

## 全国渠道布局超预期, 西南盐业巨头崛起

### 投资要点

- **事件:** 公司一款 500g 白象牌深井盐已在全国沃尔玛超市先后上市, 预计其余中高端产品也将陆续进驻沃尔玛, 白象牌有望成为继中盐牌之后成为第二个全国性食用盐品牌。
- **盐改平稳过渡, 盐业市场暗潮汹涌。** 我们近日在上海、深圳等一线城市的大型超市进行食用盐产品草根调研, 发现两地目前食用盐价格维持稳定, 并未见价格战出现。17 年作为盐改开端之年, 从目前中盐渠道控制最为强势的三个城市的商超中已经可以看到除中盐以外的其他品牌。我们认为这种一家独大的格局正在开始瓦解, 有资金实力、渠道开拓能力强的业内强势企业有望脱颖而出。随着后盐改时代食用盐销售地域和定价机制放开, 食盐品牌效应将逐渐显现, 产品多样性将不断满足差异化需求, 食盐价格中枢将整体上移。
- **全国渠道布局超预期, 西南盐业巨头崛起。** 云南能投成功将其“白象牌”食盐嫁接至全国大型连锁商超沃尔玛, 上海和深圳等一线城市的沃尔玛超市同时出现公司的白象牌(云南能投)食用盐产品, 且深圳多家超市出现断货现象。公司通过沃尔玛布局全国渠道, 预计 17 年销量增速大超预期。后续随着渠道下沉, 我们认为公司业绩有望迎来爆发。公司业绩主要来源于三方面: (1) 自身产品结构升级带来的盈利能力提升及省内渠道进一步下沉; (2) 广西、贵州地区的食盐供应; (3) 新增的全国食盐分销渠道带来的增量。
- **能源业务空间广阔, 公司安全边际充足。** 17 年预计有 5 条管道陆续建成并通气, 未来能投天然气公司输气量有望达 30 亿方, 空间广阔。控股股东 17.17 元增持公司股票, 安全边际充足。且云南能投入主后, 迅速剥离亏损资产, 积极拓展省外食盐渠道, 其资产整合动作频繁, 未来或将持续有催化剂出现。
- **盈利预测与投资建议。** 盐业渠道布局超预期, 上调公司盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.48 元、0.90 元、1.51 元, 对应动态 PE 分别为 40 倍、21 倍和 13 倍, 作为低估值高增速的稀缺标的, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 省外渠道扩张或不及预期的风险、食盐价格或不及预期的风险、品种盐推广或不及预期的风险。

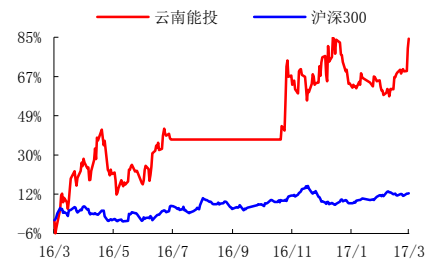
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1665.53	1455.60	2225.57	3392.62
增长率	-11.29%	-12.60%	52.90%	52.44%
归属母公司净利润(百万元)	102.53	269.56	504.07	842.75
增长率	84.29%	162.91%	87.00%	67.19%
每股收益 EPS(元)	0.18	0.48	0.90	1.51
净资产收益率 ROE	5.71%	11.08%	18.04%	23.86%
PE	105	40	21	13
PB	5.42	4.59	3.84	3.04

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)	5.58
流通 A 股(亿股)	3.72
52 周内股价区间(元)	14.35-29.78
总市值(亿元)	107.42
总资产(亿元)	32.66
每股净资产(元)	3.87

### 相关研究

1. 云南能投(002053): 应对改革独具匠心, 双主业前景广阔 (2016-10-25)
2. 云南能投(002053): 国企改革标兵, 甩掉包袱加速发展双主业 (2016-08-22)
3. 云南盐化(002053): 省级盐业集团间合作, 盐改领先全国 (2016-06-30)
4. 云南盐化(002053): 一季报符合预测, 全年业绩有望超预期 (2016-04-28)
5. 云南盐化(002053): 盐硝业务明显低估, 资产整合值得期待 (2016-04-12)
6. 云南盐化(002053): 盐硝增长稳业绩, 资产置换添活力 (2016-03-24)

**关键假设：**

假设 1：预计盐硝业务销量省内保持 40 万吨，广西和贵州销量 8 万吨，沃尔玛等全国销售渠道销量 10 万吨；

假设 2：氯碱业务剥离，天然气业务 17 年预计有 5 条管道陆续建成并通气，贡献业绩；

假设 3：公司三费率逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 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		2015A	2016E	2017E	2018E
盐硝	收入	1,228.56	1,334.90	1,793.20	2,359.55
	增速	2.80%	8.66%	34.33%	31.58%
	毛利率	62.67%	70.86%	72.29%	78.52%
氯碱	收入	388.06	80.91	-	-
	增速	-36.06%	-79.15%	-100.00%	-
	毛利率	-14.39%	-4.92%	-	-
天然气	收入	0.00	5.50	401.50	1,003.75
	增速	0.00%	100.00%	7200.00%	150.00%
	毛利率	-	6.50%	30.00%	30.00%
其他	收入	49.00	34.30	30.87	29.33
	增速	-34.67%	-30.00%	-10.00%	-5.00%
	毛利率	27.08%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	1,665.53	1,455.60	2,225.57	3,392.62
	增速	-11.29%	-12.60%	52.90%	52.44%
	毛利率	43.67%	65.32%	64.01%	63.70%

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)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1665.53	1455.60	2225.57	3392.62	净利润	113.19	259.56	504.07	842.75
营业成本	938.25	504.75	801.07	1231.45	折旧与摊销	202.84	207.65	231.72	277.44
营业税金及附加	22.46	18.63	28.78	44.03	财务费用	83.61	24.92	16.68	13.80
销售费用	197.62	276.56	378.35	542.82	资产减值损失	31.58	3.00	3.00	3.00
管理费用	287.83	291.12	356.09	508.89	经营营运资本变动	39.20	-255.52	97.70	123.06
财务费用	83.61	24.92	16.68	13.80	其他	-141.60	-6.55	-2.09	-2.03
资产减值损失	31.58	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>328.82</b>	<b>233.06</b>	<b>851.09</b>	<b>1258.01</b>
投资收益	-0.85	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	-208.17	500.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	17.96	7.76	-0.44	-0.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-190.21</b>	<b>507.76</b>	<b>-600.44</b>	<b>-600.49</b>
<b>营业利润</b>	<b>103.33</b>	<b>336.11</b>	<b>641.11</b>	<b>1048.13</b>	短期借款	-395.61	-234.40	0.00	0.00
其他非经营损益	3.01	5.41	5.13	5.31	长期借款	-481.13	105.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>106.34</b>	<b>341.52</b>	<b>646.25</b>	<b>1053.44</b>	股权融资	901.48	120.00	0.00	0.00
所得税	-6.85	81.97	142.17	210.69	支付股利	-18.59	-17.13	-52.53	-105.25
净利润	113.19	259.56	504.07	842.75	其他	-58.60	-517.25	-16.68	-13.80
少数股东损益	10.66	-10.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-52.44</b>	<b>-543.77</b>	<b>-69.21</b>	<b>-119.04</b>
归属母公司股东净利润	102.53	269.56	504.07	842.75	<b>现金流量净额</b>	<b>86.16</b>	<b>197.05</b>	<b>181.44</b>	<b>538.47</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	400.11	597.16	778.60	1317.07	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	143.75	111.79	175.05	268.41	销售收入增长率	-11.29%	-12.60%	52.90%	52.44%
存货	159.32	85.30	138.25	215.30	营业利润增长率	112.72%	225.28%	90.74%	63.49%
其他流动资产	36.57	24.54	37.51	57.19	净利润增长率	235.06%	129.30%	94.21%	67.19%
长期股权投资	4.33	4.33	4.33	4.33	EBITDA 增长率	13.45%	45.90%	56.42%	50.57%
投资性房地产	2.35	2.58	2.52	2.51	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2773.65	2074.44	2451.15	2782.15	毛利率	43.67%	65.32%	64.01%	63.70%
无形资产和开发支出	260.31	252.34	244.36	236.39	三费率	34.17%	40.71%	33.75%	31.41%
其他非流动资产	263.48	263.02	262.55	262.09	净利率	6.80%	17.83%	22.65%	24.84%
<b>资产总计</b>	<b>4043.87</b>	<b>3415.49</b>	<b>4094.34</b>	<b>5145.44</b>	ROE	5.71%	11.08%	18.04%	23.86%
短期借款	288.40	54.00	54.00	54.00	ROA	2.80%	7.60%	12.31%	16.38%
应付和预收款项	557.02	263.62	439.18	677.63	ROIC	7.25%	10.81%	20.59%	29.58%
长期借款	441.08	546.08	546.08	546.08	EBITDA/销售收入	23.40%	39.07%	39.97%	39.48%
其他负债	774.47	209.13	260.87	336.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2060.95</b>	<b>1072.82</b>	<b>1300.13</b>	<b>1613.73</b>	总资产周转率	0.42	0.39	0.59	0.73
股本	279.16	558.33	558.33	558.33	固定资产周转率	1.03	1.06	1.55	1.78
资本公积	1345.07	1185.90	1185.90	1185.90	应收账款周转率	25.16	23.34	32.95	31.97
留存收益	267.95	520.38	971.92	1709.43	存货周转率	4.83	3.88	6.81	6.73
归属母公司股东权益	1894.86	2264.61	2716.15	3453.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.59%	—	—	—
少数股东权益	88.05	78.05	78.05	78.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1982.92</b>	<b>2342.66</b>	<b>2794.21</b>	<b>3531.71</b>	资产负债率	50.96%	31.41%	31.75%	31.36%
负债和股东权益合计	4043.87	3415.49	4094.34	5145.44	带息债务/总负债	35.39%	55.93%	46.16%	37.19%
					流动比率	0.49	2.02	1.78	1.96
					速动比率	0.39	1.81	1.57	1.74
					股利支付率	18.13%	6.35%	10.42%	12.49%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.18	0.48	0.90	1.51
					每股净资产	3.55	4.20	5.00	6.33
					每股经营现金	0.59	0.42	1.52	2.25
					每股股利	0.03	0.03	0.09	0.19
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	389.77	568.68	889.52	1339.36					
PE	104.77	39.85	21.31	12.75					
PB	5.42	4.59	3.84	3.04					
PS	6.45	7.38	4.83	3.17					
EV/EBITDA	15.20	18.43	11.58	7.29					
股息率	0.17%	0.16%	0.49%	0.98%					

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