

## 控股股东增持彰显信心，盐改核心逻辑未变

### 投资要点

- **事件:** 公司公告控股股东于 2016/11/12 至 2017/04/26 累计增持公司股票 1 千万股, 持股均价在 16.89 元/股, 与目前股价倒挂。同时, 公司公告子公司云南盐业于近日与沃尔玛签署完毕《供应商协议》。
- **盐业改革大逻辑未变, 控股股东增持彰显担当与信心。** 盐改初期, 行业正处于格局变化阶段, 为顺应改革争取更多的市场份额, 公司一季度公告的经营数据出现波动, 但我们认为盐业改革核心逻辑并没有改变, 将出现 3-5 家市场化盐业寡头公司。报告期内公司省外食盐销量大幅攀升, 其中向贵州盐业销售食盐产品共计 2.4 万吨, 向广西盐业销售食盐产品共计 0.77 万吨, 公司先量后价有望使得业绩先低后高。且市场动荡之际, 控股股东于 16/11/12 至 17/04/26 日累计增持公司股票 1 千万股, 据我们测算, 近日其增持的 4000 多万股均价约在 16.55 元/股。此举彰显控股股东担当与其对公司未来发展的信心, 且控股股东入主后, 迅速剥离亏损资产, 积极拓展省外食盐渠道, 资产整合动作频繁, 未来或将持续有催化剂出现。我们认为股价已超跌, 可关注季度环比改善。
- **与沃尔玛供应商协议签订, 盐业巨头崛起。** 云南能投于后盐改时代积极布局, 旗下子公司云南盐业与沃尔玛于近日签署《供应商协议》。公司作为第一家 and 大型连锁超市全国门店合作的盐业公司, 全国渠道拓展顺利, 此举也将为后续进一步拓展大型连锁超市渠道奠定基础。我们预计 17 年销量增速将大超预期, 为未来业绩爆发做好坚实基础。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。** 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。17 年 Q1 公司天然气业务尚处于项目建设期, 实现收入 3327 万元, 毛利额 327 万元。随着后续公司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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73 元、0.93 元、1.16 元, 对应动态 PE 分别为 21 倍、17 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	2243.93	2931.59	3759.93
增长率	-12.64%	54.22%	30.65%	28.26%
归属母公司净利润(百万元)	270.13	405.87	518.22	648.41
增长率	163.46%	50.25%	27.68%	25.12%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.73	0.93	1.16
净资产收益率 ROE	11.03%	14.09%	16.88%	18.97%
PE	32	21	17	13
PB	3.68	3.09	2.67	2.26

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)	86.82
总资产(亿元)	33.83
每股净资产(元)	4.11

### 相关研究

1. 云南能投(002053): 盐品销量同比大幅增长, 省外拓展顺利 (2017-04-24)
2. 云南能投(002053): 业绩增长符合预期, 盐业巨头崛起 (2017-03-27)
3. 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)
4. 云南能投(002053): 应对改革独具匠心, 双主业前景广阔 (2016-10-25)
5. 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)
6. 云南盐化(002053): 省级盐业集团间合作, 盐改领先全国 (2016-06-30)

**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	2243.93	2931.59	3759.93	净利润	260.37	395.87	548.22	728.41
营业成本	582.44	944.36	1178.55	1548.54	折旧与摊销	154.34	156.07	225.25	267.59
营业税金及附加	33.02	44.88	58.63	75.20	财务费用	18.75	16.41	38.15	36.95
销售费用	244.43	392.69	527.69	639.19	资产减值损失	7.67	2.00	2.00	2.00
管理费用	254.93	359.03	454.40	563.99	经营营运资本变动	-483.43	67.78	-44.94	-32.11
财务费用	18.75	16.41	38.15	36.95	其他	474.41	1.72	-1.50	-2.04
资产减值损失	7.67	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>432.11</b>	<b>639.84</b>	<b>767.19</b>	<b>1000.81</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>259.19</b>	<b>-1372.18</b>	<b>-607.20</b>	<b>-603.87</b>
<b>营业利润</b>	<b>319.46</b>	<b>484.06</b>	<b>671.67</b>	<b>893.57</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>320.30</b>	<b>487.00</b>	<b>674.43</b>	<b>896.10</b>	股权融资	120.33	120.00	0.00	0.00
所得税	59.94	91.13	126.20	167.68	支付股利	-27.92	-66.86	-109.66	-136.28
净利润	260.37	395.87	548.22	728.41	其他	83.60	-26.57	-38.15	-36.95
少数股东损益	-9.76	-10.00	30.00	80.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-23.64</b>	<b>1069.57</b>	<b>-147.81</b>	<b>-173.23</b>
归属母公司股东净利润	270.13	405.87	518.22	648.41	<b>现金流量净额</b>	<b>667.66</b>	<b>337.24</b>	<b>12.18</b>	<b>223.72</b>
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	1370.97	1383.16	1606.87	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	172.52	220.53	300.23	389.47	销售收入增长率	-12.64%	54.22%	30.65%	28.26%
存货	134.80	215.35	269.56	355.73	营业利润增长率	209.17%	51.52%	38.76%	33.04%
其他流动资产	121.16	186.85	244.10	313.08	净利润增长率	130.02%	52.04%	38.49%	32.87%
长期股权投资	43.68	43.68	43.68	43.68	EBITDA 增长率	26.37%	33.29%	42.43%	28.13%
投资性房地产	83.06	42.76	49.46	52.83	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1296.00	2545.57	2925.95	3263.99	毛利率	59.97%	57.91%	59.80%	58.81%
无形资产和开发支出	169.60	164.34	159.08	153.82	三费率	35.61%	34.23%	34.80%	32.98%
其他非流动资产	216.63	228.24	227.87	227.50	净利率	17.89%	17.64%	18.70%	19.37%
<b>资产总计</b>	<b>3271.19</b>	<b>5018.29</b>	<b>5603.08</b>	<b>6406.95</b>	ROE	11.03%	14.09%	16.88%	18.97%
短期借款	62.00	1000.00	1000.00	1000.00	ROA	7.96%	7.89%	9.78%	11.37%
应付和预收款项	267.77	497.97	621.52	797.43	ROIC	12.16%	17.02%	17.50%	19.88%
长期借款	467.81	572.81	572.81	572.81	EBITDA/销售收入	33.85%	29.26%	31.90%	31.87%
其他负债	113.62	138.63	161.30	197.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>911.20</b>	<b>2209.41</b>	<b>2355.64</b>	<b>2567.37</b>	总资产周转率	0.40	0.54	0.55	0.63
股本	558.33	558.33	558.33	558.33	固定资产周转率	1.17	1.53	1.24	1.35
资本公积	1186.23	1306.23	1306.23	1306.23	应收账款周转率	16.07	19.05	19.22	18.39
留存收益	509.90	848.92	1257.48	1769.62	存货周转率	3.83	5.34	4.80	4.91
归属母公司股东权益	2254.59	2713.48	3122.04	3634.18	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2359.99</b>	<b>2808.88</b>	<b>3247.44</b>	<b>3839.58</b>	资产负债率	27.86%	44.03%	42.04%	40.07%
负债和股东权益合计	3271.19	5018.29	5603.08	6406.95	带息债务/总负债	58.14%	71.19%	66.77%	61.26%
					流动比率	3.69	1.25	1.27	1.37
					速动比率	3.35	1.12	1.11	1.19
					股利支付率	10.33%	16.47%	21.16%	21.02%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.48	0.73	0.93	1.16
					每股净资产	4.23	5.03	5.82	6.88
					每股经营现金	0.77	1.15	1.37	1.79
					每股股利	0.05	0.12	0.20	0.24
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	492.55	656.54	935.08	1198.11					
PE	32.14	21.39	16.75	13.39					
PB	3.68	3.09	2.67	2.26					
PS	5.97	3.87	2.96	2.31					
EV/EBITDA	15.69	12.99	9.09	6.90					
股息率	0.32%	0.77%	1.26%	1.57%					

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