

结构优化业绩高增，国企改革稳步推进

- **事件:** 8月27日, 公司发布2015年中报, 上半年实现营业收入7.2亿元, 同比减少9.3%, 实现归母净利润2215万元, 同比增加778.6%, 扣非归母净利润1968万元, 同比扭亏为盈。
- **产品结构优化, 盐硝产品量价齐升。** 食盐品种结构调整, 在市场多层次消费的需求规模逐步提升的推动下, 食盐盈利能力加强, 盐硝产品量价齐升, 拉动公司主营业务营业毛利同比增加3.8亿元, 增长17.2%。烧碱行业下游持续低迷, 产品收入同比减少30.12%, 公司盐硝产品在营业收入占比逐渐扩大, 产品结构优化, 业绩高增有望持续。
- **控股股东易主云南能投, 优质资产注入预期强烈。** 公司非公开发行9331万股, 由云南能投现金全额认购, 目前已审核通过, 云南能投将成为公司控股股东。云南能投是云南省能源资源开发、建设、运营和投融资的主体, 其在水电、火电、新能源发电等方面的优质资产有望分阶段注入公司, 未来也可借助盐化的资本平台做大做强云南省能源产业。优质资产的注入有望将公司市值提升至百亿, 公司作为云南省国企改革第一股, 后续发展空间值得期待。
- **盐改持续提供增长动力。** 公司是云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的企业, 生产成本和渠道优势明显。随着盐业改革稳步推进将充分受益。自2013年起公司陆续推出多个品种盐, 盐产品向多元化结构方向发展, 符合消费者需求, 目前新品种盐呈现出量价齐升的态势, 并有望持续。我们认为公司未来将整合各环节资源, 借助产销一体化优势保持高毛利。
- **能源成本压力缓解, 氯碱业务有望好转。** 氯碱行业生产成本中比例最大的是电力成本, 约占50%左右。云南能投入驻后, 在电力、煤炭等资源方面的支持将降低公司氯碱产品的成本, 相关业务盈利水平有望改善。随着下游需求低迷, PVC、烧碱等价格持续下行, 将加速氯碱行业整合, 公司作为区域资源和一体化优势的企业值得关注。
- **业绩预测与估值:** 考虑非公开发行, 预计2015-2017年公司摊薄EPS分别为0.28元、0.46元、0.65元, 对应动态PE分别为75倍、46倍、33倍。公司受国企改革和盐业改革双重利好刺激, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 多品种盐推广低于预期的风险, 下游需求疲软的风险, 资产注入低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1877.45	1859.80	2067.43	2284.85
增长率	2.60%	-0.94%	11.16%	10.52%
归属母公司净利润(百万元)	55.63	79.22	128.16	182.09
增长率	48.99%	42.40%	61.78%	42.08%
每股收益EPS(元)	0.20	0.28	0.46	0.65
净资产收益率ROE	3.42%	2.93%	5.39%	7.79%
PE	107	75	46	33
PB	6.01	3.06	2.96	2.82

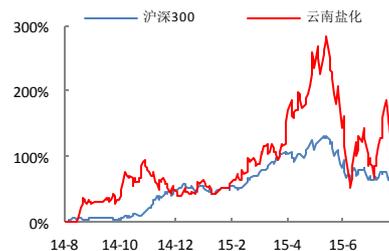
数据来源: Wind, 西南证券

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

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

相对指数表现



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)	12-42.96
总市值(亿元)	39.47
总资产(亿元)	38.55
每股净资产(元)	4.96

相关研究

1. 云南盐化(002053): 定增预案审核通过, 国企改革稳步推进 (2015-08-13)
2. 云南盐化(002053): 食盐业务加速发展 能源平台值得期待 (2015-03-19)
3. 云南盐化(002053): 食盐业务加速发展+能源平台值得期待 (2014-12-10)
4. 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)
5. 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)
6. 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)

表 1: 分业务业绩预测

		2014A	2015E	2016E	2017E
盐硝	收入(万元)	134,803.77	149,901.79	165,791.38	134,803.77
	yoy	12.80%	11.20%	10.60%	12.80%
	成本(万元)	54,730.33	62,509.05	70,295.55	54,730.33
	毛利率(%)	59.40%	58.30%	57.60%	59.40%
氯碱	收入(万元)	60,687.45	42,906.03	47,711.50	52,721.21
	yoy	-3.43%	-29.30%	11.20%	10.50%
	成本(万元)	65,057.53	52,559.88	52,721.21	51,666.79
	毛利率(%)	-7.20%	-22.50%	-10.50%	2.00%
其他	收入(万元)	1,890.97	1,987.41	2,194.10	2,356.46
	yoy	57.63%	5.10%	10.40%	7.40%
	成本(万元)	941.48	1,655.51	1,614.86	1,670.73
	毛利率(%)	50.21%	16.70%	26.40%	29.10%

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)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表(百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1877.45	1882.73	2090.98	2309.59	净利润	33.78	102.57	163.66	247.94
营业成本	1231.28	1137.96	1217.74	1272.75	折旧与摊销	195.26	228.06	258.30	281.75
营业税金及附加	22.92	22.25	24.81	27.50	财务费用	99.72	103.98	101.97	101.90
销售费用	209.34	203.65	227.47	251.82	资产减值损失	11.89	12.18	16.50	14.09
管理费用	253.34	254.17	263.46	277.38	经营营运资本变动	-21.63	-97.92	21.42	10.90
财务费用	99.72	103.98	101.97	101.90	其他	-64.61	-18.67	-15.36	-12.13
资产减值损失	11.89	12.18	16.50	14.09	经营活动现金流净额	254.41	330.20	546.49	644.45
投资收益	-0.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-116.71	-89.80	-200.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-44.98	1.47	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	-161.69	-88.33	-200.00	-300.00
营业利润	48.58	148.55	239.02	364.15	短期借款	294.00	-36.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.46	3.35	3.36	3.04	长期借款	-318.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.03	151.91	242.38	367.19	股权融资	0.00	923.77	0.00	0.00
所得税	16.25	49.33	78.71	119.24	支付股利	-18.59	-27.70	-62.22	-91.44
净利润	33.78	102.57	163.66	247.94	其他	-28.42	-512.62	-101.97	-101.90
少数股东损益	-21.85	-22.40	-20.00	-18.00	筹资活动现金流净额	-71.95	347.45	-164.19	-193.34
归属母公司股东净利润	55.63	124.97	183.66	265.94	现金流量净额	20.77	589.32	182.30	151.11
资产负债表(百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	304.34	893.67	1075.96	1227.08	成长能力				
应收和预付款项	121.47	117.74	128.72	142.72	销售收入增长率	2.60%	0.28%	11.06%	10.45%
存货	219.82	202.87	218.12	228.03	营业利润增长率	320.02%	205.81%	60.90%	52.35%
其他流动资产	26.36	24.96	27.72	30.61	净利润增长率	1204.34%	203.62%	59.56%	51.49%
长期股权投资	5.18	5.18	5.18	5.18	EBITDA 增长率	26.83%	39.89%	24.70%	24.78%
投资性房地产	2.70	2.70	2.70	2.70	获利能力				
固定资产和在建工程	2647.41	2517.33	2467.22	2493.66	毛利率	34.42%	39.56%	41.76%	44.89%
无形资产和开发支出	252.77	245.18	237.59	230.01	三费率	29.96%	29.84%	28.36%	27.33%
其他非流动资产	257.34	256.75	256.15	255.55	净利率	1.80%	5.45%	7.83%	10.74%
资产总计	3837.39	4266.37	4419.37	4615.54	ROE	3.42%	5.17%	7.85%	11.07%
短期借款	684.00	648.00	648.00	648.00	ROA	0.88%	2.40%	3.70%	5.37%
应付和预收款项	562.51	448.54	490.65	523.80	ROIC	3.95%	6.55%	9.00%	12.38%
长期借款	922.21	922.21	922.21	922.21	EBITDA/销售收入	18.30%	25.53%	28.66%	32.38%
其他负债	681.93	265.35	274.80	281.32	营运能力				
负债合计	2850.64	2284.10	2335.65	2375.32	总资产周转率	0.51	0.46	0.48	0.51
股本	185.85	279.16	279.16	279.16	固定资产周转率	1.09	1.03	1.02	1.08
资本公积	536.90	1367.36	1367.36	1367.36	应收账款周转率	39.32	32.81	38.62	37.38
留存收益	184.01	281.28	402.73	577.23	存货周转率	5.39	5.18	5.58	5.51
归属母公司股东权益	909.88	1927.80	2049.25	2223.75	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	75.59%	—	—	—
少数股东权益	76.87	54.47	34.47	16.47	资本结构				
股东权益合计	986.75	1982.27	2083.71	2240.22	资产负债率	74.29%	53.54%	52.85%	51.46%
负债和股东权益合计	3837.39	4266.37	4419.37	4615.54	带息债务/总负债	56.35%	68.75%	67.23%	66.10%
					流动比率	0.37	1.01	1.13	1.23
					速动比率	0.25	0.84	0.96	1.06
					股利支付率	33.42%	22.16%	33.88%	34.38%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	343.55	480.59	599.29	747.79	每股收益	0.20	0.45	0.66	0.95
PE	106.58	47.44	32.28	22.30	每股净资产	3.53	7.10	7.46	8.02
PB	6.01	2.99	2.85	2.65	每股经营现金	0.91	1.18	1.96	2.31
PS	3.16	3.15	2.84	2.57	每股股利	0.07	0.10	0.22	0.33
EV/EBITDA	15.70	13.21	10.29	8.04					
股息率	0.31%	0.47%	1.05%	1.54%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn