

股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

基本数据 (2022. 10. 14)

收盘价 (元/股)	23.48
52 周内高 (元/股)	36.28
52 周内低 (元/股)	16.40
总市值 (亿元)	431.1
流通市值 (亿元)	402.6
总股本 (亿股)	18.36
A 股 (亿股)	17.15

研究所

分析师：钟浩

SAC 登记编号：S1340522080003

Email: zhonghao@cnpsec.com

云天化 (600096.SH):

业绩符合预期，磷酸铁投产加快结构转型升级

● 事件描述

云天化公布 2022 年三季报：报告期内公司实现营业收入 564.59 亿元，同比+18.53%；归母净利润 51.30 亿元，同比+80.63%。

● 事件点评

产业链配套构筑成本优势, Q3 业绩符合预期。公司 Q3 营收 198.36 亿元，同比+18.77%，环比-8.42%，Q3 归母净利润 16.65 亿元，同比+31.24%，环比-8.55%。Q3 毛利率 15.81%，环比-2.83pct，Q3 净利率 9.62%，环比+0.82pct。2022 年第三季度，公司主要产品化肥、聚甲醛、饲料等产品价格从上半年的高位有所回调，目前产品价格已经企稳。在整体营收环比小幅下滑下，公司充分发挥磷矿、磷酸、合成氨等原料自给的一体化优势，加快推进产品转型升级和结构优化，有效对冲产品价格回调的影响，实现 Q3 净利率环比提升 0.82pct。

磷化工行业持续景气，磷矿储量优势凸显。目前肥料行业处于传统淡季，磷酸一铵、磷酸二铵价格均有所回落，但仍处于三年 78.59%、94.45% 的价格历史高位。受粮食安全问题、地缘政治等因素影响，农产品价格景气持续，看好化肥需求刚性。磷矿石方面，供给端磷矿新增产能相对较少且磷化工企业磷矿自用比例不断提升，需求端受益于磷酸铁锂电池的需求快速增长以及磷肥需求保持，磷矿石供需有望趋紧。截至 10 月 16 日，磷矿石价格为 1030 元/吨，价格有望高位维稳。2022 年 9 月 20 日，公司公告拟投资设立全资子公司云天矿产，以建设“电池新材料前驱体配套 450 万吨磷矿浮选项目”，项目投资总和为 18.96 亿元，将提高公司磷资源利用效率。目前公司拥有原矿生产能力 1450 万吨/年，在磷矿供应趋紧下，为公司磷化工、磷酸铁等业务提供原料、成本保障。

加快结构转型升级，磷酸铁项目有望增厚公司业绩。公司依托现有磷矿资源，积极向新能源领域延伸，投资建设 50 万吨/年磷酸铁项目，其中一期 10 万吨/年磷酸铁装置 9 月进入全面投产阶段，配套一期、二期 10 万吨/年精制磷酸项目已投产，二期、三期 2×20 万吨/年磷酸铁项目已完成备案、能评，计划 2023 年年底建成投产，项目投产后有望增厚公司业绩。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 营业收入为 744.00 亿元、755.20 亿元、789.95 亿元，归母净利润为 61.74 亿元、63.66 亿元、69.75 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 6.98 倍、6.77 倍、6.18 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：

产品价格下跌超预期；在建项目进度不及预期；原材料价格波动。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	63,249.23	74,399.74	75,519.79	78,995.45
增长率(%)	21.37%	17.63%	1.51%	4.60%
EBITDA(百万元)	8,074.63	10,785.74	9,829.57	10,677.22
归属母公司净利润(百万元)	3,641.94	6,174.43	6,366.24	6,975.36
增长率(%)	1238.77%	69.54%	3.11%	9.57%
EPS(元/股)	1.98	3.36	3.47	3.80
市盈率(P/E)	11.84	6.98	6.77	6.18
市净率(P/B)	5.56	8.65	11.96	15.59
EV/EBITDA	6.93	4.81	5.33	3.52

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	63249.23	74399.00	75519.00	78995.00	营业收入	21.37%	17.63%	1.51%	4.60%
营业成本	54598.67	63502.00	65010.00	67837.00	营业利润	662.00%	58.98%	0.25%	7.73%
税金及附加	569.20	664.12	675.95	706.43	归属于母公司净利润	1,238.77%	69.52%	3.11%	9.57%
销售费用	754.84	743.99	755.19	789.95	获利能力				
管理费用	1225.53	1041.59	1057.27	1105.93	毛利率	13.68%	14.65%	13.92%	14.12%
研发费用	151.57	96.72	90.62	94.79	净利率	5.76%	8.30%	8.43%	8.83%
财务费用	1286.87	1135.54	844.11	716.86	ROE	35.66%	38.87%	29.00%	24.37%
资产减值损失	-223.13	-156.14	-23.46	-89.80	ROIC	11.86%	16.35%	14.58%	14.52%
营业利润	5132.76	8160.01	8180.08	8812.11	偿债能力				
营业外收入	18.24	50.00	50.00	50.00	资产负债率	76.29%	72.38%	54.93%	56.70%
营业外支出	281.14	100.00	100.00	100.00	流动比率	0.71	0.95	1.17	1.33
利润总额	4869.86	8110.01	8130.08	8762.11	营运能力				
所得税	663.02	1054.30	1056.91	1139.07	应收账款周转率	39.33	22.48	24.76	25.47
净利润	4206.84	7055.71	7073.17	7623.03	存货周转率	9.29	8.07	8.22	8.26
归母净利润	3641.94	6173.74	6365.86	6975.08	总资产周转率	1.19	1.21	1.19	1.18
每股收益(元)	1.98	3.36	3.47	3.80	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.98	3.36	3.47	3.80
货币资金	10044.12	17936.51	13691.90	24602.02	每股净资产	5.56	8.65	11.96	15.59
交易性金融资产	10.33	10.33	10.33	10.33	估值比率				
应收票据及应收账款	2470.74	6098.34	1880.60	6386.01	PE	11.84	6.98	6.77	6.18
预付款项	1934.50	3125.69	2852.10	3001.68	PB	4.22	2.71	1.96	1.51
存货	7595.52	10840.41	7540.89	11577.10	现金流量表				
流动资产合计	23495.53	40379.88	28203.28	47850.55	净利润	4206.84	7055.71	7073.17	7623.03
固定资产	18786.96	17163.96	16550.34	15139.77	折旧和摊销	2236.50	2166.42	1627.27	1942.86
在建工程	1518.78	1811.52	2130.57	2436.46	营运资本变动	-253.81	4266.03	-6750.79	7527.40
无形资产	3873.18	3876.75	3819.18	3789.98	其他	1559.24	659.07	340.80	177.29
非流动资产合计	29646.68	28961.12	29317.23	28931.78	经营活动现金流净额	7748.77	14147.23	2290.44	17270.59
资产总计	53142.21	69341.00	57520.51	76782.33	资本开支	-2064	-1894	-1845	-1663
短期借款	21918.50	18707.65	14996.77	11071.00	其他	240.81	140.25	133.69	150.79
应付票据及应付账款	3667.37	16025.47	990.85	16597.74	投资活动现金流净额	-1823.10	-1753.74	-1711.02	-1512.47
其他流动负债	7432.50	7932.39	8084.22	8341.88	股权融资	0.00	-4.05	0.00	0.00
流动负债合计	33018.37	42665.50	24071.84	36010.63	债务融资	-3503.88	0.00	0.00	0.00
其他	7526.09	7526.09	7526.09	7526.09	其他	-1570.61	-4497.06	-4824.03	-4848.00
非流动负债合计	7526.09	7526.09	7526.09	7526.09	筹资活动现金流净额	-5074.49	-4501.11	-4824.03	-4848.00
负债合计	40544.46	50191.59	31597.92	43536.71	现金及现金等价物净增加额	840.23	7892.39	-4244.61	10910.12
股本	1837.40	1835.89	1835.89	1835.89					
资本公积金	7271.30	7268.75	7268.75	7268.75					
未分配利润	784.07	5531.75	10642.73	16271.54					
少数股东权益	2383.93	3265.90	3973.22	4621.17					
其他	321.05	1247.11	2201.99	3248.25					
所有者权益合计	12597.75	19149.41	25922.58	33245.62					
负债和所有者权益总计	53142.21	69341.00	57520.51	76782.33					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。