

云天化 (600096.SH)

业绩同比增长 120%，磷酸铁及六氟磷酸锂项目投产在即

买入

核心观点

公司 2022H1 归母净利润同比增长 120.48%，积极把握市场变化趋势。公司发布《2022 年半年度报告》：2022H1，公司化肥、聚甲醛、黄磷、饲料等主要产品价格维持高位运行，公司业绩在去年已同比大幅增长的基础上，再进一步实现了业绩的靓丽增长。2022H1，公司实现营业收入 366.23 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 34.66 亿元，同比增长 120.48%。在实现连续 5 年盈利的基础上，公司 2022H1 的业绩再次显著增长，半年度归母净利润已逼近 2021 年全年业绩水平。整体来说，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，利润已实现大幅增长。此外，值得一提的是，公司内部经营层面对财务管控能力一步加强、“改革赋能”成效显著、资产结构已得到大幅改善。

磷矿资源属性凸显，化肥行业景气度维持高位。磷矿方面，我们预计 2022-2025 年，我国磷矿供应缺口将分别为 230、133、19、-25 万吨，我国磷矿石供应将延续偏紧态势。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，是我国最大的磷矿采选企业之一，有望充分受益于磷矿石长期的高景气态势。**磷肥方面**，目前，受北半球传统淡季、部分国家补库行为阶段性结束影响，目前二铵出口离岸价-国内磷铵价差已经回调至 1500 元/吨左右，但价差仍然处于较高水平。磷酸一铵 55%粉状均价 3124 元/吨；64%含量二铵均价 4079 元/吨。目前，云天化已提出了走“绿色环保、智能释放、高效施用”的新型肥料发展道路，将绿色智能肥料作为企业绿色高质量发展的重要新动力。

进军新能源领域，磷酸铁及六氟磷酸锂项目投产在即。公司紧抓国家大力发展新能源产业的历史性机遇，正稳步推进 50 万吨/年磷酸铁项目建设，一期 10 万吨/年湿法磷酸精制项目已达产，一期 10 万吨/年磷酸铁项目进入调试、试生产阶段，我们预计有望于 2022 年 8 月底正式投产。此外，参股公司氟磷电子 5000 吨/年六氟磷酸锂等项目按计划推进。

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。磷化工景气度仍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 60.45/64.99/69.82 亿元，同比增长 66.0%/7.5%/7.4%；摊薄 EPS=3.29/3.54/3.80 元，对应当前股价对应 PE=8.3/7.7/7.2X。

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	80,474	85,937	90,145
(+/-%)	-3.5%	21.4%	27.2%	6.8%	4.9%
净利润(百万元)	272	3642	6045	6499	6982
(+/-%)	79.1%	1238.8%	66.0%	7.5%	7.4%
每股收益(元)	0.15	1.98	3.29	3.54	3.80
EBIT Margin	3.9%	9.6%	10.8%	10.7%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	4.2%	35.7%	41.8%	34.2%	29.2%
市盈率 (PE)	184.8	13.8	8.3	7.7	7.2
EV/EBITDA	23.8	11.3	8.1	7.5	7.1
市净率 (PB)	7.82	4.92	3.48	2.65	2.10

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：张玮航

0755-81981810

zhangweihaang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.35 元
总市值/流通市值	50215/46905 百万元
52 周最高价/最低价	37.25/16.40 元
近 3 个月日均成交额	2907.08 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.SH) - 磷化工高景气助力业绩高速增长，创新发力进军新能源领域》——2022-03-31

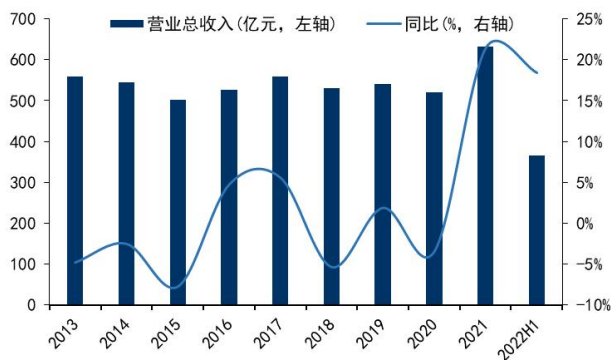
《云天化-600096-2021 年半年度报告点评：单质肥顺周期超预期，公司盈利能力显著提升》——2021-08-17

公司 2022H1 业绩同比增长 120.48%，积极把握市场变化趋势

2022 年 8 月 22 日晚，公司发布了《2022 年半年度报告》：2022H1，公司化肥、聚甲醛、黄磷、饲钙等主要产品价格维持高位运行，公司业绩在去年已同比大幅增长的基础上，再进一步实现了业绩的靓丽增长：2022H1，公司实现营业收入 366.23 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 34.66 亿元，同比增长 120.48%。在实现连续 5 年盈利的基础上，公司 2022H1 的业绩再次显著增长，半年度归母净利润已逼近 2021 年全年业绩水平。整体来说，2021 年迄今，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**，2022 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，磷化工产品价格已较大幅度上涨。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，利润已实现大幅增长。

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、%）



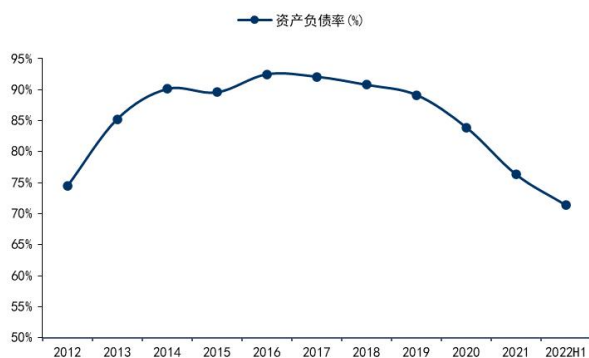
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云天化公司归母净利润变化（单位：亿元、%）



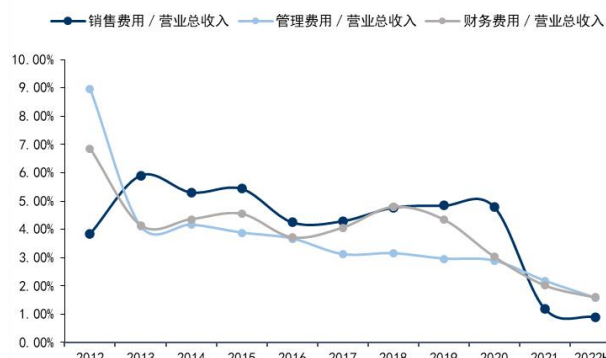
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司各项费用率继续大幅下降，降本增效成效显著



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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。自4月底以来，我国磷矿石市场供应紧张情况严峻，价格持续上涨。近期，国内磷矿石库存仍处低位，多数企业库存基本已空，部分企业仍执行前期订单，且磷矿石主流企业大多自用为主，市场流通现货少。据百川盈孚数据，截至8月22日，磷矿石30%品位市场均价为1043元/吨，与7月末1054元/吨相比下调11元/吨，降幅约为1.04%，与年初645元/吨相比上涨398元/吨，涨幅约为61.71%。

磷矿石的传统下游需求主要为湿法磷酸（一体化装置下游主要为磷肥）、黄磷以及磷矿粉肥/普钙/钙镁/脱氟磷酸钙/硝酸磷肥等。我们假设未来几年内，我国磷矿石边际产量有所增加、磷肥行业持续减量增效，黄磷行业将淘汰落后产能。未来，随着新能源汽车需求与渗透率、磷酸铁锂电池需求与渗透率快速增长，上游磷酸铁前驱体需求量将呈现出高速增长的态势。我们预计2022-2025年我国磷酸铁锂正极材料总需求将分别达到68、112、176、249万吨，对应磷酸铁需求量将分别达到65.6、108.1、169.8、240.3万吨，折合磷矿石消耗量184、303、476、673万吨，分别将占磷矿石总产量的1.8%、2.9%、4.6%、6.4%。我们预计2022-2025年，我国磷矿供应缺口（产量-表观需求-出口）将分别为230、133、19、-25万吨，我国磷矿石供应将延续偏紧态势。

表1：磷矿石供需平衡表及预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
磷矿石供给端							
磷矿石产量（万吨）	9,332	8,893	10,290	10,300	10,300	10,300	10,500
折纯磷精矿（考虑到矿品位逐年有所下降）	7,976	7,411	7,915	7,923	7,923	7,923	8,077
磷矿石出口量（万吨）	33.9	42.1	37.4	35.0	35.0	35.0	35.0
磷矿石需求端							
磷矿石表观需求量总计	7,526	6,969	7,547	7,658	7,755	7,870	8,067
主要传统需求							
磷肥需求（实物量）	3,708	3,406	3,700	3,700	3,700	3,680	3,680
磷肥对应磷矿石消耗量	6,674	6,130	6,660	6,660	6,660	6,624	6,624
黄磷产量	76	74	74	74	72	70	70
黄磷对应磷矿石消耗量	836	814	814	814	792	770	770
新能源领域需求							
磷酸铁锂总需求预测（万吨）	5.7	9.0	27.0	68.0	112.0	176.0	249.0
磷酸铁总需求预测（万吨）	5.5	8.7	26.1	65.6	108.1	169.8	240.3
磷酸铁对应磷矿石消耗量	15	24	73	184	303	476	673
磷酸铁需求占磷矿石产量占比	0.2%	0.3%	0.7%	1.8%	2.9%	4.6%	6.4%
磷矿缺口（产量-表观需求-出口）	417	400	331	230	133	19	-25

资料来源：国家统计局，海关总署，百川盈孚，国信证券经济研究所整理并预测

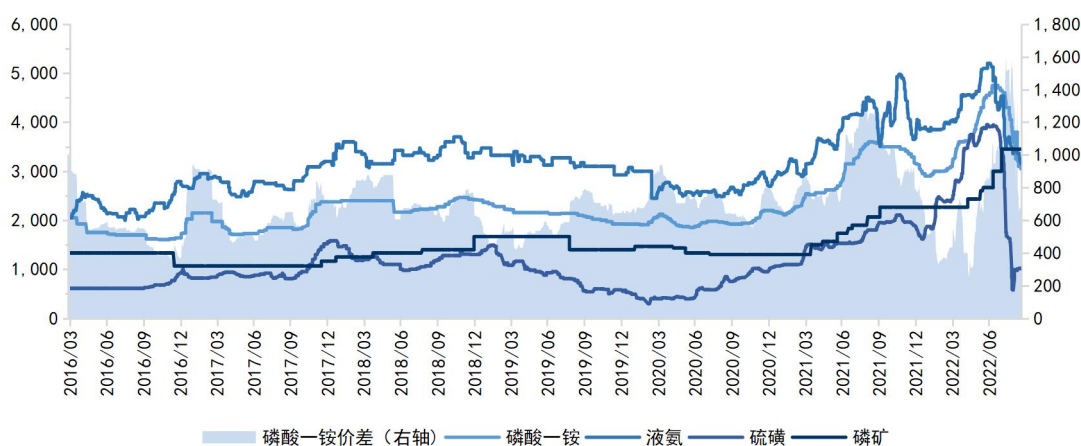
磷矿石作为不可再生资源，多年的开采已造成我国磷矿平均品位已持续下滑，但未来磷矿需求仍然在增长。考虑到磷矿石的强资源属性以及地域集中性，我们看好长期维度磷矿石供应将持续紧张，价格将维持上涨趋势。云天化公司开采自有磷矿资源，利用先进的剥采、浮选技术生产符合化肥、磷化工生产产品位要求的磷矿石，作为磷肥、精细磷化工产品的主要生产原料，同时结合自产情况和公司生产需求，对外采购部分磷矿石，并根据市场需求对外销售部分自产磷矿石产品，实现磷矿资源高效利用。公司拥有丰富的磷矿资源储备，现有原矿生产能力 1,450 万吨/年，擦洗选矿生产能力 618 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业之一，有望充分受益于磷矿石长期的高景气态势。

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。

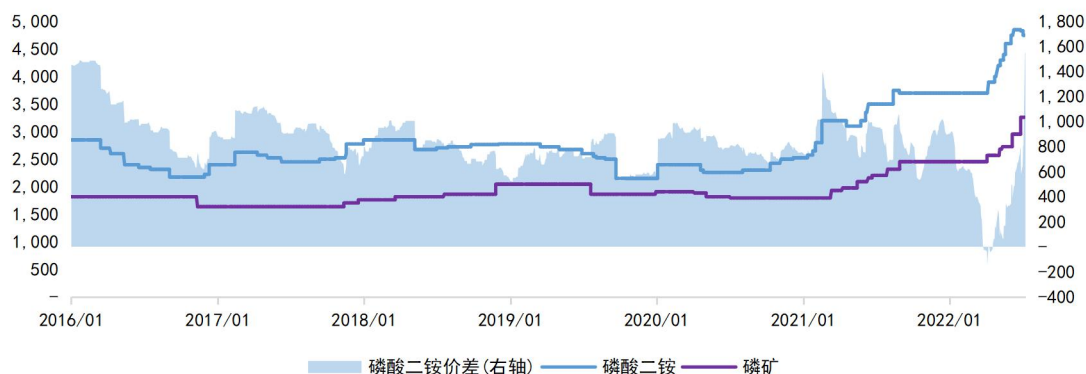
2022 年以来，在能源价格高企、全球海运不畅、海外粮食价格大幅上涨叠加全球农资补库大周期、俄罗斯和乌克兰冲突持续发酵的背景下，海外磷肥市场价格大幅上涨。而国内磷肥价格相对可控，近期保持平稳运行态势，海外磷肥-国内价差持续拉大，在阶段性高点(4 月底-5 月中旬)的出口离岸价-国内磷铵价差已经达到了 3000 元/吨以上。目前，受北半球传统淡季、部分国家补库行为阶段性结束影响，目前二铵出口离岸价-国内磷铵价差已经回调至 1500 元/吨左右，但价差仍然处于较高水平。据百川盈孚数据，磷酸一铵 55%粉状市场均价在 3124 元/吨；64%含量二铵市场均价 4079 元/吨。

图5：磷酸一铵价格与价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券研究所整理

图6: 磷酸二铵价格与价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

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。目前, 云天化提出了走“绿色环保、智能释放、高效施用”的新型肥料发展道路, 将绿色智能肥料作为企业绿色高质量发展的重要新动力, 打造绿色智能肥料的“设计—生产—营销—应用”的全产业链条, 不断推动企业绿色高质量发展, 为我国农业绿色发展助力, 为农业生产绿色增产增效助力。

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, 重点项目投产在即

其中, 项目布局方面, 公司正稳步推进 50 万吨/年磷酸铁项目建设, 初步形成了产业规模, 天安化工一期 10 万吨/年湿法磷酸精制项目已经达标达产, 二期 10 万吨/年湿法磷酸精制项目正在加紧建设; 一期 10 万吨/年磷酸铁项目进入设备调试、试生产阶段, 我们预计有望于 2022 年 8 月底左右正式投产; 4 万吨/年设施农业用磷酸二氢钾项目试生产; 年产 1 万吨/年氟硅酸镁项目正常生产。同时, 公司 10 万吨/年精制磷酸(二期)项目、20 万吨/年双氧水项目、10 万吨/年电池用磷酸二氢铵项目以及 2×20 万吨/年磷酸铁项目等新能源材料产业及配套项目按计划推进。福石科技磷系阻燃剂项目已经建成投产。此外, 公司参股公司氟磷电子 5000 吨/年六氟磷酸锂等项目按计划推进。这些项目尚未对公司 2022 年上半年经营业绩产生重大影响。

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。2022H1 公司业绩表现靓丽，在此基础上，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 60.45/64.99/69.82 亿元（调整前分别为 44.66/46.38/47.51 亿元），同比增长 66.0%/7.5%/7.4%；摊薄 EPS=3.29/3.54/3.80 元（调整前分别为 2.43/2.52/2.59 元），对应当前股价对应 PE=8.3/7.7/7.2X。**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）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9845	10044	10610	13626	21165	营业收入	52111	63249	80474	85937	90145
应收款项	2650	2697	4410	4709	4939	营业成本	45671	54599	67548	72426	76039
存货净额	6015	7596	8173	8768	9214	营业税金及附加	458	569	713	762	799
其他流动资产	4577	3082	4024	4297	4507	销售费用	2499	755	1609	1805	1983
流动资产合计	23245	23496	27293	31478	39903	管理费用	1427	1226	1884	1741	1546
固定资产	20751	20306	19477	17921	16333	财务费用	1584	1287	884	769	706
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	56018	58552	65296	营业利润	674	5133	8236	8855	9512
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	5448	5845	6142	利润总额	638	4870	8236	8855	9512
其他流动负债	3849	4866	5587	5979	6268	所得税费用	243	663	1235	1328	1427
流动负债合计	38731	33018	30036	26824	27410	少数股东损益	123	565	955	1027	1103
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	6045	6499	6982
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）					
负债合计	44445	40544	38262	35250	36036	净利润	272	3642	6045	6499	6982
少数股东权益	2115	2384	3311	4307	5377	资产减值准备	22	108	6	(14)	(18)
股东权益	6429	10214	14445	18995	23882	折旧摊销	1924	1929	2166	2264	2299
负债和股东权益总计	52989	53142	56018	58552	65296	公允价值变动损失	(125)	(222)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1584	1287	884	769	706
关键财务与估值指标						营运资本变动	(2244)	(294)	(674)	(393)	(318)
每股收益	0.15	1.98	3.29	3.54	3.80	其它	(789)	196	921	1011	1088
每股红利	1.07	0.91	0.99	1.06	1.14	经营活动现金流	(939)	5360	8264	9167	9833
每股净资产	3.50	5.56	7.86	10.34	13.00	资本开支	0	(1571)	(1000)	(300)	(300)
ROIC	4%	14%	20%	22%	24%	其它投资现金流	(132)	80	0	0	0
ROE	4%	36%	42%	34%	29%	投资活动现金流	(309)	(1878)	(1100)	(400)	(400)
毛利率	12%	14%	16%	16%	16%	权益性融资	(13)	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	10%	11%	11%	11%	负债净变化	554	2095	700	200	200
EBITDA Margin	8%	13%	14%	13%	13%	支付股利、利息	(1972)	(1679)	(1814)	(1950)	(2095)
收入增长	-3%	21%	27%	7%	5%	其它融资现金流	2856	(4114)	(5485)	(4000)	0
净利润增长率	79%	1239%	66%	8%	7%	融资活动现金流	8	(3283)	(6598)	(5750)	(1895)
资产负债率	88%	81%	74%	68%	63%	现金净变动	(1240)	199	565	3017	7539
息率	3.9%	3.3%	3.6%	3.9%	4.2%	货币资金的期初余额	11086	9845	10044	10610	13626
P/E	184.8	13.8	8.3	7.7	7.2	货币资金的期末余额	9845	10044	10610	13626	21165
P/B	7.8	4.9	3.5	2.6	2.1	企业自由现金流	0	5334	7903	9395	9992
EV/EBITDA	23.8	11.3	8.1	7.5	7.1	权益自由现金流	0	3315	2368	4940	9592

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提及的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