

化工

2016年10月26日

云图控股 (002539)

——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

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2016年10月25日

收盘价(元)	13.06
一年内最高/最低(元)	18.07/11.59
市净率	4.3
息率(分红/股价)	0.61
流通A股市值(百万元)	5313
上证指数/深证成指	3131.94 / 10871.51

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

《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

《新都化工(002539)点评：利润稳步增长，“传统业务+互联网”的中小城市及农村电商新模式》 2016/07/18

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **公司公布三季报，略低于预期。**公司16年前三季实现营收46.94亿元(YoY-5.74%)，归母净利润1.62亿元(YoY+1.28%)，对应EPS0.16元(按最新股本摊薄)，略低于我们预期；16Q3单季实现营收15.11亿元(YoY-27.29%，QoQ-9.4%)，归母净利润0.52亿元(YoY-25.5%，QoQ-11.86%)，对应EPS0.05元。业绩低于预期主要是由于复合肥行业整体低迷，量价齐跌。公司同时预告2016年归母净利润区间为1.60-2.2亿元同比变动幅度为-20%—10%。

● **复合肥三季度销量和价格同比双双下滑拖累收入和净利润。**今年以来农产品价格持续下跌，原料单质肥价格不断下跌，叠加去年化肥恢复征收增值税政策引发的提前采购带来的高基数，公司3Q16单季度收入和利润同比下滑幅度较大，预计四季度销售压力仍然较大。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。下半年以来公司在美国和加拿大建立子公司，进军北美市场的复合肥进出口贸易，在辽宁继续投建15万吨BB复合肥项目，拓展东北市场，全国布局基本完成。

● **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，同时部分盐业公司减少采购量用以应对明年年初的盐改。**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，在渠道、品牌、产品、产能等方面做了完善的布局，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引流服务；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。同时中小城市是电竞和网咖市场的蓝海，公司联手最强内容支持者和最强网咖运营品牌在1,000家县级体验中心内的部分场地建设1,000家连锁电竞网咖，增强哈哈农庄客户粘性的同时提供稳定的盈利减轻县级体验中心的运营压力。

● **盈利预测与估值：**联手腾讯游戏、网鱼信息、京东、途牛、唯品会等各领域龙头打造中小城市互联网生活平台，更名彰显转型决心。同时盐改政策落地，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，黄磷等产品的投产成为16年收入利润增量，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，导致公司16年整体净利润同比略微下滑，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0.18(原0.27元)、0.25(原0.54元)、0.33(原0.82元)元，当前股价对应16-18年PE为73X、52X和40X。

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	5,490	7,320	9,020
同比增长率(%)	25.08	-5.74	-5.96	33.33	23.22
净利润(百万元)	201	162	179	253	337
同比增长率(%)	76.70	1.28	-10.76	41.34	33.20
每股收益(元/股)	0.20	0.16	0.18	0.25	0.33
毛利率(%)	17.6	16.9	17.2	17.6	17.7
ROE(%)	6.7	5.3	9.0	10.4	-
市盈率	66		73	52	40

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	5,490	7,320	9,020
营业收入同比增长率 (yoy)	12.38%	21.26%	25.08%	-6.00%	33.30%	23.20%
减: 营业成本	3,259	3,843	4,808	4,545	6,030	7,420
毛利率 (%)	15.34%	17.65%	17.64%	17.20%	17.60%	17.70%
减: 营业税金及附加	18	19	22	20	26	32
主营业务利润	572	805	1,008	925	1,264	1,568
主营业务利润率 (%)	14.87%	17.24%	17.26%	16.80%	17.30%	17.40%
减: 销售费用	120	160	216	200	270	330
减: 管理费用	200	259	366	350	460	560
减: 财务费用	78	134	159	145	200	250
经营性利润	174	252	266	230	334	428
经营性利润同比增长率 (yoy)	40.59%	44.39%	5.75%	-13.70%	45.20%	28.10%
经营性利润率 (%)	4.53%	5.40%	4.56%	4.20%	4.60%	4.70%
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	224	328	422
加: 营业外净收入	48	26	78	20	20	20
利润总额	200	248	325	244	348	442
减: 所得税	59	61	79	55	85	95
净利润	141	187	246	189	263	347
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	179	253	337
净利润同比增长率 (yoy)	-12.84%	6.40%	76.70%	-10.80%	41.30%	33.20%
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	0.18	0.25	0.33
归属于母公司所有者净利润率 (%)	2.77%	2.43%	3.44%	3.30%	3.50%	3.70%
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。