 营业收入            | 21.4%   | 22.8%  | 3.0%   | 6.3%   |
| 营业利润            | 662.0%  | 57.6%  | -0.7%  | 15.5%  |
| 归属于母公司净利润       | 1238.8% | 60.4%  | 2.5%   | 13.7%  |
| <b>获利能力</b>     |         |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 13.7%   | 17.6%  | 17.3%  | 17.4%  |
| 净利率 (%)         | 5.8%    | 7.5%   | 7.5%   | 8.0%   |
| ROE (%)         | 35.7%   | 66.5%  | 40.5%  | 31.5%  |
| ROIC (%)        | 12.1%   | 19.4%  | 18.7%  | 18.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 76.3%   | 80.0%  | 69.1%  | 59.3%  |
| 净负债比率 (%)       | 321.8%  | 399.0% | 223.9% | 145.6% |
| 流动比率            | 0.71    | 0.57   | 0.62   | 0.73   |
| 速动比率            | 0.42    | 0.25   | 0.28   | 0.32   |
| <b>营运能力</b>     |         |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.19    | 1.28   | 1.29   | 1.28   |
| 应收账款周转率         | 66.26   | 23.30  | 29.59  | 32.68  |
| 应付账款周转率         | 15.96   | 13.55  | 14.35  | 14.55  |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |        |        |
| 每股收益            | 1.98    | 3.18   | 3.26   | 3.71   |
| 每股经营现金流薄)       | 4.22    | 9.38   | 6.76   | 7.33   |
| 每股净资产           | 5.56    | 4.79   | 8.05   | 11.76  |
| <b>估值比率</b>     |         |        |        |        |
| P/E             | 9.89    | 9.55   | 9.32   | 8.20   |
| P/B             | 3.53    | 6.35   | 3.78   | 2.59   |
| EV/EBITDA       | 6.83    | 4.70   | 5.68   | 5.02   |

## 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。