

省级盐业集团间合作, 盐改领先全国

投资要点

- **事件:** 公司公告与贵盐集团和广西盐业签署战略合作框架协议, 共同投资设立公司运营盐业销售网络、拓展盐业渠道和共同开发盐品市场。
- **较早实现省级盐业公司间战略合作, 改革领跑全国。** 贵盐集团是贵州省贯彻落实食盐专营政策的主体; 广西盐业是广西全省全区盐业行业管理和经营于一体的国有食盐专营企业。云南盐化是云南省唯一获得食盐批发许可的企业, 也是全国最早产销一体化的公司。此次云南盐化与贵盐集团和广西盐业的战略合作, 较早地实现了盐改时代省级盐业公司之间的合作, 采用了省级盐业公司之间成立合资公司共同跨区域开发盐业市场的改革模式, 盐改步伐领先于全国。
- **资源共享, 强强联合实力强劲。** 贵盐集团商品营销网络完善, 贵州省内现已建有直营店70余家、加盟店300余家、食盐代售点1.8万个; 广西盐业全区食盐零售终端配送量达91.24%。云南盐化在云南省布局了15家销售分公司、21家配送中心和5个经营网店, 且其较早的产销一体化经营模式使上市公司对食盐生产、运输、仓储和销售有着丰富的管理和运营经验。此次战略合作, 有利于充分发挥各自在盐行业的生产、技术、市场、渠道方面的优势和资源, 共同应对盐业体制改革, 拓展国内外盐业市场, 最终有望打造出区域内最具有核心竞争力的盐产业供应链集团公司。我们认为此次合作有利于提升上市公司的资源整合能力和综合竞争能力, 打开公司发展空间, 于盐改进程中取得先发优势。
- **天然气业务空间广阔, 后续资产证券化预期强烈。** 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。同时, 我们认为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, 置入的天然气业务发展空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2016-2018年EPS分别为0.78元、1.09元、1.25元, 对应动态PE为36倍、26倍和23倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 与贵盐合作不及预期的风险、盐改不及预期的风险、资产注入不及预期的风险。

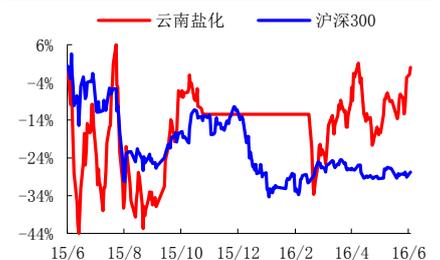
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1665.53	1496.56	1489.83	1501.00
增长率	-11.29%	-10.15%	-0.45%	0.75%
归属母公司净利润(百万元)	102.53	216.37	303.39	348.07
增长率	84.29%	111.03%	40.22%	14.72%
每股收益EPS(元)	0.37	0.78	1.09	1.25
净资产收益率ROE	5.71%	9.88%	12.67%	13.04%
PE	76	36	26	22
PB	3.93	3.59	3.20	2.84

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
联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

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)	16.64-31.22
总市值(亿元)	78.47
总资产(亿元)	41.48
每股净资产(元)	6.94

相关研究

1. 云南盐化(002053): 一季报符合预测, 全年业绩有望超预期 (2016-04-28)
2. 云南盐化(002053): 盐硝业务明显低估, 资产整合值得期待 (2016-04-12)
3. 云南盐化(002053): 盐硝增长稳业绩, 资产置换添活力 (2016-03-24)
4. 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)
5. 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)
6. 云南盐化(002053): 结构优化业绩高增, 国企改革稳步推进 (2015-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		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)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		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%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.78	1.09	1.25
					每股净资产	7.10	7.77	8.72	9.83
					每股经营现金	1.18	1.11	2.07	2.38
					每股股利	0.07	0.09	0.16	0.17
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	389.77	544.15	696.20	790.91					
PE	75.91	35.97	25.65	22.36					
PB	3.93	3.59	3.20	2.84					
PS	4.67	5.20	5.22	5.19					
EV/EBITDA	21.39	15.29	11.61	9.88					
股息率	0.24%	0.32%	0.56%	0.61%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn