

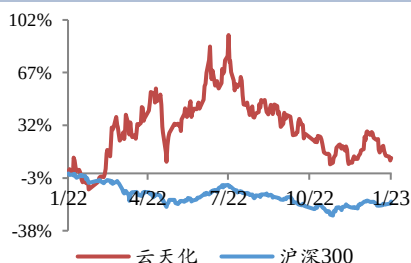
全年业绩同比高增，一体化龙头优势尽显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-05

收盘价（元） 20.73
近 12 个月最高/最低（元） 36.05/16.82
总股本（百万股） 1,835
流通股本（百万股） 1,715
流通股比例（%） 93.45
总市值（亿元） 380
流通市值（亿元） 355

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

1月5日，云天化发布 2022 年度业绩预增公告，公司 2022 年度实现归母净利润 58~61 亿元，同比增加 59.26%~67.49%，实现扣非归母净利润 56.46~59.46 亿元，同比增加 60.81%~69.36%。

● 公司全年业绩同比增长显著，主要产品实现较好盈利

公司业绩同比高增，春耕备肥有望推涨化肥价格。公司 2022 全年实现归母净利润 58~61 亿元，同比增长 59.26%~67.49%，实现扣非归母净利润 56.46~59.46 亿元，同比增长 60.81%~69.36%。公司化肥、聚甲醛、饲料、黄磷等主要产品同比实现较好盈利。四季度以来，公司主营产品磷肥价格走势上行，市场需求回暖，尿素扭转三季度跌势稳步上涨，季末出现小幅下跌，复合肥、黄磷价格震荡运行、先跌后涨，聚甲醛市场价格比前三季度有所下降。从供给端看，全球化肥和粮食供给不足，氨产能萎缩，天然气价格上涨，同时，磷矿开采进入停采季，价格保持坚挺；从库存来看，四季度以来，复合肥市场库存呈现下降-上升-下降的趋势，整体较三季度末，库存有所减少；从需求端看，随经销商库存消解，一季度春耕备肥需求逐渐释放，叠加成本增压，出口消息等利好因素，有望拉动化肥价格上涨，公司主营产品受益。

有效发挥规模化优势实现产品价值最大化，产业转型升级加速。在市场波动情况下，公司自主可控和安全稳定的供应链、产业链竞争力得到充分体现，有效发挥自有磷矿、煤矿资源优势和合成氨产能优势，积极动态实施煤炭、硫磺的战略采购和储备，保障了产品的成本可控。此外，公司全年加快推进产品转型升级与结构优化，非肥产品盈利能力和占比进一步提升，有效对冲了产品价格波动的不利影响，实现经营业绩同比大幅增加。

图表 1 2022Q4 公司主要产品市场均价变化

主要产品	Q4 市场均价（元/吨）	环比增长
磷酸一铵	3181.24	-9.52%
磷酸二铵	3579.21	-10.73%
复合肥	3141.69	4.51%
尿素	2584.18	-13.22%
聚甲醛	14615.82	-19.61%
黄磷	31712.87	2.64%
饲料级磷酸氢钙	2951.32	4.44%

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

相关报告

1. 发布非公开发行预案，持续加码电池新材料 2022-11-18
2. 前三季度业绩同比高增，新能源项目加速落地 2022-10-17
3. 上半年业绩创历史新高，新能源项目稳步投产 2022-08-23

● 背靠丰厚磷矿资源，设立子公司推进磷资源多元化深度开发利用

依托丰厚磷矿储量提供优质稳定的磷精矿，产业链一体化优势显著。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，是我国最大的磷矿采选企业之一。磷矿的丰厚储量为公司精细磷化工、磷酸铁生产提供了可靠的资源保障。9月20日，公司发布公告拟投资设立全资子公司云天矿产，注册资本10亿元，并以云天矿产为投资主体建设“电池新材料前驱体配套450万吨/年磷矿浮选项目”，预计项目投资总额18.96亿元。该项目将有助于公司充分发挥资源、技术和全产业链优势，提升中低品位磷矿利用水平，推进磷资源多元化深度开发利用，提高资源利用效率，保障公司精细磷化工、磷酸铁产业优质磷矿资源供应，进一步发挥自身一体化规模效应。

● 驶入新能源发展赛道，携手华友控股加速新能源项目落地进程

新能源项目加速投产，搭建氟化工增值产业链。目前公司正在投资建设年产50万吨磷酸铁及配套装置项目，初步形成了产业规模。12月11日，公司20万吨/年双氧水项目提前了4个半月实现顺利投产目标，产出浓度为27.5%的双氧水产品，为公司发展精细化工、新能源材料等新产业提供原料保障和竞争优势。公司10万吨/年磷酸铁装置9月进入全面投产阶段。配套设施10万吨/年精制磷酸一期、二期项目已经相继投产。公司2×20万吨/年磷酸铁项目计划于2023年底建成投产。此外，公司与华友控股拟通过磷酸铁、磷酸铁锂产业合作，推动50万吨/年磷酸铁、50万吨/年磷酸铁锂项目的建设和运营，加速新能源项目落地进程。氟化工方面，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，纵向延伸氟化工产业链。2022年上半年，公司子公司1万吨/年氟硅酸镁项目、1500吨/年医药中间体含氟硝基苯项目正常生产。参股公司生产销售的产品有食品级磷酸、无水氟化氢、氟化铝等；参股公司六氟磷酸锂项目等生产线按计划推进。磷酸铁及氟化工的提前布局助力公司乘新能源之风上行。同时依托自身一体化产业链优势，公司成本也有望做到行业较低水平，非肥板块有望带来持续的业绩增量，打开利润成长空间。

● 投资建议

预计公司2022-2024年归母净利润分别为60.13、64.92、72.86亿元，同比增速为65.1%、8.0%、12.2%。对应PE分别为6、6、5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	77392	80210	85866
收入同比 (%)	21.4%	22.4%	3.6%	7.1%
归属母公司净利润	3642	6013	6492	7286
净利润同比 (%)	1238.8%	65.1%	8.0%	12.2%
毛利率 (%)	13.7%	16.7%	17.2%	17.4%
ROE (%)	35.7%	37.1%	28.6%	24.3%
每股收益 (元)	1.98	3.28	3.54	3.97
P/E	9.90	6.33	5.86	5.22
P/B	3.53	2.34	1.67	1.27
EV/EBITDA	6.93	4.99	5.24	3.53

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
流动资产	23496	31474	17717	33087
现金	10044	8704	2995	8667
应收账款	955	5930	550	6193
其他应收款	314	309	231	367
预付账款	1935	3171	2914	3140
存货	7596	10704	7461	11908
其他流动资产	2653	2656	3567	2813
非流动资产	29647	34926	41205	42978
长期投资	2785	3087	3397	3717
固定资产	18787	21140	21380	28623
无形资产	3873	3755	3636	3515
其他非流动资产	4202	6944	12792	7122
资产总计	53142	66400	58923	76064
流动负债	33018	41264	24218	34876
短期借款	21919	16919	14919	8919
应付账款	3420	6171	3304	6769
其他流动负债	7680	18175	5995	19188
非流动负债	7526	5526	7526	5526
长期借款	5396	3396	5396	3396
其他非流动负债	2130	2130	2130	2130
负债合计	40544	46790	31744	40402
少数股东权益	2384	3388	4464	5661
股本	1837	1836	1836	1836
资本公积	7271	7269	7269	7269
留存收益	1105	7118	13610	20896
归属母公司股东权益	10214	16222	22715	30001
负债和股东权益	53142	66400	58923	76064

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7749	12897	2301	17697
净利润	4207	7016	7569	8483
折旧摊销	2236	1248	1172	1919
财务费用	1433	914	785	637
投资损失	-558	-469	-533	-585
营运资金变动	-254	3927	-6999	6961
其他经营现金流	5145	3350	14876	1805
投资活动现金流	-1823	-6319	-7226	-3389
资本支出	-2064	-6259	-7213	-3414
长期投资	-49	-529	-546	-560
其他投资现金流	290	469	533	585
筹资活动现金流	-5074	-7918	-785	-8637
短期借款	-6000	-5000	-2000	-6000
长期借款	2095	-2000	2000	-2000
普通股增加	-1	-2	0	0
资本公积增加	105	-3	0	0
其他筹资现金流	-1273	-914	-785	-637
现金净增加额	840	-1340	-5709	5672

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	63249	77392	80210	85866
营业成本	54599	64429	66412	70953
营业税金及附加	569	688	715	766
销售费用	755	1474	1604	1803
管理费用	1226	1676	1678	1795
财务费用	1287	763	654	592
资产减值损失	-223	-245	-275	-259
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	558	469	533	585
营业利润	5133	8813	9630	10524
营业外收入	18	16	19	18
营业外支出	281	167	188	197
利润总额	4870	8662	9461	10346
所得税	663	1646	1892	1862
净利润	4207	7016	7569	8483
少数股东损益	565	1004	1076	1198
归属母公司净利润	3642	6013	6492	7286
EBITDA	8075	10465	11062	12554
EPS (元)	1.98	3.28	3.54	3.97

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	21.4%	22.4%	3.6%	7.1%
营业利润	662.0%	71.7%	9.3%	9.3%
归属于母公司净利润	1238.8%	65.1%	8.0%	12.2%
获利能力				
毛利率 (%)	13.7%	16.7%	17.2%	17.4%
净利率 (%)	5.8%	7.8%	8.1%	8.5%
ROE (%)	35.7%	37.1%	28.6%	24.3%
ROIC (%)	11.9%	17.5%	15.8%	17.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	76.3%	70.5%	53.9%	53.1%
净负债比率 (%)	321.8%	238.6%	116.8%	113.3%
流动比率	0.71	0.76	0.73	0.95
速动比率	0.40	0.41	0.27	0.49
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.29	1.28	1.27
应收账款周转率	39.33	22.48	24.76	25.47
应付账款周转率	15.86	13.44	14.02	14.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.98	3.28	3.54	3.97
每股经营现金流 (摊薄)	4.22	7.03	1.25	9.65
每股净资产	5.56	8.84	12.38	16.35
估值比率				
P/E	9.90	6.33	5.86	5.22
P/B	3.53	2.34	1.67	1.27
EV/EBITDA	6.93	4.99	5.24	3.53

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。