

2015年03月16日

证券研究报告·公司研究·化工
云南盐化(002053)研究报告

买入(维持)

当前价: 19元
目标价: 40元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

食盐业务加速发展 能源平台值得期待

投资要点

- **唯一的产销一体化上市盐业公司, 生产成本和渠道优势明显。**公司作为全国率先实现产销一体化的盐业集团, 是云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的企业, 将充分借助产销一体化优势及省内垄断优势保持高毛利。另外, 公司拥有云南省资源储量最大的四个盐矿, 因此公司在储量和生产成本方面具有绝对的优势。
- **盐产品结构调整, 盐业改革酝酿新机会。**公司 2013 年推出多品种盐, 自 2013 年 8 月份之后在云南省开始实行多品种盐试销, 陆续推出多个品种盐, 丰富原有单一的食用盐市场, 盐产品结构向多元化方向发展, 由于符合消费者需求, 因此新推出的品种不但实现了价格大幅提升, 销量方面也明显增加, 我们认为后期这种量价齐升的趋势将维持。随着盐业改革推进, 资源整合能力较强的企业将受益, 公司未来将在自身产品创新驱动下, 通过整合生产、流通等各环节资源, 快速实现规模化经营。
- **氯碱需求低迷, 行业整合加速。**氯碱行业在 2010 和 2011 年间达到盈利顶峰, 之后由于无序扩张, 产能严重过剩, 如 PVC 开工率不足六成, 行业陷入低迷。由于氯碱行业的主要成本是电力(占成本 50%左右), 西部地区较东部的销售电价更低, 西部企业凭借成本优势, 盲目扩张, 产能过剩更加严重。下游需求低迷, 行业供过于求问题凸显, PVC、烧碱等价格下行, 产业链价差回落将加速氯碱行业整合, 具有区域资源和一体化优势的企业值得关注。
- **大股东优质资产有望注入, 原有业务盈利将大幅改善。**云南能投作为云南省能源产业平台, 是云南省能源资源开发、建设、运营和投融资主体, 整合全省能源类资产。云南能投入主之后, 云南能投在水电、火电、新能源发电等方面的优质资产有望分阶段注入公司, 公司市值将提升至百亿, 未来也可借助盐化的资本平台做大做强云南省能源产业。另外, 大股东在电力, 煤炭等资源和资金方面的支持将降低公司氯碱产品的成本, 减少该项业务亏损, 盐化食用盐业务快速增长对公司的业绩贡献将体现得更为明显。
- **估值与评级:** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.30 元、0.42 元、0.56 元, 对应动态 PE 分别为 63 倍、45 倍、34 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求疲软、多品种盐推广低于预期、资产注入低于预期等风险。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1829.93	1877.51	2086.62	2323.37
增长率	24.31%	2.60%	11.14%	11.35%
归属母公司净利润(百万元)	37.34	55.77	78.70	103.90
增长率	122.57%	49.36%	41.12%	32.01%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.30	0.42	0.56
净资产收益率 ROE	4.37%	6.18%	3.56%	4.51%
PE	94.57	63.32	44.87	33.99
PB	4.13	3.91	1.60	1.53

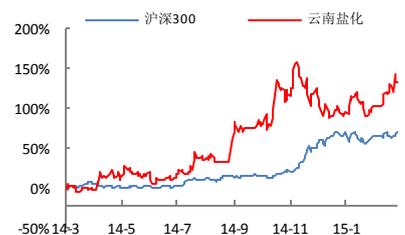
数据来源: 公司公告, 西南证券

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

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.86
流通 A 股(亿股)	1.86
52 周内股价区间(元)	7.68-21.5
总市值(亿元)	35.31
总资产(亿元)	35.60
每股净资产(元)	4.67

相关研究

1. 云南盐化(002053): 食用盐业务加速发展, 未来能源资产注入新的活力 (2014-10-17)
2. 云南盐化(002053): 大股东易主未来有望成为能源平台公司 (2014-09-12)
3. 云南盐化(002053): 食盐产销一体化优势明显, 品种盐结构调整业绩同比大幅向好 (2014-08-28)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目录

一、公司概况	1
（一）公司简介.....	1
（二）公司股本结构.....	2
（三）公司业务结构.....	2
二、盐业改革酝酿新机会，氯碱行业需求低迷	4
（一）盐业资源及下游消费概况.....	4
（二）盐业务高增长，改革酝酿新机会.....	6
（三）氯碱需求低迷，行业整合加速.....	9
三、云南能投有望借道上市，后期发展值得期待	9
（一）致力打造“一个平台，两个主体”.....	9
（二）缓解上游压力，原业务盈利有望大幅改善.....	11
（三）有望注入优质资产，打造能源平台.....	12
四、投资评级	14
五、风险提示	14

图目录

图 1: 公司股权结构.....	2
图 2: 公司主要产品.....	3
图 3: 公司主营业务收入情况（百万元）.....	3
图 4: 公司主营业务毛利情况（百万元）.....	3
图 5: 公司营业收入及增速.....	4
图 6: 公司净利润及增速.....	4
图 7: 我国原盐产量.....	5
图 8: 我国原盐的产业结构.....	5
图 9: 各地区原盐产量（万吨）.....	5
图 10: 我国原盐消费结构.....	6
图 11: 西欧原盐消费结构.....	6
图 12: 盐化工产业链.....	6
图 13: 公司食盐业务收入及增速.....	7
图 14: 公司食盐毛利和毛利率.....	7
图 15: 公司食用盐和工业盐营收占比.....	8
图 16: 公司食用盐与工业盐毛利占比.....	8
图 17: 云南能投股权结构.....	10
图 18: 云南能投营业收入及增速.....	10
图 19: 云南能投净利润及增速.....	10
图 20: 云南能投主营业务收入（百万元）.....	11
图 21: 云南能投主营业务毛利（百万元）.....	11
图 22: 氯碱产业链.....	11

表目录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 公司子公司或参股公司情况.....	2
表 3: 工业盐与食用盐区别.....	7
表 4: 我国盐业改革历程.....	8
表 5: 云南能投发电情况.....	13
表 6: 云南能投煤炭储量（亿吨）.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

一、公司概况

（一）公司简介

公司前身为云南省盐业总公司（国有全资公司），于2002年7月，由云南轻纺集团有限公司作为主发起人，联合云南有色地质矿业有限公司、云南创立投资管理有限公司、云南省国有资产经营有限责任公司、云南省开发投资有限公司、中国盐业总公司、安宁市工业总公司，以发起设立方式设立的股份有限公司（国有控股公司）。

公司是一个由4个生产企业（昆明盐矿、一平浪盐矿、乔后盐矿、普洱制盐分公司）、1个全资企业（云南天聚化工有限责任公司）、3个控股企业（云南普阳煤化工有限责任公司、文山黄家坪水电开发有限责任公司、云南天冶化工有限公司）、4个参股企业（勐腊天劲对外经济贸易有限责任公司、云南四方化工有限公司、云南云天化联合商务有限公司、云南聚通实业有限公司）和遍布全省的15个营销分公司，21个碘盐配送中心组成的大型盐和盐化工企业，同时也是国家授权的云南省唯一的食盐定点生产企业和云南省政府授权唯一经营合格碘盐的企业，承担着普及合格碘盐，消除碘缺乏危害，提高民族素质的神圣职责。现有装置的年生产能力为：180万吨精制盐、13万吨PVC（聚氯乙烯）、13万吨烧碱、22万吨电石、12万吨芒硝。经营范围包括食盐、工业盐、绿色食品食盐系列产品、日化盐、芒硝、PVC、烧碱、盐酸、液氯、电石等系列产品。

2003年6月，云南省实施化工行业整合，云南轻纺集团有限公司整体划入云天化集团有限责任公司，云天化集团有限责任公司成为公司的实际控制人。2006年6月，公司7000万A股股票在深圳证券交易所上市。2014年9月，公司非公开发行后，云南能投成为公司控股股东。公司秉承“盐为基础，盐化结合，协调发展”的产业发展战略，力争成为具有一定竞争能力和抗风险能力的中国优秀盐化工企业。

表 1：公司发展历程

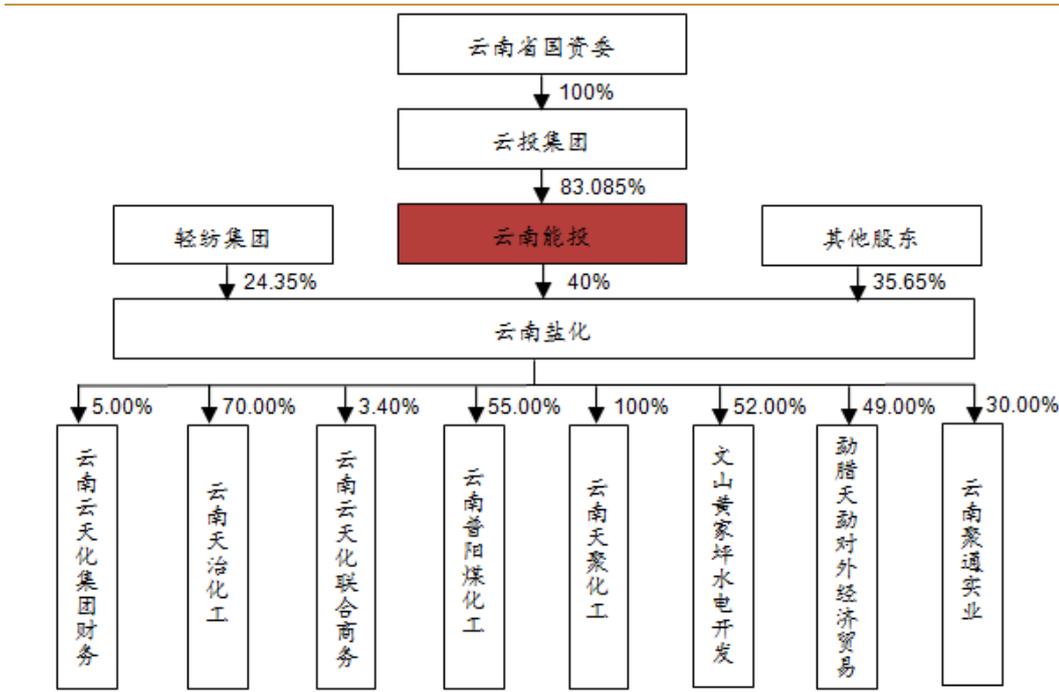
时间	事件
2002年7月	前身为云南省盐业总公司，云南轻纺集团有限公司作为主发起人变更为国有控股公司。
2003年6月	云南轻纺集团有限公司整体划入云天化集团有限责任公司，云天化集团有限责任公司成为公司的实际控制人。
2006年1月	公司7000万A股股票在深圳证券交易所上市。
2007年12月	增资扩股云南普阳煤化工，保证氯碱产业原材料供应。
2008年11月	云天化换股吸收合并马龙产业、云南盐化2家上市及9家非上市公司，云天化集团实行整体上市，后因收购项目亏损，终止重大资产重组。
2010年6月	出资设立云南聚通，延伸氯碱产业链
2011年1月	增资对勐腊天劲对外经贸公司，确保国外制盐项目顺利推进。
2011年6月	出资组建云南云天化集团财务有限公司，提高融资能力。
2012年12月	转让天塑分公司整体资产及负债，降低公司风险。
2014年9月	预计非公开发行后，云南能投将成为公司控股股东。

数据来源：公司公告，西南证券

（二）公司股本结构

预计非公开发行完成之后，公司控股股东为云南能投集团，云南能投将持有公司 12,390 万股股份，持有公司不低于 40% 的股份，云南省国资委将成为公司的实际控制人和最终控制方。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

表 2：公司子公司或参股公司情况

公司名称	公司类型	所处行业	主要产品或服务
天聚化工有限公司	子公司	化工批发	聚氯乙烯销售
云南天冶化工有限公司	子公司	其他基础化学原材料制造	氯碱系列产品
云南普阳煤化工有限责任公司	子公司	其他基础化学原材料制造	电石生产销售
文山黄家坪水电开发有限责任公司	子公司	水力发电	水力发电
勐腊天勤对外经济贸易有限责任公司	参股公司	其他基础化学原材料制造	PVC 管材
云南云天化联合商务有限公司	参股公司	肥料原料批发	肥料，肥料原料，石化产品，磷化工，农产品，林产品
云南云天化集团财务有限公司	参股公司	金融服务	融资服务

数据来源：公司公告，西南证券

（三）公司业务结构

如果非公开发行完成，云南盐化将成为云南能投下属唯一上市平台，目前上市公司主营业务包括盐硝产品、氯碱产品、电石、电的生产和销售等，具体产品和业务有：加碘食盐及未加碘食盐、新品种盐、澳洲湖盐、日化盐、工业用盐、化工产品（烧碱、pvc 等）。

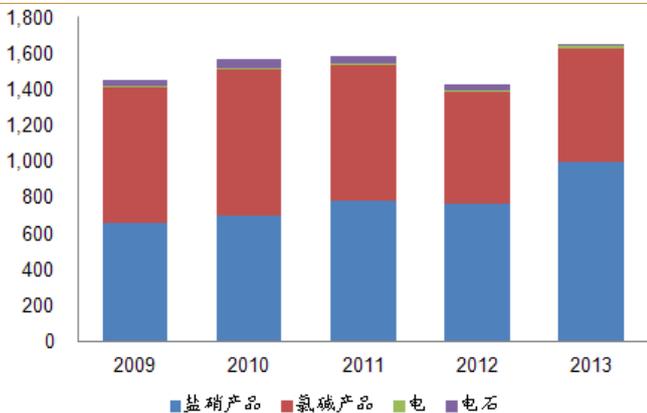
图 2: 公司主要产品


数据来源: 西南证券

公司是云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的企业, 而云南是全国率先实现产销一体化的盐业经营模式的地区之一。云南省盐资源储量最大、生产成本最优的四个盐矿(昆明盐矿、一平浪盐矿、乔后盐矿和普洱制盐分公司)已是公司的生产企业, 形成了公司在省内盐资源方面的绝对优势和生产成本优势。

2013年8月, 公司350克装的绿色食品特制加碘食盐、绿色食品低钠盐、绿色食品螺旋藻植物碘盐、绿色食品海藻碘盐、绿色食品健康平衡盐和250克装的澳洲湖盐雪晶盐、澳洲湖盐冰晶盐等七个产品陆续进入市场, 丰富了公司盐产品结构, 满足了消费者多层次、差异化的市场需求。

公司盐硝业务收入从2009年占总体销售收入的45%上升到2013年的69%, 其中食盐业务销售收入占总销售收入约45%, 主要是因为公司食盐在储量和生产成本方面具有绝对的优势, 加之食盐业务高毛利, 公司不断加大该业务的拓展; 氯碱收入从2009年占总体销售收入的48%下降到2013年的40%, 主要是由于氯碱业务产能过剩严重, 下游需求低迷, 氯碱收入出现相应下降。从毛利贡献角度来看, 盐硝业务几乎贡献公司所有毛利, 其中食盐毛利占盐硝毛利93%, 食盐毛利率高达65%; 而氯碱业务处于亏损状态, 2013年亏损0.23亿。

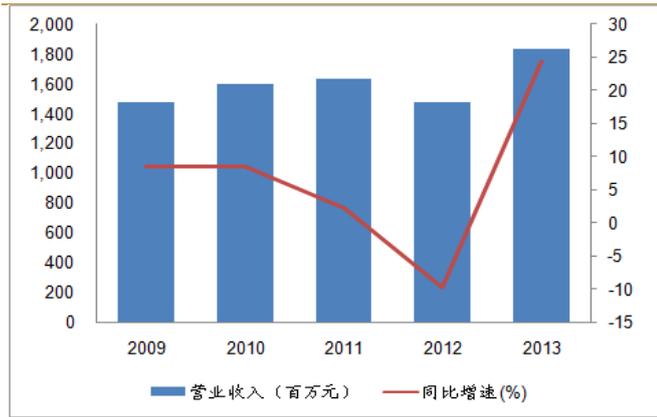
图 3: 公司主营业务收入情况(百万元)


数据来源: Wind, 西南证券

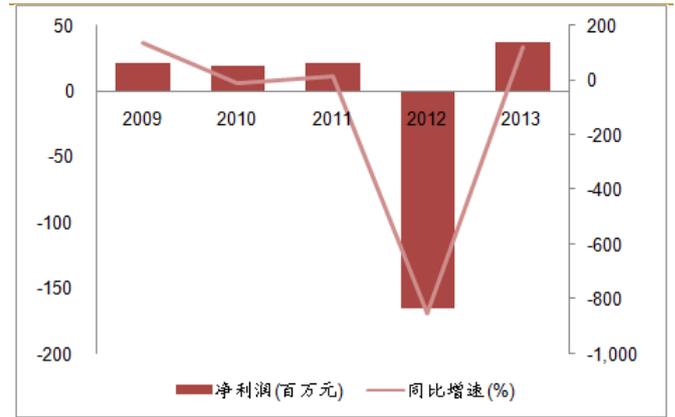
图 4: 公司主营业务毛利情况(百万元)


数据来源: Wind, 西南证券

公司在 2009-2013 年营业收入的年均复合增长率为 6%。2012 年公司出现净利润大幅亏损，主要是由于 2011 年“抢盐”风波以及食盐季节性销售因素影响，食盐销量同比降低；另外，工业盐总体需求疲弱，实际产、销量增长受限；聚氯乙烯主要由于天塑的三万吨氯碱装置停产以及房地产调控政策持续影响，产量和销量同比降低、销售价格持续下滑。2013 年公司营业收入同比增速达 24%，主要是因为原煤、电石等主要原燃材料采购价格同比降低的有利条件下，有力的改善了成本水平。同时积极推进食盐产品结构调整和推广力度，产品销量同比增加，综合售价上升所致。

图 5: 公司营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券

图 6: 公司净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券

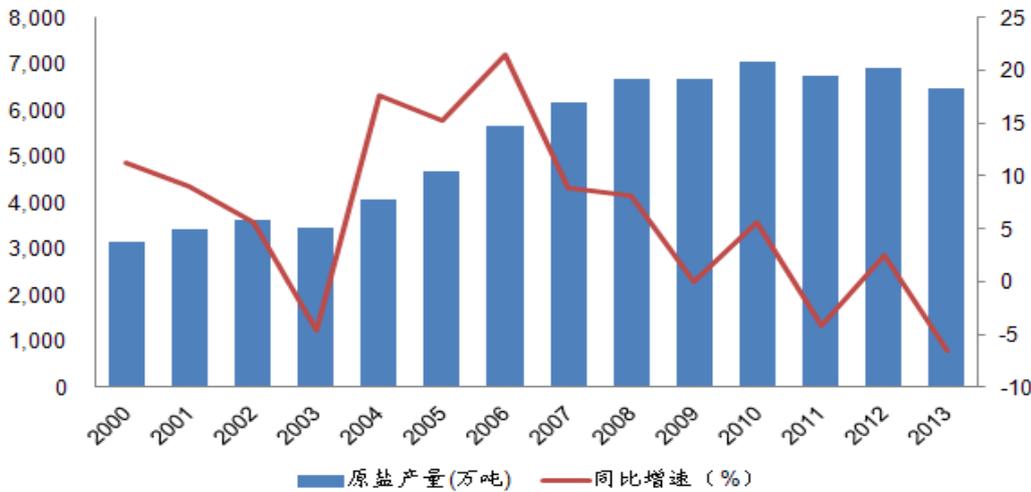
二、盐业改革酝酿新机会，氯碱行业需求低迷

(一) 盐业资源及下游消费概况

按照其来源，原盐可分为海盐、湖盐、井矿盐三类。把海水中的海盐包括在内的话，世界的盐资源可以说是无限的。我国已探明的盐矿储量超过 4000 亿吨，资源的保障程度在 500 年以上。在我国，原盐的分布区域化很明显，东部以生产海盐为主，中部及西南部生产井矿盐，西北部生产湖盐。

上世纪 90 年代以来，我国的原盐产量快速增长，1990 年我国的原盐产量为 2023 万吨，2000 年已达到 3128 万吨，2006 年我国原盐产量为 5663 万吨，之后原盐产量增速开始下降，近几年来原盐产量基本稳定，2013 年我国的原盐产量为 6460 万吨。

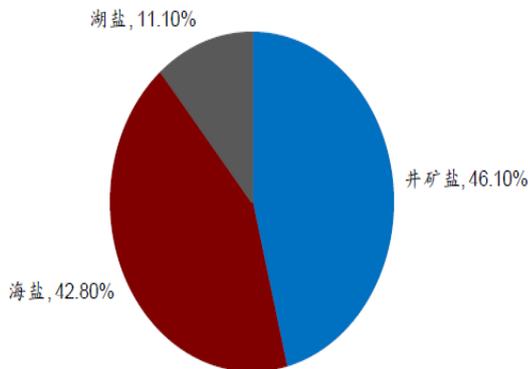
图 7: 我国原盐产量



数据来源: wind, 西南证券

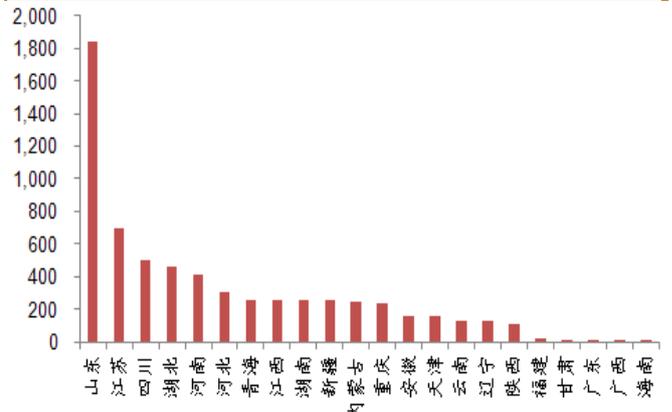
我国原盐的产业结构传统上是以海盐为主的, 但近年来, 受海洋养殖、以及工业港口建设等的影响, 我国海盐的生产面积萎缩, 从 70% 下降到目前的 42.8%。而从井矿盐在生产连续性和供应稳定性方面都优于海盐, 井矿盐成为我国原盐的发展趋势, 井矿盐的占比已提升至 46.1%。湖盐的生产成本较低廉, 但一直受到远距离运输的瓶颈制约。

图 8: 我国原盐的产业结构



数据来源: 西南证券

图 9: 各地区原盐产量 (万吨)

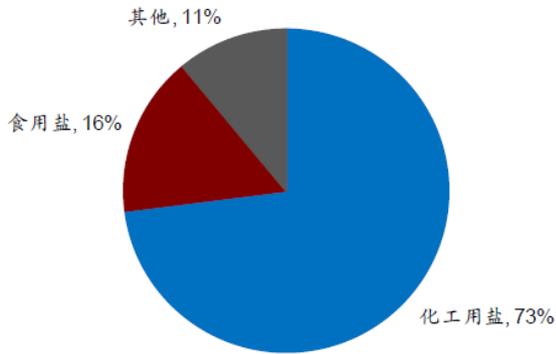


数据来源: wind, 西南证券

总体来看, 山东是我国第一大产盐省, 2013 年盐产量为 1842 万吨, 其次是江苏、四川、湖北和河南。目前我国食用盐的主要品牌有: 中国盐业总公司的“中盐”、江苏的“淮牌”、四川的“自流井”、湖南的“雪天”、广东的“粤盐”、山东的“鲁晶”、安徽的“迎客松”、湖北的“云鹤”、云南的“白象牌”、以及天津的“芦花”等品牌, 暂时没有全国性的品牌, 这是由目前盐业公司区域性割据的市场格局所决定的。

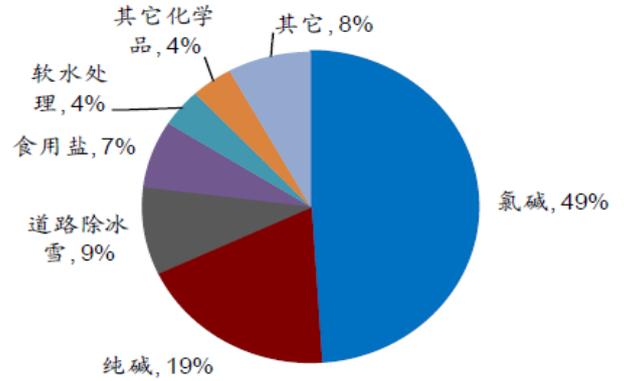
在下游需求方面, 与欧美发达国家相比, 我国原盐的消费结构在盐化工方面的比例较大, 而在道路除冰雪等行业的消费比例则较低。我国原盐的下游需求中, 化工用盐占比 73%, 食用盐占 16%, 其他占 11%。化工用盐的消耗以纯碱和氯碱为主。

图 10: 我国原盐消费结构



数据来源: 西南证券

图 11: 西欧原盐消费结构

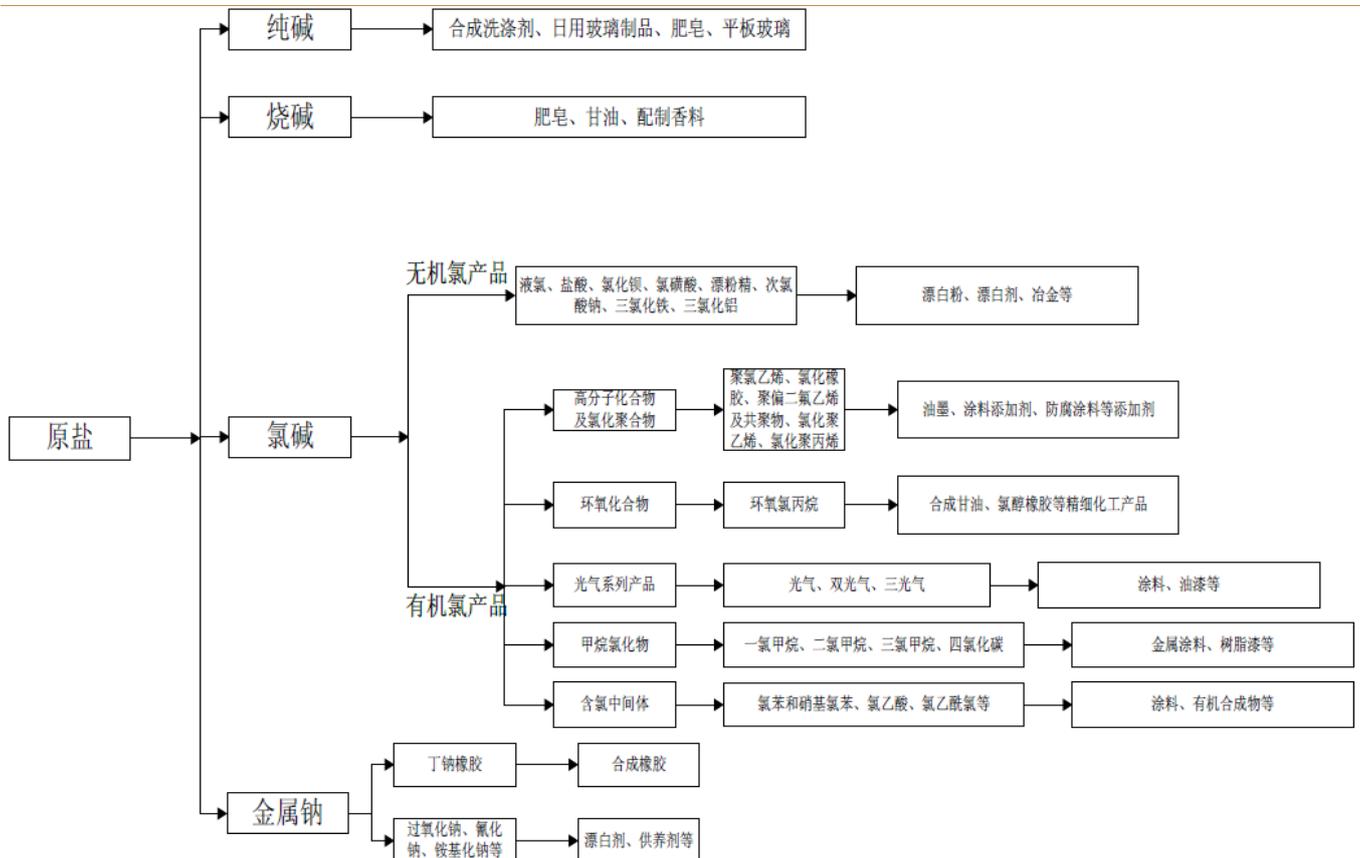


数据来源: 西南证券

（二）盐业务高增长，改革酝酿新机会

盐就是我们俗称的“氯化钠”，从用途看，大致可以分为工业盐和食用盐两大类。工业盐在用途广泛，是化学工业的最基本原料之一，被称为“化学工业之母”。基础化工行业中的盐酸、烧碱、纯碱、氯化铵等都是工业盐为原料生产的。

图 12: 盐化工产业链



数据来源: 西南证券

工业盐和食用盐在感官指标和主要理化指标甚至数据要求都一样，它们的主要区别在于对杂质的要求不一样。与工业盐相比，食用盐对杂质的要求多了氟、钡、砷、铅几项，这几个是对人体健康有很大影响的指标，也是工业盐和食用盐对杂质要求的最大区别。

表 3: 工业盐与食用盐区别

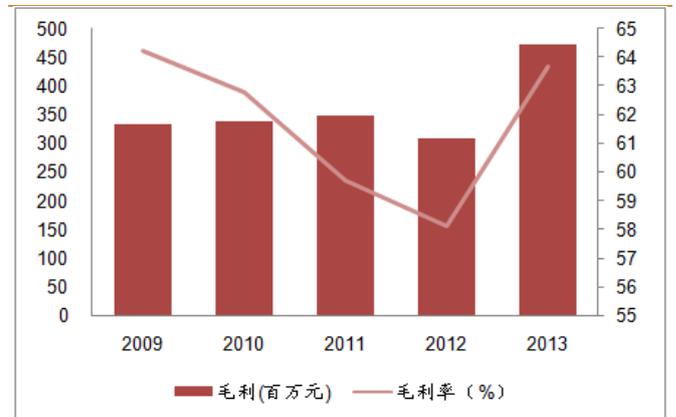
类别	工业盐	食用盐
产品	氯化钠的正立方晶体或由多个正立方晶体组成的颗粒，按其用途分为日晒工业盐、精制工业盐	晶体氯化钠，用于食用，按其生产及加工方法可分为精制盐、粉碎洗涤盐、日晒盐
感官指标	白色晶体或微黄色、青白色，无明显的与产品无关的外来杂物	白色，味咸，无异味，无明显的与盐无关的外来异物
理化指标	氯化钠 $\geq 98.5\%$ ， 水分 $\leq 0.5\%$ ，水不溶物 $\leq 0.1\%$ ， 钙镁离子 $\leq 0.4\%$ ，硫酸根离子 $\leq 0.5\%$	白度 $\geq 75\%$ ，粒度 $\geq 80\%$ ， 氯化钠 $\geq 98.5\%$ ， 水分 $\leq 0.5\%$ ，水不溶物 $\leq 0.1\%$
卫生指标		氟、钡、砷、铅

数据来源：西南证券

公司近年一直在优化食盐产业链，不断完善多品种盐种类，2013年食盐业务收入达7.4亿，同比增长63.67%，毛利率高达64%。2012年，受2011年“抢盐”风波以及食盐季节性销售因素影响，食盐销量同比降低，影响食盐毛利同比降低11.22%。2013年8月，公司推出多品种盐，完善产品结构，提升公司毛利率。未来随着盐业改革市场化进程加快，公司将凭借其销售渠道的垄断优势及成本优势等将食用盐业务做强。

图 13: 公司食盐业务收入及增速


数据来源：wind、西南证券

图 14: 公司食盐毛利和毛利率


数据来源：wind、西南证券

目前我国逐步形成了食用盐专营与工业用盐逐步进入市场的盐业管理“双轨制”模式。食盐的管理采用计划专营的方式，食盐的生产、分配、调运、销售价格等均由国家以指令性计划规定，盐业生产企业对食盐有生产权，但没有销售权，食用盐由盐业公司统一收购、销售。工业盐的管理则采用完全的市场经济，盐业生产企业可以对自己生产的工业盐自行销售，由市场决定工业盐的价格。

图 15: 公司食用盐和工业盐营收占比


数据来源: wind, 西南证券

图 16: 公司食用盐与工业盐毛利占比


数据来源: wind, 西南证券

食盐专营的弊端主要集中在非市场化经营抑制产业创新动力、计划模式的生产 and 定价缺乏弹性，特别是区域分割下的流通体制不利于企业做大做强。2014 年 11 月，工信部确认正在加紧制定盐业改革方案，并明确改革方向是政企放开，取消式样专营制度。随着盐业改革的推进，将利好资源整合能力较强的企业。公司未来将在自身产品创新驱动下，通过整合生产、流通等各环节资源，将快速实现规模化经营。

表 4: 我国盐业改革历程

时间	内容
1996 年	国务院颁布《食盐专营办法》，中国食盐实行严格专营。
2002 年	撤销经贸委，盐政管理职能转到国家发改委。
2002 年	原经贸委下发《关于盐业管理职能有关问题的通知》，推行政企分开，建立现代企业制度，改革未能推行。
2004 年	广东撤销食盐专卖局，但 2 年后恢复。
2005 年	在《深化经济体制改革意见》中首次写入盐业改革，再次把盐业改革推上舆论风口。
2006 年	十一五规划中将盐业体制改革放在重要位置。
2009 年	发改委体改司制定《关于推进盐业体制改革的若干意见（征求意见稿）》，意见未能够推行。
2010 年	制盐企业签署《全国部分大中型制盐企业对盐业体制改革的建议》，由中盐协会向国家发改委、工信部等相关部门转交，无实质进展。
2010 年	发改委牵头制订的盐业体制改革方案大体框架完成，再次搁浅。
2011 年	日本地震引起短时期抢盐现象，工信部表示食盐生产和供应有充分保障，盐业总公司启动应急机制，专营改革再被推向风口浪尖。
2011 年	十二五改革又一次将盐业制度改革放在重要位置。
2013 年	工信部停止签发食盐准运证，运输权下放给省、市、自治区地方政府。
2013 年	国务院第 197 号令《食盐专营办法》修正，食盐定点生产企业审批权从国务院下放至各省、市、自治区。
2013 年	十八届三中全会再次提到粮盐等国企改革。
2014 年	废止《食盐专营许可证管理办法》（2006 年 4 月 28 日国家发展和改革委员会令 45 号发布）。
2014 年	新盐改方案获部委通过，方案核心在于取消式样专营制度

数据来源: 西南证券

（三）氯碱需求低迷，行业整合加速

PVC行业的产能方面，PVC行业总产能继续增长，截止2013年底，行业总产能约2455万吨，新增产能在155万吨左右，新增的产能主要集中于内蒙古、新疆等西北部资源丰富的地区，2003-2008年PVC产能平均增长率24.76%，2008-2013年平均增长率9.21%。行业的盲目扩张造成PVC行业景气度不断下滑，产能严重过剩。开工率方面，受下游房地产需求低迷，以及行业总产能继续增长的拖累，PVC装置整体开工率较低，平均5-6成，过剩产能接近935万吨，供需矛盾突出。价格方面，2014年3月底PVC价格一度跌至5年来最低位。2012年至今，PVC价格波动区间也仅有400-500元/吨，较2011年之前2000-3000元/吨的年波动区间大幅减少，价格处于底部。

烧碱行业的供给方面，2013年全国烧碱产能3850万吨，产量2854万吨，开工率为74.1%，过剩产能超过1200万吨。需求方面，氧化铝、纺织整体负荷水平不高，2013年国内表观消费量2648万吨，2014年铝价大幅下滑，对氧化铝行业形成压制，对烧碱的压价需求将更大，纺织、印染虽呈现转好苗头，但预计对烧碱的需求拉动有限，14年烧碱全年的表观消费量或将略低于2013年。

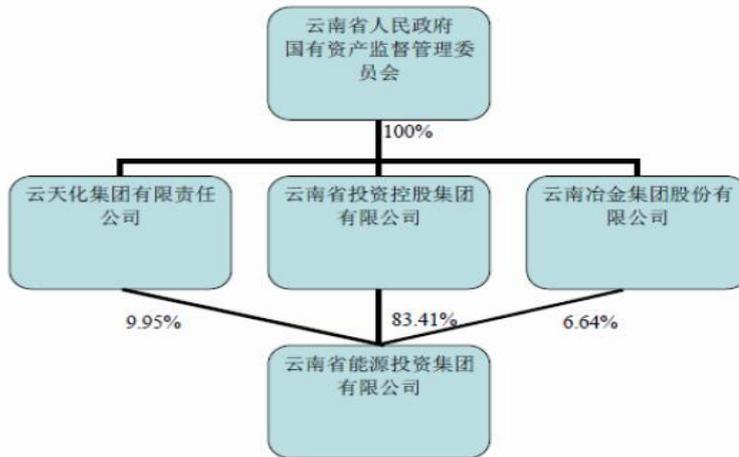
综述可得，氯碱行业过剩产能在2000万吨左右，供需矛盾突出。短期内虽然不利于行业盈利改善，但低迷的行情导致非西北部的一大批企业在持续亏损后逐渐倒闭，促进行业产能向资源丰富的西北部地区集中，有利于行业集中度提高。另外，受烧碱价格回落影响，产业链价差回落至低点，以碱补氯局势已被打破，预计短期内价差难回升，成本较高的企业将加速被淘汰，行业整合有望加速。非公开发行后，公司有望借助云南能投能源平台，发挥区域资源和一体化优势，将受益氯碱行业的整合。

三、云南能投有望借道上市，后期发展值得期待

（一）致力打造“一个平台，两个主体”

公司非公开发行前，轻纺集团持有公司40.59%股份，为公司的控股股东。云天化集团持有轻纺集团100%股权，为公司的实际控制人，云南省国资委为最终控制方。2014年9月，公司发布《非公开发行股票预案》，非公开发行股票的数量为12,390万股，发行价格为10元/股，拟募集资金12.39亿元，用于补充流动资金。非公开发行完成后，云南能投将持有公司不低于40%的股份，成为公司控股股东，云南省国资委将成为公司的实际控制人和最终控制方。

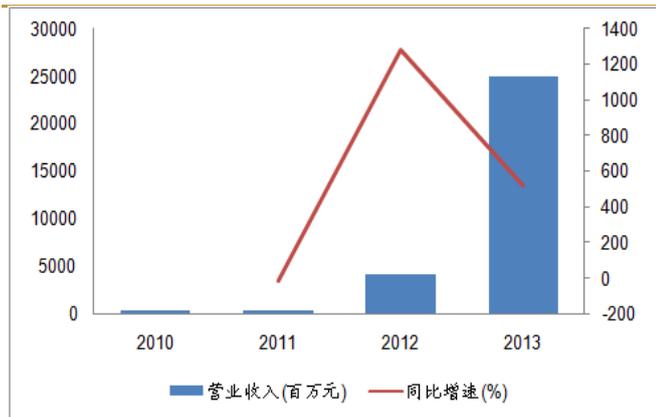
云南能投是省属国资委重点企业，注册资本金116.15亿元，初步构建起以电力、油气为主体业务，以能源贸易、能源装备、能源科技、产业园区以及煤炭产业为支撑业务，以引水工程、信息化、金融业务、国际化业务以及节能环保为协同业务的发展业务构架和格局。截至2013年底，集团总资产达428亿元，净资产达186亿元，参控股权益装机达1084万千瓦。

图 17: 云南能投股权结构


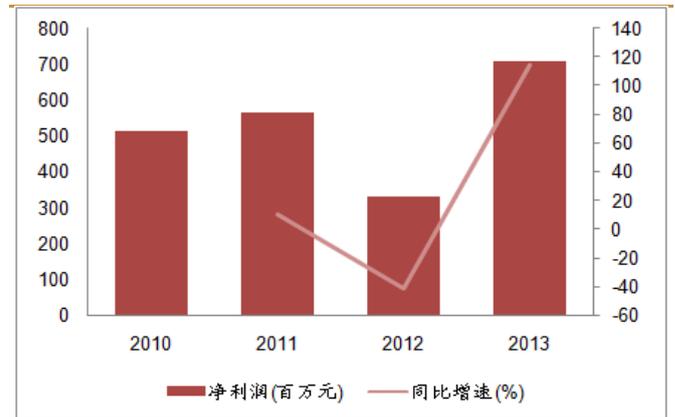
数据来源: 西南证券

云南能投以“一个平台，两个主体”为发展定位，将集团建设成为云南省能源战略的实施平台，能源资源开发、建设、运营和投融资主体，电力、电网、天然气、相关能源资源和资产的整合主体，通过优化区域能源产业结构和能源空间布局，做大做强云南省能源产业。

2010年至2013年，云南能投净利润分别为5.12亿元、5.65亿元、3.32亿元和7.10亿元。其中，2012年利润减少主要是由于火电和能源物资贸易业务利润率下降所致。由于受行业影响，云南能投投资的项目都有建设周期长的特点，故短期内盈利水平有限，待投资项目全部投产后盈利水平才能体现。

图 18: 云南能投营业收入及增速


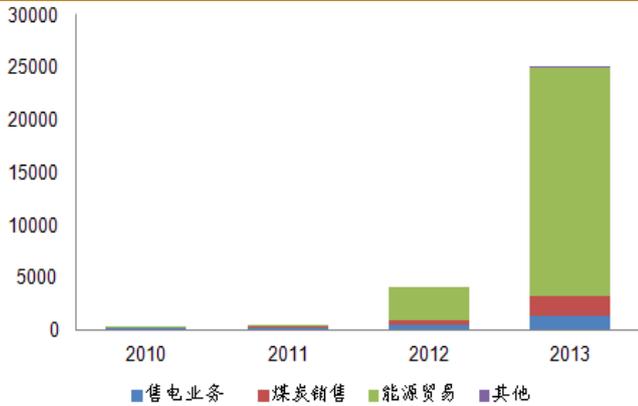
数据来源: 西南证券

图 19: 云南能投净利润及增速


数据来源: 西南证券

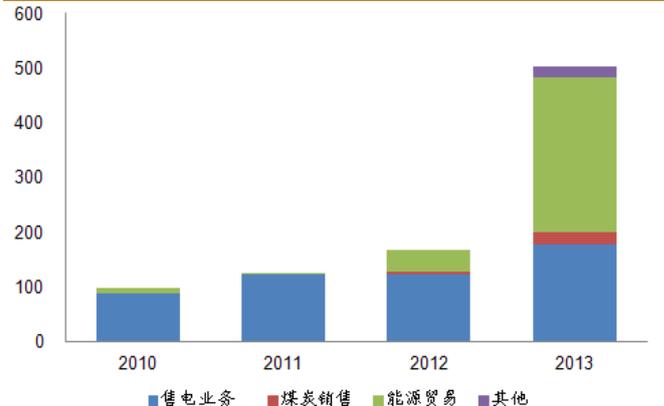
2013年，云南能投实现营业收入250.12亿元，其中，电力生产及销售板块12.75亿元，占比营业收入比重5.10%；煤炭生产及销售板块19.04亿元，占比7.61%；能源物资贸易板块217.37亿元，占比营业收入比重86.91%；其他板块0.96亿元，占比0.38%。2012年与2013年收入同比大幅增加，主要因为云南能投结合自身业务优势，在稳步发展电力、煤炭等能源主业的同时，大力发展钢材、金属（铜）、铁金矿等能源物资贸易业务，使得能源物资贸易收入同比增加30.54亿元和186.38亿元。

图 20: 云南能投主营业务收入（百万元）



数据来源: 西南证券

图 21: 云南能投主营业务毛利（百万元）



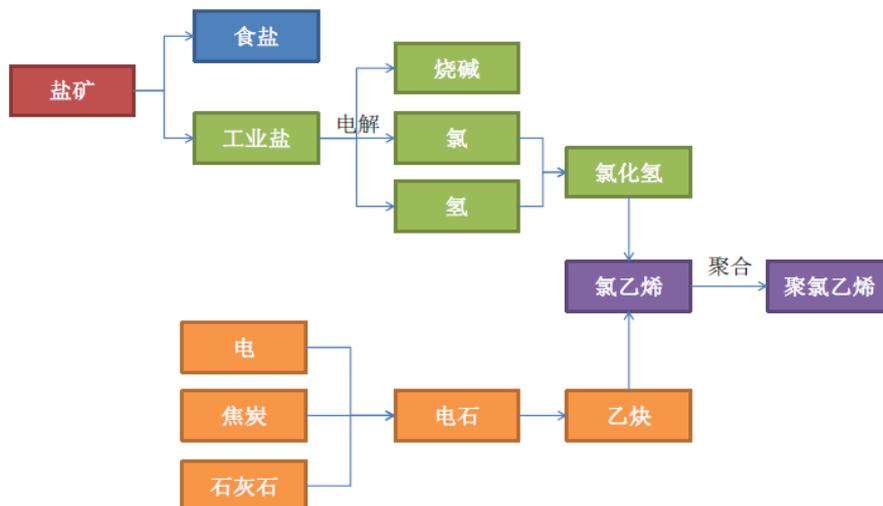
数据来源: 西南证券

2010-2013 年，云南能投煤炭销售业务毛利率分别为 0%、6.35%、1.69%、1.17%；能源物资贸易业务毛利率分别为 5.41%、1.88%、1.22%、1.31%，售电业务毛利率分别为 44.70%、50.62%、24.07%、13.75%。其中，煤炭销售、能源物资贸易属于贸易业务，营业毛利率相对较低；2011 年，云南能投已投产的电力生产均为水电项目，因此营业毛利率相对较高，2012 年以来，云南能投售电业务毛利率较 2011 年有所下降，主要原因是 2012 年 7 月以来云南能投下属的火电项目威信电厂一期投产试运行，使得电力生产成本上升。2013 年开始，云南能投因逐步开展了产业园区建设开发、金融服务等业务，新增其他业务板块，该板块当年实现营业收入 0.96 亿元、毛利润 0.19 亿元、毛利率 3.78%。

（二）缓解上游压力，原业务盈利有望大幅改善

由于烧碱和 PVC 产能过剩，下游需求萎缩，价格逐步下滑，电力价格一直是制约和影响氯碱企业竞争力的主要因素，电力成本占烧碱生产成本的 60%左右。电石生产是高载能产业，电力占电石生产成本的 50%，而电石成本在 PVC 生产成本中占有 60%左右的比重。

图 22: 氯碱产业链



数据来源: 公司公告, 西南证券

云南省虽然为供电大省，但“云电东送”和“云电自用”的矛盾持续存在，地方输配网建设滞后，导致省内工业用电成本较高。另外，盐化工原料原煤，近几年受云南省及周边地区煤矿安全事故的影响，煤炭供应不稳定，价格持续维持较高水平，生产成本高企，成为影响云南盐化业绩的重要原因。

云南能投作为云南省能源战略的实施平台，是云南能源资源开发、建设、运营和投融资主体，电力、煤炭和有关能源资源、资产、产业的整合主体。云南盐化通过本次非公开发行，一方面，可以降低公司资产负债率，优化资本结构，降低财务风险。另一方面，有利于公司借助云南能投的能源优势，提高盐及盐化工的核心竞争力。

（三）有望注入优质资产，打造能源平台

随着云南国企改革模式显现，云南能投在水电、火电、新能源发电（风电、太阳能、垃圾发电等）优质资产有望分阶段注入，我们对云南能投旗下资产进行了梳理如下。

云南能投电力销售板块：通过控股、参股电站建设，投资建设项目包括水电、火电、太阳能发电、风电等，并通过建成投产后获得电力销售收入。截至 2013 年 9 月末，云南能投控股的电力企业 11 家，参股的电力企业 16 家。

（1）控股的主要水电站

目前，云南能投控股的水电站主要为保山苏帕河流域、临沧境内的中小水电站，其中，下属的云南保山苏帕河水电开发有限公司对苏帕河流域的中小电站进行管理，苏帕河公司目前已投产的水电项目为苏帕河流域上一级茄子山、二级象达、三级乌泥河、四级阿鸠田等四个梯级电站，投运装机容量 20.15 万千瓦时。

临沧云投粤水电开发有限公司对临沧境内的水电项目进行管理，目前已运营电站项目有 3 个，总装机为 2.68 万千瓦，分别为挂篮子河电站 3×800kW，南荣田电站 4×1600kW，新塘房电站 3×6000kW。

（2）控股的主要火电站

云南能投已投产的火电项目为威信煤电一体化项目，由下属的威信云投粤电扎西能源有限公司负责运营管理，威信电厂一期项目位于云南省威信县，总投资 47.58 亿元，威信煤电一体化项目规划建设 4×60 万千瓦超临界燃煤机组及配套的年产 500 万吨的煤矿，总投资约为人民币 125 亿元。该项目分两期建设，一期工程 2×60 万千瓦工程两台机组分别于 2012 年 7 月和 2012 年 12 月完成 168 小时满负荷试运行。

由于投产时间较晚，2012 年威信电厂一期发电机组利用小时数为 2,269 小时，完成发电量 13.61 亿千瓦时，实现上网电量 12.73 亿千瓦时；2012 年，威信电厂一期实现售电收入 2.59 亿元；2013 年 1-9 月，威信电厂一期发电机组利用小时数为 2,256 小时，完成发电量 27.07 亿千瓦时，实现上网电量 25.45 亿千瓦时；2013 年 1-9 月，威信电厂一期实现售电收入 7.22 亿元。

预计未来随着威信电厂一期煤电一体化项目配套的观音山煤矿逐步投产，控股火电站的售电收入及盈利能力将得到提升。

（3）控股的主要新能源电力

目前，云南能投已投产的新能源项目包括石林 6.6 万千瓦并网光伏电站示范项目和曲靖垃圾发电项目，两个项目均由公司下属的云南电投新能源开发有限公司负责运营管理。

石林太阳能光伏发电项目位于石林县石林镇北小村，装机总规模为 6.6 万千瓦，为 2008 年省内重点开工项目之一，项目已于 2008 年核准并开工。一期并网光伏电站示范项目 1 万千瓦于 2010 年 5 月建成，实现试运行投产，并承担后续光伏并网的试验示范课题。一期电站综合电价为 1.50 元/千瓦时。由于一期建成较早，相对发电效益，单位投资较高，只能依靠后续 5.6 万千瓦光伏项目的盈余进行平衡，现阶段光伏项目的投资收益率可达 5%至 6%，后续光伏项目预计在两年内启动开发。

曲靖 2.4 万千瓦垃圾发电项目首台机组于 2010 年 8 月 30 日、第二台机组于 12 月 30 日实现试运行投产，电厂于 2012 年 1 月 1 日实现商业运营。电厂电价按国家最新下达的标准执行，由两部分构成一是按垃圾量计算的垃圾电价为 0.65 元/千瓦时，二是按混合燃料计算的煤电电价为 0.4846 元/千瓦时。

2012 年以来，云南能投已投产装机容量由 2011 年的 39.57 万千瓦增长至 2014 年 3 月末的 163.57 万千瓦，其中水电装机容量 35.37 万千瓦，火电 120 万千瓦，新能源 8.2 万千瓦。随着在建水电、风电项目的投产及发电机组增加，云南能投装机规模将呈逐步上升趋势。

2011-2013 年，云南能投发电量分别为 14.40 亿千瓦时、26.40 亿千瓦时和 49.39 亿千瓦时，发电量年增长率分别为 83.33%、87.08%；上网电量分别为 14.23 亿千瓦时、25.30 亿千瓦时和 46.90 亿千瓦时，上网电量年增长率分别为 77.79%、85.38%，随着新增机组的不断投产运营，云南能投发电量、上网电量均稳步增长。

表 5：云南能投发电情况

指标	2011	2012	2013	2014Q1
发电量(亿千瓦时)	14.4	26.4	49.46	11.5
上网电量(亿千瓦时)	14.23	25.3	46.32	10.83
可控装机容量(万千瓦)	39.57	158.77	163.57	163.57
参股权益装机容量(万千瓦)	7.84	627.43	922.05	933.6
电力销售收入(亿元)	2.39	5.02	12.75	4.19

数据来源：西南证券

云南能投煤炭销售板块：煤炭资源主要分布在昭通、曲靖和玉溪，分别由威信云投粤电扎西能源有限公司、云南电投煤业开发有限公司和玉溪市东方煤业有限公司负责建设和运营。公司控股煤矿包括威信观音山煤矿，威信玉京山井田、马河矿区、石坎矿区、富源乾源煤矿、宣威半坡煤矿、华盖山煤矿等。截至 2014 年 3 月末，云南能投控股煤矿包括威信观音山煤矿，威信玉京山井田、马河矿区、石坎矿区、富源乾源煤矿、宣威半坡煤矿、华盖山煤矿等。

表 6: 云南能投煤炭储量（亿吨）

所属主体	煤炭项目名称	主要煤炭种类	煤炭可采储量	煤炭地质储量	剩余可采储量	剩余可采年限
威信云投粤电扎西	观音山煤矿一井	贫煤	1.52	2.07	1.52	60.3
能源有限公司	观音山煤矿二井	贫煤	0.44	0.59	0.44	52.7
	大井沟井田	贫煤	未探明	0.82	未探明	待定
	玉京山井田	贫煤	未探明	1.29	未探明	待定
	马河矿区威信段	贫煤	未探明	0.71	未探明	待定
	石坎矿区威信段	贫煤	未探明	1.21	未探明	待定
云南能投煤业开发有限公司	半坡煤矿	焦煤	0.05	0.06	0.05	13.6
	法宏矿区	焦煤	未探明	0.14	未探明	待定
富源县方舟瑞安矿业有限公司	乾源煤矿	焦煤	0.13	0.27	0.13	32.1
云南云投镇雄能源矿煤开发有限公司	牛场-以古矿区	无烟煤	未探明	6.17	未探明	待定
云南滇东云电投煤业有限公司	宝山等 8 块煤炭资源	焦煤	未探明	4.66	未探明	待定
玉溪市东方煤业有限公司	华盖山煤矿	褐煤	0.07	0.17	0.07	31
合计			2.21	18.16	2.21	

数据来源：西南证券

2013 年半坡煤矿生产原煤 6.38 万吨，华盖山煤矿生产原煤 15 万吨；2014 年 1-3 月，半坡煤矿生产原煤 0.16 万吨，华盖山煤矿生产原煤 1.3 万吨；2014 年全年计划生产原煤 20.4 万吨。

云南能投能源物资贸易板块：通过实际控制的云南能投物流有限公司、云南能源进出口有限公司开展钢材、金属、建筑材料及砂石料等能源物资贸易。

云南能投其他贸易业务板块：主要是向建筑企业、电力项目建设提供部分砂石料、水泥及配件等建筑材料，以及部分铁矿石贸易。

四、投资评级

非公开发行将大幅降低公司资产负债率，提高公司融资能力，随着云南国企改革模式显现，云南能投在水电、火电、新能源发电（风电、太阳能、垃圾发电等）优质资产有望分阶段注入。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.30 元、0.42 元、0.56 元，对应动态 PE 分别为 63 倍、45 倍、34 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示

- 1、下游需求疲软的风险。
- 2、多品种盐推广不及预期的风险。
- 3、资产注入低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1829.93	1877.51	2086.62	2323.37	净利润	-2.59	42.53	66.24	89.83
营业成本	1328.09	1290.62	1427.88	1583.14	折旧与摊销	189.47	209.05	221.89	232.07
营业税金及附加	20.68	21.22	23.58	26.26	财务费用	92.98	98.55	93.17	92.65
销售费用	192.54	197.14	219.10	243.95	资产减值损失	5.37	5.50	5.00	4.50
管理费用	200.57	215.91	239.96	267.19	经营营运资本变动	63.22	-76.24	43.02	-37.14
财务费用	92.98	98.55	93.17	92.65	其他	-168.36	-9.77	-10.91	-22.63
资产减值损失	5.37	5.50	5.00	4.50	经营活动现金流净额	180.10	269.62	418.42	359.27
投资收益	-1.26	0.00	0.00	0.00	资本支出	-412.83	-241.19	-270.00	-265.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	51.82	1.24	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-361.01	-239.95	-270.00	-265.00
营业利润	-11.57	48.57	77.93	105.68	短期借款	75.00	140.00	0.00	0.00
其他非经营损益	24.58	1.46	0.00	0.00	长期借款	66.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	13.01	50.03	77.93	105.68	股权融资	0.00	0.00	1239.00	0.00
所得税	15.60	7.50	11.69	15.85	支付股利	0.00	-6.80	-9.60	-12.67
净利润	-2.59	42.53	66.24	89.83	其他	57.45	-89.55	-80.17	-67.65
少数股东损益	-39.93	-13.25	-12.46	-14.07	筹资活动现金流净额	198.51	43.65	1149.23	-80.32
归属母公司股东净利润	37.34	55.77	78.70	103.90	现金流量净额	17.60	73.32	1297.65	13.96
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	296.76	370.08	1667.73	1681.68	成长能力				
应收和预付款项	93.09	177.44	207.58	295.93	销售收入增长率	24.31%	2.60%	11.14%	11.35%
存货	224.06	245.26	264.70	271.96	营业利润增长率	-94.38%	-519.98%	60.46%	35.60%
其他流动资产	0.24	0.24	0.24	0.24	净利润增长率	98.62%	1741.87%	55.77%	35.60%
长期股权投资	38.41	38.41	38.41	38.41	EBITDA 增长率	473.50%	7.92%	9.00%	6.69%
投资性房地产	3.06	2.40	1.74	1.09	获利能力				
固定资产和在建工程	2542.76	2569.24	2603.71	2626.18	毛利率	27.42%	31.26%	31.57%	31.86%
无形资产和开发支出	178.37	180.65	182.60	184.21	三费率	26.56%	27.25%	26.47%	25.99%
其他非流动资产	176.34	173.69	171.04	171.04	净利率	-0.14%	2.27%	3.17%	3.87%
资产总计	3553.08	3757.39	5137.74	5270.74	ROE	4.37%	6.18%	3.56%	4.51%
短期借款	390.00	530.00	530.00	530.00	ROA	3.76%	3.71%	3.08%	3.29%
应付和预收款项	683.64	713.42	808.12	868.97	ROIC	3.69%	5.13%	5.62%	6.16%
长期借款	1241.14	1241.14	1241.14	1241.14	EBITDA/销售收入	17.65%	18.57%	18.21%	17.45%
其他负债	302.94	301.75	291.75	286.75	营运能力				
负债合计	2617.73	2786.31	2871.01	2926.86	总资产周转率	0.52	0.50	0.41	0.44
股本	185.85	185.85	309.75	309.75	固定资产周转率	1.04	0.73	0.80	0.88
资本公积	536.90	536.90	1652.00	1652.00	应收账款周转率	34.87	19.21	18.81	15.78
留存收益	131.39	180.36	249.46	340.69	存货周转率	5.93	5.26	5.39	5.82
归属母公司股东权益	854.14	903.11	2211.22	2302.44	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.92	—	—	—
少数股东权益	81.22	67.97	55.51	41.44	资本结构				
股东权益合计	935.36	971.08	2266.73	2343.88	资产负债率	73.67%	74.16%	55.88%	55.53%
负债和股东权益合计	3553.08	3757.39	5137.74	5270.74	带息债务/总负债	62.31%	63.57%	61.69%	60.51%
					流动比率	0.48	0.55	1.40	1.41
					速动比率	0.31	0.38	1.22	1.24
					股利支付率	0.00%	12.20%	12.20%	12.20%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.30	0.42	0.56
					每股净资产	4.60	4.86	11.90	12.39
					每股经营现金	0.97	1.45	2.25	1.93
					每股股利	0.00	0.04	0.05	0.07
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E					
EBITDA	323.04	348.63	379.99	405.39					
PE	94.57	63.32	44.87	33.99					
PB	4.13	3.91	1.60	1.53					
PS	1.93	1.88	1.69	1.52					
EV/EBITDA	15.37	14.40	15.96	14.90					
股息率	0.00%	0.19%	0.27%	0.36%					

数据来源：公司公告，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

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn