

云天化 (600096.SH)

强烈推荐 (维持)

三季度利润超预期，磷酸铁一期项目通过验证

事件：公司发布 2022 年前三季度业绩预增公告，公司预计 2022 年前三季度归属于上市公司股东的净利润 51.3 亿元左右，同比增加 80.61%。其中三季度单季度实现归母净利润 16.64 亿元左右，同比增长 31.23%，超出市场预期。

业绩同比超预期，一体化优势得到充分发挥。2022 年上半年，化肥、聚甲醛、黄磷、饲料钙等主要产品及磷矿、硫磺、合成氨等原料价格维持高位运行，第三季度，硫磺、合成氨等主要原料价格整体下滑，化肥、聚甲醛、饲料钙等公司主要产品价格从高位有所回调，目前相关产品价格已企稳。从数据上来看，2022 年第三季度原材料磷矿石价格略有增加，硫磺、合成氨价格分别同比下降 67%、8.16%，磷酸一铵、二铵、聚甲醛、尿素价格分别同比下降 38.27%、15.44%、0.11%、16.44%。公司持续加强安全环保管理，确保生产装置长周期运行，充分发挥磷矿、磷酸、合成氨等原料自给的一体化优势。不断完善关键原料的战略采购与储备，强化市场研判，把握硫磺、煤炭等原料采购节奏，不断优化原料采购综合成本。同时公司积极履行国内化肥保供稳价政策，在保障国内供应的基础上，积极统筹做好国内、国际磷肥市场的资源配置与优化。

未来磷矿估值有望提升，拥磷矿者才为王。磷矿石紧张程度缓解可能性不大，主产地湖北、四川、贵州、云南均在逐步清退小产能，未来三年内新增产能较少。对应的磷肥属于刚性需求，同时 22-23 年是磷酸铁产能投放大年，对于磷矿石需求快速提升。全球范围来看，中国磷化工工艺走在世界前列，未来中国有望成为全世界范围内最主要的电池生产国。国家规定储能材料不能用三元材料，磷酸系最为受益。另外各家新能源企业均在云南投资建厂，可以说磷酸铁锂等新能源材料中最核心的还是磷矿资源，拥有磷矿资源的企业成本最低，竞争力最强。云天化目前是国内磷矿资源储量第一、产能第一的公司，未来最先受益于云南新能源发展。

磷酸铁项目按计划推进，一期 10 万吨产能已经建成投产，通过验证。公司 9 月 30 日发布公告，同华友控股签订磷酸铁锂合作意向协议。合作双方将发挥各自在资源、人才、技术、市场方面的优势，共同推动磷酸铁、磷酸铁锂产业合作，规划分期实施 50 万吨/年磷酸铁、50 万吨/年磷酸铁锂项目。目前，云天化一期 10 万吨/年磷酸铁项目已建成投产，二期 2×20 万吨/年磷酸铁项目已完成备案、能评等手续；云南友天已完成磷酸铁锂项目备案、能评、职业卫生评价等手续。

维持“强烈推荐”投资评级。我们预测未来预计公司 2022-2024 年收入分别为 761.52 亿元、764.57 亿元和 766.86 亿元，归母净利润分别为 60.19 亿元、64.32 亿元和 70.12 亿元，EPS 分别为 3.28 元、3.50 元和 3.82 元。当前股价对应 PE 分别为 7.0 倍、6.5 倍和 6.0 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：磷酸铁项目进度不及预期、大宗商品价格波动。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	52111	63249	76152	76457	76686
同比增长	-3%	21%	20%	0%	0%
营业利润(百万元)	674	5133	8378	8941	9733
同比增长	94%	662%	63%	7%	9%

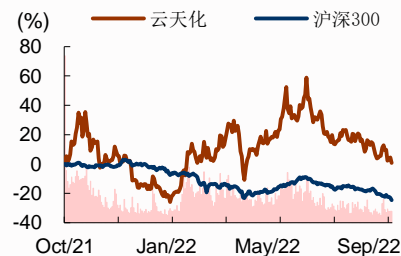
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：22.84 元

基础数据

总股本 (万股)	183589
已上市流通股 (万股)	171456
总市值 (亿元)	419
流通市值 (亿元)	392
每股净资产 (MRQ)	7.5
ROE (TTM)	40.0
资产负债率	71.4%
主要股东	云天化集团有限责任公司
主要股东持股比例	38.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-12	1
相对表现	-3	-2	22



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

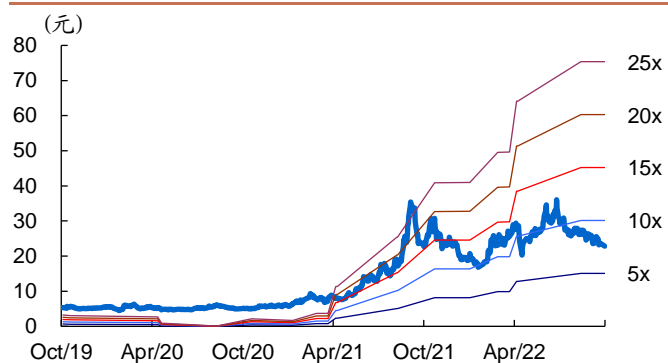
- 《云天化 (600096) 一上半年利润同比大增，看好公司长期发展》 2022-07-12
- 《云天化 (600096) 一磷化工龙头产业链完备，磷肥价格高景气带动公司业绩持续向好》 2022-05-05

周锋 S1090515120001
 zhouzheng3@cmschina.com.cn
 曹承安 S1090520080002
 caochengan@cmschina.com.cn
 赵晨曦 研究助理
 zhaochenxi@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	272	3642	6019	6432	7012
同比增长	79%	1239%	65%	7%	9%
每股收益(元)	0.15	1.98	3.28	3.50	3.82
PE	154.1	11.5	7.0	6.5	6.0
PB	6.5	4.1	4.4	3.0	2.2

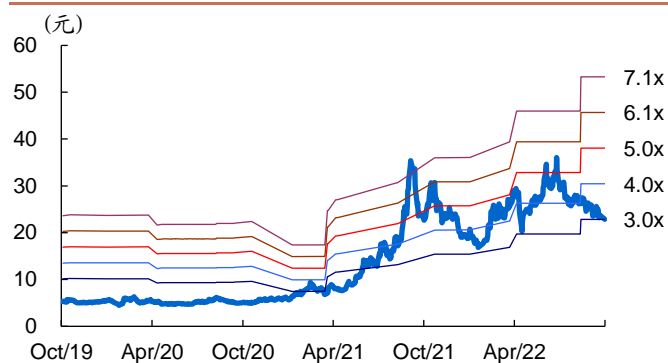
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 云天化历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 云天化历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	23245	23496	21486	22646	20051
现金	9845	10044	5687	6825	4235
交易性投资	2	10	10	10	10
应收票据	363	1516	1826	1833	1838
应收款项	2262	955	1126	1130	1134
其它应收款	25	306	368	370	371
存货	6015	7596	8847	8851	8835
其他	4733	3069	3622	3628	3628
非流动资产	29744	29647	28335	27167	26124
长期股权投资	2398	2785	2785	2785	2785
固定资产	19578	18787	18034	17352	16735
无形资产商誉	4090	3965	3568	3212	2890
其他	3678	4110	3948	3818	3714
资产总计	52989	53142	49821	49813	46175
流动负债	38731	33018	29432	23801	13992
短期借款	27919	21919	19790	14156	4361
应付账款	4533	3667	4276	4278	4270
预收账款	2582	2846	3318	3320	3314
其他	3698	4587	2048	2048	2047
长期负债	5713	7526	7526	7526	7526
长期借款	3301	5396	5396	5396	5396
其他	2412	2130	2130	2130	2130
负债合计	44445	40544	36959	31327	21518
股本	1838	1837	1837	1837	1837
资本公积金	7167	7267	7267	7267	7267
留存收益	(2576)	1109	440	5066	10149
少数股东权益	2115	2384	3318	4315	5403
归属于母公司所有者权益	6429	10214	9545	14171	19254
负债及权益合计	52989	53142	49821	49813	46175

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4565	7749	8900	10156	10256
净利润	395	4207	6953	7429	8100
折旧摊销	2186	2236	2328	2185	2059
财务费用	1868	1433	1589	1292	835
投资收益	(212)	(558)	(730)	(730)	(730)
营运资金变动	201	480	(1244)	(20)	(8)
其它	127	(50)	4	(1)	(0)
投资活动现金流	(1401)	(1823)	(286)	(286)	(286)
资本支出	(619)	(2124)	(1016)	(1016)	(1016)
其他投资	(782)	301	730	730	730
筹资活动现金流	(1663)	(5074)	(12971)	(8733)	(12559)
借款变动	1681	3025	(4694)	(5635)	(9795)
普通股增加	406	(1)	0	0	0
资本公积增加	1484	101	0	0	0
股利分配	(2609)	(6616)	(6688)	(1806)	(1930)
其他	(2626)	(1583)	(1589)	(1292)	(835)
现金净增加额	1500	851	(4357)	1137	(2590)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	52111	63249	76152	76457	76686
营业成本	45671	54599	63663	63688	63573
营业税金及附加	458	569	685	688	690
营业费用	2499	755	909	912	915
管理费用	1427	1226	1476	1481	1486
研发费用	81	152	182	183	184
财务费用	1584	1287	1589	1292	835
资产减值损失	(143)	(260)	0	0	0
公允价值变动收益	10	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	202	174	174	174	174
投资收益	212	558	558	558	558
营业利润	674	5133	8378	8941	9733
营业外收入	29	18	18	18	18
营业外支出	65	281	281	281	281
利润总额	638	4870	8115	8678	9470
所得税	243	663	1162	1249	1370
少数股东损益	123	565	934	998	1088
归属于母公司净利润	272	3642	6019	6432	7012

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-3%	21%	20%	0%	0%
营业利润	94%	662%	63%	7%	9%
归母净利润	79%	1239%	65%	7%	9%
获利能力					
毛利率	12.4%	13.7%	16.4%	16.7%	17.1%
净利率	0.5%	5.8%	7.9%	8.4%	9.1%
ROE	5.0%	43.8%	60.9%	54.2%	42.0%
ROIC	2.3%	12.8%	20.9%	22.8%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	83.9%	76.3%	74.2%	62.9%	46.6%
净负债比率	63.5%	56.2%	50.6%	39.2%	21.1%
流动比率	0.6	0.7	0.7	1.0	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.2	1.5	1.5	1.6
存货周转率	6.6	8.0	7.7	7.2	7.2
应收账款周转率	15.7	24.8	28.1	25.9	25.8
应付账款周转率	5.6	13.3	16.0	14.9	14.9
每股资料(元)					
EPS	0.15	1.98	3.28	3.50	3.82
每股经营净现金	2.49	4.22	4.85	5.53	5.59
每股净资产	3.50	5.56	5.20	7.72	10.49
每股股利	2.32	3.64	0.98	1.05	1.15
估值比率					
PE	154.1	11.5	7.0	6.5	6.0
PB	6.5	4.1	4.4	3.0	2.2
EV/EBITDA	22.6	11.0	7.4	7.3	7.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职于中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。