

## 半年度业绩符合预期，新能源布局加速落地

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 半年度报告, 2022 年上半年实现营收 366.2 亿元, 同比 +18.4%; 实现扣非归母净利润 34.7 亿元, 同比增长 120.5%。Q2 单季度实现扣非归母净利润 18.2 亿元, 同比增长 82.6%, 环比增长 10.6%。
- **化肥高景气, 价量利齐升。** 全球粮食危机隐忧加剧、高通胀支撑农产品价格高位, 带动化肥需求, 2022Q2 公司主营产品磷酸一铵、磷酸二铵、尿素市场不含税均价达 3685.6、3711.0、2862.4 元/吨, 分别环比增长 28.1%、15.6%、11%。量方面, 复合肥、尿素、磷酸钙盐受下游旺盛需求带动, Q2 销量分别环比增长 27.1%、15.2%、27.6%, 但受化肥法检速度放缓影响, Q2 公司磷铵销量为 101.1 万吨, 环比-15.3%。公司依托自有磷矿、煤矿及西南区域廉价天然气资源, 并对硫磺等原材料进行战略储备和采购, 有效控制成本, 同时公司统筹国内、国际磷肥市场资源配置, 赚取部分磷肥海内外价差。公司 H1 尿素、磷铵、复合肥、磷酸钙盐毛利率分别达到 44.7%、30.1%、23.2%、39.2%, 分别同比增长 12.9、2.6、8.9、25.3 个百分点。
- **磷肥出口配额落地, 提振磷肥龙头业绩。** 海外磷肥供给仍未完全恢复, 海外磷肥价格高位维持, 截止 8 月 23 日, 摩洛哥磷酸二铵 FOB 报 932 美元/吨, 海内外价差仍高达 2000 元/吨。无机盐工业协会数据显示, 下半年磷肥出口将采取配额制, 全国出口配额约 260 万吨, 配额集中于磷肥龙头企业, 其中公司配额占比接近 40%, 达 102 万吨, 将充分受益于磷肥出口配额制。
- **磷化工产业链延伸, 新能源布局加速落地。** H1 子公司天安化工一期 10 万吨净化磷酸达产, 二期 10 万吨推进中, 将为下游磷酸铁等产品提供原料保障。天安化工一期 10 万吨磷酸铁已处于客户送样阶段, 将于 9 月全面投产, 二期 20 万吨预计将于 2023 年底投产。此外, 公司依托三环中化子公司规划 10 万吨电池级磷酸一铵, 6 月已进行环评公示。公司磷化工产业链向新能源板块延伸已初显成效, 在新能源需求旺盛的背景下, 公司第二增长极即将出现。
- **盈利预测与投资建议。** 化肥等产品盈利能力高位维持, 新能源板块布局加速落地, 我们上调对公司的盈利预测, 预计公司 2022-2024 年 EPS 为 3.44、3.84、3.98 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原料价格或大幅波动、在建产能投产或不及预期、需求或不及预期。

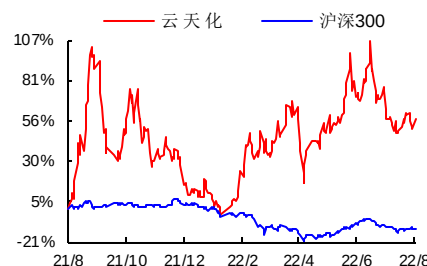
| 指标/年度         | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 63249.23 | 72420.29 | 76011.82 | 77942.52 |
| 增长率           | 21.37%   | 14.50%   | 4.96%    | 2.54%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3641.94  | 6314.98  | 7054.77  | 7314.76  |
| 增长率           | 1238.77% | 73.40%   | 11.71%   | 3.69%    |
| 每股收益 EPS(元)   | 1.98     | 3.44     | 3.84     | 3.98     |
| 净资产收益率 ROE    | 33.39%   | 39.85%   | 31.72%   | 25.91%   |
| PE            | 14       | 8        | 7        | 7        |
| PB            | 4.92     | 3.19     | 2.33     | 1.83     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 程磊  
执业证号: S1250521090001  
电话: 021-58351912  
邮箱: chlei@swsc.com.cn  
联系人: 黄志凌  
电话: 15807734106  
邮箱: hzhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 18.36       |
| 流通 A 股(亿股)   | 17.15       |
| 52 周内股价区间(元) | 16.82-36.05 |
| 总市值(亿元)      | 502.12      |
| 总资产(亿元)      | 592.15      |
| 每股净资产(元)     | 6.50        |

### 相关研究

1. 云天化(600096): 一季度业绩超预期, 看好化肥景气度持续 (2022-04-07)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 现金流量表（百万元）        | 2021A           | 2022E            | 2023E            | 2024E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|
| 营业收入          | 63249.23        | 72420.29        | 76011.82        | 77942.52        | 净利润               | 4206.84         | 7826.61          | 8535.93          | 8921.10         |
| 营业成本          | 54598.67        | 59301.86        | 62221.88        | 63787.32        | 折旧与摊销             | 2166.63         | 3392.61          | 3444.23          | 3497.12         |
| 营业税金及附加       | 569.20          | 644.13          | 677.30          | 857.37          | 财务费用              | 1286.87         | 1490.45          | 1232.21          | 975.45          |
| 销售费用          | 754.84          | 941.46          | 988.15          | 1013.25         | 资产减值损失            | -223.13         | 0.00             | 0.00             | 0.00            |
| 管理费用          | 1225.53         | 1303.57         | 1292.20         | 1247.08         | 经营营运资本变动          | -812.98         | -2039.77         | -1046.47         | -224.02         |
| 财务费用          | 1286.87         | 1490.45         | 1232.21         | 975.45          | 其他                | 1124.55         | -1708.54         | -589.23          | -456.58         |
| 资产减值损失        | -223.13         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>7748.77</b>  | <b>8961.36</b>   | <b>11576.67</b>  | <b>12713.07</b> |
| 投资收益          | 557.70          | 600.00          | 600.00          | 600.00          | 资本支出              | 208.51          | -389.00          | -502.00          | -300.00         |
| 公允价值变动损益      | -1.38           | 1.98            | 2.24            | 1.55            | 其他                | -2031.61        | 669.22           | 602.24           | 601.55          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1823.10</b> | <b>280.22</b>    | <b>100.24</b>    | <b>301.55</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>5132.76</b>  | <b>9340.80</b>  | <b>10202.32</b> | <b>10663.59</b> | 短期借款              | -6000.23        | -7204.32         | -8822.55         | -5891.64        |
| 其他非经营损益       | -262.90         | -133.03         | -160.05         | -168.18         | 长期借款              | 2094.83         | 0.00             | 0.00             | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>4869.86</b>  | <b>9207.77</b>  | <b>10042.27</b> | <b>10495.41</b> | 股权融资              | 103.88          | 0.00             | 0.00             | 0.00            |
| 所得税           | 663.02          | 1381.17         | 1506.34         | 1574.31         | 支付股利              | 0.00            | -728.39          | -1263.00         | -1410.95        |
| 净利润           | 4206.84         | 7826.61         | 8535.93         | 8921.10         | 其他                | -1272.97        | -4110.96         | -1232.21         | -975.45         |
| 少数股东损益        | 564.91          | 1511.63         | 1481.16         | 1606.34         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-5074.49</b> | <b>-12043.67</b> | <b>-11317.75</b> | <b>-8278.04</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 3641.94         | 6314.98         | 7054.77         | 7314.76         | <b>现金流量净额</b>     | <b>840.23</b>   | <b>-2802.09</b>  | <b>359.15</b>    | <b>4736.58</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                  |                  |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 财务分析指标            | 2021A           | 2022E            | 2023E            | 2024E           |
| 货币资金          | 10044.12        | 7242.03         | 7601.18         | 12337.76        | <b>成长能力</b>       |                 |                  |                  |                 |
| 应收和预付款项       | 4631.05         | 7150.38         | 7171.09         | 7306.22         | 销售收入增长率           | 21.37%          | 14.50%           | 4.96%            | 2.54%           |
| 存货            | 7595.52         | 8251.73         | 8724.60         | 8913.05         | 营业利润增长率           | 662.00%         | 81.98%           | 9.22%            | 4.52%           |
| 其他流动资产        | 1224.84         | 1018.09         | 1068.07         | 1094.94         | 净利润增长率            | 965.71%         | 86.04%           | 9.06%            | 4.51%           |
| 长期股权投资        | 2784.78         | 2784.78         | 2784.78         | 2784.78         | EBITDA 增长率        | 93.23%          | 65.66%           | 4.60%            | 1.73%           |
| 投资性房地产        | 217.62          | 217.62          | 217.62          | 217.62          | <b>获利能力</b>       |                 |                  |                  |                 |
| 固定资产和在建工程     | 20255.55        | 17890.48        | 15586.80        | 13028.22        | 毛利率               | 13.68%          | 18.11%           | 18.14%           | 18.16%          |
| 无形资产和开发支出     | 3959.90         | 3402.48         | 2845.06         | 2287.65         | 三费率               | 5.17%           | 5.16%            | 4.62%            | 4.15%           |
| 其他非流动资产       | 2428.83         | 2347.71         | 2266.58         | 2185.45         | 净利率               | 6.65%           | 10.81%           | 11.23%           | 11.45%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>53142.21</b> | <b>50305.29</b> | <b>48265.77</b> | <b>50155.68</b> | ROE               | 33.39%          | 39.85%           | 31.72%           | 25.91%          |
| 短期借款          | 21918.50        | 14714.19        | 5891.64         | 0.00            | ROA               | 7.92%           | 15.56%           | 17.69%           | 17.79%          |
| 应付和预收款项       | 4601.54         | 7217.24         | 6667.94         | 6907.50         | ROIC              | 16.30%          | 26.58%           | 28.20%           | 30.62%          |
| 长期借款          | 5395.83         | 5395.83         | 5395.83         | 5395.83         | EBITDA/销售收入       | 13.58%          | 19.64%           | 19.57%           | 19.42%          |
| 其他负债          | 8628.58         | 3336.48         | 3395.87         | 3427.71         | <b>营运能力</b>       |                 |                  |                  |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>40544.46</b> | <b>30663.74</b> | <b>21351.29</b> | <b>15731.05</b> | 总资产周转率            | 1.19            | 1.40             | 1.54             | 1.58            |
| 股本            | 1837.40         | 1835.90         | 1835.90         | 1835.90         | 固定资产周转率           | 3.30            | 4.10             | 4.87             | 5.75            |
| 资本公积          | 7271.30         | 7272.80         | 7272.80         | 7272.80         | 应收账款周转率           | 26.73           | 25.06            | 23.08            | 23.44           |
| 留存收益          | 1054.77         | 6641.36         | 12433.14        | 18336.95        | 存货周转率             | 7.95            | 7.42             | 7.30             | 7.22            |
| 归属母公司股东权益     | 10213.82        | 15745.99        | 21537.76        | 27441.57        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.16%         | —                | —                | —               |
| 少数股东权益        | 2383.93         | 3895.56         | 5376.73         | 6983.06         | <b>资本结构</b>       |                 |                  |                  |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>12597.75</b> | <b>19641.55</b> | <b>26914.49</b> | <b>34424.63</b> | 资产负债率             | 76.29%          | 60.96%           | 44.24%           | 31.36%          |
| 负债和股东权益合计     | 53142.21        | 50305.29        | 48265.77        | 50155.68        | 带息债务/总负债          | 67.37%          | 65.58%           | 52.87%           | 34.30%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 0.71            | 1.02             | 1.78             | 3.61            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.48            | 0.67             | 1.15             | 2.53            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 11.53%           | 17.90%           | 19.29%          |
| 业绩和估值指标       | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | <b>每股指标</b>       |                 |                  |                  |                 |
| EBITDA        | 8586.26         | 14223.86        | 14878.75        | 15136.17        | 每股收益              | 1.98            | 3.44             | 3.84             | 3.98            |
| PE            | 13.79           | 7.95            | 7.12            | 6.86            | 每股净资产             | 5.56            | 8.58             | 11.73            | 14.95           |
| PB            | 4.92            | 3.19            | 2.33            | 1.83            | 每股经营现金            | 4.22            | 4.88             | 6.31             | 6.92            |
| PS            | 0.79            | 0.69            | 0.66            | 0.64            | 每股股利              | 0.00            | 0.40             | 0.69             | 0.77            |
| EV/EBITDA     | 7.90            | 4.27            | 3.47            | 2.71            |                   |                 |                  |                  |                 |
| 股息率           | 0.00%           | 1.45%           | 2.52%           | 2.81%           |                   |                 |                  |                  |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理          | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理          | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 高宇乐 | 销售经理            | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 薛世宇 | 销售经理            | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理            | 18957157330  | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn     |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理          | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理            | 18208801355  | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn    |