

## 国企改革标兵, 甩掉包袱加速发展双主业

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 上半年实现营业收入 6.7 亿元, 同比下降 7.1%; 归母净利润 9244 万元, 同比增长 317%, 同时公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。
- **食盐产品结构持续优化, 毛利率提升迅速。** 公司上半年综合毛利率 56.8%, 较去年同期大幅上升 20 个百分点。其中食品业务实现营业收入 4.7 亿元, 同比增长 14.3%; 毛利率较去年同期上升 6.1 个百分点, 达到 78.8%。通过持续推进食盐品种结构改革, 增加品种盐销售比例等措施, 公司食品业务毛利额同比增加 7131 万元, 同比增长 23.9%。根据我们的估计, 去除公司氯碱业务带来的亏损以及近 5000 万停工损失, 公司上半年盐硝业务净利润约 1.5 亿元, 为公司提供较强的安全边际。我们认为随着公司新型高端品种盐陆续向市场投放以及盐改政策的推进, 未来食盐业务业绩将进一步提升。
- **盐改领先全国, 西南盐业资源整合者。** 云南是全国率先实行食盐产销一体化的地区, 公司是云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的公司, 在云南省市场占有率超过 95%。围绕《盐业体制改革方案》提出的“培育一批核心竞争力的企业”目标, 公司抢占先机, 拟以发行股份及支付现金的方式购买贵州、广西两省盐业公司涉盐资产。公司意图通过对周边省级盐业公司的整合实现跨省产销一体化运营, 进一步开拓市场空间, 打造区域内最具有核心竞争力的盐产业供应链集团, 未来食盐业务有望实现量价齐升, 成为西南盐业寡头。
- **改名彰显国企改革决心, 资产注入预期强烈。** 为适应未来盐及天然气双主业格局, 公司已正式由“云南盐化”更名为“云南能投”。控股股东云南能投集团自 2015 年入主公司后动作不断, 此次公司在资产置换后改名, 进一步彰显了控股股东利用好上市平台的决心。能投集团提出了十三五期间“资产过千亿, 收入过千亿, 市值过千亿”的发展目标, 未来控股股东资产注入预期强烈。我们认为大股东能投集团战略目标明确, 执行力强, 上市公司未来将成为西南盐业和能源资产的双龙头。
- **盈利预测及评级:** 氯碱业务亏损低于预期, 调增盈利预测, 暂不考虑本次重大资产重组, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.94 元、1.38 元和 1.81 元, 对应动态 PE 为 30 倍、21 倍和 16 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 收购贵州盐业和广西盐业进程低于预期的风险; 2) 盐改进程不及预期的风险; 3) 大股东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	1430.04	1820.08	2569.32
增长率	-11.29%	-14.14%	27.27%	41.17%
归属母公司净利润(百万元)	102.53	262.68	384.93	504.48
增长率	84.29%	156.20%	46.54%	31.06%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.94	1.38	1.81
净资产收益率 ROE	5.71%	10.82%	14.42%	16.31%
PE	78	30	21	16
PB	4.04	3.43	3.00	2.59

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)	17.01-29.78
总市值(亿元)	80.09
总资产(亿元)	30.94
每股净资产(元)	7.44

### 相关研究

1. 云南盐化(002053): 省级盐业集团间合作, 盐改领先全国 (2016-06-30)
2. 云南盐化(002053): 一季报符合预测, 全年业绩有望超预期 (2016-04-28)
3. 云南盐化(002053): 盐硝业务明显低估, 资产整合值得期待 (2016-04-12)
4. 云南盐化(002053): 盐硝增长稳业绩, 资产置换添活力 (2016-03-24)
5. 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)
6. 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)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1665.53	1430.04	1820.08	2569.32	净利润	113.19	252.68	384.93	504.48
营业成本	938.25	499.53	670.53	1082.55	折旧与摊销	202.84	207.65	231.72	277.44
营业税金及附加	22.46	18.16	23.44	33.19	财务费用	83.61	24.06	15.42	15.45
销售费用	197.62	271.71	309.41	411.09	资产减值损失	31.58	3.00	3.00	3.00
管理费用	287.83	286.01	309.41	398.24	经营营运资本变动	48.86	-260.58	66.75	147.78
财务费用	83.61	24.06	15.42	15.45	其他	-151.26	-1.72	-2.89	-2.43
资产减值损失	31.58	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>328.82</b>	<b>225.10</b>	<b>698.92</b>	<b>945.72</b>
投资收益	-0.85	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	-208.17	500.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	17.96	7.76	-0.44	-0.49
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>-190.21</b>	<b>507.76</b>	<b>-600.44</b>	<b>-600.49</b>
<b>营业利润</b>	<b>103.33</b>	<b>327.07</b>	<b>488.36</b>	<b>625.29</b>	短期借款	-395.61	-288.40	0.00	0.00
其他非经营损益	3.01	5.41	5.13	5.31	长期借款	-481.13	346.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>106.34</b>	<b>332.48</b>	<b>493.49</b>	<b>630.60</b>	股权融资	901.48	120.00	0.00	0.00
所得税	-6.85	79.79	108.57	126.12	支付股利	-18.59	-17.13	-51.19	-80.37
净利润	113.19	252.68	384.93	504.48	其他	-58.60	-516.39	-15.42	-15.45
少数股东损益	10.66	-10.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-52.44</b>	<b>-355.91</b>	<b>-66.61</b>	<b>-95.82</b>
归属母公司股东净利润	102.53	262.68	384.93	504.48	<b>现金流量净额</b>	<b>86.16</b>	<b>376.95</b>	<b>31.87</b>	<b>249.41</b>
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	777.06	808.93	1058.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	143.75	109.86	143.30	204.71	销售收入增长率	-11.29%	-14.14%	27.27%	41.17%
存货	159.32	84.04	113.47	183.37	营业利润增长率	112.72%	216.53%	49.31%	28.04%
其他流动资产	36.57	24.10	30.68	43.31	净利润增长率	235.06%	123.23%	52.34%	31.06%
长期股权投资	4.33	4.33	4.33	4.33	EBITDA 增长率	13.45%	43.36%	31.63%	24.84%
投资性房地产	2.35	2.58	2.52	2.51	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2773.65	2074.44	2451.15	2782.15	毛利率	43.67%	65.07%	63.16%	57.87%
无形资产和开发支出	260.31	252.34	244.36	236.39	三费率	34.17%	40.68%	34.85%	32.10%
其他非流动资产	263.48	263.02	262.55	262.09	净利率	6.80%	17.67%	21.15%	19.63%
<b>资产总计</b>	<b>4043.87</b>	<b>3591.77</b>	<b>4061.31</b>	<b>4777.20</b>	ROE	5.71%	10.82%	14.42%	16.31%
短期借款	288.40	0.00	0.00	0.00	ROA	2.80%	7.04%	9.48%	10.56%
应付和预收款项	557.02	260.69	366.63	586.47	ROIC	7.25%	10.52%	15.87%	18.31%
长期借款	441.08	787.08	787.08	787.08	EBITDA/销售收入	23.40%	39.07%	40.41%	35.74%
其他负债	774.47	208.22	238.08	310.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2060.95</b>	<b>1255.98</b>	<b>1391.78</b>	<b>1683.56</b>	总资产周转率	0.42	0.37	0.48	0.58
股本	279.16	279.16	279.16	279.16	固定资产周转率	1.03	1.04	1.26	1.35
资本公积	1345.07	1465.07	1465.07	1465.07	应收账款周转率	25.16	23.10	30.61	31.00
留存收益	267.95	513.51	847.24	1271.35	存货周转率	4.95	4.09	6.75	7.27
归属母公司股东权益	1894.86	2257.74	2591.47	3015.58	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	78.05	78.05	78.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1982.92</b>	<b>2335.79</b>	<b>2669.53</b>	<b>3093.64</b>	资产负债率	50.96%	34.97%	34.27%	35.24%
负债和股东权益合计	4043.87	3591.77	4061.31	4777.20	带息债务/总负债	35.39%	62.67%	56.55%	46.75%
					流动比率	0.49	2.86	2.27	1.92
					速动比率	0.39	2.62	2.03	1.68
					股利支付率	18.13%	6.52%	13.30%	15.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.37	0.94	1.38	1.81
					每股净资产	7.10	8.37	9.56	11.08
					每股经营现金	1.18	0.81	2.50	3.39
					每股股利	0.07	0.06	0.18	0.29
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	389.77	558.78	735.50	918.18					
PE	78.12	30.49	20.81	15.88					
PB	4.04	3.43	3.00	2.59					
PS	4.81	5.60	4.40	3.12					
EV/EBITDA	21.97	13.87	10.50	8.14					
股息率	0.23%	0.21%	0.64%	1.00%					

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

### 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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn