

一季报符合预测, 全年业绩有望超预期

- **业绩总结:** 2016年Q1公司实现营业收入3.3亿元, 同比下降13.8%; 实现归属于上市公司股东净利润4049万元, 同比增长234%; 公司预计2016年H1实现归属于上市公司股东的净利润8500-9600万元, 同比增长284-333%。
- **一季报符合预测, 全年业绩有望超预期。** 因PVC、烧碱等化工产品下游市场持续低迷, 氯碱装置开车率低, 产品销量同比下滑导致营收下降。与此同时, 盐硝业务产品结构不断优化, 致使毛利额同比增加1364万元(+8.3%), 带动公司一季度综合毛利率较15年同期增长15.5个百分点至54.5%。公司财务费用因偿还借款后减少1350万元, 氯碱业务停工损失造成管理费用增加2661万元, 同时资产减值准备同比减少2100万元。我们继续看好公司盐硝业务的发展, 保守估计16年盐硝业务将实现3亿净利润。由于Q2是食盐淡季, 公司对于16年H1的盈利预告超过市场预期, 随着资产置换的推进, 我们看好公司全年业绩表现。
- **盐改市场化竞争来临, 云南盐化将显著受益。** 我们认为2016年将会是“盐业改革元年”, 盐业改革方案将可能在4月底至5月初出台。盐改允许制盐企业参与销售环节, 分享产业链下游利润, 首先利好食盐生产公司; 其次盐业公司的批发区域限制将被打破, 跨区域经营的市场化竞争将有助于综合实力强的盐业公司扩大市场份额, 甚至发展成为寡头。此外, 盐改后食盐定价实现市场化, 刺激高附加值产品的开发, 有利于生产企业提升利润空间。云南盐化作为率先实现产销一体化的云南省盐业龙头企业, 将显著受益于盐业改革的市场化进程。
- **天然气业务空间广阔, 后续资产证券化预期强烈。** 云南省的天然气消费因配套官网建设滞后而远落后于全国水平, 能投天然气将以中缅天然气干线为基础, 铺设11条天然气管道支线, 建成后将大幅改善目前管网建设滞后的局面。随着中缅天然气管道支线的开通和云南各区县的特许经营权不断落地, 我们认为天然气业务发展空间广阔。新任控股股东云南能投集团是云南省能源资源开发、建设、运营和投融资主体, 入主上市公司不到半年便大刀阔斧剥离上市公司不良资产, 充分利用资本平台的意图明确。云南能投提出十三五期间“资产过千亿、收入过千亿、市值过千亿”的发展目标, 云南盐化作为旗下唯一的A股上市公司, 后续资产注入的预期强烈。
- **估值与评级:** 暂不考虑此次资产置换, 预计公司16-18年EPS分别为0.78元、1.09元和1.25元, 对应的动态PE分别为35倍、25倍和22倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 资产置换进度不及预期的风险, 盐硝行业竞争加剧的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1665.53	1496.56	1489.83	1501.00
增长率	-11.29%	-10.15%	-0.45%	0.75%
归属母公司净利润(百万元)	102.53	216.37	303.39	348.07
增长率	84.29%	111.03%	40.22%	14.72%
每股收益EPS(元)	0.37	0.78	1.09	1.25
净资产收益率ROE	5.71%	9.88%	12.67%	13.04%
PE	73	35	25	22
PB	3.79	3.46	3.08	2.74

数据来源: Wind, 西南证券

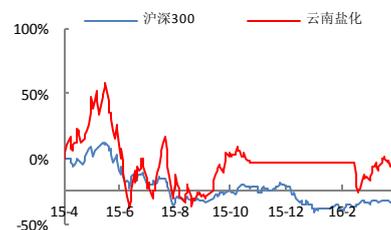
西南证券研究发展中心

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)	75.10
总资产(亿元)	40.44
每股净资产(元)	6.79

相关研究

1. 云南盐化(002053): 盐硝业务明显低估, 资产整合值得期待 (2016-04-12)
2. 云南盐化(002053): 盐硝增长稳业绩, 资产置换添活力 (2016-03-24)
3. 云南盐化(002053): 安全边际充足, 背靠能投整合动作方兴未艾 (2016-03-15)
4. 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)

附表：财务预测与估值

利润表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1665.53	1496.56	1489.83	1501.00	净利润	113.19	214.37	308.39	358.07
营业成本	938.25	685.26	559.24	479.77	折旧与摊销	202.84	225.74	264.79	296.03
营业税金及附加	22.46	17.96	17.88	18.01	财务费用	83.61	51.45	47.42	47.80
销售费用	197.62	164.62	178.78	195.13	资产减值损失	31.58	11.00	12.00	13.00
管理费用	287.83	299.31	290.52	300.20	经营营运资本变动	16.48	-164.49	-45.15	-38.54
财务费用	83.61	51.45	47.42	47.80	其他	-118.88	-29.55	-9.87	-11.54
资产减值损失	31.58	11.00	12.00	13.00	经营活动现金流净额	328.82	308.52	577.58	664.82
投资收益	-0.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	-208.17	-223.17	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	17.96	8.50	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	-190.21	-214.67	-250.00	-300.00
营业利润	103.33	266.96	383.99	447.08	短期借款	-395.61	-138.40	0.00	0.00
其他非经营损益	3.01	1.00	1.50	0.50	长期借款	-481.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.34	267.96	385.49	447.58	股权融资	901.48	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.85	53.59	77.10	89.52	支付股利	-18.59	-25.29	-43.39	-47.41
净利润	113.19	214.37	308.39	358.07	其他	-58.60	-143.78	-147.42	-147.80
少数股东损益	10.66	-2.00	5.00	10.00	筹资活动现金流净额	-52.44	-307.46	-190.81	-195.21
归属母公司股东净利润	102.53	216.37	303.39	348.07	现金流量净额	86.16	-213.60	136.77	169.61
资产负债表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	400.11	186.50	323.27	492.88	成长能力				
应收和预付款项	143.75	118.55	119.32	119.99	销售收入增长率	-11.29%	-10.15%	-0.45%	0.75%
存货	159.32	117.81	94.70	79.92	营业利润增长率	112.72%	158.35%	43.84%	16.43%
其他流动资产	36.57	25.23	25.11	25.30	净利润增长率	235.06%	89.38%	43.86%	16.11%
长期股权投资	4.33	4.33	4.33	4.33	EBITDA 增长率	13.45%	39.61%	27.94%	13.60%
投资性房地产	2.35	2.35	2.35	2.35	获利能力				
固定资产和在建工程	2773.65	2777.92	2769.98	2780.80	毛利率	43.67%	54.21%	62.46%	68.04%
无形资产和开发支出	260.31	253.93	247.55	241.17	三费率	34.17%	34.44%	34.68%	36.18%
其他非流动资产	263.48	263.02	262.55	262.09	净利率	6.80%	14.32%	20.70%	23.86%
资产总计	4043.87	3749.63	3849.16	4008.82	ROE	5.71%	9.88%	12.67%	13.04%
短期借款	288.40	150.00	150.00	150.00	ROA	2.80%	5.72%	8.01%	8.93%
应付和预收款项	557.02	348.59	305.12	268.01	ROIC	7.49%	9.17%	12.01%	13.62%
长期借款	441.08	441.08	441.08	441.08	EBITDA/销售收入	23.40%	36.36%	46.73%	52.69%
其他负债	774.47	640.65	518.65	404.77	营运能力				
负债合计	2060.95	1580.32	1414.84	1263.85	总资产周转率	0.42	0.38	0.39	0.38
股本	279.16	279.16	279.16	279.16	固定资产周转率	1.03	0.82	0.68	0.62
资本公积	1345.07	1345.07	1345.07	1345.07	应收账款周转率	23.05	20.82	24.70	23.82
留存收益	267.95	459.03	719.03	1019.69	存货周转率	4.83	4.69	4.99	5.13
归属母公司股东权益	1894.86	2083.26	2343.26	2643.92	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	85.59%	—	—	—
少数股东权益	88.05	86.05	91.05	101.05	资本结构				
股东权益合计	1982.92	2169.31	2434.31	2744.97	资产负债率	50.96%	42.15%	36.76%	31.53%
负债和股东权益合计	4043.87	3749.63	3849.16	4008.82	带息债务/总负债	35.39%	37.40%	41.78%	46.77%
					流动比率	0.49	0.44	0.66	1.02
					速动比率	0.39	0.32	0.55	0.91
					股利支付率	18.13%	11.69%	14.30%	13.62%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	389.77	544.15	696.20	790.91	每股收益	0.37	0.78	1.09	1.25
PE	73.24	34.71	24.75	21.58	每股净资产	7.10	7.77	8.72	9.83
PB	3.79	3.46	3.08	2.74	每股经营现金	1.18	1.11	2.07	2.38
PS	4.51	5.02	5.04	5.00	每股股利	0.07	0.09	0.16	0.17
EV/EBITDA	20.69	14.79	11.22	9.54					
股息率	0.25%	0.34%	0.73%	0.80%					

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

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