

2023 年 09 月 01 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 20.8

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/9/1)	17.51
上证指数(2023/9/1)	3133.25
股价 12 个月高/低	25.28/16.26
总发行股数(百万)	1834.33
A 股数(百万)	1744.33
A 市值(亿元)	305.43
主要股东	云天化集团有 限责任公司 (34.58%)
每股净值(元)	9.46
股价/账面净值	1.85
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.9 2.9 -30.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

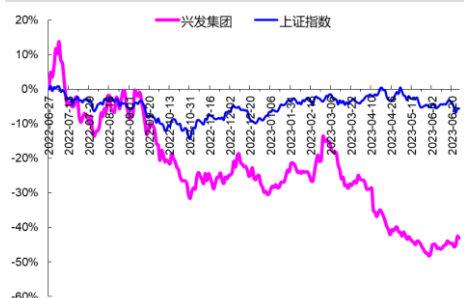
产品组合

商贸行业	51.2%
化肥	40.6%
磷化工行业	3.9%
其他行业	2.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.5%
一般法人	61.8%

股价相对大盘走势



云天化 (600096.SH)

Buy 买进

磷矿资源丰富，新材料助力成长

事件：公司发布 2023 年半年报，报告期内公司实现营收 352.19 亿元，yoy-3.83%；归母净利润 26.78 亿元，yoy-22.74%，符合业绩预告。Q2 单季公司实现营收 193.33 亿元，yoy-10.74%，qoq+22%；实现归母净利润 11.05 亿元，yoy-39.28%，qoq-29.70%，符合预期。公司 Q2 并表子公司青海云天化，增加归母净利润 1.35 亿元，扣除此部分收益，公司 Q2 归母净利润为 9.70 亿元，yoy-46.70%，qoq-38.29%。

结论与建议：公司 2023H1 业绩承压，主要是大宗商品价格下行，磷化工景气度回落，化肥价格同比降幅高于原料价格；但公司多个产品以量补价，经营韧性凸显。公司是国内磷化工龙头企业，以化肥产业为基础，依托自身的磷矿、煤矿资源、高度自给的大型合成氨装置优势，打造一体化产业链。公司产品包括磷肥、尿素、专用肥和复合肥，是国内产能最大的磷肥生产企业之一，规模居亚洲前列。目前海外磷肥价格有回暖趋势，看好公司一体化产业优势，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **产品价格下滑，公司业绩短暂承压：**2023 年 Q2，受国际经济下行影响，大宗商品价格回落，公司主营产品磷铵、尿素聚甲醛等价格普遍下滑。据公司公告，2023Q2 公司磷铵销售均价为 3529 元/吨，yoy-18%，qoq+0.6%；复合肥均价为 3345 元/吨，yoy+2%，qoq-7%；尿素均价为 2287 元/吨，yoy-21%，qoq-13%；聚甲醛均价为 11346 元/吨，yoy-44%，qoq-7%；黄磷均价为 20043 元/吨，yoy-47%，qoq-24%；饲料级磷酸盐均价为 3236 元/吨，yoy-23%，qoq-7%。公司以量补价，Q2 磷铵、尿素、复合肥、聚甲醛、黄磷的销量同比均有增加，抵消降价带来的不利影响，经营韧性凸显。下半年国内磷肥秋肥储备逐渐开展，出口南亚市场仍有采购和补库的需求，磷肥价格企稳回升。据百川盈孚，Q3 黄磷、尿素、磷酸一铵、碳酸氢钙、聚甲醛的价格回暖，磷酸二铵价格企稳，期待公司盈利持续修复。

■ **毛利率同比下降，优化债务结构：**受产品价格下跌影响，公司毛利率下滑，Q2 公司销售毛利率为 13.05%，同比降低 3.71pct，环比降低 4.58pct。费用方面，公司加强费用管理，研发、管理、财务费用均有下降，四费总额下降 0.82 亿元，但受营收下滑影响，费用率略有提高。研发费用率为 0.67%，同比增加 0.34pct；销售费用率为 0.83%，同比增加 0.09pct；管理费用率为 1.20%，同比增加 0.07pct；财务费用率为 0.94%，同比降低 0.48pct，主要是公司强化资金管理协同，带息负债规模和综合资金成本持续优化，财务费用同比下降。

■ **磷矿一体化优势明显，新材料打造成长第二曲线：**公司是国内磷化工龙头企业，磷矿储量丰富，自给能力强，下游化肥产业规模优势明显。公司磷矿储量约 8 亿吨，擦洗选矿生产能力 618 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年，磷矿产能基本全部自用，成本和供应链优势明显；化肥总产能近 1000 万吨/年，其中磷肥产能为 555 万吨/年、复合（混）肥产能约 185 万吨/年、尿素产能 260 万吨/年。公司近年积极延伸产业链，布局精细化工板块，持续提高产品附加价值。公司投资建设年产 50 万吨磷酸铁及配套装置项目，一期 10 万吨磷酸铁项目 3 月底达到预定可使用状态，同时公司对装备和工艺进行技改，提升产品品质，优化成本。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现净利润 51/53.5/58 亿元，yoy-16%/+5%/+9%，折合 EPS 分别为 2.77/2.92/3.18 元，目前 A 股股价对应的 PE 分别为 6 倍，估值合理，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3,642	6,021	5,082	5,352	5,832
同比增减	%	1238.77%	65.33%	-15.61%	5.33%	8.97%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.98	3.28	2.77	2.92	3.18
同比增减	%	938.96%	65.57%	-15.59%	5.33%	8.97%
A 股市盈率(P/E)	X	8.83	5.34	6.32	6.00	5.51
股利 (DPS)	RMB 元	0	1	0.8	0.8	0.9
股息率 (Yield)	%	0.00%	5.71%	4.57%	4.57%	5.14%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	63249	75313	71297	73165	76409
经营成本	54599	63100	60626	61931	64257
研发费用	152	368	341	343	351
营业税金及附加	569	714	676	694	724
销售费用	755	757	717	735	768
管理费用	1226	1032	977	1003	1047
财务费用	1287	1066	959	984	1027
资产减值损失	-223	-376	-285	-292	-305
投资收益	558	543	435	348	278
营业利润	5133	8560	7271	7654	8334
营业外收入	18	42	44	46	48
营业外支出	281	78	78	78	78
利润总额	4870	8523	7193	7576	8256
所得税	663	1478	1247	1314	1431
少数股东损益	565	1024	864	911	992
归属于母公司股东权益	3642	6021	5082	5352	5832

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10044	7444	6218	7607	9623
应收账款	2471	2829	3295	3295	3311
存货	7596	7968	8127	9753	11703
流动资产合计	23496	20749	23659	27105	31617
长期股权投资	2785	3223	3546	3900	4290
固定资产	18787	19627	21197	22257	23370
在建工程	1519	2962	3021	3081	3143
非流动资产合计	29647	32473	35656	37663	39812
资产总计	53142	53223	59315	64768	71429
流动负债合计	33018	23450	19925	19843	20344
非流动负债合计	7526	10360	13949	13135	12377
负债合计	40544	33810	33874	32978	32720
少数股东权益	2384	3048	3995	4992	6078
股东权益合计	12598	19413	25441	31790	38709
负债及股东权益合计	53142	53223	59315	64768	71429

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	4565	6847	10551	8968	9865
投资活动产生的现金流量净额	-1401	-1261	-3880	-3492	-2444
筹资活动产生的现金流量净额	-1663	-1746	-8377	-6702	-6032
现金及现金等价物净增加额	1488	3840	-1653	-1226	1389

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。