

化工

2017年03月31日

云图控股 (002539)

——一季报业绩略超预期，复合肥和联碱化工双双回暖

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布2017年一季度业绩预告，略高于预期。**公司预告2017年一季度归属于上市公司股东净利润同比增长30%-60%至6652.74-8187.98万元，略超预期。业绩同比增长主要原因为：1) 公司湖北荆州的20万吨复合肥新增产能陆续投产；2) 产品结构调整，高端复合肥销售比例增加以及渠道的优化调整；3) 联碱化工板块回暖，氯化铵和纯碱价格同比上涨，同时产品毛利率扩大。
- **2017年一季度复合肥业务回暖，经销商补库存带动公司复合肥销量同比增长，同时良好的原料库存管理规避了单质肥原料大涨带来的毛利率下滑。**随着16年四季度以来农产品价格的止跌企稳以及一季度的春耕旺季需求带动，加之公司位于湖北荆州的20万吨复合肥项目正式投产，复合肥销量预计同比上升20%且结构向高端复合肥产品调整，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%。
- **供给侧改革的深入叠加环保核查的趋严，部分中小联碱企业停工淘汰，供给端收缩，格局向好，一季度氯化铵和纯碱价格同比大幅上涨，毛利率增加带动公司联碱业务回暖。**根据隆众石化的价格监测数据显示湖北宜化干法氯化铵价格一季度累计上涨23%至650元/吨，同比16年上涨25%。重质纯碱华东市场中间价一季度均价同比大涨41%至2157元/吨。
- **盐改正式实施，生产企业正式进入流通领域以及开展跨省市销售，公司一季度品种盐销量预计同比增长，品种盐全国布局已经完成，静待后期持续放量。**17年1月1日起盐改正式实施，目前市场较为混乱，各地正在严查和规范竞争，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。盐改实施至今，各地食盐零售价格较平稳，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。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：**复合肥行业在粮价止跌企稳且春耕旺季需求回暖的背景下，量价齐升且结构向高端复合肥调整，纯碱和氯化铵涨价带动联碱板块回暖，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。维持盈利预测，维持增持评级。预计2016-18年EPS（按最新股本摊薄）为0.14、0.22、0.32元，当前股价对应16-18年PE为73X、47X和32X。

市场数据： 2017年03月30日

收盘价(元)	10.28
一年内最高/最低(元)	18.07/10.27
市净率	3.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4182
上证指数/深证成指	3210.24 / 10348.27

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：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》2017/02/28

《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

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@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

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	52		73	47	32

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。