



化肥主业业绩维持稳定增长，新能源材料投产开辟新赛道 ——云天化（600096.SH）投资价值分析报告

核心观点

● 公司主要产品景气度持续，销售毛利率持续走高

公司近年来的毛利率一直处于上升趋势，2022 年 H1 公司的总毛利率达到了 17.90%，较上年同期增长 2.80%；其中化肥板块毛利率达到 31.95%，较上年同期增加 5.69%；磷化工板块毛利率达到 37.59%，较上年同期增长 18.88%；工程材料板块毛利率达到 55.76%，较上年同期增加 23.16%；磷矿采选板块毛利率达到 79.97%，较上年同期增加 32.43%；商贸板块毛利率达到 1.73%，较上年同期增加 0.42%。由于磷肥和磷化工行业的景气度将一直持续，公司的主要产品的毛利率也将继续维持在高位。

● 化肥冬储市场开启，磷肥市场“炒涨”氛围浓厚

二十大报告中指出，确保粮食安全，全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线，逐步把永久基本农田全部建成高标准农田，深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑，健全种粮农民收益保障机制和主产区利益补偿机制，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。今年冬储东北地区仅磷酸二铵需求将超过总库存的 80%，也就是超过 300 万吨，比一般年份增加 40 万吨以上。出口方面，应湖北、云南与四川大型磷肥企业申请，国家相关部门将新增三省审批港口已法检磷肥出口额度近 40 万吨。虽然目前到明年 4 月前，国家对磷肥的出口限制政策并没有松动，但新增审批额度，让企业看到出口增加的可能。

● 与多家公司开展合作，布局新能源电池和精细化工板块

公司与华友控股签订《关于磷酸铁、磷酸铁锂项目合作意向协议》。双方拟通过磷酸铁、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运营。除此之外，公司与多氟多合作，共同建设“氟磷电子的氟硅资源综合利用项目及红磷化工氟硅资源综合利用项目”，主要发展方向为高值化利用磷矿伴生氟资源，打造“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，提升氟资源利用价值。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 3.28、4.46 和 5.79 元/股，YOY 分别为 65.66%、35.98%和 29.82%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 24.5 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

新产能不达预期风险、市场竞争风险、主要原材料价格或大幅波动的风险。

● 核心业绩资料预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	521.11	632.49	728.53	833.07	958.67
YOY	-3.46%	21.37%	15.18%	14.35%	15.08%
归母净利润(亿元)	2.72	36.42	60.29	81.86	106.32
ROE	4.23%	35.66%	37.12%	33.51%	30.32%
摊薄 EPS(元)	0.15	1.98	3.28	4.46	5.79
YOY	36.36%	1220.00%	65.66%	35.98%	29.82%
P/E	31.82	9.90	6.53	4.81	3.70

数据源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

化工行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要资料 2022.12.28

收盘价(元)	21.61
一年中最低/最高(元)	36.28/16.40
总市值(亿元)	393.43
ROE(TTM)	32.67%
PE(TTM)	6.68

股价相对走势





正文目录

一、公司所属主要行业情况分析.....	4
1.1 粮食安全问题.....	4
1.2 新能源新材料.....	7
二、公司分析.....	9
2.1 公司主要优势分析.....	10
2.1.1 公司主要产品景气度持续，销售毛利率持续走高.....	10
2.1.2 公司磷矿资源储量全国领先，产业链一体化优势明显.....	12
2.1.3 新能源项目稳步推进，携手华友控股强强联合.....	14
2.1.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业均值比较分析.....	14
2.2 2022-2024 年公司毛利率分业务版块预测.....	18
2.3 结合公司预收款项/合同负债情况，预测未来公司营收走向.....	19
2.4 2022-2024 年公司分业务板块收入预测.....	20
三、2022-2024 年公司整体业绩预测.....	21
四、公司估值分析.....	21
4.1 P/E 模型估值.....	21
4.2 PEG 模型.....	22
4.3 绝对估值模型.....	23
五、公司未来六个月内投资建议.....	24
5.1 公司股价催化剂分析.....	24
5.2 公司六个月内的目标价.....	24
六、公司投资评级.....	24

图表目录

图 1 基础化工指数与沪深 300 指数近三年的走势.....	4
图 2 2016-2021 年俄乌农作物年均产量在全球产量中的占比.....	5
图 3 近两年来各种粮食的进口平均价格.....	5
图 4 锂电池产业链分布.....	8
图 5 新能源汽车（乘用车）的产量的当月值与累计值.....	9
图 6 动力电池的产量的当月值与累计值.....	9
图 7 公司近五年的营收以及同比.....	10

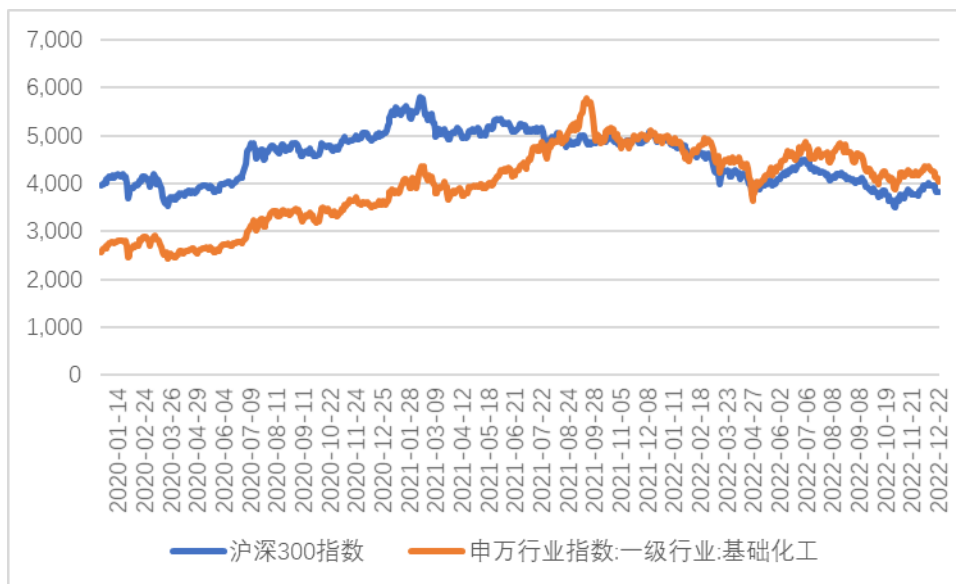


图 8 公司近五年主营业务的分布情况.....	10
图 9 公司近五年的毛利构成.....	11
图 10 近年来一些主要收入构成板块的毛利率变化.....	11
图 11 近年来磷铵和尿素的价格走势.....	12
图 12 近年来硫酸，合成氨，硫磺，磷矿石的价格走势.....	12
图 13 2020 年全球主要磷肥出口国家.....	13
图 14 云天化与可比公司以及行业中值的应收账款（含应收票据）周转率.....	15
图 15 云天化与可比公司以及行业中值的存货周转率.....	15
图 16 云天化与可比公司以及行业中值的销售费用率.....	16
图 17 云天化与可比公司以及行业中值的管理费用率.....	16
图 18 云天化与可比公司以及行业中值的研发费用率.....	17
图 19 云天化与可比公司以及行业中值的毛利率.....	17
图 20 云天化与可比公司以及行业中值的净利率.....	18
图 21 云天化与可比公司以及行业中值的 ROE.....	18
图 22 云天化近年来的预收款项/合同负债情况（单位：亿元）.....	20
图 23 公司近两年来的 P/E（TTM）及分位点走势.....	22
图 24 各大可比公司 P/E（TTM）比较.....	22
图 25 2022 年可比公司 PEG 情况.....	23
表 1 2022 年以来一些重点强农惠农政策.....	6
表 2“十五”至“十四五”计划期间中国新能源行业政策演变.....	7
表 3 2022-2024 年公司收入预测（单位：亿元）.....	20
表 4 2022-2024 年相对估值模型预测数据.....	21
表 5 DCF 估值模型.....	23

一、公司所属主要行业情况分析

基础化工行业指的是采用煤炭、磷矿、锂矿、萤石矿等原料通过化学工艺生产的合成氨、硫酸、电石、烧碱等化工品的行业总称。基础化工是连接能源、各类基础原料及下游细分行业的桥梁。基础化工行业的“基础”特性，决定其下游需求分布尤其广泛，主要下游行业的景气度变化亦对化工行业景气度产生重大影响。该行业近三年来发展较为景气，截止到 2022 年 12 月 22 日基础化工指数收于 4034.55，相较于三年前 2019 年 12 月 23 日的 2575.15 上涨 56.67%；沪深 300 指数收于 3836.03，相较于三年前的 3967.10 下跌 3.30%。

图 1 基础化工指数与沪深 300 指数近三年的走势



数据源:iFinD, 华通证券国际研究部

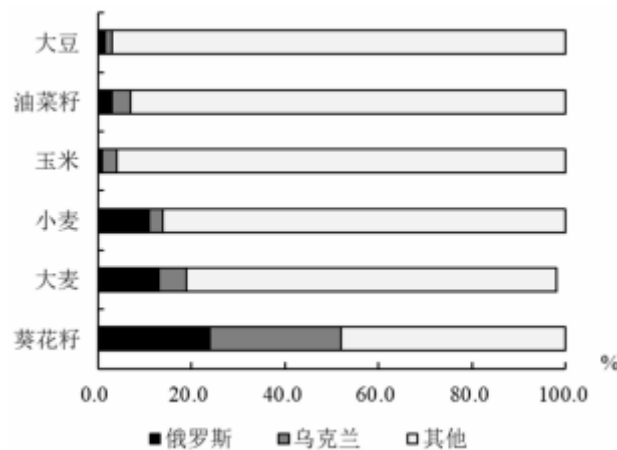
1.1 粮食安全问题

“国以民为本，民以食为天”。粮食既是关系国计民生和国家经济安全的重要战略物资，也是人民群众最基本的生活物资。粮食安全与社会的和谐、政治的稳定、经济的持续发展息息相关。完善粮食应急储备体系，确保粮食市场供应，最大限度地减少紧急状态时期的粮食安全风险是政府的职责，也是粮食安全保障体系的重要组成部分。自从 2020 年新冠疫情爆发以来，世界各国纷纷将粮食安全置于重要地位，而今年以来的地缘冲突使得该问题更加严峻。俄乌冲突已经持续 8 个多月，俄乌两国不仅是全球粮食生产大国和出口大国，也是世界上重要的化肥生产和出口大国。联合国粮食及农业组织 (FAO) 数据显示，2021 年，俄罗斯是全球最大的氮肥出口国、第二大钾肥出口国和第三大磷肥出口国。目前，俄乌两国战火持续已导致国际原油和天然气等能源价格持续攀升，而原油和天然气是生产化肥和农药的重要原料。受此影响，化肥、农药、农膜及农资的价格飞速上涨，进一步牵连小麦、玉米等粮食种植生产成本再次攀升，推动粮食价格持续走高。在全球化肥价格持续上涨的态势下，俄乌冲突有可能影响全球化肥供应，引发全球化肥价格波动，抬高粮食生产成本，影响农民种粮

积极性。

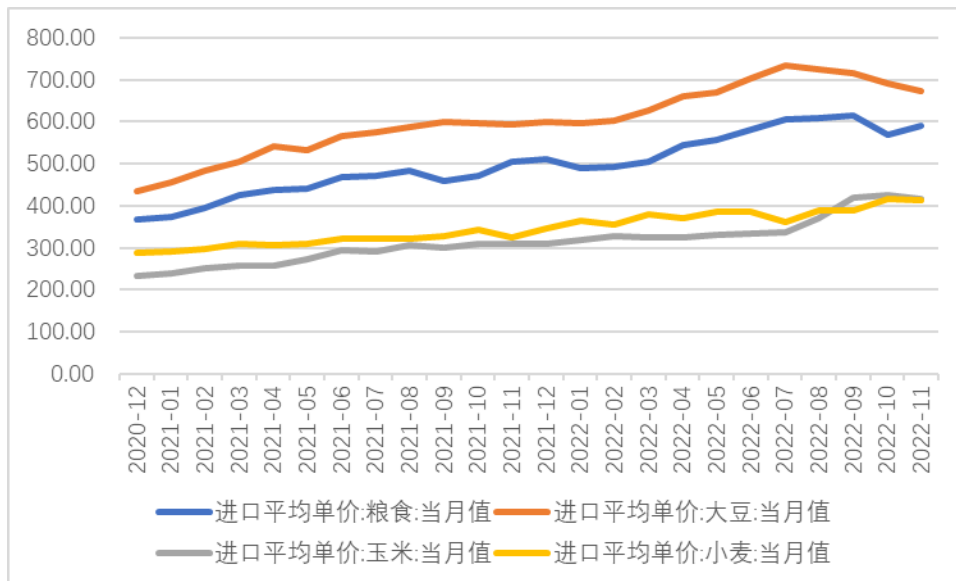
2016-2021 年，俄乌大麦、小麦和玉米年均产量分别占全球年均产量的 19%、14% 和 4%；油菜籽占 6%，大豆占 2%，葵花籽占比超过 50%。此外，俄罗斯在全球化肥市场中具有较大影响力。由于 2022 年乌克兰春季比较寒冷，最佳播种期推迟至 4-5 月，但目前两国冲突程度和持续时间未知，粮食春耕播种已严重受阻，秋粮将大幅减量。根据乌克兰农业部提供的信息，预计冲突地区的农田破坏率将达到 30%。同时综合俄乌冲突带来的肥料、燃料和除虫剂等物资和人力短缺等因素，2022/2023 市场年度乌克兰小麦产量将大幅减少。根据美国农业部（USDA）的数据，2022/2023 市场年度乌克兰小麦产量预计为 2,150 万吨，比 2021/2022 市场年度下降 35%，比近 5 年平均水平低 23%。为保护本国需求，乌克兰已对小麦、玉米、葵花籽油等实施出口管制，若要出口须取得政府颁发的出口许可证。减产和出口管制都加剧了全球粮食供应短缺程度。与此同时，受严重干旱气候影响，2021/2022 市场年度南美洲粮食减产已成预期，根据 USDA 数据，巴西、阿根廷大豆预计分别减产 10.39% 和 9.09%，预计 2021/2022 市场年度全球大豆产量为 34,937 万吨，比 2021/2022 市场年度减少 5.09%。2022 年 3 月 10 日，化肥第一出口大国俄罗斯禁止向“不友好”国家出口化肥，这一措施让全球粮食生产雪上加霜。全球三四成化肥产品来自俄罗斯，如果农资产品供应中断，世界粮食供给形势将更加紧张。

图 2 2016-2021 年俄乌农作物年均产量在全球产量中的占比



数据源:联合国粮食及农业组织，华通证券国际研究部

图 3 近两年来各种粮食的进口平均价格



数据源:Wind, 华通证券国际研究部

二十大报告中指出，确保粮食安全，全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线，逐步把永久基本农田全部建成高标准农田，深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑，健全种粮农民收益保障机制和主产区利益补偿机制，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。化肥是农业种植中不可或缺的一环，新冠疫情以来，受国际贸易保护“抬头”及原材料上涨等因素影响，国内外化肥价格同频共振，国内化肥价格更是一路走高，化肥冬储启动以来，磷肥价格连续多周上涨。在高价磷矿石的支撑下和合成氨价格持续上涨的带动下，叠加下游需求的逐步复苏，国内磷酸一铵及磷酸二铵价格及价差进一步提升。

表 1 2022 年以来一些重点强农惠农政策

主要内容
实际种粮农民一次性补贴。为适当弥补农资价格上涨增加的种粮成本支出，保障种粮农民合理收益，2022 年中央财政继续对实际种粮农民发放一次性农资补贴，释放支持粮食生产积极信号，稳定农民收入，调动农民种粮积极性。补贴对象为实际承担农资价格上涨成本的实际种粮者，包括利用自有承包地种粮的农民，流转土地种粮的大户、家庭农场、农民合作社、农业企业等新型农业经营主体，以及开展粮食耕种收全程社会化服务的个人和组织，确保补贴资金落实到实际种粮的生产者手中，提升补贴政策的精准性。补贴标准由各地区结合有关情况综合确定，原则上县域内补贴标准应统一。玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴和产粮大县奖励。国家继续实施玉米和大豆生产者补贴、稻谷补贴和产粮大县奖励等政策，巩固农业供给侧结构性改革成效，保障国家粮食安全。
高标准农田建设。按照“统一规划布局、统一建设标准、统一组织实施、统一验收考核、统一上图入库”五个统一的要求，2022 年在全国建设高标准农田 1 亿亩，重点加大对粮食主产省支持。按照《全国高标准农田建设规划（2021—2030 年）》，因地制宜实施田块整治、土壤改良、灌溉和排水、田间道路、农田输配电等建设内容，加强农业基础设施建设，提高农业综合生产能力。
耕地质量保护与提升。在部分耕地酸化、盐碱化较严重区域，试点集成推广施用土壤调理剂、绿肥还田、耕作压盐、增施有机肥等治理措施。在西南、华南等地区，因地制宜采取品种替代、水肥调控、农业废弃物回收利用等环境友好型农业生产技术，加强生产障碍耕地治理，克服农产品产地环境障碍，提升农产品质量安全水平。支持做好第三次全国土壤普查试点、补充耕地质量评价试点、肥料田间试验、施肥情况调查、肥料利用率测算等工作。加大施肥新产品新技术新机具集成推广力度，优化测土配方施肥技术推广机制，扩大推广应用面积、提高覆盖率。通过施用草木灰、叶面喷施、绿肥种植、增施有机肥等替代部分化肥投入，降低农民用肥成本。



耕地地力保护补贴。补贴对象原则上为拥有耕地承包权的种地农民，补贴资金通过“一卡（折）通”等形式直接兑现到户，严禁任何方式统筹集中使用，严防“跑冒滴漏”，确保补贴资金不折不扣发放到种地农民手中。按照《财政部办公厅农业农村部办公厅关于进一步做好耕地地力保护补贴工作的通知》（财办农〔2021〕11号）要求，探索耕地地力保护补贴发放与耕地地力保护行为相挂钩的有效机制，加大耕地使用情况的核实力度，做到享受补贴农民的耕地不撂荒、地力不下降，切实推动落实“藏粮于地”战略部署，遏制耕地“非农化”。

数据源:财政部网站，华通证券国际研究部

1.2 新能源新材料

新能源行业在促进社会经济可持续发展方面发挥了重要作用，根据我国“十五”规划至“十四五”规划期间，国家对新能源行业的支持政策经历了从“加快技术进步和机制创新”到“因地制宜，多元发展”再到“加快壮大新能源产业成为新的发展方向”的变化。

“十五”计划(2001-2005年)时期，国家层面提出加快技术进步和机制创新，推动新能源和可再生能源产业迅速发展;从“十一五”规划(2006-2010年)开始，规划提出按照“因地制宜，多元发展”的原则，在继续加快小型水电和农网建设的同时，大力发展适宜村镇、农户使用的风电、生物质能、太阳能等可再生能源;“十二五”(2011-2015年)时期，国家层面提出以风能、太阳能、生物质能利用为重点，大力发展可再生能源;至“十三五”期间(2016-2020年)，合理把握新能源发展节奏，着力消化存量，优化发展增量，新建大型基地或项目应提前落实市场空间;到“十四五”时期，根据《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，国家在新能源的开发利用模式、加快构建适应新能源占比逐渐提高的新型电力系统、完善新能源项目建设管理、保障新能源发展用地用海需求和财政金融手段支持新能源发展等方面，对我国新能源行业的发展做出了全面指引。

表 2“十五”至“十四五”计划期间中国新能源行业政策演变

发布时间	主要内容
“十五”规划	到 2005 年，太阳热水器年生产能力达到 1100 万平方米，太阳光伏电池年生产能力达 15 兆瓦，并网风力发电装机容量达 120 万千瓦，地热采暖面积达到 2000 万平方米，新能源和可再生能源（不含小水电和生物质能传统利用）年开发利用量达到 1300 万吨标准煤。
“十一五”规划	大力发展适宜村镇、农户使用的风电、生物质能、太阳能等可再生能源。到 2010 年，村镇小型风机使用量达到 30 万台，总容量 7.5 万千瓦；户用沼气 4000 万户，规模化养殖场沼气工程达到 4700 处，全国农村沼气产量达到 160 亿立方米，农村太阳能热水器保有量达到 5000 万平方米，太阳灶保有量达到 100 万台。
“十二五”规划	以风能、太阳能、生物质能利用为重点，大力发展可再生能源。优化风电开发布局，有序推进华北、东北和西北等资源丰富地区风电建设，加快风能资源的分散开发利用。以分布式能源、智能电网、新能源汽车供能设施为重点，大力推广新型供能方式，提高能源综合利用效率，促进战略性新兴产业发展，推动能源生产和利用方式变革。
“十三五”规划	合理把握新能源发展节奏，着力消化存量，优化发展增量，新建大型基地或项目应提前落实市场空间。尽快建立和完善煤电、风电、光伏发电设备利用率监测预警和调控约束机制，促进相关产业健康有序发展。提高可再生能源消纳能力。积极开展储能示范工程建设，推动储能系统与新能源、电力系统协调优化运行。
“十四五”规划	在新能源的开发利用模式、加快构建适应新能源占比逐渐提高的新型电力系统、完善新能源项目建设管理、保障新能源发展用地用海需求和财政金融手段支持新能源发展等方面做出了全面指引。

数据源:前瞻产业研究院，华通证券国际研究部

二十大报告指出，加快发展方式绿色转型。推动经济社会发展绿色化、低碳化是实现高质量发展的关键环节。加快推动产业结构、能源结构、交通运输结构等调整优化。推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。我们认为新旧能源更替的进程是漫长的，但归根到底，未来是属于新能源的，风电和光伏在我国以及全球的能源结构中占比将会日益增大。国内企业跟随行业的发展浪潮几经沉浮，逐渐在产业链多个环节占据举足轻重的地位。

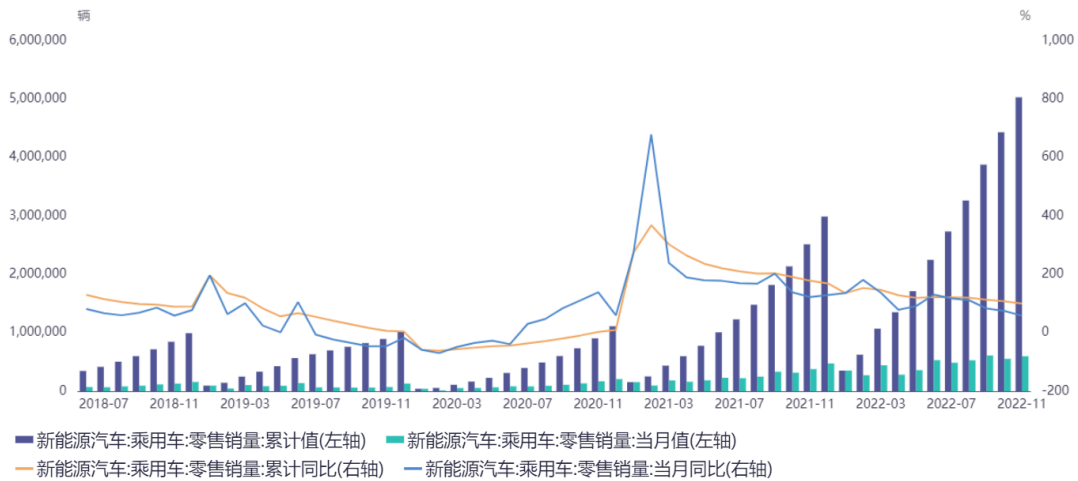
据统计，截至 2022 年 11 月，新能源汽车（乘用车）的累计产量达到了 502.96 万辆，同比增长了 100.1%，新能源汽车的发展显示出迅猛的状态，对新能源电池的需求量也大大增加。截至 2022 年 11 月，我国动力电池累计产量达 489.17 吉瓦时，同比增长 160.12%。其中，三元电池产量达 190.04 吉瓦时，占总产量的 38.85%；磷酸铁锂电池产量达 298.50 吉瓦时，占总产量的 61.02%。这表明磷酸铁锂电池经过去年的高速增长，已占据过半的动力电池市场份额。中国汽车动力电池产业创新联盟近日发布的统计数据显示，今年 11 月，我国动力电池产量达 63.41 吉瓦时，同比增长 124.60%。其中，三元电池产量达 24.20 吉瓦时，占总产量的 38.16%，较去年同期增长 27.78%；磷酸铁锂电池产量达 39.11 吉瓦时，占总产量的 61.68%，较去年同期增长 33.61%。

图 4 锂电池产业链分布



数据源:公开资料整理，华通证券国际研究部

图 5 新能源汽车（乘用车）的产量的当月值与累计值



数据源:iFinD, 华通证券国际研究部

图 6 动力电池的产量的当月值与累计值

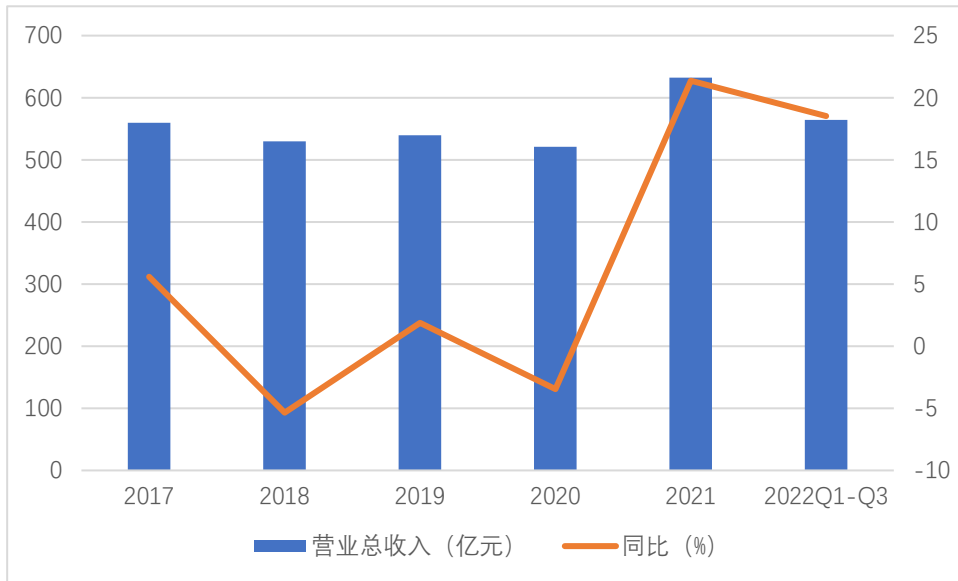


数据源:iFinD, 华通证券国际研究部

二、公司分析

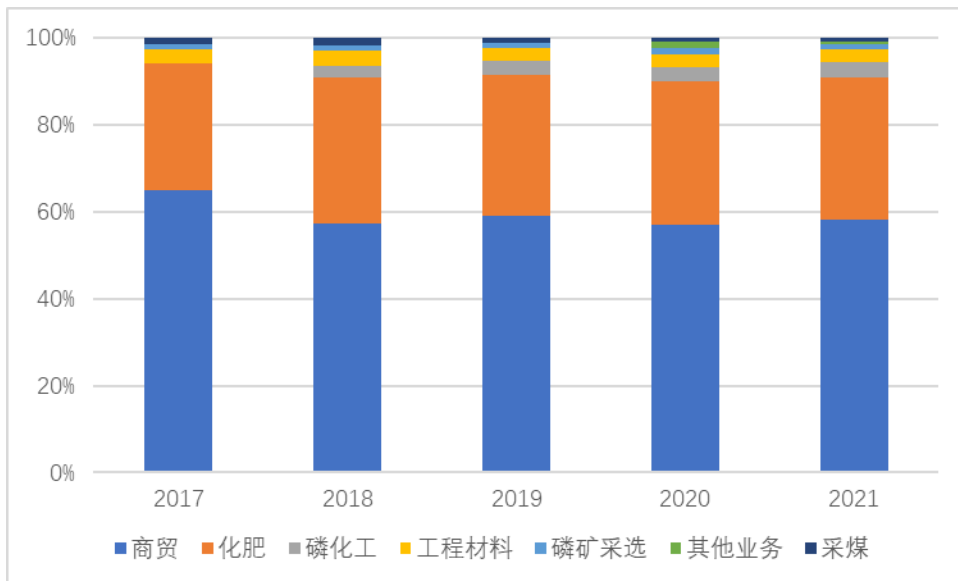
云南云天化股份有限公司是云天化集团控股子公司、重要骨干企业,全球优秀的磷肥、氮肥、共聚甲醛制造商,中国化工百强上市公司,全国国有重点企业管理标杆企业,国有企业公司治理示范企业。公司主营肥料及现代农业、磷矿采选及磷化工、精细化工、商贸物流等业务。公司资产总额、营业收入均超过 500 亿元,在云南、河南、内蒙古、重庆等省市建有生产基地,在中东、东南亚等地区设立了销售公司,销售网络点分布世界各地。公司化肥产能 1,000 万吨/年,磷矿采选产能 1,800 万吨/年,聚甲醛产能 9 万吨/年,在建磷酸铁产能 50 万吨/年,商贸业务规模超过 1,000 万吨/年。

图 7 公司近五年的营收以及同比



数据源:iFinD, 华通证券国际研究部

图 8 公司近五年主营业务的分布情况



数据源:iFinD, 华通证券国际研究部

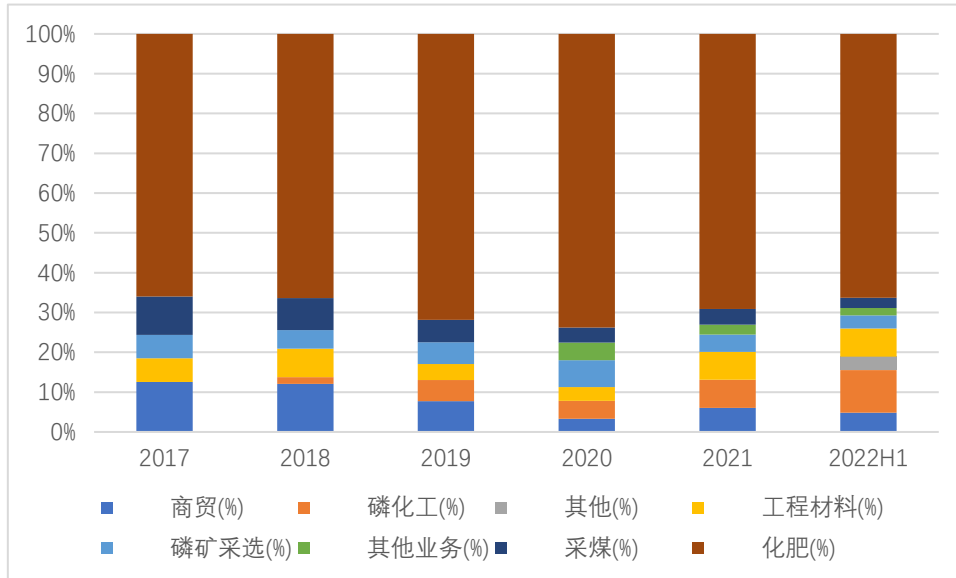
2.1 公司主要优势分析

2.1.1 公司主要产品景气度持续，销售毛利率持续走高

2022 年 Q1-Q3，公司实现营收 564.59 亿元，同比增加 18.53%；实现归母净利润 51.30 亿元，同比增加 80.63%。其中磷铵实现营收 127.94 亿元，同比增长 18.69%，销售均价 3864 元/吨；复合肥实现营收 25.19 亿元，同比增长 38.23%，均价 3342 元/吨；尿素实现营收 40.38 亿元，同比增长 47.54%，均价 2,609 元/吨；饲料级磷酸氢钙实现营收 15.00 亿元，同比增长 51.04%，均价 3,894 元/吨；聚甲醛实现营收 12.05 亿元，同比增长 20.02%，均价 18,361 元/吨；黄磷实现营收 5.20 亿元，同比增长 60.96%，均价 29,653 元/吨。虽然商贸收入近五年来占公司

总营收的 50%-65%，但是该业务板块的毛利率很低，大约在 0.5%-3%之间，因此公司的主要毛利还是由化肥板块获得，随着 2018 年磷化工业务的开展，其毛利占比逐年增加，已经从最初的 1.70% 上升到目前的 10.71%。

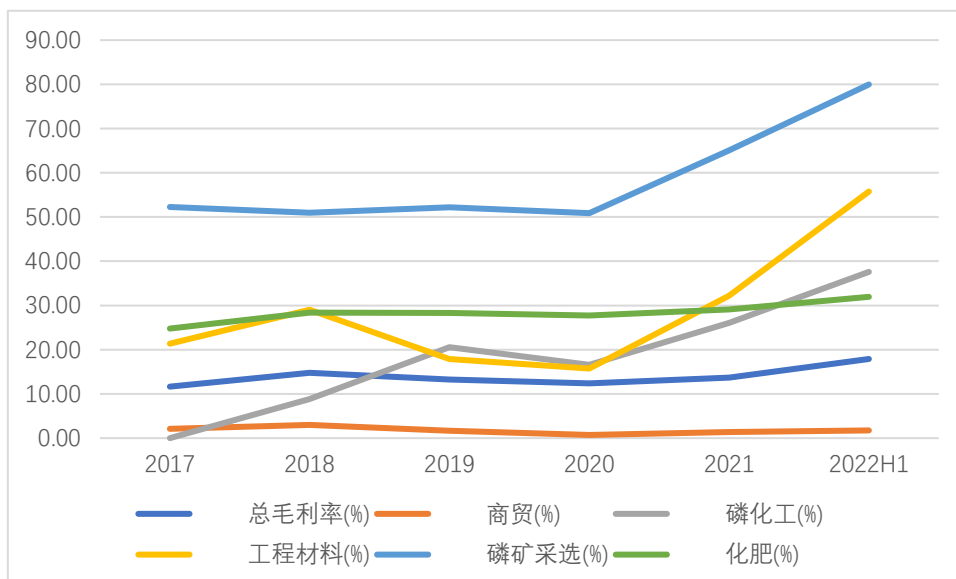
图 9 公司近五年的毛利构成



数据源:iFinD, 华通证券国际研究部

公司近年来的毛利率一直处于上升趋势，2022 年 H1 公司的总毛利率达到了 17.90%，较上年同期增长 2.80%；其中化肥板块毛利率达到 31.95%，较上年同期增加 5.69%；磷化工板块毛利率达到 37.59%，较上年同期增长 18.88%；工程材料板块毛利率达到 55.76%，较上年同期增加 23.16%；磷矿采选板块毛利率达到 79.97%，较上年同期增加 32.43%；商贸板块毛利率达到 1.73%，较上年同期增加 0.42%。由于磷肥和磷化工行业的景气度将一直持续，公司的主要产品的毛利率也将继续维持在高位。

图 10 近年来一些主要收入构成板块的毛利率变化

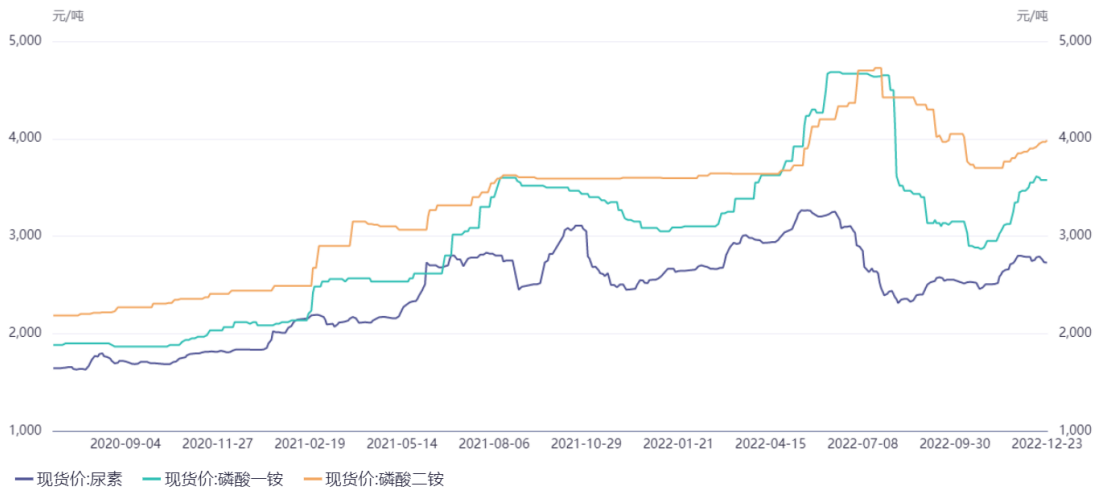


数据源:iFinD, 华通证券国际研究部

2.1.2 公司磷矿资源储量全国领先，产业链一体化优势明显

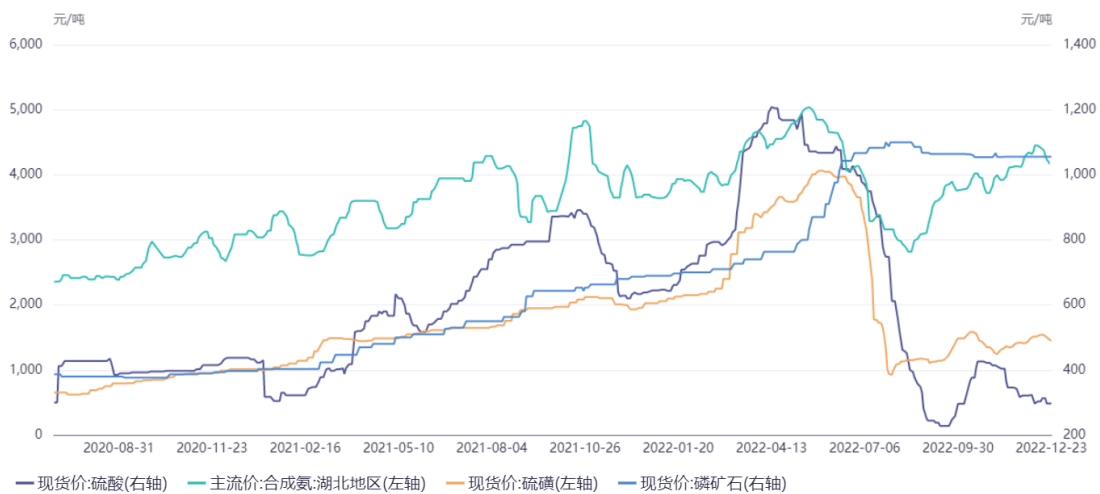
磷化工持续景气，一体化产业链成本优势明显。公司现有原矿生产能力 1,450 万吨，擦洗选矿生产能力 618 万吨，浮选生产能力 750 万吨，是我国最大的磷矿采选企业之一。2022 年上半年，公司共生产磷矿成品矿 719 万吨，主要作为生产原料使用，着力于提升磷矿资源的综合利用水平和原料自给率。公司目前拥有合成氨产能 200 万吨/年，合成氨自给率 95% 左右；公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。2022 年上半年，化肥、聚甲醛、黄磷、饲钙等主要产品及磷矿、硫磺、合成氨等原料价格维持高位运行，公司充分发挥全产业链优势、集采平台优势和硫磺等重要原料的战略储备优势，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，有效缓解了大宗原料价格上涨的影响。

图 11 近年来磷铵和尿素的价格走势



数据源:iFinD，华通证券国际研究部

图 12 近年来硫酸，合成氨，硫磺，磷矿石的价格走势

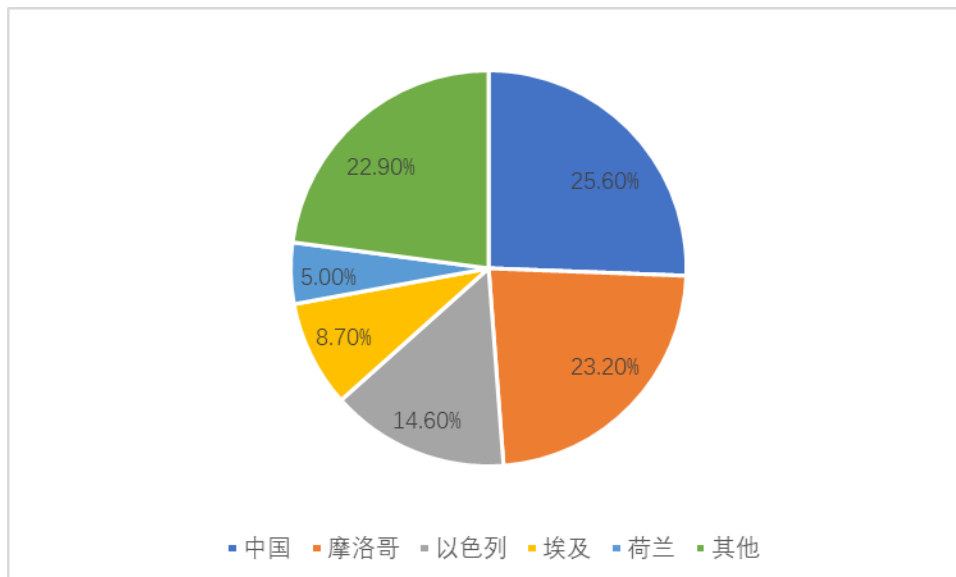


数据源:iFinD，华通证券国际研究部

全球粮食价格持续上涨，供需紧平衡使化肥景气不断攀升。受疫情持续影响，国际粮食贸易

削减，各国加大粮食支持政策，推动化肥需求提升，同时全球量化宽松政策导致化肥生产所需大宗商品价格攀升，氮、磷、钾、硫磺价格不断走高，化肥价格持续高位运行。近期由于天然气价格跃升至创纪录水平，多家欧洲化肥生产商被迫减产。在俄乌冲突之后，俄罗斯宣布暂停部分化肥出口，并对部分化肥实施出口配额。仅 2022 年一季度俄罗斯化肥出口就同比下降 17%。全球农产品短缺加深，也推高了国际市场化肥价格。同时，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。在需求端，国际市场能源、粮食需求旺盛，进一步刺激全球备货需求，国内秋季肥市场基本结束，但四季度冬储备肥刚需仍存，预计未来一段时间化肥行业仍然维持高景气度。

图 13 2020 年全球主要磷肥出口国家



数据来源:中国化工经济技术发展中心, 华通证券国际研究部

化肥是关系国家粮食安全的特殊商品，是国家政策层面重点引导发展的产业之一，我国化肥行业政策核心是以调控市场供需和保障农业平稳发展为主。2015 年国务院发布的《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》、《关于改革化肥等农业生产资料流通体制的通知》等政策要求做好农业生产资料总需求与总供给的总量平衡，整顿流通秩序，加强市场管理，保持价格基本稳定等；2021 年 9 月，国家发改委发布的《关于做好今后一段时间国内化肥保供稳价工作的通知》再次提到保障化肥供应和价格基本稳定对保护农民种粮积极性、维护国家粮食安全大局具有重要意义，要进一步落实保障国内化肥市场供应和价格稳定工作等。2022 年 3 月，《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》要求提高化肥等行业绿色产品占比，围绕化肥等关乎民生安全的大宗产品建设基于工业互联网的产业链监测、精益化服务系统；加强化肥生产要素保障，提高生产集中度和骨干企业产能利用率，确保化肥稳定供应。中国是人口大国，粮食安全至关重要。基于粮食生产对肥料的刚性需求，预计肥料供应



长期稳定。

2.1.3 新能源项目稳步推进，携手华友控股强强联合

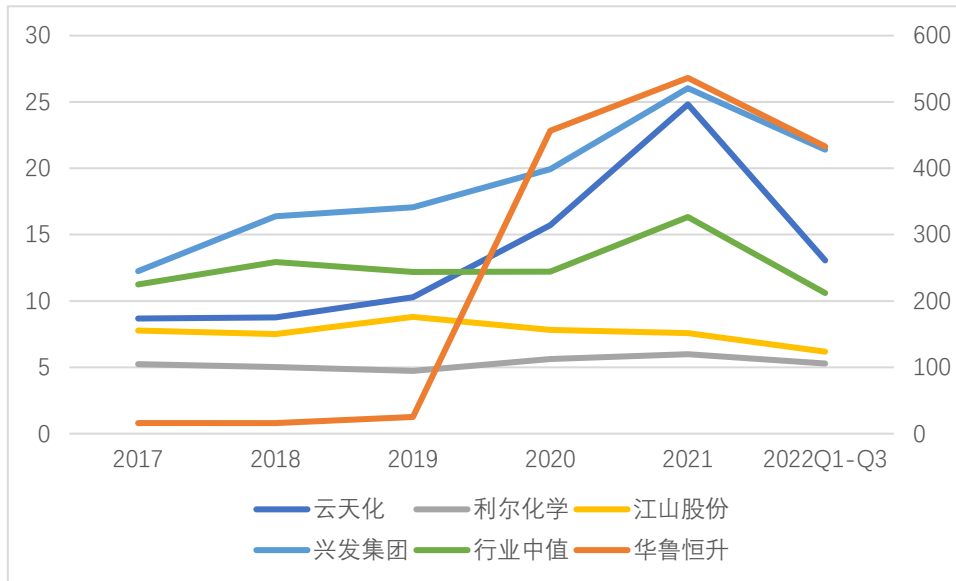
依托丰富的磷矿资源，公司积极开展湿法磷酸深加工，打造磷矿—湿法磷酸—湿法磷酸精制—磷酸盐产业链。目前公司正在投资建设年产 50 万吨磷酸铁及配套装置项目，初步形成了产业规模。根据公司 9 月 7 日公告，天安化工一期 10 万吨/年湿法磷酸精制项目已经达标达产；一期 10 万吨/年磷酸铁项目建设按计划推进，目前进入投料试车阶段；10 万吨/年精制磷酸（二期）项目、20 万吨/年双氧水项目、10 万吨/年电池用磷酸二氢铵项目以及 2×20 万吨/年磷酸铁项目等新能源材料产业及配套项目按计划推进。公司正积极加快 2×20 万吨/年磷酸铁项目的用地、建设报批等工作，计划于 2023 年底建成投产。根据 9 月 29 日公告，公司与华友控股签订《关于磷酸铁、磷酸铁锂项目合作意向协议》。双方拟通过磷酸铁、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。氟化工方面，公司以磷肥副产氟硅酸为原料，以氟化氢为核心，打造“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，提升氟资源利用价值。公司与多氟多合作，共同建设“氟磷电子的氟硅资源综合利用项目及红磷化工氟硅资源综合利用项目”，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。

2.1.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业均值比较分析

2.1.4.1 公司运营效率相关指标分析

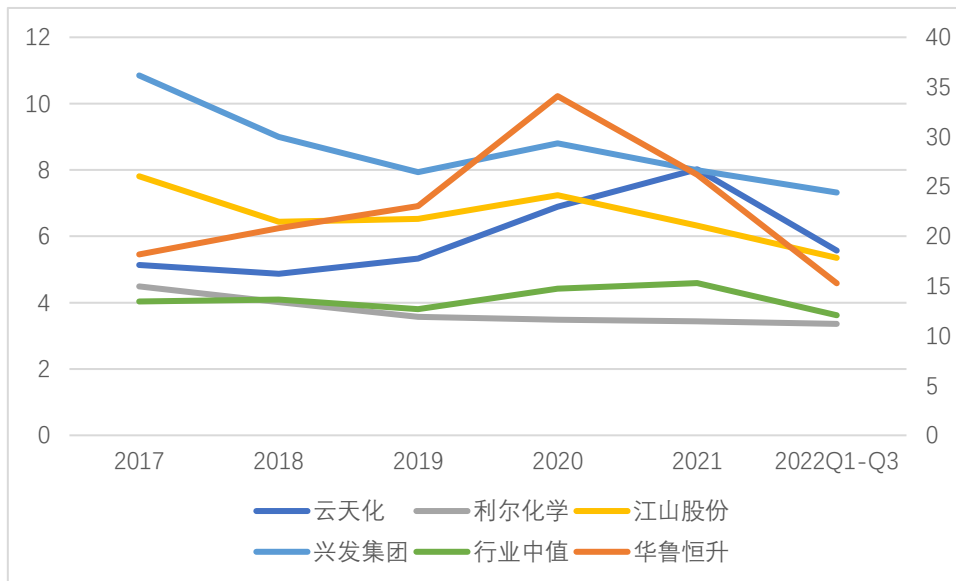
2022 年前三季度，公司应收账款周转率为 13.05、存货周转率为 5.57，在可比公司中处于中等水平，优于行业中值 10.6 和 3.62。这表明了公司收帐速度快，坏帐损失少，偿债能力强，存货资产变现能力强，存货及占用在存货上的资金周转速度快。

图 14 云天化与可比公司以及行业中值的应收账款（含应收票据）周转率



数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 15 云天化与可比公司以及行业中值的存货周转率

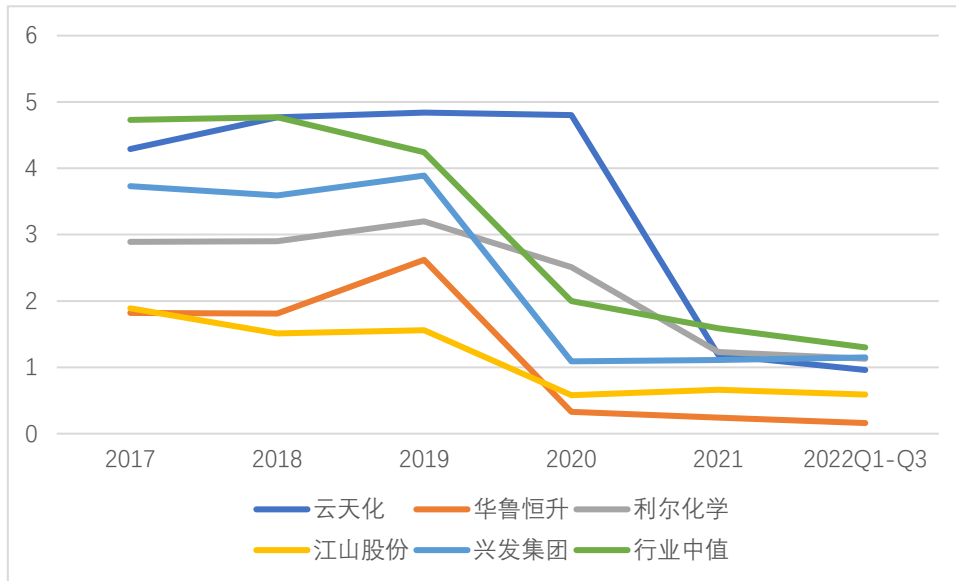


数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

2.1.4.2 公司管理效率相关指标分析

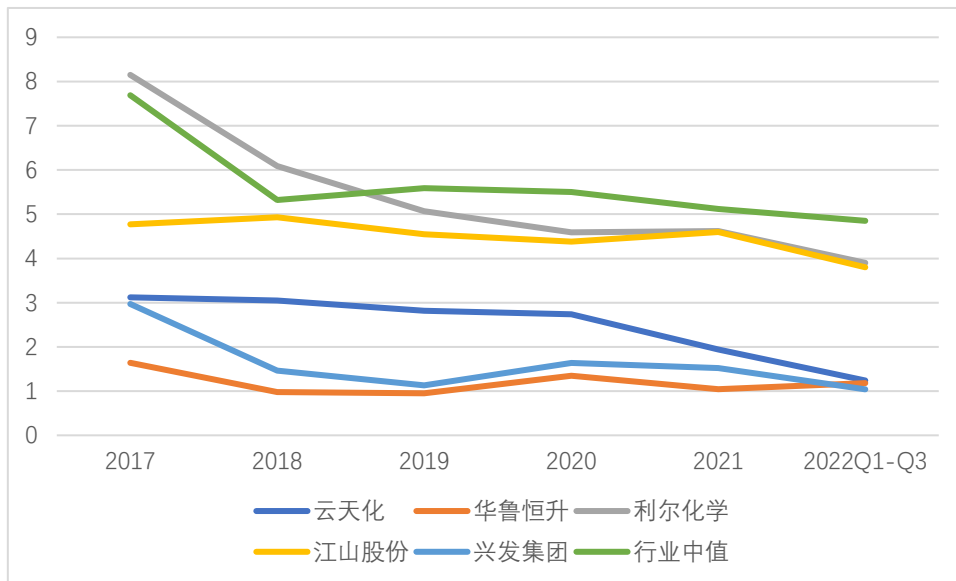
2022Q1-Q3, 公司销售费用率为 0.96%, 近年来呈现下降趋势, 优于同期行业中值 1.3%。同时公司合理管控期间费用, 使得管理费用率呈现逐年下降趋势, 同期公司管理费用率为 1.24%, 显著优于行业中值 4.85%。虽然公司近 5 年的研发费用率呈现上升趋势, 但是 2022Q3, 公司研发费用率为 0.41%, 远低于其他可比公司以及行业中值 2.45%。

图 16 云天化与可比公司以及行业中值的销售费用率



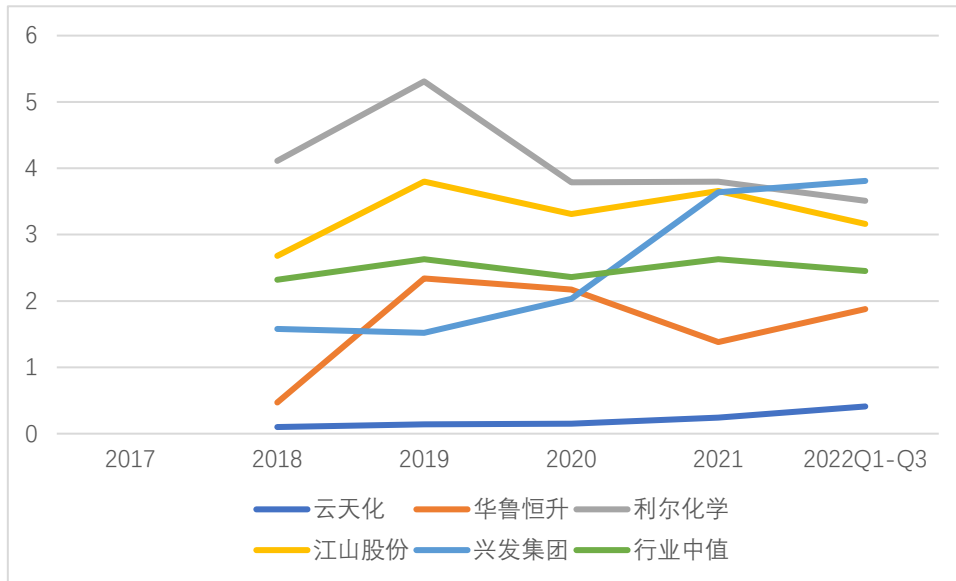
数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 17 云天化与可比公司以及行业中值的管理费用率



数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 18 云天化与可比公司以及行业中值的研发费用率

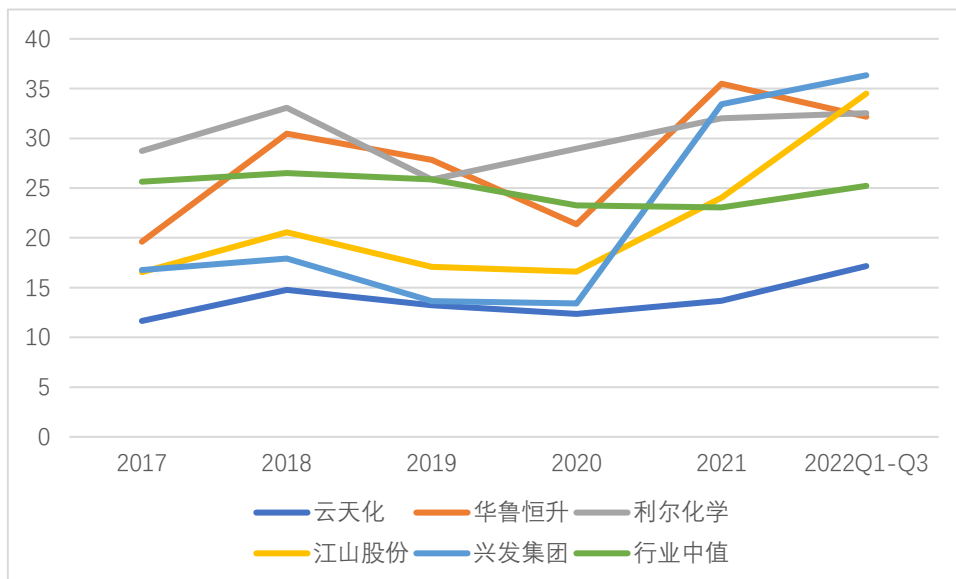


数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

2.1.4.3 公司盈利能力相关指标分析

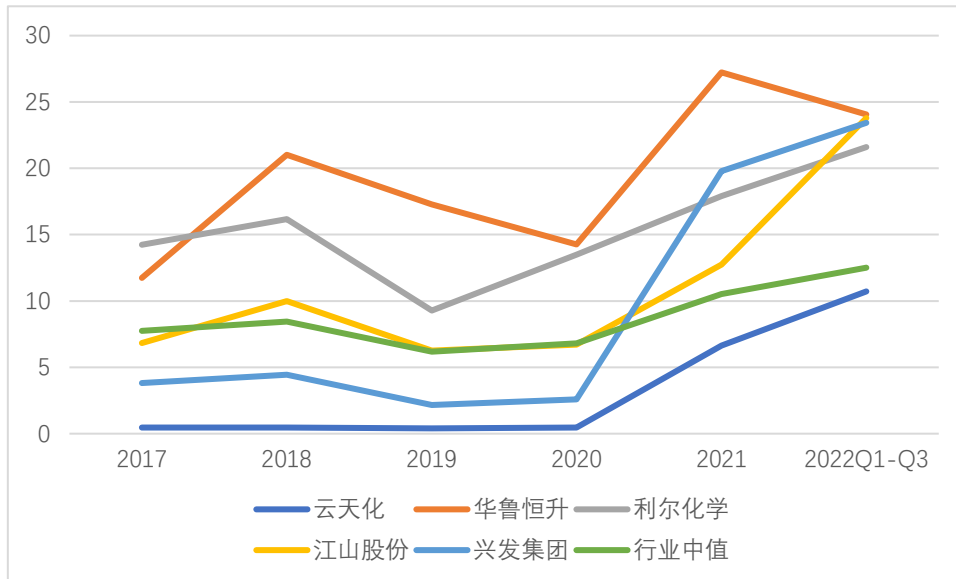
公司毛利率五年内呈上升趋势，2022Q1-Q3，公司毛利率为 17.16%，略低于行业中位数 25.21%。公司自 2020 年以来，净利率有了巨大的提升，同期销售净利率为 10.72%，虽然仍低于其他可比公司以及行业中值 12.51%，但是差距有了大幅的缩小，这表明了公司在销售折扣和销售成本这块有了很好的控制。与此同时，公司从 2020 年以来，ROE 也有了大幅的提高，2022 Q1-Q3，公司 ROE 为 39.59%，而同期行业中值为 13.11%。

图 19 云天化与可比公司以及行业中值的毛利率



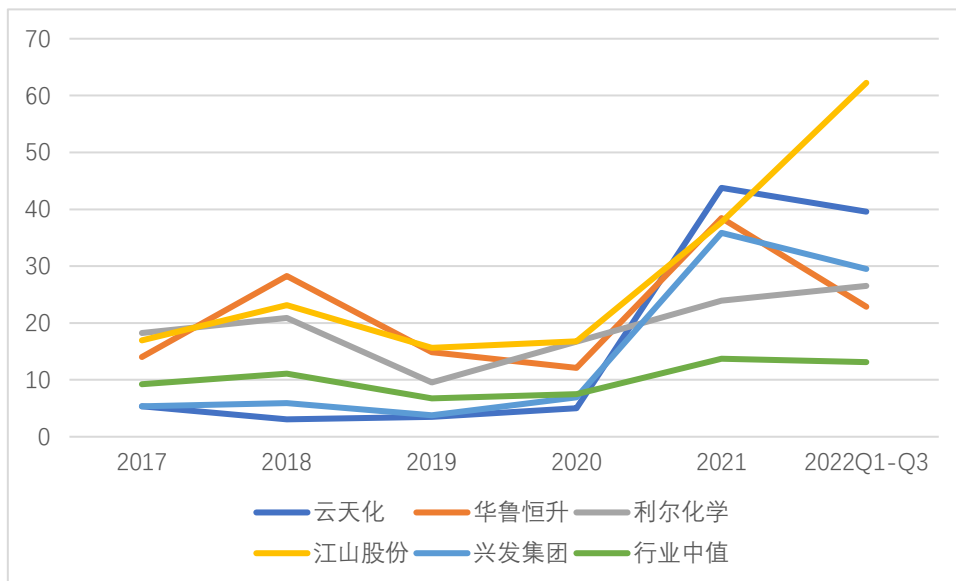
数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 20 云天化与可比公司以及行业中值的净利率



数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 21 云天化与可比公司以及行业中值的 ROE



数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

2.2 2022-2024 年公司毛利率分业务版块预测

化肥业务板块: 公司化肥业务版块 2022H1 的毛利率为 31.95%，较去年同期增长 2.80%。随着公司工艺水平日益完善，产品的转化率趋近稳定，化肥业务的成本主要与原料价格相关，考虑到可以通过调节销售价格来应对原料价格的波动，其毛利率的变化也趋于稳定，参考同行业公司化肥业务的毛利率，我们预测 2022 年-2024 年公司化肥业务板块毛利率分别为 32.0%、32.5%和 33.0%。



化工业务板块：公司化工业务 2022H1 的毛利率为 37.59%，较去年同期增长 18.88%。2020 年以来，随着磷铵产品的景气度持续，公司化工业务板块的毛利率不断提高，后续新能源项目生产线的完工，可能会带来目前的毛利率的有所提高，我们预测 2022 年-2024 年公司化工业务板块毛利率分别为 38.0%、39.5%和 40.0%。

工程材料业务板块：公司工程材料业务 2022H1 的毛利率为 55.76%，较去年同期增长 23.16%。2020 年以来，随着聚甲醛营收的提高，公司的工程材料业务板块的毛利率有了很大的提高，我们预测 2022 年-2024 年公司工程材料业务板块毛利率分别为 52.5%、55.0%和 54.5%。

商贸业务板块：公司商贸业务 2022H1 的毛利率为 1.73%。公司商贸板块的毛利占比近年来持续走低，其毛利率基本徘徊在 0.7-3%之间，所以我们预测 2022 年-2024 年公司贸易业务板块的毛利率分别为 1.75%、1.7%和 1.8%。

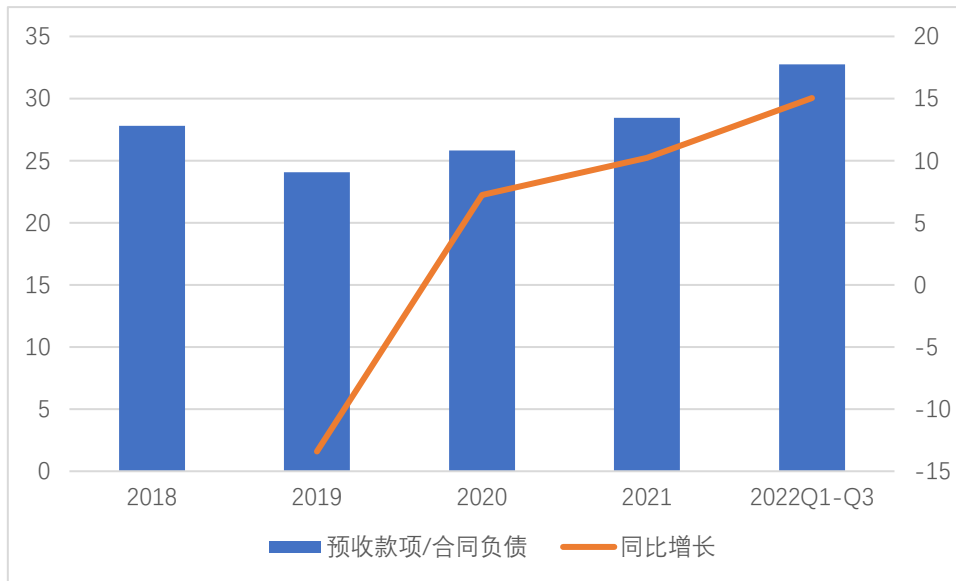
采矿业务板块：公司采矿业务包含了磷矿跟煤矿两方面，其中 2022H1 的磷矿采选毛利率为 79.97%，较去年同期增长 32.43%。采煤毛利率为 77.60%，较去年同期增长 25.29%。近年来，由于磷矿居高不下需求量的持续，磷矿采选的毛利率一直维持在高位，所以我们预测 2022 年-2024 年公司磷矿采选业务板块的毛利率分别为 80%、80%和 80%，采煤业务板块的毛利率为 78%，75%，70%。

其他业务板块：2022H1，公司所有其他业务的综合毛利率为 15.45%，公司的主要营收集集中在前几大板块，其他业务板块的毛利占比为 3.46%，综合考虑近些年其他业务板块的收入以及毛利率变化，我们预测 2022 年-2024 年公司创新及其他业务板块的毛利率分别为 16.0%、18.0%和 20.0%。

2.3 结合公司预收款项/合同负债情况，预测未来公司营收走向

公司预收款项/合同负债为尚未确认的递延收入，随着时间推移将逐步释放转化为未来收入的重要组成部分。2018 年-2022 年 Q3，公司预收款项/合同负债金额呈现上升趋势，截至 Q3 期末合同负债金额为 32.74 亿元，同比增长率为 15.04%，仍然保持着稳健增长。随着化肥需求量的增长以及未来新能源项目的落地，以目前合同负债变动情况作为参考，我们预计公司 2022 年-2024 年营业收入仍将保持稳健增长的良好态势。

图 22 云天化近年来的预收款项/合同负债情况（单位：亿元）



数据源：公司公告，华通证券国际研究部

2.4 2022-2024 年公司分业务板块收入预测

化肥业务板块：随着俄乌冲突的不断持续，作为全球最大的氮肥出口国、第二大钾肥出口国和第三大磷肥出口国的俄罗斯化肥出口出现骤降。同时，考虑到我国对粮食安全的重视，我们预测 2022 年-2024 年公司化肥业务板块收入同比增速分别为 31.70%、25.45%和 24.56%。

化工业务板块：目前，磷化工项目处于持续景气阶段，随着后续新能源项目的投产，我们预测 2022 年-2024 年公司化工业务板块收入同比增速分别为 100%、50%和 30%。

工程材料业务板块：2022 年 H1，工程材料业务收入同比下降 7.66%。从 2019 年至今，除 2021 年外，其他年份的营业收入均呈下降趋势，我们预测 2022 年-2024 年公司工程材料业务板块收入同比增速分别为-5.0%、-3.0%和-2.0%。

商贸业务板块：近年来公司商贸业务板块发展较为稳定，我们预测 2022 年-2024 年公司贸易业务板块收入同比增速分别为 2.0%、3.0%和 5.0%。

采矿业务板块：随着，磷矿需求的持续景气，我们预测 2022 年-2024 年公司磷矿采选业务板块收入同比增速分别为 1.0%、5.0%和 10.0%；采煤业务板块收入同比增速为 3.0%，4.0%，5.0%。

其他业务板块：根据往年其他业务板块的业绩，我们预测 2022 年-2024 年公司其他业务板块收入同比增速分别为 10.0%、12.0%和 15.0%。

表 3 2022-2024 年公司收入预测（单位：亿元）



项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
化肥业务	171.10	205.62	270.80	339.72	423.16
YOY	-0.98%	20.18%	31.70%	25.45%	24.56%
化工业务	17.49	23.70	47.40	71.10	92.43
YOY	-1.23%	35.54%	100.00%	50.00%	30.00%
工程材料业务	14.24	18.63	17.70	17.17	16.83
YOY	-5.91%	30.86%	-5.00%	-3.00%	-2.00%
商贸业务	297.53	368.60	375.97	387.25	406.61
YOY	-5.42%	23.89%	2.00%	3.00%	5.00%
磷矿采选业务	8.45	5.86	5.92	6.22	6.84
YOY	17.85%	-30.71%	1.00%	5.00%	10.00%
采煤业务	5.30	5.10	5.25	5.46	5.73
YOY	-7.38%	-3.89%	3.00%	4.00%	5.00%
其他业务	7.00	4.99	5.49	6.15	7.07
YOY	5.47%	-28.75%	10.00%	12.00%	15.00%
合计	521.11	632.49	728.53	833.07	958.67
YOY	-3.46%	21.37%	15.18%	14.35%	15.08%

数据源：华通证券国际研究部

三、2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往五年一期的期间费用率趋势，结合降本增效相关措施收益的逐步释放，我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 0.95%、0.90% 和 0.85%，管理费用率分别为 1.25%、1.20% 和 1.15%，研发费用率分别为 0.45%、0.85% 和 1.25%，财务费用率分别为 1.35%、1.25% 和 1.15%。

进而我们预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 60.29、81.86 和 106.32 亿元，同比增长分别为 65.54%、35.78% 和 29.88%；摊薄 EPS 分别为 3.28、4.46 和 5.79 元/股，同比增长分别为 65.66%、35.98% 和 29.82%（公司预测期间详细财务报表和主要指针资料请见报告正文未附表）。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到 2022 年公司对应的 P/E 为 6.53。

表 4 2022-2024 年相对估值模型预测数据

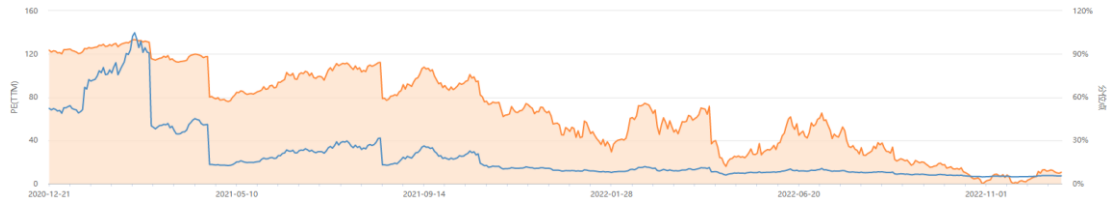
项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	31.82	9.90	6.53	4.81	3.70

数据源：东财 Choice，华通证券国际研究部

注：相关指标计算以 2022 年 12 月 23 日公司 A 股收盘价为基准

当前公司 P/E (TTM) 为 6.63，近 24 个月以来的最高点为 139.67，当前处于近两年以来的 7.82% 的分位点。

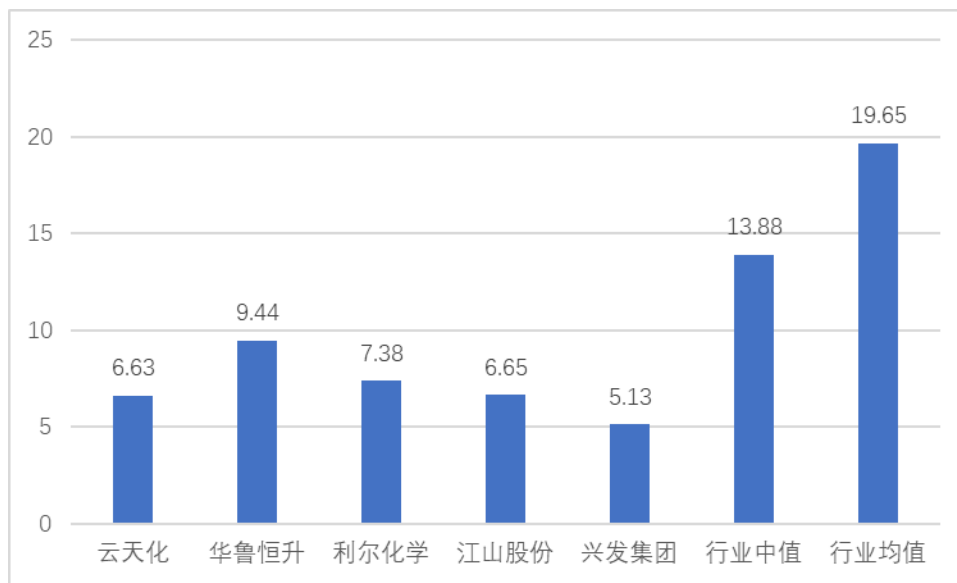
图 23 公司近两年来的 P/E (TTM) 及分位点走势



数据源：东财 Choice，华通证券国际研究部

从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值水平低于大部分可比公司，且显著低于申万二级行业均值与中值。

图 24 各大可比公司 P/E (TTM) 比较



数据源：东财 Choice，华通证券国际研究部

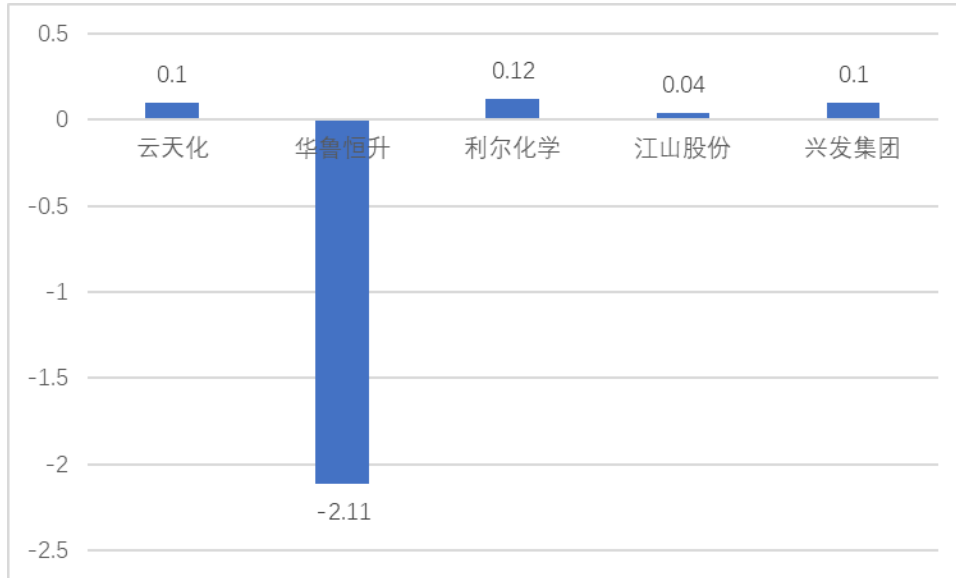
以 A 股申万二级行业中动态 PE 中值 13.88 为基准，同时考虑可比公司情况以及作为国内磷肥行业龙头公司的估值溢价，我们给予公司 8-10 倍 PE 估值，结合对应预测 2022 年 EPS（摊薄）3.28 元/股，从而得到公司合理股价区间为 26.24-32.80 元/股。

4.2 PEG 模型

根据 2022-2024 年业绩预测，以 2022 年 12 月 23 日公司 A 股收盘价为基准（注：计算以预测期（N 年）PE 为分子，预测期对应次年（N+1 年）EPS 预期增长率*100 为分母），计算得到 2022-2024 年公司 PEG 分别为 0.10、0.13 和 0.12。从绝对数上看，预测期各年 PEG 均

小于 1，公司股价存在明显的低估；从参考可比公司来看，除华鲁恒升为负数外，其他可比公司 2022 年预测 PEG 均显著低于 1，行业整体估值水平目前偏低。

图 25 2022 年可比公司 PEG 情况



数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

4.3 绝对估值模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别是 3.28、4.46 和 5.79 为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 68.57 元。

表 5 DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	9%	2%	12.24	65.15	77.39
组合二	9%	1.5%	12.24	60.51	72.75
组合三	9%	1%	12.24	56.45	68.69
组合四	10%	2%	12.12	55.46	67.58
组合五	10%	1.5%	12.12	51.95	64.07
组合六	10%	1%	12.12	48.82	60.94
平均					68.57

数据源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

估值说明:

- (1).永续增长率采用低于我国 GDP 增长率;
- (2).DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;
- (3).预测期间为 2022-2024 年, 永续期自 2025 年开始;



(4).考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

化肥冬储市场开启，磷肥市场“炒涨”氛围浓厚，国内方面，需求来自东北的化肥冬储，今年夏秋季节由于支持华北地区，东北化肥库存减少较多，今年冬储东北地区仅磷酸二铵需求将超过总库存的 80%，也就是超过 300 万吨，比一般年份增加 40 万吨以上。出口方面，应湖北、云南与四川大型磷肥企业申请，国家相关部门将新增三省审批港口已法检磷肥出口额度近 40 万吨。虽然目前到明年 4 月前，国家对磷肥的出口限制政策并没有松动，但新增审批额度，让企业看到出口增加的可能。

新能源赛道高景气持续，化工材料作为新能源产业发展必不可少的一环，也将迎来历史性的变革。传统化工将与新能源双向影响，同步发展。公司与华友控股签订《关于磷酸铁、磷酸铁锂项目合作意向协议》。双方拟通过磷酸铁、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。除此之外，公司与多氟多合作，共同建设“氟磷电子的氟硅资源综合利用项目及红磷化工氟硅资源综合利用项目”，主要发展方向为高值化利用磷矿伴生氟资源，打造“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，提升氟资源利用价值。。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 24.5 元/股，对应 2022 年 P/E 为 7.47。以 2022 年 12 月 23 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 14.32% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上



基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。



表附录：财务报表预测与比率分析

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	估值和财务指标汇总	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	63,249.23	72,850.46	83,304.50	95,866.82	EBIT	4,869.86	9,414.93	12,098.70	15,148.84
营业成本	54,598.67	59,824.80	66,835.20	75,466.36	EBITDA	7,036.48	11,852.02	14,535.78	17,180.28
营业税金及附加	569.20	655.61	749.69	862.74	NOPLAT	3,681.95	7,957.26	10,322.70	12,970.04
营业费用	754.84	692.08	749.74	814.87	税前经营利润	4,262.25	7,858.34	10,796.88	14,081.82
管理费用	1,225.53	910.63	999.65	1,102.47	EPS	1.98	3.28	4.46	5.79
财务费用	1,286.87	2,336.49	2,194.03	2,034.83	BPS	5.56	8.85	13.31	19.10
研发费用	151.57	327.83	708.09	1,198.34	PE	10.80	6.53	4.81	3.70
资产减值损失	223.13	143.41	160.45	175.67	PB	3.85	2.42	1.61	1.12
投资收益	557.70	0.00	0.00	0.00	PS	0.62	0.54	0.47	0.41
其他经营损益	-177.16	-101.27	-110.77	-129.73	PCF	5.24	3.49	3.77	2.55
营业利润	4,818.56	7,858.34	10,796.88	14,081.82	EV/EBIT	12.37	5.42	3.56	2.00
其他非经营损益	51.30	203.58	149.09	134.66	EV/EBITDA	8.56	4.31	2.96	1.76
利润总额	4,869.86	8,061.92	10,945.97	14,216.48	EV/NOPLAT	16.36	6.42	4.17	2.33
所得税	663.02	1,097.61	1,490.26	1,935.53	EV/IC	1.94	1.83	1.53	1.17
净利润	4,206.84	6,964.31	9,455.70	12,280.94	ROIC-WACC	0.89%	14.48%	25.82%	35.04%
少数股东损益	564.91	935.19	1,269.74	1,649.12	股息率%	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	3,641.94	6,029.13	8,185.97	10,631.82					
					财务分析指标	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	收益率				
货币资金	9,214.40	19,402.86	28,802.78	43,389.07	三费/营业收入	5.17%	5.41%	4.73%	4.12%
应收和预付款项	4,631.05	5,982.19	6,036.80	7,686.86	EBIT/营业收入	7.70%	12.92%	14.52%	15.80%
存货	7,595.52	7,317.24	9,343.03	9,468.76	EBITDA/营业收入	11.13%	16.27%	17.45%	17.92%
其他流动资产	1,137.04	1,137.04	1,137.04	1,137.04	销售净利率	6.65%	9.56%	11.35%	12.81%
长期股权投资	2,784.78	2,784.78	2,784.78	2,784.78	资产获利率				
投资性房地产	217.62	217.62	217.62	217.62	ROE	35.66%	37.12%	33.51%	30.32%
固定资产和在建工程	20,310.80	18,722.70	17,117.56	15,497.20	ROA	9.43%	15.80%	17.67%	18.33%
无形资产和开发支出	3,959.90	3,286.43	2,699.67	2,112.92	ROIC	12.02%	25.62%	36.96%	46.17%
其他非流动资产	1,786.18	1,326.81	921.18	921.19	增长率				
资产总计	51,637.28	60,177.67	69,060.46	83,215.43	销售收入增长率	21.37%	15.18%	14.35%	15.08%
短期借款	21,918.50	21,918.50	21,918.50	21,918.50	EBIT 增长率	663.06%	93.33%	28.51%	25.21%
应付和预收款项	4,434.63	6,064.42	5,491.51	7,365.53	EBITDA 增长率	149.15%	68.44%	22.64%	18.19%
长期借款	6,778.77	6,778.77	6,778.77	6,778.77	净利润增长率	965.71%	65.55%	35.77%	29.88%
其他负债	5,907.63	5,853.91	5,853.91	5,853.91	总资产增长率	-0.86%	15.42%	14.90%	20.67%
负债合计	39,039.53	40,615.61	40,042.69	41,916.72	股东权益增长率	58.87%	59.03%	50.40%	43.52%
股本	1,837.40	1,837.40	1,837.40	1,837.40	经营营运资本增长率	11.18%	-11.75%	79.65%	0.44%
资本公积	7,267.23	7,267.23	7,267.23	7,267.23	资本结构				
留存收益	1,109.19	7,138.32	15,324.28	25,956.11	资产负债率	75.60%	68.14%	58.47%	50.72%
归属母公司股东权益	10,213.82	16,242.94	24,428.91	35,060.73	投资资本/总资产	60.15%	46.86%	41.02%	31.36%
少数股东权益	2,383.93	3,319.12	4,588.86	6,237.98	带息债务/总负债	69.97%	67.25%	68.21%	65.16%
股东权益合计	12,597.75	19,562.07	29,017.77	41,298.71	流动比率	0.71	1.01	1.37	1.77
负债和股东权益合计	51,637.28	60,177.67	69,060.46	83,215.43	速动比率	0.47	0.79	1.09	1.50
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
税后经营利润	3,983.00	6,788.45	9,326.91	12,164.62	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
折旧摊销	2,166.63	2,437.08	2,437.08	2,031.45	资产管理效率				
净营运资金增加	-207.30	556.94	-2,653.32	98.24	总资产周转率	1.22	1.31	1.30	1.27
经营活动产生现金流量净额	7,501.73	11,278.90	10,423.85	15,402.33	固定资产周转率	3.30	3.88	4.65	5.88
投资活动产生现金流量净额	-1,823.10	262.57	128.79	116.32	应收账款周转率	24.82	24.82	24.82	24.82
融资活动产生现金流量净额	-5,074.49	-1,353.01	-1,152.73	-932.36	存货周转率	8.02	8.02	8.02	8.02

数据源：华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



法律声明及风险提示

- 1.本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
- 2.本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 3.在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
- 4.本报告所载的数据、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资目标的邀请或向人做出邀请。
- 5.本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
- 6.本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开数据，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
- 7.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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
- 8.本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
- 9.本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。