

化工 化学原料

盐业务业绩靓丽，天然气业务储备未来

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	279/186
总市值/流通(百万元)	7,214/4,802
12个月最高/最低(元)	41.90/16.64

相关研究报告:

《云南盐化：资产置换提升价值，全新征程令人期待》--2016/02/29
 《2015年四季度化工投资策略盐业改革—展望盐业改革，寻找最佳蓝图》--2015/09/28

证券分析师：姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

研究助理：段一帆

电话: 010-88321827

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080056

◆ **事件：**公司发布 2015 年年报，报告期实现营业收入 166,553.42 万元，同比下降 11.29%；实现归属于上市公司股东净利润 10,252.88 万元，同比增长 84.29%；实现扣非净利润 9,761.433 万元，同比增长 81.59%；实现基本每股收益 0.49 元，同比增长 63.75%。公司净利润大幅增长的主要原因是：持续推进食盐产品结构调整，优化产品生产结构，强化节能降耗、降本增效的力度，克服了产品销量下降、化工产品价格下滑等不利因素的影响；使用募集资金偿还借款后，财务费用同比减少 1,611 万元、同比降低 16.16%。

◆ **食盐支撑利润大幅增长，加大新品种食盐研发力度提升公司核心竞争力。**2015 年，公司销售盐产品（包括食盐和工业盐）96.21 万吨，销售烧碱 8.20 万吨，销售聚氯乙烯 3.63 万吨，在 2015 年的营业收入中，盐硝产品收入占比 73.76%，其中，食盐收入占到了营业收入的 62%。公司在今年的食盐销售中，加大了品种盐的产销占比，由于品种盐的价格和利润较高，将公司盐硝产品的整体毛利率提升到了 62.67%，使盐硝产品实现毛利 76,994.36 万元，在氯碱产品毛利为负的情况下，公司总体毛利依然增加了 8,110.55 万元，同比增长 12.55%。报告期内，公司更加明确了食盐为核心竞争产品，研发了古滇深井盐、古滇晶纯盐、磨黑深井盐、磨黑晶纯盐、腌制盐、泡菜盐、海藻加碘盐、磨黑天然钙盐、蒜香调味盐、姜香调味盐、鸡汁调味盐、椒盐等系列新品种食盐，有利于满足消费者多层次、差异化的市场需求，丰富公司食盐产品的结构，进一步巩固和提升公司的产品优势，增强公司的技术创新和核心竞争力，为公司的可持续发展奠定了基础。

◆ **天然气产业“十三五”期间有望实现跨越式突破，公司天然气业务成长空间较大。**2016 年 3 月 12 日，公司披露了《云南盐化股份有限公司重大资产置换暨关联交易预案（修订稿）》，此次交易完成后，公司将置出氯碱化工业务，并获得能投天然气 100% 股权，公司主营业务将在原有的盐业务基础上增加天然气业务，形成双主业的发展格局。天然气作为重要的替代能源具有巨大的环保优势，但近年来由于油价和煤价的大幅下跌，天然气失去了价格优势，国内天然气消费量增速并不乐观。2014 年，国家制订的《能源发展战略行动计划（2014-2020）》中，明确提出到 2020 年将天然气在一次能源消费中的比重提高到 10% 以上。2015 年，我国一次能源中天然气占比为 5.85%

左右，同比增长 4.43% 左右，而如果要达到 2020 年占比 10% 的目标，我国今后五年一次能源中天然气占比的复合增长率至少要达到 12.38%，远不是目前的增长率能够实现的。为了促进我国能源结构的改善，国家近期不断出台调降天然气价格的政策，天然气的消费量有望明显提升。“十三五”期间，我国天然气行业有望实现市场定价，“三桶油”对天然气产业链的垄断或许会被打破，行业活力有望被重新激发，天然气行业将进入新一轮的高速增长。能投天然气的收入主要来自于天然气销售和入户安装服务，目前多条天然气管线处于建设前期，尚未投产通气，云南当地的城市管网暂时也未能形成规模，但随着国家和云南省天然气行业的快速成长，公司天然气产业有很大的利润增长空间。

◆ **估值与评级。**在公司资产置换完成之后，亏损的氯碱业务被置出，不再拖累公司业绩的增长；在国家调整能源结构的背景下，置入的天然气业务虽然目前盈利能力不是特别突出，但长期看好；云南能投在成为公司最大股东后，支付给了公司 9.24 亿现金，扣除发行费用后，依然有 8.81 亿用于支持公司发展。所以公司未来具有较好的成长空间。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.610 元、0.977 元和 1.165 元，对应 3 月 23 日收盘价 23.53 元，PE 值分别为 39X、24X 和 20X，维持“增持”评级。

◆ **风险提示。**盐改政策对公司食盐业务的冲击；天然气业务盈利能力不及预期。

■ **主要财务指标**

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1665.53	1707.48	2419.78	2903.74
净利润(百万元)	102.53	170.29	272.62	325.26
摊薄每股收益(元)	0.490	0.610	0.977	1.165

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	174.38	323.06	132.64	775.61	1035.02
应收和预付款项	121.47	143.75	50.95	223.93	105.93
存货	219.82	159.32	151.98	272.22	236.82
其他流动资产	26.36	36.11	36.11	36.11	36.11
流动资产合计	542.02	662.24	371.67	1307.87	1413.88
长期股权投资	5.18	4.33	4.33	4.33	4.33
投资性房地产	2.70	2.35	2.35	2.35	2.35
固定资产	1666.51	1569.59	2686.26	2570.99	2447.01
在建工程	996.21	1219.11	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	252.77	260.31	260.31	260.31	260.31
长期待摊费用	5.96	4.64	2.32	0.00	0.00
其他非流动资产	221.48	199.39	197.07	194.75	194.75
资产总计	3686.88	3917.32	3521.98	4340.59	4322.62
短期借款	684.00	288.40	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	628.03	661.37	386.64	932.62	589.39
长期借款	922.21	441.08	441.08	441.08	441.08
其他负债	452.52	531.22	531.22	531.22	531.22
负债合计	2686.75	1922.06	1358.94	1904.92	1561.68
股本	185.85	279.16	279.16	279.16	279.16
资本公积	536.90	1345.07	1345.07	1345.07	1345.07
留存收益	187.13	270.63	440.92	713.54	1038.81
归母公司股东权益	909.88	1894.86	2065.15	2337.77	2663.04
少数股东权益	76.87	88.05	85.55	85.55	85.55
股东权益合计	986.75	1982.92	2150.71	2423.33	2748.59
负债和股东权益	3673.50	3904.98	3509.65	4328.25	4310.28

现金流量表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金流	258.77	331.20	125.91	658.16	264.45
投资性现金流	-161.69	-190.21	0.00	0.00	0.00
融资性现金流	-71.95	-52.44	-316.33	-15.19	-5.04
现金增加额	25.12	88.55	-190.42	642.97	259.42

利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1877.45	1665.53	1707.48	2419.78	2903.74
营业成本	1231.28	938.25	887.89	1209.89	1451.87
营业税金及附加	22.92	22.46	21.34	30.25	36.30
销售费用	209.34	197.62	201.48	285.53	342.64
管理费用	253.34	287.83	256.12	362.97	435.56
财务费用	99.72	83.61	86.00	123.31	149.86
资产减值损失	11.89	31.58	30.73	43.56	52.27
投资收益	-0.39	-0.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.58	103.33	223.92	364.27	435.24
其他非经营损益	1.46	3.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.03	106.34	223.92	364.27	435.24
所得税	16.25	-6.85	56.13	91.65	109.98
净利润	33.78	113.19	167.79	272.62	325.26
少数股东损益	-21.85	10.66	-2.50	0.00	0.00
归母股东净利润	55.63	102.53	170.29	272.62	325.26

预测指标					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率	34.42%	43.67%	48.00%	50.00%	50.00%
销售净利率	1.80%	6.80%	9.83%	11.27%	11.20%
销售收入增长率	2.60%	-11.29%	2.52%	41.72%	20.00%
EBIT 增长率	8.85%	29.00%	34.28%	50.67%	16.03%
净利润增长率	1404%	235.06%	48.23%	62.48%	19.31%
ROE	6.11%	5.41%	8.25%	11.66%	12.21%
ROA	3.94%	4.79%	7.15%	8.74%	10.19%
ROIC	4.97%	7.96%	7.95%	11.62%	15.81%
EPS (X)	0.199	0.367	0.610	0.977	1.165
PE (X)	118.07	64.07	38.57	24.09	20.20
PB (X)	7.22	3.47	3.18	2.81	2.47
PS (X)	3.50	3.94	3.85	2.71	2.26
EV/EBITDA (X)	17.23	18.05	21.32	13.92	11.83

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。