

# 云图控股 (002539)

## 17 年化肥食盐双拐点，农村电竞+理财高成长

投资评级：买入（维持）

事件：近期我们对云图控股进行了追踪研究。

2017 年 2 月 15 日

投资要点：

- **盐改后市场化运营，食盐比其他调味品盈利能力更强弹性更大。**2017 年 1 月 1 日盐改正式落地，开启市场化运营模式，消除价格管制因素。消费和食品安全升级带来的高端多元化需求+市场化运营带来的产品推陈+民营企业进入销售端带来的终端运营改善给行业带来了提价机会。比起传统的酱油行业，老抽转生抽，以及产品结构升级带来的提价基本告一段落，销量稳定增长，食盐中的高端品种盐弹性更大。
- **公司食盐总量瓶颈解除，17 年出货量有望大幅提升。**在专营体制下，盐业公司垄断食盐销售，难以将省内计划全部交由一家公司生产，导致公司存在总量天花板。盐改落地打破总量限制，可切入市场更广阔的普通食盐领域。公司已经布局食盐渠道，一方面在盐改之前利用调味品子公司大量开发经销商资源；另一方面与 18 省盐业公司开始合作，如参股广盐股份，共同参与市场化竞争。完善的渠道资源为公司出货提供保证，行业各省存在质地较好的盐业公司，或存在整合机会，预计 17 年益盐堂销量有望大幅提升。
- **纯碱进入景气周期，化肥业务迎来拐点。**受到环保去产能以及下游玻璃复工，氧化铝、洗涤剂高增长影响，纯碱行业开工率提升，行业步入景气周期。考虑到复合肥主要原料尿素价格受到煤价上涨、国家调控去产能等因素推动有复苏趋势，以及春耕临近需求加大，复合肥业务将迎来拐点。
- **子公司平台“云图生活”先发优势明显。**1) 农民存款较多，负债端资金成本极低，云图作为渠道对接网信金融理财，息差 1-3%，目前流水超 25 亿元。2) 2016 年与京东、腾讯、途牛、唯品会等大型电商战略合作。3) 云图耕耘农村 20 年，盐业+复合肥实体渠道超过万家，农资上市公司唯一一家轻资产运营农村生活娱乐平台具有稀缺性。
- **股价安全边际高，维持“买入”评级。**预计 17 年公司食用盐业务销售 70-90 万吨，利润约为 2.8 亿，给予 17 年 30xPE，对应市值 84 亿；化肥+纯碱业务贡献 1.8 亿利润，20xPE 对应市值 36 亿；农村电竞+理财约 50 亿流水，给予 1xPS 对应 50 亿市值，公司合理市值 170 亿，远高于当前 118 亿市值水平。盐改后标的的稀缺性+农业供给侧改革带来的化肥龙头集中度提升机会+农村理财电竞平台的稀缺性+股价低于公司员工持股成本价约 37%，安全边际较高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全问题、农村电商推进低于预期、复合肥需求低迷。

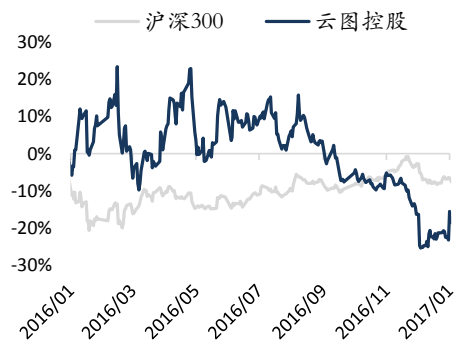
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

021-60199762

### 股价走势



### 市场数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 收盘价(元)    | 11.37       |
| 一年最低价/最高价 | 12.68/17.32 |
| 市净率       | 3.82        |
| 流通市值(亿)   | 46.25       |

### 基础数据

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产        | 2.93    |
| 资产负债率        | 65.40   |
| 总股本(百万股)     | 1010.10 |
| 流通股 A 股(百万股) | 406.79  |

### 相关研究

1. **新都化工：拟更名“云图控股”，县级体验中心定位“电商+旅游+电竞”——20160828**
2. **新都化工：改名寓意深远，腾讯+京东+圆通等巨头合作搭建农村轻资产互联网平台——20160817**

图表 1: 云图控股三年预测财务报表

| 资产负债表 (百万元)        |               |                |                |                | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|--------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                    | 2015          | 2016E          | 2017E          | 2018E          |                  | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
| <b>流动资产</b>        | <b>3514.8</b> | <b>4178.3</b>  | <b>4528.1</b>  | <b>5148.7</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>5837.7</b> | <b>6298.6</b> | <b>7043.5</b> | <b>8222.2</b> |
| 现金                 | 959.2         | 1390.0         | 1434.0         | 1590.0         | 营业成本             | 4808.0        | 5084.6        | 5499.0        | 6417.4        |
| 应收款项               | 625.7         | 673.0          | 752.6          | 878.5          | 营业税金及附加          | 22.0          | 24.6          | 26.8          | 31.2          |
| 存货                 | 1378.8        | 1457.1         | 1575.9         | 1839.1         | 营业费用             | 216.5         | 239.3         | 246.5         | 287.8         |
| 其他                 | 551.1         | 658.2          | 765.6          | 841.1          | 管理费用             | 366.1         | 396.8         | 394.4         | 468.7         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>5351.0</b> | <b>6171.7</b>  | <b>6978.7</b>  | <b>7747.3</b>  | 财务费用             | 158.7         | 189.0         | 272.5         | 342.7         |
| 长期股权投资             | 5.5           | 11.0           | 16.5           | 22.0           | 投资净收益            | -0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 固定资产               | 4310.8        | 5156.8         | 5989.0         | 6783.0         | 其他               | -19.4         | 42.9          | 46.1          | 51.2          |
| 无形资产               | 615.8         | 585.1          | 554.3          | 523.5          | <b>营业利润</b>      | <b>247.0</b>  | <b>407.2</b>  | <b>650.4</b>  | <b>725.7</b>  |
| 其他                 | 418.8         | 418.8          | 418.8          | 418.8          | 营业外净收支           | 78.1          | 78.1          | 78.1          | 78.1          |
| <b>资产总计</b>        | <b>8865.8</b> | <b>10350.0</b> | <b>11506.8</b> | <b>12896.0</b> | <b>利润总额</b>      | <b>325.0</b>  | <b>485.3</b>  | <b>728.5</b>  | <b>803.8</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>4629.4</b> | <b>6256.3</b>  | <b>7627.1</b>  | <b>9252.6</b>  | 所得税费用            | 78.7          | 118.9         | 178.5         | 196.9         |
| 短期借款               | 2137.0        | 3784.7         | 4965.9         | 6165.7         | 少数股东损益           | 45.8          | 55.0          | 82.5          | 91.0          |
| 应付账款               | 1545.8        | 1441.8         | 1521.6         | 1696.6         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>200.6</b>  | <b>311.4</b>  | <b>467.5</b>  | <b>515.8</b>  |
| 其他                 | 946.7         | 1029.7         | 1139.6         | 1390.3         | EBIT             | 447.1         | 577.8         | 903.6         | 1048.4        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>1147.3</b> | <b>1147.3</b>  | <b>1147.3</b>  | <b>1147.3</b>  | EBITDA           | 882.6         | 909.3         | 1313.0        | 1539.0        |
| 长期借款               | 218.7         | 218.7          | 218.7          | 218.7          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2015</b>   | <b>2016E</b>  | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  |
| 其他                 | 928.7         | 928.7          | 928.7          | 928.7          | 每股收益(元)          | 0.20          | 0.31          | 0.46          | 0.51          |
| <b>负债总计</b>        | <b>5776.8</b> | <b>7403.6</b>  | <b>8774.4</b>  | <b>10399.9</b> | 每股净资产(元)         | 2.95          | 2.83          | 2.65          | 2.45          |
| 少数股东权益             | 107.8         | 86.4           | 54.3           | 18.9           | 发行在外股份(百万股)      | 1010.1        | 1010.0        | 1010.0        | 1010.0        |
| 归属母公司股东权益          | 2981.2        | 2860.0         | 2678.0         | 2477.2         | ROIC(%)          | 5.7%          | 6.0%          | 8.0%          | 8.4%          |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>8865.8</b> | <b>10350.0</b> | <b>11506.8</b> | <b>12896.0</b> | ROE(%)           | 6.7%          | 10.9%         | 17.5%         | 20.8%         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2015</b>   | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | 毛利率(%)           | 17.6%         | 19.3%         | 21.9%         | 22.0%         |
| 经营活动现金流            | 236.9         | 378.2          | 717.8          | 920.2          | EBIT Margin(%)   | 7.7%          | 9.2%          | 12.8%         | 12.8%         |
| 投资活动现金流            | -898.2        | -1162.4        | -1205.5        | -1247.3        | 销售净利率(%)         | 3.4%          | 4.9%          | 6.6%          | 6.3%          |
| 筹资活动现金流            | 790.1         | 1215.1         | 531.7          | 483.1          | 资产负债率(%)         | 65.2%         | 71.5%         | 76.3%         | 80.6%         |
| 现金净增加额             | 128.8         | 430.8          | 44.0           | 156.0          | 收入增长率(%)         | 25.1%         | 7.9%          | 11.8%         | 16.7%         |
| 折旧和摊销              | 435.5         | 331.5          | 409.4          | 490.6          | 净利润增长率(%)        | 76.7%         | 55.3%         | 50.1%         | 10.3%         |
| 资本开支               | -1093.4       | -1156.9        | -1200.0        | -1241.8        | P/E              | 76.64         | 49.36         | 32.88         | 29.80         |
| 营运资本变动             | 165.2         | -225.0         | -107.7         | -30.9          | P/B              | 5.16          | 5.38          | 5.74          | 6.21          |
| 企业自由现金流            | -47.3         | -614.2         | -216.1         | 9.5            | EV/EBITDA        | 23.96         | 25.05         | 18.39         | 16.75         |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

