申万宏源研究 SWS RESEARCH

化工

2017 年 02 月 28 日

# 云图控股 (002539)

## ——业绩略低于预期，复合肥行业整体低迷，品种盐业务值得期待

**报告原因：有业绩公布需要点评**

**增持**（维持）

| 市场数据： | 2017 年 02 月 27 日 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 11.28 |
| 一年内最高/最低（元） | 18.07/10.29 |
| 市净率 | 3.7 |
| 息率（分红/股价） | - |
| 流通 A 股市值（百万元） | 4589 |
| 上证指数/深证成指 | 3228.66 / 10353.56 |

注："息率"以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2016 年 09 月 30 日 |
|---|---|
| 每股净资产（元） | 3.03 |
| 资产负债率% | 61.58 |
| 总股本/流通 A 股（百万） | 1010/407 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/- |

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**

《云图控股（002539）点评：复合肥行业整体低迷，盐改即将正式实施，品种盐业务值得期待》 2016/10/26

《新都化工（002539）点评：更名为云图控股，携手京东、途牛、唯品会致力于打造中小城市互联网生活平台》 2016/08/12

**证券分析师**
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

**联系人**
马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **公司发布 2016 年业绩快报，略低于预期。**2016 年营业收入同比增长 3.4%报于 60.36 亿，归属于上市公司股东净利润同比下滑 28.17%报于 1.44 亿，EPS 为 0.14 元，略低于预期。净利润下滑的主要原因为：1）2016 年复合肥毛利率及品种盐的毛利率下降；2）为应对盐改政策的放开，各种前期准备引起的各种管理费用和销售费用增加。2016 年净利润下滑幅度略大于三季报预告中全年预测下限的原因为四季度复合肥销售情况不及预期以及公司为应对盐改政策提前做各种准备导致销售费用和管理费用的增加。

- **2016 年复合肥行业整体低迷，量价双双下跌，毛利率下滑拖累公司净利润。**随着今年以来农产品价格持续下跌，复合肥价格亦随之大跌，上游原材料单质肥价格 1-3 季度持续走低，逆替代使得农民购复合肥的积极性降低，销量受累，而四季度出现大幅持续上涨，原材料价格的异常波动使得虽然复合肥价格能跟随原料提价，但提价略有滞后导致公司 16 年复合肥毛利率同比下滑。但值得关注的是由于行业的持续低迷，被动去产能正在继续，行业集中度不断提升，同时未来复合肥将逐步走向新型高端化，公司目前拥有复合肥产能 485 万吨，其中硝基、缓控、水溶肥等高端新型复合肥合计约为 415 万吨，占比高达 86%。

- **品种盐业务受累于公司食用氯化钾及海藻碘产品价格下降同比下滑，毛利率亦有所下滑，同时部分盐业公司减少采购量用以应对 17 的盐改。**17 年 1 月 1 日起盐改正式落地，制盐企业可以进入流通销售领域，公司目前为国内最大的品种盐生产企业，已建立五大核心竞争优势：率先全国布局、高端食用盐产业链、研发技术及全品类产品线、市场及品牌、营销。目前全国 31 个省（区、市）的盐业体制改革实施方案已经全部上报获批，盐改放开以来两个多月，各地食盐价格较平稳，市场化后兼并重组、集中度提升是个必然过程，公司已提前完成全国产能、渠道、品牌等方面的布局，预计 17-18 年公司的品种盐业务将迎来较快增长。

- **携手腾讯、网鱼网咖，京东、途牛旅游、唯品会，圆通速递解决入口、落地难和最后一公里运输的问题，打造中小城市高品质的互动娱乐体验基地和公益活动承载平台，转型初见雏形。**哈哈农庄凭借成熟的线下渠道，为各大电商企业提供中小城市及农村市场开拓导流服务；各大电商凭借丰富的商品、优质的会员资源、物流、技术等优势为县级体验中心建设提供丰富的内容支撑及基础现金流，可实现流量的线下与线上互导，资源共享，将有效发挥各方优势，形成利益共同点。目前云图生活电商平台注册会员数已突破 27 万名，哈哈财神累计投资额突破 25 亿元；首家连锁网咖 KIE 电竞馆（四川新都店）已于 2016 年年底开业。

- **盈利预测与估值：**盐改正式实施，市场化竞争正式拉开，看好公司在产品、渠道、品牌方面的布局，预计食盐业务将在 17-18 年呈现快速增长态势。传统复合肥业务继续做大做强，调味品布局逐步推进，互联网金融顺利接入。复合肥行业在粮价大幅下行的背景下，整体较为低迷，销量和价格齐跌，拖累公司 16 年整体净利润，下调盈利预测，维持增持评级。预计 2016-18 年 EPS（按最新股本摊薄）为 0.14（原 0.18 元），0.22（原 0.25 元）、0.32（原 0.33 元）元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 81X、51X 和 35X。

**财务数据及盈利预测**

| | 2015 | 16Q1-Q3 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 5,838 | 4,694 | 6,036 | 7,340 | 9,100 |
| 同比增长率（%） | 25.08 | -5.74 | 3.40 | 21.60 | 23.98 |
| 净利润（百万元） | 201 | 162 | 144 | 222 | 326 |
| 同比增长率（%） | 76.70 | 1.28 | -28.21 | 54.17 | 46.85 |
| 每股收益（元/股） | 0.20 | 0.16 | 0.14 | 0.22 | 0.32 |
| 毛利率（%） | 17.6 | 16.9 | 16.7 | 17.8 | 18.1 |
| ROE（%） | 6.7 | 5.3 | 9.0 | 10.4 | - |
| 市盈率 | 57 | | 81 | 51 | 35 |

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩；"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元，百万股 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 3,849 | 4,667 | 5,838 | 6,036 | 7,340 | 9,100 |
| 营业收入同比增长率（yoy） | 12.38% | 21.26% | 25.08% | 3.40% | 21.60% | 24.00% |
| 减：营业成本 | 3,259 | 3,843 | 4,808 | 5,030 | 6,030 | 7,450 |
| 毛利率（%） | 15.34% | 17.65% | 17.64% | 16.70% | 17.80% | 18.10% |
| 减:营业税金及附加 | 18 | 19 | 22 | 23 | 27 | 33 |
| 主营业务利润 | 572 | 805 | 1,008 | 983 | 1,283 | 1,617 |
| 主营业务利润率（%） | 14.87% | 17.24% | 17.26% | 16.30% | 17.50% | 17.80% |
| 减：销售费用 | 120 | 160 | 216 | 259 | 300 | 350 |
| 减：管理费用 | 200 | 259 | 366 | 400 | 480 | 600 |
| 减：财务费用 | 78 | 134 | 159 | 160 | 200 | 250 |
| 经营性利润 | 174 | 252 | 266 | 164 | 303 | 417 |
| 经营性利润同比增长率（yoy） | 40.59% | 44.39% | 5.75% | -38.40% | 84.80% | 37.60% |
| 经营性利润率（%） | 4.53% | 5.40% | 4.56% | 2.70% | 4.10% | 4.60% |
| 减:资产减值损失 | 12 | 25 | 19 | 6 | 6 | 6 |
| 加:投资收益及其他 | -11 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 151 | 223 | 247 | 158 | 297 | 411 |
| 加:营业外净收入 | 48 | 26 | 78 | 65 | 20 | 20 |
| 利润总额 | 200 | 248 | 325 | 223 | 317 | 431 |
| 减：所得税 | 59 | 61 | 79 | 69 | 85 | 95 |
| 净利润 | 141 | 187 | 246 | 154 | 232 | 336 |
| 少数股东损益 | 34 | 74 | 46 | 10 | 10 | 10 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 107 | 114 | 201 | 144 | 222 | 326 |
| 净利润同比增长率（yoy） | -12.84% | 6.40% | 76.70% | -28.20% | 54.20% | 46.80% |
| 全面摊薄总股本 | 331 | 331 | 1,010 | 1,010 | 1,010 | 1,010 |
| 每股收益（元） | 0.32 | 0.34 | 0.23 | 0.14 | 0.22 | 0.32 |
| 归属母公司所有者净利润率（%） | 2.77% | 2.43% | 3.44% | 2.40% | 3.00% | 3.60% |
| ROE | 4.67% | 4.88% | 6.73% | 9.00% | 10.40% | - |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。


机构销售团队联系人

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.com |


### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数

## 法律声明


本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。