

业绩增长符合预期, 盐业巨头崛起

投资要点

- **事件:** 公司发布2016年报, 报告期内实现营业收入14.6亿元, 同比减少12.6%; 实现归属净利润2.7亿元, 同比增加163.5%。同时, 公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.0元(含税)。
- **资产置换释放盐业业绩, 品种盐提升带来增量。** 公司营业收入降低, 但业绩同比大幅增加的主要原因在于其在报告期内完成了重大资产置换, 置入发展前景广阔的天然气资产, 置换出长期处于亏损状态的氯碱业务资产。同时公司持续推进食盐品种结构调整, 不断优化产品生产结构, 致使公司食盐业务毛利率较去年同期增加6.2个百分点至79.3%。天然气业务报告期内实现净利润约700万元, 尚处于培育期。财务费用因有息债务的大幅减少而同向减少6485万元, 共同带动业绩的大幅增长。
- **盐改平稳过渡, 盐业巨头崛起。** 我们近日在上海、深圳等一线城市的大型超市进行食用盐产品草根调研, 发现两地目前食用盐价格与16年相比价格稳定, 并未见价格战出现。且云南能投成功将其“白象牌”食盐嫁接至全国大型连锁商超沃尔玛, 上海和深圳等一线城市的沃尔玛超市同时出现公司的白象牌食用盐产品。公司通过沃尔玛等大型商超布局全国渠道, 预计17年销量增速大超预期, 后续随着渠道下沉, 公司业绩有望迎来爆发。随着后盐改时代食用盐销售地域和定价机制放开, 食盐品牌效应将逐渐显现, 我们认为公司有望在市场化进程的大浪潮中逐步崛起, 成为最有竞争力的盐业巨头之一。
- **能源业务空间广阔, 公司安全边际充足。** 15年云南省天然气使用量仅占云南省能源使用量的0.54%, 未来潜力巨大。公司背靠中缅管道, 承担了11条云南省管网支线的建设任务, 待支线通气后, 云南省天然气价格将大幅下降, 天然气作为清洁能源的竞争力有望大幅增强。后续公司有5条管道陆续建成并通气, 未来能投天然气公司输气量有望达30亿方, 空间广阔。控股股东17.17元增持公司股票, 安全边际充足。且云南能投入主后, 迅速剥离亏损资产, 积极拓展省外食盐渠道, 其资产整合动作频繁, 未来或将持续有催化剂出现。
- **盈利预测与投资建议。** 根据公司年报数据, 调整公司盈利预测, 预计2017-2019年EPS分别为0.91元、1.26元、1.54元, 对应动态PE分别为22倍、16倍和13倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 省外渠道扩张或不及预期的风险、食盐价格或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1455.02	2377.40	3215.83	4081.99
增长率	-12.64%	63.39%	35.27%	26.93%
归属母公司净利润(百万元)	270.13	509.93	704.57	859.41
增长率	163.46%	88.77%	38.17%	21.98%
每股收益EPS(元)	0.48	0.91	1.26	1.54
净资产收益率ROE	11.03%	16.95%	20.25%	20.87%
PE	42	22	16	13
PB	4.76	3.81	3.10	2.49

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: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@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)	5.58
流通A股(亿股)	3.72
52周内股价区间(元)	14.35-29.78
总市值(亿元)	112.28
总资产(亿元)	32.71
每股净资产(元)	4.04

相关研究

1. 云南能投(002053): 全国渠道布局超预期, 西南盐业巨头崛起 (2017-03-16)
2. 云南能投(002053): 应对改革独具匠心, 双主业前景广阔 (2016-10-25)
3. 云南能投(002053): 国企改革标兵, 甩掉包袱加速发展双主业 (2016-08-22)
4. 云南盐化(002053): 省级盐业集团间合作, 盐改领先全国 (2016-06-30)
5. 云南盐化(002053): 一季报符合预测, 全年业绩有望超预期 (2016-04-28)
6. 云南盐化(002053): 盐硝业务明显低估, 资产整合值得期待 (2016-04-12)

关键假设：

假设 1：17 年预计食盐业务销量省内保持 40 万吨，广西和贵州销量 18 万吨，沃尔玛等全国销售渠道销量 19.17 万吨。18、19 年食盐业务销量分别为 107 万吨和 125 万吨，且品种盐比例逐渐提升；

假设 2：天然气业务 17 年售气量在 7262 万方，18 年 2 条支线管道贡献业绩，19 年预计有 3 条管道贡献业绩；

假设 3：公司三费率逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
食用盐	收入	1,065.16	1,791.19	2,450.46	2,903.44
	增速	2.59%	68.16%	36.81%	18.49%
	毛利率	79.28%	76.09%	75.36%	75.66%
工业盐硝	收入	185.31	205.16	207.21	209.28
	增速	-2.63%	10.71%	1.00%	1.00%
	毛利率	15.01%	15.01%	15.01%	15.01%
天然气	收入	58.35	321.12	497.62	908.12
	增速	-	450.30%	54.96%	82.49%
	毛利率	20.20%	15.36%	31.93%	33.56%
其他	收入	146.19	59.94	60.54	61.14
	增速	-	-59.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	-7.88%	-16.57%	1.00%	1.00%
合计	收入	1,455.02	2,377.40	3,215.83	4,081.99
	增速	-12.64%	63.39%	35.27%	26.93%
	毛利率	59.97%	60.28%	63.35%	62.06%

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)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1455.02	2377.40	3215.83	4081.99	净利润	260.37	499.93	734.57	939.41
营业成本	582.44	944.36	1178.55	1548.54	折旧与摊销	154.34	103.05	172.24	214.58
营业税金及附加	33.02	30.43	52.14	65.94	财务费用	18.75	3.49	4.43	5.64
销售费用	244.43	404.16	578.85	693.94	资产减值损失	7.67	2.00	2.00	2.00
管理费用	254.93	380.38	498.45	612.30	经营营运资本变动	-483.43	50.57	-65.37	-37.40
财务费用	18.75	3.49	4.43	5.64	其他	474.41	1.72	-1.50	-2.04
资产减值损失	7.67	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	432.11	660.77	846.37	1122.19
投资收益	5.69	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	1462.30	-1400.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1203.10	27.82	-7.20	-3.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	259.19	-1372.18	-607.20	-603.87
营业利润	319.46	612.07	900.91	1153.13	短期借款	-226.40	938.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.84	2.94	2.76	2.53	长期借款	26.74	105.00	0.00	0.00
利润总额	320.30	615.02	903.67	1155.66	股权融资	120.33	120.00	0.00	0.00
所得税	59.94	115.09	169.10	216.26	支付股利	0.00	-30.08	-56.78	-65.38
净利润	260.37	499.93	734.57	939.41	其他	55.68	-13.66	-4.43	-5.64
少数股东损益	-9.76	-10.00	30.00	80.00	筹资活动现金流净额	-23.64	1119.26	-61.21	-71.02
归属母公司股东净利润	270.13	509.93	704.57	859.41	现金流量净额	667.66	407.85	177.96	447.30
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1033.74	1441.59	1619.55	2066.85	成长能力				
应收和预付款项	172.52	232.57	326.95	420.13	销售收入增长率	-12.64%	63.39%	35.27%	26.93%
存货	134.80	215.35	269.56	355.73	营业利润增长率	209.17%	91.59%	47.19%	28.00%
其他流动资产	121.16	197.96	267.77	339.89	净利润增长率	130.02%	92.01%	46.93%	27.89%
长期股权投资	43.68	43.68	43.68	43.68	EBITDA 增长率	26.37%	45.90%	49.95%	27.45%
投资性房地产	83.06	42.76	49.46	52.83	获利能力				
固定资产和在建工程	1296.00	2597.56	3029.93	3419.96	毛利率	59.97%	60.28%	63.35%	62.06%
无形资产和开发支出	169.60	165.36	161.12	156.88	三费率	35.61%	33.15%	33.64%	32.14%
其他非流动资产	216.63	228.24	227.87	227.50	净利率	17.89%	21.03%	22.84%	23.01%
资产总计	3271.19	5165.07	5995.88	7083.44	ROE	11.03%	16.95%	20.25%	20.87%
短期借款	62.00	1000.00	1000.00	1000.00	ROA	7.96%	9.68%	12.25%	13.26%
应付和预收款项	267.77	503.91	634.26	811.97	ROIC	12.16%	20.54%	21.42%	23.42%
长期借款	467.81	572.81	572.81	572.81	EBITDA/销售收入	33.85%	30.23%	33.51%	33.64%
其他负债	113.62	138.63	161.30	197.13	营运能力				
负债合计	911.20	2215.35	2368.38	2581.92	总资产周转率	0.40	0.56	0.58	0.62
股本	558.33	558.33	558.33	558.33	固定资产周转率	1.17	1.60	1.32	1.40
资本公积	1186.23	1306.23	1306.23	1306.23	应收账款周转率	16.07	19.56	19.50	18.31
留存收益	509.90	989.75	1637.54	2431.56	存货周转率	3.83	5.34	4.80	4.91
归属母公司股东权益	2254.59	2854.31	3502.09	4296.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.80%	—	—	—
少数股东权益	105.40	95.40	125.40	205.40	资本结构				
股东权益合计	2359.99	2949.71	3627.50	4501.52	资产负债率	27.86%	42.89%	39.50%	36.45%
负债和股东权益合计	3271.19	5165.07	5995.88	7083.44	带息债务/总负债	58.14%	71.00%	66.41%	60.92%
					流动比率	3.69	1.31	1.42	1.62
					速动比率	3.35	1.17	1.27	1.44
					股利支付率	0.00%	5.90%	8.06%	7.61%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.91	1.26	1.54
					每股净资产	4.23	5.28	6.50	8.06
					每股经营现金	0.77	1.18	1.52	2.01
					每股股利	0.00	0.05	0.10	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	492.55	718.62	1077.58	1373.35					
PE	41.57	22.02	15.94	13.06					
PB	4.76	3.81	3.10	2.49					
PS	7.72	4.72	3.49	2.75					
EV/EBITDA	20.85	15.32	10.03	7.54					
股息率	0.00%	0.27%	0.51%	0.58%					

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn