

业绩已达谷底，底部向上预期强劲

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 报告期内实现营业收入 526.3 亿元, 同比增加 4.7%; 实现归母净利润-33.6 亿元, 同比减少 3419.9%。公司 2016 年度不进行利润分配, 也不进行资本公积转增股本。
- **化肥行业低位运行, 谷底业绩有望反转。** 报告期内, 公司的化肥业务大幅下跌, 因市场疲软而销量急剧减少, 其中硝酸一铵、硝酸二胺、尿素以及复合肥的销量分别为 79.28 万吨、314.71 万吨、154.28 万吨和 72.9 万吨, 同比分别下降 48.21%、21.76%、16.23%和 46.61%, 同时由于销售价格的下跌, 化肥业务毛利率减少 9.58 个百分点至 13.8%。由于磷肥等下游产品行业的不景气, 公司磷矿采选行业毛利率减少 8.10 个百分点至 30.09%。值得注意的是, 工程材料业务因锂电池隔膜行业景气向好而有所增长, 后续随着公司锂电材料生产能力的扩充和新锂电池需求的持续高增, 公司业绩有望反转。
- **锂电隔膜潜力巨大, 子公司产能继续扩张。** 2016 年底至 2017 年初, 新能源汽车政策陆续出台, 行业秩序逐渐确立, 预计 2017 年新能源汽车产量销量仍会进一步快速上涨。新的补贴政策提高了对电池能量密度的要求, 利好三元电池产业链, 湿法隔膜受益明显。公司子公司拥有两条年产 3000 万平方米的湿法隔膜生产线, 并于 2016 年 8 月份定增募资新建两条产能分别为 3000 万平方米的湿法隔膜生产线, 预计 2017 年投产, 进一步扩大产能。随着产能的释放, 公司有望进一步提升市场份额。
- **磷肥行业低位运行, 有望逐渐回暖。** 磷肥行业低位运行, 供需格局或将持续优化。行业准入标准与环保要求不断提高, 磷矿资源限制开采, 使得中小磷肥企业缺少竞争优势, 落后产能有望逐步退出市场。云天化公司是国内磷肥行业龙头, 拥有云南已探明的磷矿资源储量的 25%, 拥有国家唯一的磷资源开发利用工程技术研究中心, 磷肥生产规模居于行业领先地位。在这种情况下, 磷肥价格中长期看呈上升趋势, 龙头企业有望从中受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.03 元、0.12 元、0.32 元, 对应动态 PE 分别为 287 倍、73 倍和 27 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品价格下降的风险、产能扩充项目进展及消化低于预期的风险、新能源汽车行业及化肥行业景气度或不及预期。

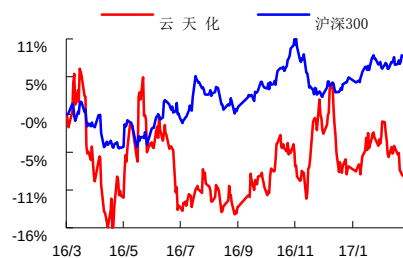
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	52633.73	55731.15	60115.04	64498.15
增长率	4.71%	5.88%	7.87%	7.29%
归属母公司净利润(百万元)	-3359.49	40.47	159.99	428.82
增长率	-3419.93%	101.20%	295.28%	168.04%
每股收益 EPS(元)	-2.54	0.03	0.12	0.32
净资产收益率 ROE	-69.45%	0.81%	3.10%	7.67%
PE	-3	287	73	27
PB	2.28	2.20	2.13	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn
 联系人: 李海勇
 电话: 0755-23617478
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.21
流通 A 股(亿股)	11.22
52 周内股价区间(元)	8.17-10.4
总市值(亿元)	116.02
总资产(亿元)	677.24
每股净资产(元)	2.94

相关研究

关键假设:

假设 1: 化肥业务逐渐好转, 预计复合肥、磷酸一铵和磷酸二铵盈利能力逐渐恢复到 15 年水平, 尿素格局长期向好, 价格稳步提升;

假设 2: 预计 17-19 年公司锂电隔膜的销售均价为 4 元/m², 17-19 年公司隔膜销量分别为 6000 万平米、1 亿平米和 1.5 亿平米, 主要体现在工程材料行业种;

假设 3: 其他业务保持稳定, 公司三费率维持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
化肥行业	收入	12,419.73	14,903.67	18,629.59	22,355.51
	增速	-43.58%	20.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	13.80%	22.00%	22.00%	22.00%
磷矿采选行业	收入	404.35	505.43	606.52	667.17
	增速	-36.35%	25.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	30.09%	33.00%	33.00%	34.00%
工程材料行业	收入	1,269.96	1,396.96	1,564.59	1,767.99
	增速	49.01%	10.00%	12.00%	13.00%
	毛利率	12.83%	16.00%	16.00%	16.00%
商贸行业	收入	37,420.39	37,794.59	38,172.54	38,554.27
	增速	46.08%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	2.43%	3.10%	3.00%	3.00%
煤炭采掘行业	收入	400.67	404.68	408.73	412.81
	增速	-17.75%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	59.26%	60.00%	60.00%	60.00%
其他	收入	718.63	725.82	733.07	740.41
	增速	-	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	75.39%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	52,633.73	55,731.15	60,115.04	64,498.15
	增速	4.71%	5.88%	7.87%	7.29%
	毛利率	6.76%	10.16%	10.86%	11.51%

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	52633.73	55731.15	60115.04	64498.15	净利润	-3536.90	42.61	168.43	451.47
营业成本	49076.35	50066.95	53589.18	57073.58	折旧与摊销	2004.75	1995.43	2172.18	2284.57
营业税金及附加	436.27	464.80	500.34	537.19	财务费用	1958.75	1272.19	1358.87	1326.12
销售费用	2238.27	2229.25	2524.83	2773.42	资产减值损失	298.13	50.00	50.00	50.00
管理费用	1930.39	1783.40	2104.03	2321.93	经营营运资本变动	508.24	146.66	130.57	-8.79
财务费用	1958.75	1272.19	1358.87	1326.12	其他	608.02	2.66	-52.50	-61.70
资产减值损失	298.13	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	1841.00	3509.56	3827.56	4041.66
投资收益	-337.65	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	484.65	-500.00	-2500.00	-500.00
公允价值变动损益	3.00	3.00	3.00	3.00	其他	-1393.82	-0.41	3.09	2.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-909.17	-500.41	-2496.91	-497.30
营业利润	-3639.07	-132.93	-9.69	418.42	短期借款	4191.24	4111.89	686.45	-1557.81
其他非经营损益	181.62	174.59	174.35	22.91	长期借款	-617.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	-3457.45	41.65	164.65	441.33	股权融资	1631.36	120.00	0.00	0.00
所得税	79.45	-0.96	-3.78	-10.14	支付股利	0.00	106.66	-0.64	-2.96
净利润	-3536.90	42.61	168.43	451.47	其他	-5827.45	-5025.96	-1358.87	-1326.12
少数股东损益	-177.40	2.14	8.45	22.64	筹资活动现金流净额	-622.43	-687.41	-673.07	-2886.89
归属母公司股东净利润	-3359.49	40.47	159.99	428.82	现金流量净额	371.38	2321.74	657.58	657.47
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6037.94	8359.67	9017.26	9674.72	成长能力				
应收和预付款项	13184.33	12863.40	14285.14	15165.64	销售收入增长率	4.71%	5.88%	7.87%	7.29%
存货	10390.36	10544.92	11290.64	12037.55	营业利润增长率	-15217.95%	96.35%	92.71%	4416.26%
其他流动资产	1583.00	1673.79	1802.28	1930.74	净利润增长率	-1949.04%	101.20%	295.28%	168.04%
长期股权投资	1115.98	1115.98	1115.98	1115.98	EBITDA 增长率	-92.30%	866.22%	12.34%	14.42%
投资性房地产	36.43	39.34	38.75	38.56	获利能力				
固定资产和在建工程	28419.82	27224.88	27853.20	26369.12	毛利率	6.76%	10.16%	10.86%	11.51%
无形资产和开发支出	4347.32	4176.89	4006.47	3836.04	三费率	11.64%	9.48%	9.96%	9.96%
其他非流动资产	2609.18	2479.11	2349.03	2218.96	净利率	-6.72%	0.08%	0.28%	0.70%
资产总计	67724.35	68477.99	71758.74	72387.32	ROE	-69.45%	0.81%	3.10%	7.67%
短期借款	24124.48	28236.37	28922.81	27365.00	ROA	-5.22%	0.06%	0.23%	0.62%
应付和预收款项	23412.42	23482.31	25708.46	27248.12	ROIC	-4.83%	3.31%	3.93%	5.08%
长期借款	3480.70	3480.70	3480.70	3480.70	EBITDA/销售收入	0.62%	5.62%	5.86%	6.25%
其他负债	11613.85	8007.25	8207.62	8405.84	营运能力				
负债合计	62631.45	63206.63	66319.59	66499.67	总资产周转率	0.78	0.82	0.86	0.89
股本	1321.38	1321.38	1321.38	1321.38	固定资产周转率	2.28	2.17	2.26	2.44
资本公积	5531.37	5651.37	5651.37	5651.37	应收账款周转率	8.69	9.29	9.49	9.31
留存收益	-3059.46	-2912.32	-2752.98	-2327.12	存货周转率	4.71	4.77	4.88	4.87
归属母公司股东权益	3884.11	4060.43	4219.77	4645.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.30%	—	—	—
少数股东权益	1208.79	1210.93	1219.38	1242.02	资本结构				
股东权益合计	5092.90	5271.36	5439.15	5887.66	资产负债率	92.48%	92.30%	92.42%	91.87%
负债和股东权益合计	67724.35	68477.99	71758.74	72387.32	带息债务/总负债	44.08%	50.18%	48.86%	46.38%
					流动比率	0.58	0.61	0.63	0.67
					速动比率	0.39	0.42	0.44	0.46
					股利支付率	0.00%	-263.52%	0.40%	0.69%
					每股指标				
					每股收益	-2.54	0.03	0.12	0.32
					每股净资产	3.85	3.99	4.12	4.46
					每股经营现金	1.39	2.66	2.90	3.06
					每股股利	0.00	-0.08	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	324.43	3134.69	3521.36	4029.10					
PE	-3.45	286.64	72.52	27.05					
PB	2.28	2.20	2.13	1.97					
PS	0.22	0.21	0.19	0.18					
EV/EBITDA	109.03	10.68	9.52	7.77					
股息率	0.00%	—	0.01%	0.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn