



## 安全边际充足, 背靠能投整合动作方兴未艾

- **事件:** 公司发布重大资产置换预案, 云南盐化以其氯碱化工业务及 PVC 业务相关资产与云南能投集团的天然气资产进行等值置换, 置换差额部分由云南能投集团以现金方式向云南盐化予以支付。
- **剥离氯碱业务超预期, 天然气潜力巨大。** 公司资产置换完成后 2015 年 1-11 月备考利润 2.4 亿元, 其中原有盐硝业务盈利约 2.2 亿元, 置入的天然气资产盈利 1730 万元, 置出的 PVC 资产 2015 年亏损约 1.3 亿元。公司在未增发股本的情况下 2015 年利润从 1.1 亿元大增至 2.4 亿元以上, 我们认为该方案显示了能投集团利用好云南盐化上市公司平台的决心。天然气在云南消费结构中占比仅为 4.4%, 远低于全国平均水平, 到 2030 年这一比例有望达到 15%, 市场前景广阔。此次置入的天然气业务目前尚处于市场培育阶段, 随着云南各区县的特许经营权不断落地和中缅天然气管道支线的开通, 天然气业务将成为公司未来业绩新的增长点, 发展潜力巨大。
- **盐业务盈利高速增长, 具有较高安全边际。** 公司盐硝业务具有较强盈利能力, 2015 年净利润预计将达到 2.4 亿元, 13-15 年均保持 50% 以上的高速增长。公司长期致力于研发多层次、差异化的系列新品种食盐, 目前销售有基本品种系列、功能盐系列、云南山珍调味盐三大系列十余种食用盐, 产品具备一定的价格梯度。16 年 1 月公司新研发 13 种品种盐毛利率较高, 保守估算 16 年盐硝业务将贡献 3 亿元净利润, 为上市公司提供足够安全边际。
- **背靠云南能投, 并购整合方兴未艾。** 公司控股股东云南能投是云南省能源资源开发、建设、经营和投融资的主体, 除此置换的天然气资源外, 云南能投还拥有水电、火电、新能源发电等多个优质资产。此次云南能投在入主公司半年后便推动了此次重大资产置换, 进度和效率超过市场预期, 未来或将借助上市公司平台完成旗下资产的进一步整合。
- **估值与评级:** 暂不考虑此次资产置换, 预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.47 元、0.77 元和 1.09 元, 对应的动态 PE 分别为 44 倍、27 倍和 19 倍。我们认为公司安全边际充足, 后续受国企改革资产注入+盐改+油气改革三重利好刺激, 具备较大向上弹性, 目前股价调整充分, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 资产置换未获通过的风险; 天然气业务发展不及预期的风险; 盐改进程不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1877.45	1796.69	2034.54	2306.03
增长率	2.60%	-4.30%	13.24%	13.34%
归属母公司净利润(百万元)	55.63	131.70	214.47	305.68
增长率	48.99%	136.73%	62.85%	42.53%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.47	0.77	1.09
净资产收益率 ROE	3.42%	5.20%	8.81%	11.53%
PE	105	44	27	19
PB	5.92	2.90	2.65	2.34

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

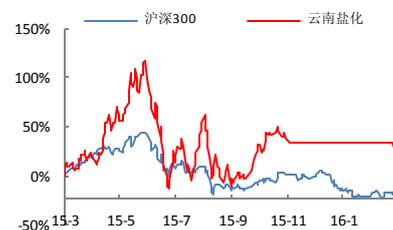
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

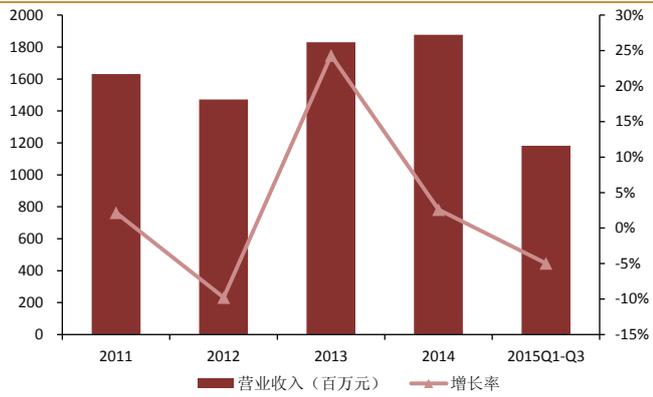
### 基础数据

总股本(亿股)	2.79
流通 A 股(亿股)	1.86
52 周内股价区间(元)	15.52-42.96
总市值(亿元)	58.4
总资产(亿元)	47.87
每股净资产(元)	6.70

### 相关研究

1. 云南盐化(002053): 多品种盐销量超预期, 三季度业绩环比大增 (2015-10-27)
2. 云南盐化(002053): 结构优化业绩高增, 国企改革稳步推进 (2015-08-28)
3. 云南盐化(002053): 定增预案审核通过, 国企改革稳步推进 (2015-08-13)
4. 云南盐化(002053): 食盐业务加速发展 能源平台值得期待 (2015-03-19)

图 1: 2011-2015 年 Q1-Q3 营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 2011-2015 年 Q1-Q3 净利润及增速



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)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1877.45	1796.69	2034.54	2306.03	净利润	33.78	104.70	194.47	287.68
营业成本	1231.28	1130.15	1198.68	1271.58	折旧与摊销	195.26	305.43	341.13	363.36
营业税金及附加	22.92	21.24	24.14	27.46	财务费用	99.72	25.82	2.67	1.53
销售费用	209.34	194.34	221.33	251.43	资产减值损失	11.89	46.18	40.00	35.00
管理费用	253.34	227.27	263.08	296.02	经营营运资本变动	-0.32	-102.13	18.30	15.39
财务费用	99.72	25.82	2.67	1.53	其他	-85.92	-42.28	-41.17	-35.07
资产减值损失	11.89	46.18	40.00	35.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>254.41</b>	<b>337.71</b>	<b>555.41</b>	<b>667.90</b>
投资收益	-0.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-116.71	-89.80	-100.00	-110.00
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-161.69</b>	<b>-88.33</b>	<b>-100.00</b>	<b>-110.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>48.58</b>	<b>151.70</b>	<b>284.64</b>	<b>423.00</b>	短期借款	294.00	-684.00	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
<b>利润总额</b>	<b>50.03</b>	<b>155.05</b>	<b>288.00</b>	<b>426.04</b>	股权融资	0.00	923.77	0.00	0.00
所得税	16.25	50.35	93.53	138.35	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	33.78	104.70	194.47	287.68	其他	-47.01	-434.46	-2.67	-1.53
少数股东损益	-21.85	-27.00	-20.00	-18.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-71.95</b>	<b>-194.69</b>	<b>-2.67</b>	<b>-1.53</b>
归属母公司股东净利润	55.63	131.70	214.47	305.68	<b>现金流量净额</b>	<b>20.77</b>	<b>54.69</b>	<b>452.74</b>	<b>556.36</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	304.34	359.04	811.77	1368.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	121.47	113.06	125.34	142.59	销售收入增长率	2.60%	-4.30%	13.24%	13.34%
存货	219.82	197.86	211.26	224.35	营业利润增长率	320.02%	212.29%	87.64%	48.61%
其他流动资产	26.36	23.82	26.97	30.57	净利润增长率	1204.34%	209.91%	85.74%	47.93%
长期股权投资	5.18	5.18	5.18	5.18	EBITDA 增长率	26.83%	40.57%	30.13%	25.37%
投资性房地产	2.70	2.70	2.70	2.70	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2647.41	2462.73	2252.55	2030.14	毛利率	34.42%	37.10%	41.08%	44.86%
无形资产和开发支出	252.77	222.42	192.06	161.71	三费率	29.96%	24.90%	23.94%	23.81%
其他非流动资产	257.34	256.75	256.15	255.55	净利率	1.80%	5.83%	9.56%	12.48%
<b>资产总计</b>	<b>3837.39</b>	<b>3643.55</b>	<b>3883.99</b>	<b>4220.93</b>	ROE	3.42%	5.20%	8.81%	11.53%
短期借款	684.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.88%	2.87%	5.01%	6.82%
应付和预收款项	562.51	444.83	482.68	523.30	ROIC	3.95%	4.68%	8.15%	13.38%
长期借款	922.21	922.21	922.21	922.21	EBITDA/销售收入	18.30%	26.88%	30.89%	34.17%
其他负债	681.93	264.43	272.54	281.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2850.64</b>	<b>1631.46</b>	<b>1677.43</b>	<b>1726.68</b>	总资产周转率	0.51	0.48	0.54	0.57
股本	185.85	279.16	279.16	279.16	固定资产周转率	1.09	1.00	1.05	1.23
资本公积	536.90	1367.36	1367.36	1367.36	应收账款周转率	41.58	34.29	41.24	40.22
留存收益	184.01	315.70	530.17	835.86	存货周转率	5.49	5.36	5.77	5.77
归属母公司股东权益	909.88	1962.22	2176.70	2482.38	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	49.87	29.87	11.87	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>986.75</b>	<b>2012.09</b>	<b>2206.56</b>	<b>2494.24</b>	资产负债率	74.29%	44.78%	43.19%	40.91%
负债和股东权益合计	3837.39	3643.55	3883.99	4220.93	带息债务/总负债	56.35%	56.53%	54.98%	53.41%
					流动比率	0.37	1.20	1.88	2.62
					速动比率	0.25	0.86	1.54	2.29
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	343.55	482.94	628.44	787.89	每股收益	0.23	0.47	0.77	1.09
PE	105.02	44.37	27.24	19.11	每股净资产	3.53	7.21	7.90	8.93
PB	5.92	2.90	2.65	2.34	每股经营现金	0.91	1.21	1.99	2.39
PS	3.11	3.25	2.87	2.53	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	15.54	12.73	9.06	6.52					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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（地区销售总监）

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

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn