

## 公司研究

## 22Q3 业绩符合预期，自上而下布局磷系新能源材料产业链

## ——云天化（600096.SH）2022年三季度报点评

## 要点

**事件：**10月14日晚，公司发布2022年第三季度报告。2022年前三季度，公司实现营收564.59亿元，同比增长18.53%；实现归母净利润51.30亿元，同比增长80.63%；实现扣非后归母净利润49.81亿元，同比增长81.40%。2022Q3，公司单季度实现营收198.36亿元，同比增长18.77%，环比下滑8.42%；实现归母净利润16.65亿元，同比增长31.24%，环比下滑8.55%。

**磷化工产品价格仍处相对高位，22Q3 业绩符合预期。**22Q3 由于合成氨、硫磺等原材料价格的回落，磷铵、黄磷、饲料级磷酸钙盐等磷肥及磷化工产品价格相较于22Q2有所下滑。但从同比数据来看，22Q3 公司磷肥及磷化工产品均价仍维持在相对较高水平，从而使得公司业绩仍实现同比较快增长。根据公司经营数据，22Q3 公司磷铵、黄磷、饲料级磷酸钙盐价格分别同比增长25.7%、29.5%和18.2%。此外，公司在保障国内供应的基础上，积极统筹好国内、国际磷肥市场的资源配置与优化，努力实现公司价值最大化。根据海关数据，2022年7-8月，国内磷酸一铵、磷酸二铵的出口均价分别为967美元/吨和949美元/吨，同比分别增长85.3%和73.6%。

**布局浮选矿及磷酸铁产能，自上而下打通磷系新能源材料产业链。**9月20日，公司发布公告拟设立全资子公司云天矿产建设“电池新材料前驱体配套450万吨/年磷矿浮选项目”，该项目预计总投资额为18.96亿元，预计于2023年12月前建成。该项目的目的主要是为了提升公司浮选磷精矿产能规模，为公司精细磷化工及磷酸铁等新能源材料产业布局提供充足的原料支持。9月30日，公司发布公告表示已与华友控股签订合作意向协议，双方将通过合资公司聚能新材（公司持股51%）和云南友天（公司持股49%）分别进行50万吨/年磷酸铁和50万吨/年磷酸铁锂项目的建设。目前，上述项目中一期10万吨/年磷酸铁产能已建成投产，二期2×20万吨/年磷酸铁项目已完成备案、能评等手续。磷酸铁锂项目方面，预计将于2023-2025年期间逐年分别建成10/20/20万吨/年产能。公司沿着“磷矿石-精细磷化工-磷酸铁/磷酸铁锂”的路线自上而下构成了完整的产业链布局，同时联合华友控股强强携手共同推进磷酸铁及磷酸铁锂项目，将为公司未来成长奠定坚实基础。

**盈利预测、估值与评级：**虽然22Q3磷化工产品价格环比有所回落，但整体均价仍处于相对高位，叠加公司对于国内外市场的综合统筹，22Q3公司仍实现了较为快速的业绩增长，整体业绩符合预期。我们维持22-24年盈利预测，预计22-24年公司归母净利润分别为60.8/62.7/68.2亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品及原材料价格波动，产能建设不及预期，下游需求不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	52,111	63,249	72,437	75,866	79,860
营业收入增长率	-3.46%	21.37%	14.53%	4.73%	5.26%
净利润（百万元）	272	3,642	6,084	6,267	6,824
净利润增长率	79.09%	1238.77%	67.05%	3.02%	8.89%
EPS（元）	0.15	1.98	3.31	3.41	3.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.23%	35.66%	37.33%	27.78%	23.22%
P/E	159	12	7	7	6
P/B	6.7	4.2	2.6	1.9	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-14，2020年公司总股本为18.38亿股，2021年公司总股本为18.37亿股，2022年及以后公司总股本为18.36亿股。

## 买入（维持）

当前价：23.48元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	18.36
总市值(亿元):	431.07
一年最低/最高(元):	16.40/36.28
近3月换手率:	188.36%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.91	-11.46	10.86
绝对	-0.38	-21.94	-10.31

资料来源：Wind

## 相关研报

磷化工行业景气业绩高增，首批10万吨/年磷酸铁建成投产——云天化（600096.SH）2022年半年度业绩预增公告点评（2022-07-12）  
国内外磷肥行业持续高景气，产业链优势助力业绩超预期——云天化（600096.SH）2022年一季度业绩预增公告点评（2022-04-06）  
携手行业龙头，全面布局新能源产业链——云天化（600096.SH）公告点评（2022-02-17）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52,111	63,249	72,437	75,866	79,860
营业成本	45,671	54,599	60,898	64,145	67,550
折旧和摊销	1,924	1,929	2,107	2,163	2,226
税金及附加	458	569	652	683	719
销售费用	2,499	755	864	905	953
管理费用	1,427	1,226	1,404	1,470	1,547
研发费用	81	152	174	182	191
财务费用	1,584	1,287	1,095	967	731
投资收益	212	558	613	675	742
营业利润	674	5,133	8,025	8,309	9,033
利润总额	638	4,870	7,762	8,046	8,770
所得税	243	663	1,057	1,095	1,194
净利润	395	4,207	6,705	6,951	7,576
少数股东损益	123	565	621	684	752
归属母公司净利润	272	3,642	6,084	6,267	6,824
EPS(元)	0.15	1.98	3.31	3.41	3.72

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,565	7,749	4,906	8,937	9,310
净利润	272	3,642	6,084	6,267	6,824
折旧摊销	1,924	1,929	2,107	2,163	2,226
净营运资金增加	1,327	1,550	5,488	983	1,081
其他	1,042	627	-8,773	-476	-821
投资活动产生现金流	-1,401	-1,823	-1,332	-1,350	-1,258
净资本支出	-421	-2,064	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	177	387	0	0	0
其他资产变化	-1,157	-146	668	650	742
融资活动现金流	-1,663	-5,074	-2,753	-7,072	-7,453
股本变化	406	-1	-2	0	0
债务净变化	-1,144	-3,770	-1,656	-6,106	-6,721
无息负债变化	-7,884	-130	-2,894	252	291
净现金流	1,488	840	821	514	599

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	12.4%	13.7%	15.9%	15.4%	15.4%
EBITDA 率	8.6%	13.5%	14.8%	14.2%	14.1%
EBIT 率	4.4%	10.0%	11.9%	11.4%	11.3%
税前净利润率	1.2%	7.7%	10.7%	10.6%	11.0%
归母净利润率	0.5%	5.8%	8.4%	8.3%	8.5%
ROA	0.7%	7.9%	12.1%	12.3%	13.2%
ROE (摊薄)	4.2%	35.7%	37.3%	27.8%	23.2%
经营性 ROIC	3.8%	14.1%	16.8%	16.5%	17.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	84%	76%	65%	53%	41%
流动比率	0.60	0.71	0.95	1.36	2.38
速动比率	0.44	0.48	0.64	0.91	1.59
归母权益/有息债务	0.19	0.34	0.58	1.02	1.91
有形资产/有息债务	1.40	1.60	1.77	2.31	3.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	52,989	53,142	55,296	56,393	57,540
货币资金	9,845	10,044	10,866	11,380	11,979
交易性金融资产	2	10	10	10	10
应收账款	2,262	955	1,093	1,145	1,205
应收票据	363	1,516	1,736	1,819	1,914
其他应收款 (合计)	36	314	343	359	378
存货	6,015	7,596	8,479	8,934	9,412
其他流动资产	2,436	1,059	1,059	1,059	1,059
流动资产合计	23,245	23,496	25,811	27,047	28,419
其他权益工具	242	271	271	271	271
长期股权投资	2,398	2,785	2,785	2,785	2,785
固定资产	19,578	18,737	17,837	17,047	16,319
在建工程	1,173	1,519	2,189	2,692	3,069
无形资产	4,003	3,873	3,796	3,720	3,645
商誉	87	87	87	87	87
其他非流动资产	26	641	641	641	641
非流动资产合计	29,744	29,647	29,485	29,347	29,121
总负债	44,445	40,544	35,995	30,141	23,711
短期借款	27,919	21,919	18,763	13,723	5,502
应付账款	3,463	3,420	3,815	4,018	4,231
应付票据	1,070	247	276	291	306
预收账款	0	24	0	0	0
其他流动负债	235	250	250	250	250
流动负债合计	38,731	33,018	27,246	19,893	11,963
长期借款	3,301	5,396	6,896	8,396	9,896
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	584	654	654	654	654
非流动负债合计	5,713	7,526	8,748	10,248	11,748
股东权益	8,544	12,598	19,301	26,252	33,828
股本	1,838	1,837	1,836	1,836	1,836
公积金	7,437	7,542	8,150	8,189	8,189
未分配利润	-2,858	784	6,259	12,488	19,312
归属母公司权益	6,429	10,214	16,296	22,563	29,387
少数股东权益	2,115	2,384	3,005	3,689	4,441

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.80%	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%
管理费用率	2.74%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%
财务费用率	3.04%	2.03%	1.51%	1.27%	0.92%
研发费用率	0.15%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
所得税率	38%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.48	4.22	2.67	4.87	5.07
每股净资产	3.50	5.56	8.88	12.29	16.01
每股销售收入	28.35	34.42	39.46	41.32	43.50

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	159	12	7	7	6
PB	6.7	4.2	2.6	1.9	1.5
EV/EBITDA	18.1	9.0	6.9	6.4	5.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE