



Research and
Development Center

三级共振，盐改电改混改叠加的潜力

——云南盐化（002053.sz）首次覆盖报告

2015年05月27日

郭荆璞 化工行业首席分析师

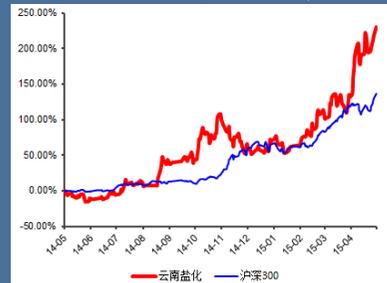
证券研究报告

公司研究——首次覆盖

云南盐化（002053.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级
云南盐化相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2015.5.27）

收盘价(元)	39.35
52周内股价波动区间(元)	8.51-39.35
最近一月涨跌幅(%)	32.89
总股本(亿股)	1.86
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	73.1

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

三级共振，盐改电改混改叠加的潜力

2015年05月27日

本期内容提要：

- ◆ **公司原有业务平淡，拟非公开发行大股东易主。** 公司原有的食盐及化工项目受多种因素影响，收益不佳，现正启动非公开增发行动，云南能源投资有限公司获批后将成为第一大股东。现方案已通过股东会审批。
- ◆ **云能投是云南省最大的能源投资企业。** 云能投作为云南省内最大的能源投资企业，在省内拥有大量控股电力资产，并在各大电力开发公司中参股。其在金沙江下游川云水电开发有限公司参股 15% 修建的向家坝、溪洛渡两座巨型水电站（共计 2170 万 KW）已全部建成发电，具备进一步注入的可能。且上游的乌东德、白鹤滩两座电站主体工程开工在即，存在工程建设巨额资本金需求。
- ◆ **募集资金有助于解决公司自身业务存在问题。** 本次非公开发募募集资金为改善公司资金成本及提高抗风险能力具有重要意义。我们预计如能开展一定的资产收购活动，对于公司后续成长更具看点。
- ◆ **云能投自身急需融资渠道。** 做为云南省内少有的 AAA 级资信企业，云能投在融资过程中承担了不相匹配的资金成本。使企业的发展背负了沉重的负担。如增发获得通过，将可以利用上市公司平台开展更多的主营业务，服务于国企改革和自身发展。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 由于本次非公开增发相关程序并未批复，我们暂不考虑此次增发对公司的影响，预计 2015 年至 2017 年公司业务可以逐步恢复良性发展，对应的营业收入分别达到 20.2、21.82、23.69 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 0.73、2.66、4.26 亿元，按照公司目前股本计算，对应的 EPS 分别为 0.39、1.43、2.29 元，对应动态 PE 分别为 76 倍、21 倍、13 倍。此次非公开增发后公司财务状况有望彻底改变，并存在大股东注入资产的预期，公司将出现相较可比公司更具竞争力的经营能力，对比 2015 年度收益，给予公司 130 倍 PE 的估值，目标价 50.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化因素：** 非公开增发获批；大股东注入能源资产；盐改及电改政策进一步落地。
- ◆ **风险因素：** 本次非公开增发还需证监会审批，相关进程可能慢于预期或存在失败的风险；盐改进度缓慢，以及电改政策执行不及预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,829.93	1,877.45	2,019.15	2,182.10	2,368.98
增长率 YoY %	24.31%	2.60%	7.55%	8.07%	8.56%
净利润(百万元)	37.34	55.63	73.22	266.06	425.96
增长率 YoY%	-122.57%	48.99%	31.62%	263.36%	60.10%
毛利率%	27.42%	34.42%	34.88%	45.95%	53.33%
净资产收益率 ROE%	4.47%	6.31%	8.87%	30.42%	34.90%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.30	0.39	1.43	2.29
市盈率 P/E(倍)	150	100	76	21	13
市净率 P/B(倍)	6.54	6.14	7.53	5.54	3.89

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2015 年 05 月 25 日收盘价

目 录

一、公司概况	1
1、公司简介	1
2、公司现有业务	2
3、股本结构	4
二、非公开发行股票预案	4
1、深化国企改革，优化国企资源配置的政策背景	4
2、云南省水力发电以及公司业务上的困境	4
3、本次非公开发行对象简介	5
4、本次非公开发行的目的	5
三、云能投概况	5
1、云南能投概况	5
2、云南能投与其控股股东、实际控制人之间的股权控制关系结构图	6
3、云南能投主营业务情况	7
4、云南能投电力业务情况	7
5、云能投收入、利润及部分债务情况	11
四、募集资金使用计划	16
五、公司后续发展前景	17
1、公司原有业务	17
2、云南能投成为公司股东后对公司发展的影响	17
六、盈利预测及估值分析	18
七、风险因素	19

图表目录

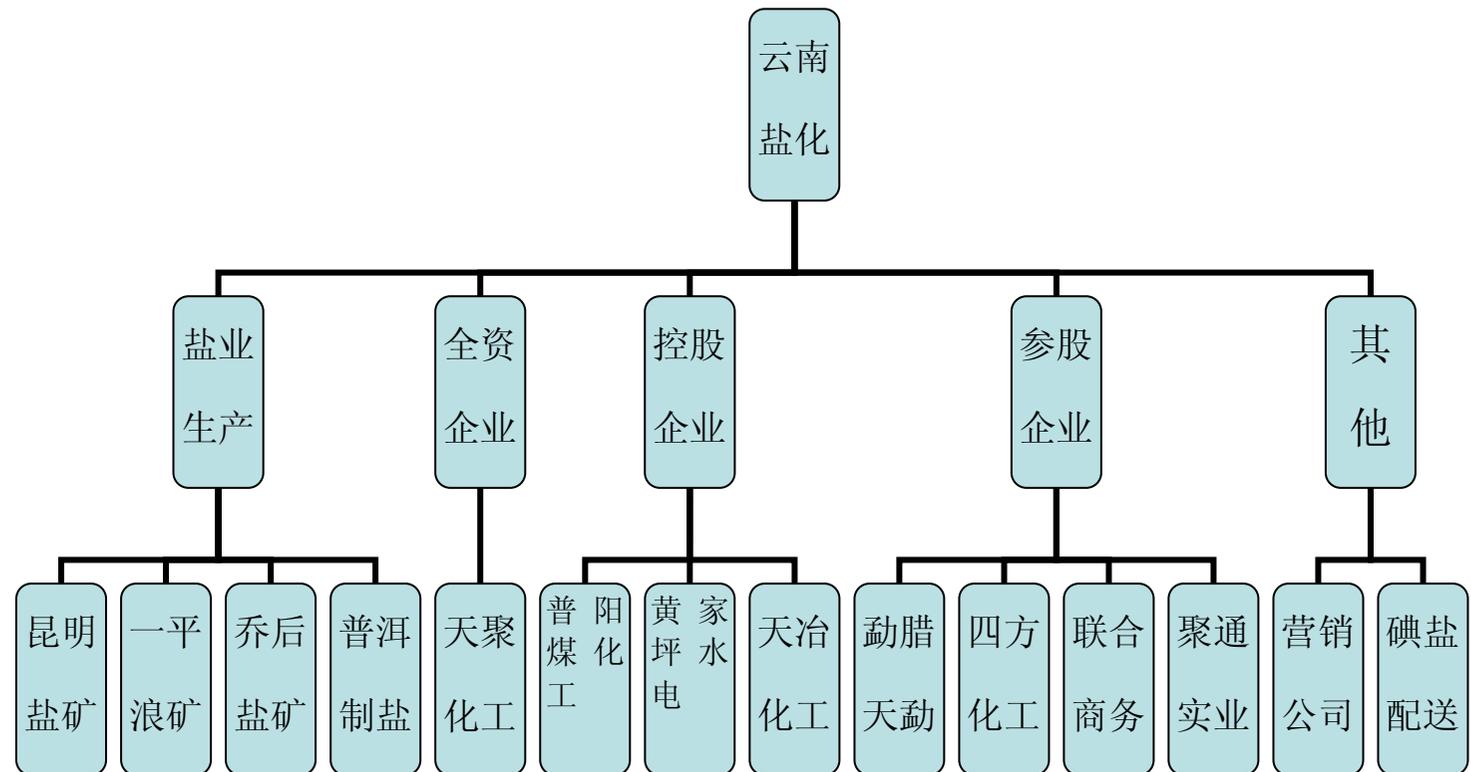
图表 1: 云南盐化主要下属公司	1
图表 2: 公司经营范围	2
图表 3: 公司主要产品生产能力	2
图表 4: 公司营业收入(百万元)	3
图表 5: 归母净利润(百万元)	3
图表 6: 近年销售毛利率变化(%)	3
图表 7: 2014 年度毛利分解(%)	3
图表 8: 公司股权结构图(截止到 2015 年一季度)	4
图表 9: 云南能投股权关系结构图	6
图表 10: 云南能投主营业务收入情况(单位: 元)	7
图表 11: 云能投部分电力项目梳理	8
图表 12: 云能投部分煤炭项目梳理	10
图表 13: 近三年及近一期主营业务毛利构成及占比表	11
图表 14: 存续期的直接债务融资工具情况	12
图表 15: 云能投近年债券融资偿还计划(单位: 亿元)	13
图表 16: 云能投 AAA 级一年期债券利率与市场平均利率(以及与 AA+ 级利率对比关系)	13
图表 17: 云能投近年信括借款情况(单位: 亿元)	14
图表 18: 云能投部分短期贷款情况(单位: 亿元)	15
图表 19: 公司营运缺口逐渐加大	16
图表 20: 发行后对于资产负债情况的敏感性分析	16
图表 21: 利息支出成为公司财务主要负担	16
图表 22: 募集资金使用效果	16
图表 23: 盈利预测关键假设(单位: 万元)	18
图表 24: 可比公司估值表(单位: 万元)	19

一、公司概况

1、公司简介

云南盐化股份有限公司（简称“云南盐化”）于2002年7月，由云南轻纺集团有限公司作为主发起人发起成立，后轻纺集团整体划入云天化集团，现云天化集团为实际控制人。公司系国家授权的云南省唯一食盐定点生产企业和云南省唯一经营合格碘盐的企业。2006年6月，公司在深圳证券交易所上市。

图表 1: 云南盐化主要下属公司



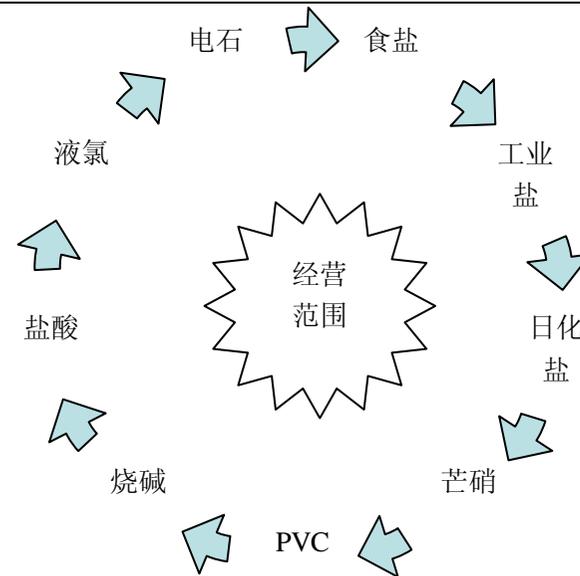
资料来源：信达证券研发中心

2、公司现有业务

云南省是全国率先实现盐业产销一体化经营模式的地区之一，公司作为云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的企业，在云南盐业市场具有政策垄断优势。同时，公司拥有云南省内主要的优质盐矿资源，在资源方面具有绝对优势。因此公司的制盐业务发展良好，具有较强的盈利能力。

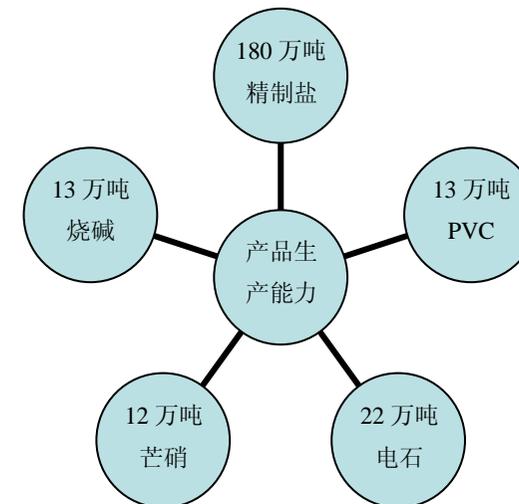
为进一步延伸产业链，公司于2004年开始进入氯碱化工行业。自2008年以来，受国际金融危机和国内宏观经济调控的影响，公司的盐化工业务受到了较大的冲击，烧碱和PVC下游需求萎缩，价格下滑。电力价格一直是制约和影响氯碱企业竞争力的主要因素，电力成本占烧碱生产成本的60%左右。电石生产是高耗能产业，电力占电石生产成本的50%，而电石成本在PVC生产成本中占有60%左右的比重。云南省虽然为供电大省，但“云电东送”和“云电自用”的矛盾持续存在，地方输配网建设滞后，导致省内工业用电成本较高。生产盐化工产品另一主要的原材料为原煤，近几年受云南省及周边地区煤矿安全事故的影响，煤炭供应不稳定，价格持续维持较高水平。因此公司的盐化工业务处于“两头挤压”的局面，近几年一直处于亏损状态。

图表 2: 公司经营范围



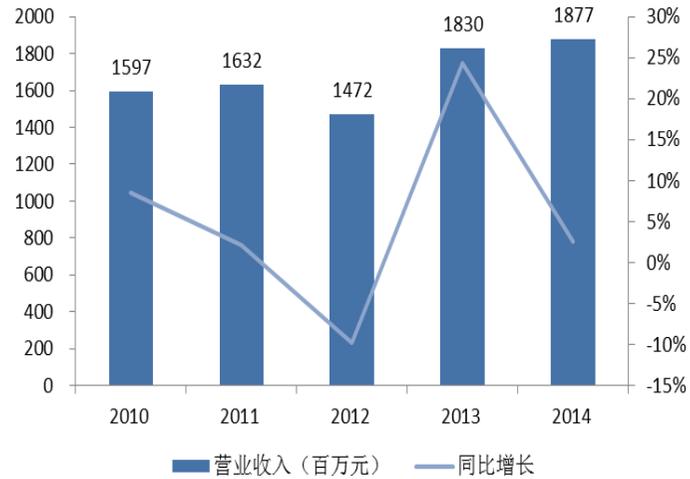
资料来源：信达证券研发中心

图表 3: 公司主要产品生产能力



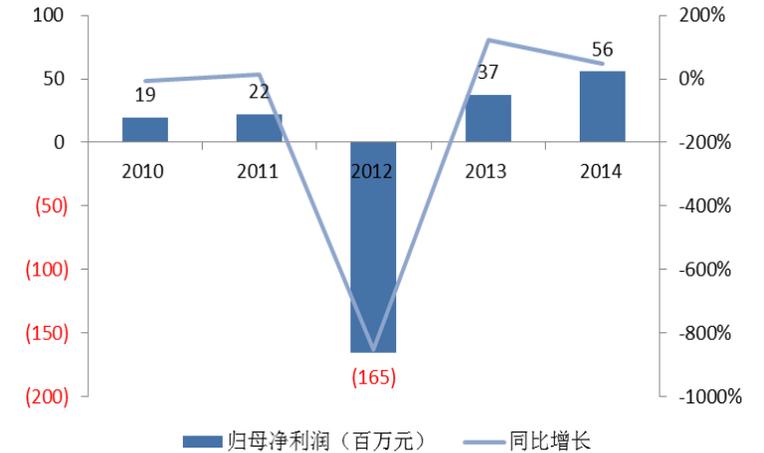
资料来源：信达证券研发中心

图表 4: 公司营业收入 (百万元)



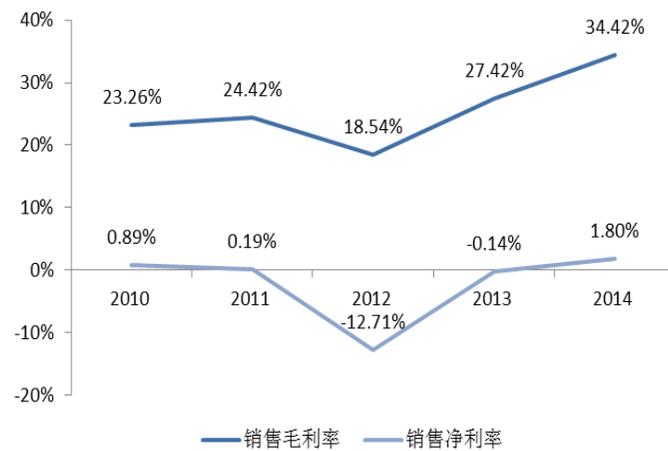
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 5: 归母净利润 (百万元)



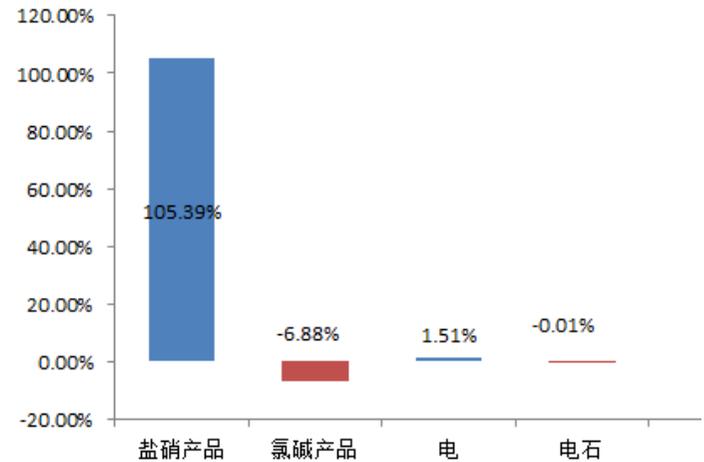
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 6: 近年销售毛利率变化 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 7: 2014 年度毛利分解 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

3、股本结构

公司控股股东目前为云南轻纺集团有限公司，持有公司 75429364 股股份，占公司总股本的 40.59%。社保一一八组合、汇添富、交银施罗德等基金在列。

图表 8: 公司股权结构图 (截止到 2015 年一季度)

2015 一季报					
排名	股东名称	方向	持股数(股)	持股数变动(股)	占总股本比例(%)
1	云南轻纺集团有限公司	-	75,429,364	0	40.5900
2	全国社保基金一一八组合	增持	7,152,825	2,652,903	3.8500
3	中国建设银行股份有限公司-汇添富环保行业股票型证券投资基金	新进	5,000,046		2.6900
4	云南省工业投资控股集团有限责任公司	-	4,921,521	0	2.6500
5	新疆立兴股权投资管理有限公司	减持	4,252,121	-1,027,879	2.2900
6	中国建设银行股份有限公司-兴全社会责任股票型证券投资基金	新进	3,906,920		2.1000
7	中国农业银行-交银施罗德成长股票证券投资基金	减持	2,350,200	-1,200,000	1.2600
8	中国农业银行-益民创新优势混合型证券投资基金	减持	2,257,137	-325,223	1.2100
9	孙琳	增持	1,953,993	62,300	1.0500
10	交通银行-金鹰中小盘精选证券投资基金	新进	1,725,481		0.9300
	合计	-	108,949,608		58.6200

资料来源: 公司一季报、信达证券研发中心

二、非公开发行股票预案

2014 年 9 月 12 日公司公告,以 10 元/股的价格向云南省能源投资集团有限公司非公开发行股票。后最终确认为发行 92380430 股,本次非公开发行后,云南能投将持有公司不低于 33.2%的股份,成为公司控股股东,云南省国资委将成为公司的实际控制人和最终控制方。公司的控制权将发生变化。

1、深化国企改革,优化国企资源配置的政策背景

2014 年 7 月,云南省委、省政府出台《关于全面深化国有企业改革的意见》,该意见明确了国有资产管理体制和国有企业改革的重点和方向,提出进一步优化国有经济布局结构;充分发挥资本市场功能作用,优化国有企业资源配置;传统特色优势产业做强做优,形成体现优势、发挥功能、配置合理的国有经济布局结构。

上述意见要求绝大多数国有企业发展成为混合所有制企业,资本证券化水平大幅提升,各种所有制资本取长补短、互相促进、共同发展,形成股权多元、优势互补、协调发展的良性机制。

2、云南省水力发电以及公司业务上的困境

截至 2013 年底，云南省电力装机达 6,375 万千瓦，到 2015 年将达 8,000 万千瓦。在云南电力构成中，70%以上是水电，水电上网电价较为便宜。但受“云电东送”和“云电自用”的矛盾，以及地方输配网建设滞后的影响，云南省内主要工业的用电成本较高，造成丰富的电力资源无法服务云南经济健康发展的局面。受此影响，企业融资困难，财务负担十分严重。

2014 年 1 月，国家能源局《关于印发 2014 年能源工作指导意见的通知》提出，积极推进电能直接交易和售电侧改革，积极支持在内蒙古、云南等省区开展电力体制改革综合试点。电能直接交易即直供电，通过买方和卖方直接协商，定出发电侧上网价格，再加上单独核定的输配电价，得出更加市场化的售电侧价格。“点对点”的直供电模式有利于较大程度降低重点载能企业的用电成本，提升产业竞争力。同时对于发电企业，提升了弃水电量的收益，也对改善自身经营具有重大意义。

3、本次非公开发行对象简介

发行对象云南能投，是云南省委、省政府为加快推进云南建成中国面向西南开放的重要桥头堡，进一步实施工业强省战略，做强做大能源产业，于 2012 年 1 月经云南省人民政府批复同意组建的省属国有重要骨干企业。云南能投作为云南省能源战略的实施平台，是云南能源资源开发、建设、运营和**投融资主体**，更是电力、煤炭和有关能源资源、资产、产业的**整合主体**。

通过本次非公开发行，一方面，上市公司可借助云南能投雄厚的资金实力和能源优势，实现企业的可持续发展；另一方面，云南能投可利用上市公司的融资平台功能和资本运作优势，做强做大云南省的能源产业。

4、本次非公开发行的目的

本次非公开发行拟募集的资金总额为 923,804,300 元，扣除相关发行费用后，其中 88,075,400 元用于补充流动资金，剩余募集资金将全部用于归还流动资金借款及一年内到期长期借款，偿还金额不超过 835,728,900 元，公司将根据整体资金情况和节省财务费用的原则偿还公司借款。

三、云能投概况

1、云南能投概况

注册名称：云南省能源投资集团有限公司

法定代表人：段文泉

注册资本：1,165,999.7624 万元 公司类型：非自然人出资有限责任公司

成立日期：2012 年 2 月 17 日

注册地址：云南省昆明市人民中路美亚大厦 19-23 楼

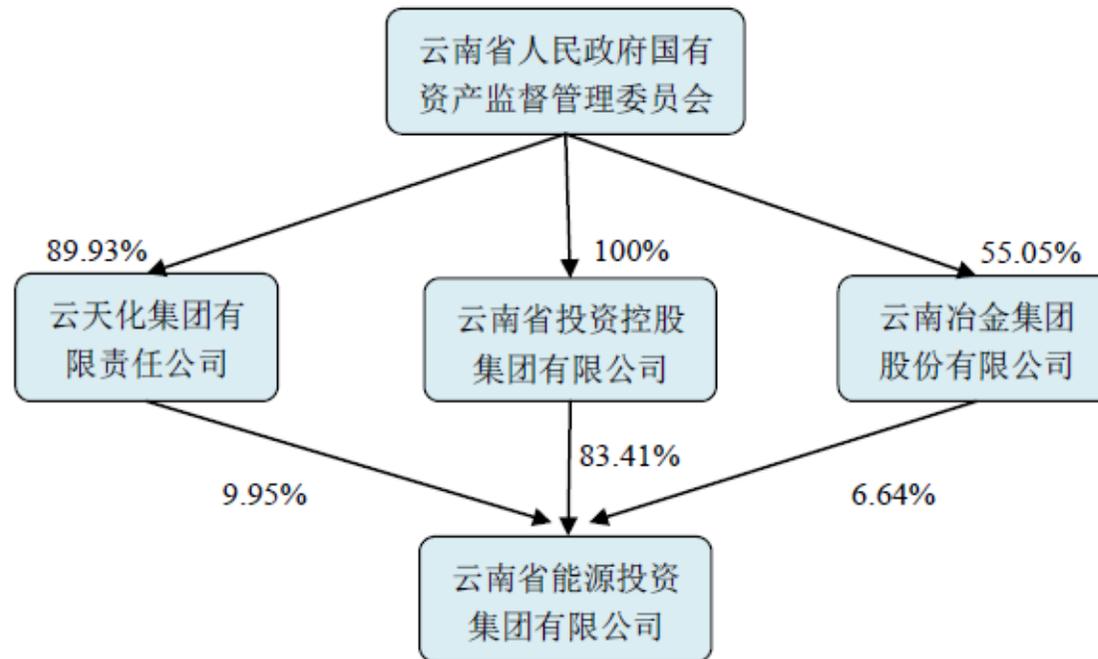
经营范围：电力、煤炭等能源的投资及管理；环保、新能源等电力能源相关产业、产品的投资及管理；参与油气资源及管网项目的投资；其他项目投资、经营；与投资行业相关的技术服务、投资策划及其咨询管理，信息服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

2、云南能投与其控股股东、实际控制人之间的股权控制关系结构图

云南能投的控股股东为云投集团，实际控制人为云南省国资委。

截至非公开增发方案公告日，云南能投与其控股股东、实际控制人之间的股权关系结构如下图所示：

图表 9：云南能投股权关系结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3、云南能投主营业务情况

云南能投是省委、省政府为加快推进云南建成中国面向西南开放的重要桥头堡，进一步实施工业强省战略，做强做大能源产业，于2012年1月11日经云南省人民政府“云政复[2012]4号”文批复同意组建的省属国有重要骨干企业。

云南能投以“开发能源，服务云南”为已任，定位于云南省能源战略的实施平台，云南能源资源规划、开发、建设、运营和投融资主体，电力、电网（配网）、天然气和相关能源资源、资产、产业的整合主体，即“一个平台，两个主体”。

云南能投业务覆盖电力、煤炭、天然气、能源贸易、能源服务、能源科技、能源信息、能源环保、能源装备、国际业务和能源金融等方面，核心板块为电力板块，主要包括水电、火电、新能源发电（风电、太阳能、垃圾发电等）2013年至2014年，云南能投主营业务收入情况如下：

图表 10：云南能投主营业务收入情况（单位：元）

项目	2014 年度	2013 年度
电力资源收入	1,827,440,841.32	1,532,281,327.37
煤炭销售收入	13,302,529.40	52,409,243.41
物资贸易收入	30,650,784,938.74	23,330,971,317.61
金融投资板块	70,960,365.54	
合 计	32,562,488,675.00	24,915,661,888.39

注：2014年，云南能投对其主营业务收入分类进行调整，导致2013年主营业务收入发生变化。

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

4、云南能投电力业务情况

云南能投的电力业务包括水电、火电、风电、太阳能等能源主体性业务，其中水电业务板块参与方式有两种：一是代表云南省人民政府参股华能集团、三峡集团和华电集团等全国大型发电企业在云南省投资建设的大型水电项目；二是云南能投主导开发云南省内中小水电项目，并参与云南省内与电力有关的其他资源的整合。

截至 2014 年末，云南能投权益装机容量为 **1,280.15** 万千瓦，其中水电装机容量为 965.15 万千瓦。2014 年总发电量为 46.51 亿千瓦时。云南省电力生产企业所生产的电力主要通过南方电网统一输送和销售。

图表 11: 云能投部分电力项目梳理

序号	公司名称	项目类别	项目名称	控股情况	持股比例合计
1	保山苏帕河水电开发有限公司	水电	保山苏帕河梯级水电站	控股	56%
2	腾冲苏电龙川江水电开发有限公司	水电	龙川江一级电站	控股	56%
3	腾冲苏电龙川江水电开发有限公司	水电	腾龙桥二级电站	控股	56%
4	临沧云投粤电水电开发有限公司	水电	临沧挂蓝子、南荣田水电站	控股	51%
5	临沧云投粤电水电开发有限公司	水电	临沧新塘房水电站	控股	51%
6	临沧云投粤电水电开发有限公司	水电	临沧大丫口水电站	控股	51%
7	云电投对外能源合作开发有限公司	水电	怒江福贡利沙底水电站	控股	80%
8	华宁跳石头水电有限责任公司	水电	玉溪华宁跳石头水电站	控股	51.87%
9	云南电投新能源开发有限公司	太阳能	石林光伏并网电站示范项目	控股	41%
10	云南电投新能源开发有限公司	垃圾发电	曲靖垃圾发电厂	控股	85%
11	云南电投新能源开发有限公司	风电	会泽大海草山风电场	控股	100%
12	云南电投新能源开发有限公司	风电	会泽大海梁子风电场	控股	100%
13	云南电投新能源开发有限公司	风电	会泽牯牛风电场	控股	100%
14	云南电投新能源开发有限公司	风电	泸西永三风电场	控股	70%
15	云南电投新能源开发有限公司	风电	泸西孔照普风电场	控股	70%
16	云南电投新能源开发有限公司	风电	泸西阿朝风电场	控股	70%
17	云南电投新能源开发有限公司	风电	泸西弯半孔风电场	控股	70%
18	云南电投新能源开发有限公司	风电	泸西所梅落风电场	控股	70%
19	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	功果桥水电站	参股	31.4%
20	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	小湾水电站	参股	31.4%
21	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	漫湾水电站	参股	31.4%
22	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	景洪水电站	参股	31.4%
23	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	瑞丽江一级水电站	参股	15.7%

24	华能澜沧江水电开发有限公司	太阳能	石林光伏发电	参股	22.0%
25	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	大理徐村电站	参股	31.4%
26	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	南果河电站	参股	31.4%
27	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	兰坪亚大环宇水电站	参股	31.4%
28	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	妥洛水电站	参股	31.4%
29	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	古水水电站	参股	31.4%
30	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	乌弄龙水电站	参股	31.4%
31	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	里底水电站	参股	31.4%
32	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	托巴水电站	参股	31.4%
33	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	黄登水电站	参股	31.4%
34	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	大华侨水电站	参股	31.4%
35	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	苗尾水电站	参股	31.4%
36	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	糯扎渡水电站	参股	31.4%
37	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	橄榄坝水电站	参股	31.4%
38	华能澜沧江水电开发有限公司	水电	勐松水电站	参股	31.4%
39	金沙江下游水电开发四川公司	水电	向家坝	参股	15%
40	金沙江下游水电开发四川公司	水电	溪洛渡	参股	15%
41	金沙江下游水电开发云南公司	水电	乌东德	参股	15%
42	金沙江下游水电开发云南公司	水电	白鹤滩	参股	15%
43	云南金沙江中游水电开发有限公司	水电	龙盘水电站	参股	10%
44	云南金沙江中游水电开发有限公司	水电	两家人水电站	参股	10%
45	云南金沙江中游水电开发有限公司	水电	梨园水电站	参股	10%
46	云南金沙江中游水电开发有限公司	水电	阿海水电站	参股	10%
47	大唐观音岩水电开发有限公司	水电	观音岩水电站	参股	14%
48	金安桥水电站有限公司	水电	金安桥水电站	参股	8%
49	云南国投大朝山水电有限公司	水电	大朝山水电站	参股	10%
50	云南华电鲁地拉水电有限公司	水电	鲁地拉水电站	参股	8%
51	华能云南龙开口水电有限公司	水电	龙开口水电站	参股	2%
52	国电迪庆香格里拉发电有限公司	水电	吉沙水电站	参股	20.93%
53	国电迪庆香格里拉发电有限公司	水电	冲江河水电站一期	参股	20.93%
54	国电迪庆香格里拉发电有限公司	水电	冲江河水电站扩容	参股	20.93%

55	国电迪庆香格里拉发电有限公司	水电	螺丝湾水电站	参股	20.93%
56	国电迪庆香格里拉发电有限公司	水电	吊江岩水电站	参股	20.93%
57	国电迪庆香格里拉发电有限公司	水电	月亮坪水电站	参股	20.93%
58	云南滇能泗南江水电开发有限公司	水电	泗南江水电站	参股	39%
59	云南华电怒江水电开发有限公司	水电		参股	30%
60	威信云投粤电扎西能源有限公司	火电	威信电厂一期	控股	50%
61	威信云投粤电扎西能源有限公司	火电	威信电厂二期	控股	50%
62	云南四方云电投能源有限公司	火电	宣威煤矸石热电厂	控股	82%
63	德宏云能投能源开发有限公司	火电	德宏州芒市天然气热电联产项目一期	控股	90%
64	国电阳宗海发电有限公司	火电		参股	17%
65	云南大唐红河发电有限公司	火电		参股	15%
66	国电开远发电有限公司	火电		参股	45%
67	云南华电巡检司发电有限公司	火电		参股	35%
68	云南华电镇雄发电有限公司	火电		参股	35%
69	国电宣威发电有限责任公司	火电		参股	34%

资料来源：信达证券研发中心

图表 12: 云能投部分煤炭项目梳理

序号	公司名称	项目类别	项目名称	控股情况	持股比例	产能(万吨/年)
1	威信云投粤电扎西能源有限公司	煤炭	威信观音山煤矿	控股	50%	240
2	威信云投粤电扎西能源有限公司	煤炭	威信玉京山井田、马河矿区、石坎矿区	控股	50%	315
3	云南电投煤业开发有限公司	煤炭	乾源煤矿	控股	51%	30
4	云南电投煤业开发有限公司	煤炭	宣威倘塘半坡煤矿(独立核算非法人)	控股	51%	21
5	云南东源煤电股份有限公司	煤炭		参股	13.04%	460
合计						1066

资料来源：信达证券研发中心

5、云能投收入、利润及部分债务情况

云南能投收入和利润主要来源于电力生产及销售、煤炭生产及销售、能源物资贸易和其他四大板块，以及对其他企业的投资收益。

2011-2013 年及 2014 年 1-9 月，公司实现营业总收入 9.16 亿元、46.98 亿元、263.42 亿元和 262.13 亿元，其中营业收入（电力、煤炭、能源物资和其他）2.93 亿元、40.37 亿元、250.12 亿元和 241.55 亿元。

随着向家坝、溪洛渡及金沙江中游、澜沧江等一系列电站的陆续集中建成，近年投资收益分别为：5.95 亿元、6.29 亿元、12.88 亿元和 19.52 亿元。呈逐年递增趋势，成为云能投最优质的资产。

图表 13: 云能投近三年及近一期主营业务毛利润构成及占比表

单位：万元、%

项目	2014 年 1-9 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
售电业务	12,519	42.57%	17,537	34.96%	12,084	72.94%	12,116	99.25%
煤炭销售业务	1,484	5.05%	2,226	4.44%	738	4.45%	55	0.45%
能源物资贸易 业务	9,271	31.52%	28,509	56.83%	3,744	22.60%	84	0.69%
其他业务	6,138	20.87%	1,896	3.78%	—	—	—	—
合计	29,412	100%	50,168	100.00%	16,566	100%	12,254	100%

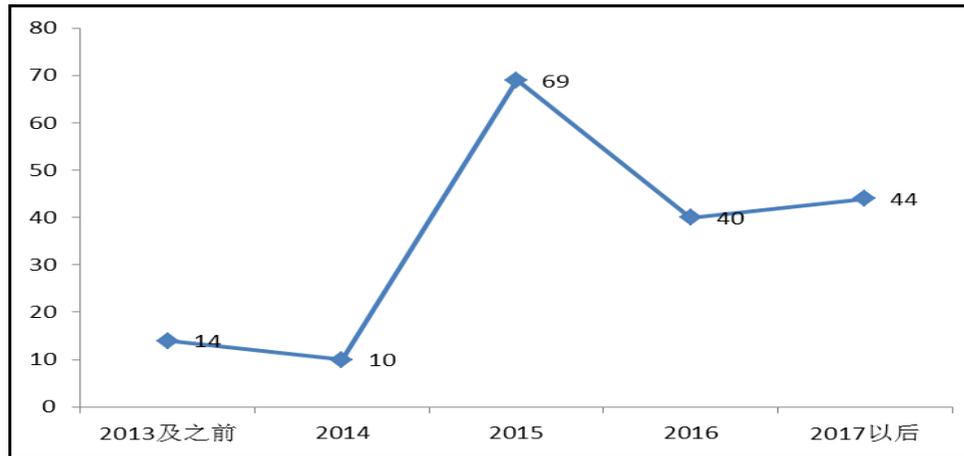
资料来源：云能投债券公告，信达证券研发中心

图表 14: 存续期的直接债务融资工具情况

债务融资	面值	发行利率	期限	起息日	到期日	兑付情况
工具简称	(亿元)	(%)		年-月-日	年-月-日	
10 云电投 CP01	4	4.5	1 年	20101209	20111209	按期兑付
11 云电投 CP01	3	5.25	1 年	20110310	20120310	按期兑付
12 云电投 CP001	7	5.26	1 年	20121031	20131031	按期兑付
13 云能投 CP001	10	6.3	1 年	20131119	20141119	按期兑付
13 云能投 PPN001	10	5.72	3 年	20130726	20160726	存续
13 云能投 PPN002	10	5.87	3 年	20130815	20160815	存续
13 云能投 PPN003	10	6.11	3 年	20130906	20160906	存续
13 云能投 PPN004	10	6.39	3 年	20131029	20161029	存续
14 云能投 PPN001	10	7.6	3 年	20140221	20170221	存续
14 云能投 CP001	10	5.77	1 年	20140306	20150306	存续
14 云能投 MTN001	15	7.2	5 年	20140414	20190414	存续
14 云能投 CP002	7	5.59	1 年	20140507	20150507	存续
14 云能投 MTN002	9	7.5	永续	20140702		存续
14 云能投 CP003	12	5.1	1 年	20140822	20150822	存续
14 云能投 MTN003	10	6	5 年	20140827	20190827	存续
14 云能投 SCP001	10	4.5	270 天	20141024	20150721	存续
14 云能投 SCP002	10	4.5	270 天	20141121	20150818	存续
15 云能投 SCP001	10	4.99	270 天	20150128	20151025	存续
15 云能投 SCP002	10	4.98	270 天	20150209	20151106	存续
累计及平均	177	5.74				

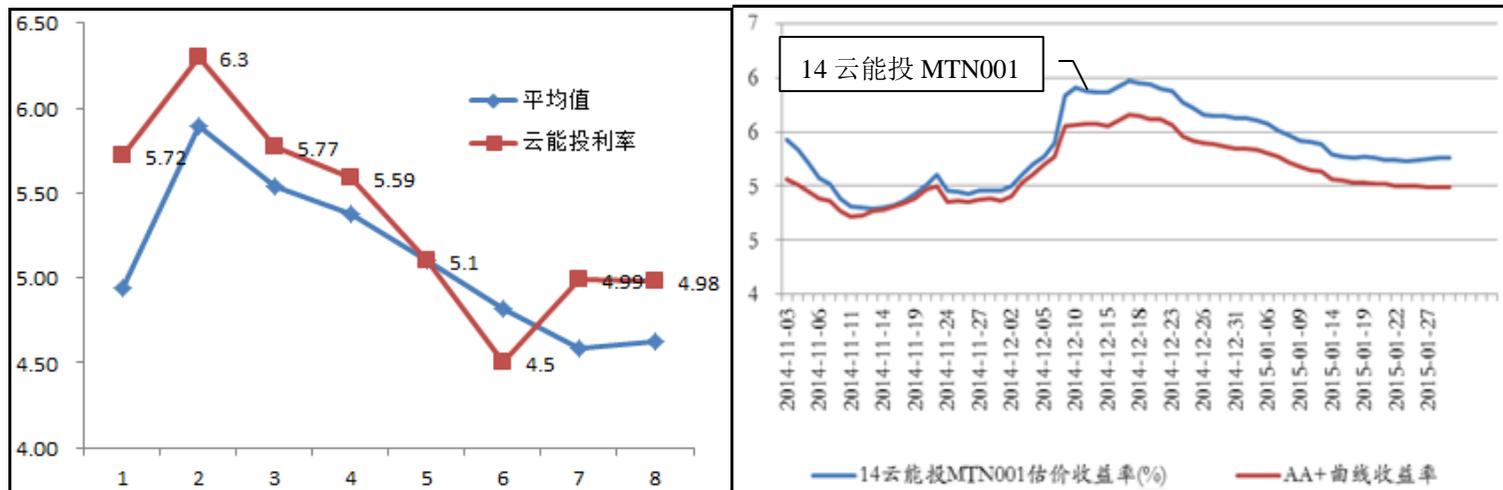
资料来源：云能投债券公告，信达证券研发中心

图表 15: 云能投近年债券融资偿还计划（单位：亿元）



资料来源：信达证券研发中心

图表 16: 云能投 AAA 级一年期债券利率与市场平均利率（以及与 AA+级利率对比关系）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图表 17: 云能投近年信括借款情况 (单位: 亿元)

信托公司	借款金额	借款起止期限	借款利率	借款类型
中航信托股份有限公司	300,000	2012/9/5-2015/9/5	8.30%	质押借款
中航信托股份有限公司	30,000	2013/2/28-2015/2/27	7.00%	信用借款
国投信托有限公司	40,000	2013/3/11-2016/3/11	8.00%	质押借款
渤海国际信托有限公司	60,000	2013/12/26-2014/12/26	8.60%	信用借款
兴业国际信托有限公司	100,000	2013/5/30-2015/5/30	6.70%	质押借款
兴业国际信托有限公司	100,000	2013/11/20-2015/11/20	7.50%	信用借款
交银国际信托有限公司	20,000	2014/1/23 至 2015/1/23	7%	信用借款
金谷国际信托	70,000	2014/07/31-2016/07/31	6.90%	信用借款
合计	720,000	-	-	-

资料来源: 云能投公告, 信达证券研发中心

图表 18: 云能投部分短期贷款情况 (单位: 亿元)

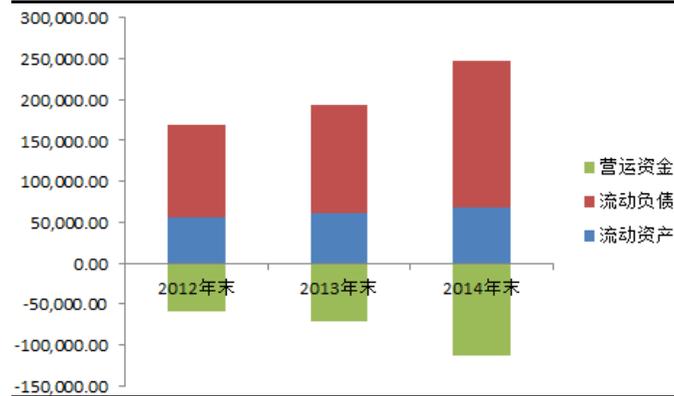
贷款机构名称	借款余额	借款起止日期	借款利率	借款条件
中国银行云南省分行	10,000.00	2013/12/19-2014/12/19	6.00%	质押借款
中国银行云南省分行	20,000.00	2013/12/30-2014/12/30	7.00%	质押借款
农业银行威信县支行	1,000.00	2013/9/12-2014/12/19	6.30%	抵押借款
招商银行兴科路支行	8,000.00	2013/12/10-2014/12/10	6.60%	保证担保
广发银行行龙华路支行	10,000.00	2013/12/13-2014/12/13	6.90%	保证担保
民生银行	6,000.00	2012/12/13-2014/12/13	6.60%	保证担保
农业银行威信县支行	2,000.00	2013/6/14-2014/12/12	6.30%	保证担保
农业银行	10,000.00	2014/1/7-2015/1/6	6.6%	保证担保
交行官渡支行	1,000.00	2014/1/23-2015/1/23	6.6%	信用借款
农业银行	10,000.00	2014/2/8-2015/2/8	6.6%	保证担保
招商银行	20,000.00	2014/2/27-2015/2/27	7%	信用借款
农业银行	5,000.00	2014/3/5-2015/3/4	6.1%	保证担保
广东发展银行	5,000.00	2014/2/21-2015/2/20	6.6%	信用借款
广东发展银行	6,500.00	2014/2/18-2015/2/17	6.6%	保证担保
建设银行香港分行	18,990.00	2014/03/31-2015/03/03	2.54%	保证担保
招商银行	20,000.00	2014/03/27-2015/03/27	7.2%	信用借款
农业银行	10,000.00	2014/04/11-2015/04/10	6.12%	保证担保
农业银行	5,000.00	2014/04/16-2015/04/15	6.12%	保证担保
农业银行昆明拓东路支行	20,000.00	2014/04/23-2015/04/22	6.3%	保证担保
工商银行香港分行	47,726.00	2014/04/30-2015/04/21	2.63%	保证担保
民生银行	20,000.00	2014/05/07-2015/05/06	7.5%	保证担保
交通银行	9,000.00	2014/05/29-2015/05/29	6.6%	信用借款
民生银行	20,000.00	2014/06/05-2014/12/05	6.16%	保证担保
农村信用合作社	6,000.00	2014/06/10-2015/06/26	6.0%	保证担保
恒生银行	10,000.00	2014/06/30-2014/12/26	6.3%	保证担保
兴业银行	7,000.00	2014/07/16-2015/07/15	6.9%	保证担保
中国银行	30,000.00	2014/09/26-2015/09/25	6.6%	信用借款
合计	338,216.00			

资料来源: 云能投公告, 信达证券研发中心

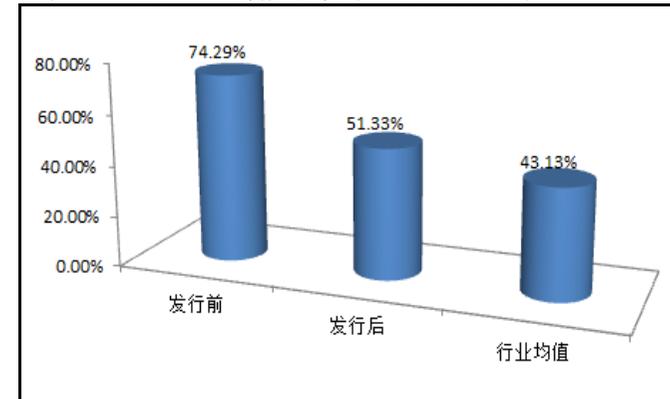
四、募集资金使用计划

本次非公开发行拟募集的资金总额为 923,804,300 元，扣除相关发行费用后，其中 88,075,400 元用于补充流动资金，剩余募集资金将全部用于归还流动资金借款及一年内到期长期借款，偿还金额不超过 835,728,900 元，公司将根据整体资金情况和节省财务费用的原则偿还公司借款。

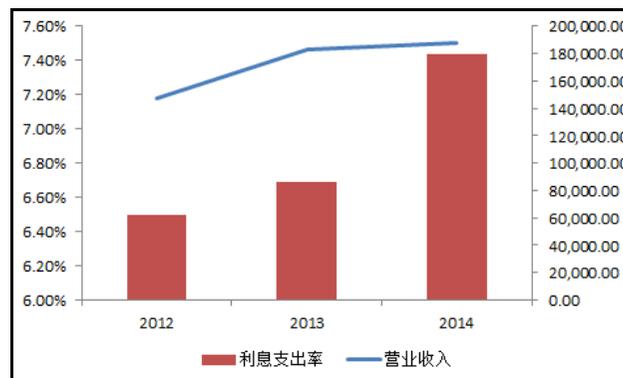
图表 19: 公司营运缺口逐渐加大



图表 20: 发行后对于资产负债情况的敏感性分析

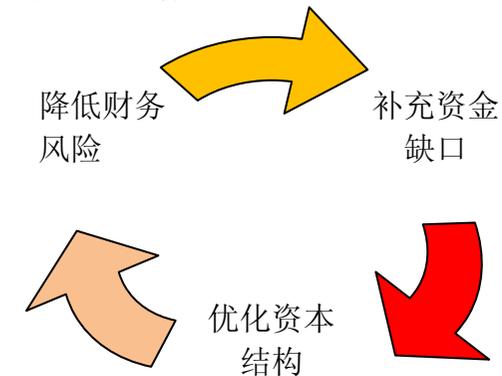


图表 21: 利息支出成为公司财务主要负担



本页资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图表 22: 募集资金使用效果



五、公司后续发展前景

1、公司原有业务

(1) 盐业

近日，国务院印发《关于取消非行政许可审批事项的决定》，在前期大幅减少部门非行政许可审批事项的基础上，再取消 49 项非行政许可审批事项，将 84 项非行政许可审批事项调整为政府内部审批事项。值得关注的是，**食盐生产限额年度计划审批被取消**。无疑，这是国务院新一轮简政放权的新举措，随着食盐生产限额年度计划审批的取消，食盐市场化改革将加速。

做为一种历史以来一直具有垄断经营属性的商品，食盐的生产-销售一直以来存在一定的门槛。随着盐改政策的进一步放开，拥有自有低成本盐矿及销售渠道的公司，必将从中受益。同时鉴于商品盐单位采购量小，邮寄成本高等特点，其受外来渠道影响小，除工业用盐外，地域性很强。而工业用盐受运费等成本影响，亦不会有较大的变化。公司食盐业务拥有深厚积淀，市场化将带来新收益。

(2) 化工行业

公司主要的化工产品的生产过程均属高耗能行业。以烧碱为例，每电解单元约耗电 2300 度；电石业内每吨约耗电 3400 度。由于受电网建设及汛期水电富余等双重影响，云南省汛期电力富余情况严重，从而给电力体制改革及电价市场化打开了新的空间。随着大用户直供电协议等相关政策的放开及工作的开展，汛期电费将存在市场化空间。从而给化工产品的成本带来一定的降低，伴随经济环境的逐步恢复，相关产品的市场空间会予以恢复，从而减少对于公司业绩的拖累。**公司全部耗能企业都在云南省内，将成为电改初期最主要的受益群体之一。**

2、云南能投成为公司股东后对公司发展的影响

云南能投是云南省组建的省属国有重要骨干企业。

云南能投以“开发能源，服务云南”为已任，定位于云南省能源战略的实施平台，云南能源资源规划、开发、建设、运营和投融资主体，电力、电网（配网）、天然气和相关能源资源、资产、产业的整合主体，即“一个平台，两个主体”。

本次正处于国企改革大背景下的非公开增发，一方面提高了公司的业务发展，另一方面也体现出云能投在自身债务压力较大的情况下，积极探索新的发展路径的决心。云能投做为云南省能源战略的实施平台，具备能源优势，此次成为上市公司大股东，对于做大做强云南省的能源产业将会产生明显的助推作用。

六、盈利预测及估值分析

考虑公司非公开增发尚在审批过程中，故我们未考虑相关影响。在公司目前业务正常发展情况下，基于以下几点，做出预测：

- 1、公司食盐业务目前产能 30 万吨，规格为 350g-数十千克不等，以 350g 食用盐为主。由于生产及销售渠道的垄断性，加之消费者对单件商品绝对价值敏感性低，结合物价及消费增加等因素，给予其 10% 的增长预期。
- 2、公司盐化工业务，电力成本占化工生产的 60% 以上，受益于电改有望每度电降低 0.05-0.1 元，结合市场下游实际情况，给予其 5% 的增长预期，以及 15%-5% 的电价降价影响。
- 3、公司水力发电业务，水力发电主要受来水及送出影响，但大周期内天然来水基本平衡，且送出问题随着电改及“云电东送”等工程的启动，会逐步解决。水力发电业务收入保持稳定，伴随贷款本金的偿还，财务费用逐步减少。

图表 23：盈利预测关键假设（单位：万元）

	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
盐业				
营业收入	94,476.50	103,924.15	114,316.57	125,748.22
营业成本	31,181.33	31,493.14	31,808.08	32,126.16
盐化				
营业收入	85,898.92	90,193.87	95,605.50	102,297.88
营业成本	86,631.86	73,637.08	66,273.37	62,959.70
电力				
营业收入	1,709.89	1,709.89	1,709.89	1,709.89
营业成本	752.41	722.32	693.43	665.69
合计	2014	2015	2016	2017
营业收入	182,085.31	195,827.91	211,631.95	229,755.99
营业成本	118,565.60	105,852.54	98,774.87	95,751.55

资料来源：信达证券研发中心

由于本次非公开增发相关程序并未批复，我们暂不考虑此次增发对公司的影响。预计 2015 年至 2017 年公司业务可以逐步恢复良性发展，对应的营业收入分别达到 20.2、21.82、23.69 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 0.73、2.66、4.26 亿元，按照公司目前股本计算，对应的 EPS 分别为 0.39、1.43、2.29 元，对应动态 PE 分别为 76 倍、21 倍、13 倍。云能投非公开增发后公司财务状况有望彻底改变（获得现金 9.24 亿元），并存在大股东注入资产的预期，公司将出现相较可比公司更具竞争力的经营能力，对比 2015 年度收益，给予公司 130 倍 PE 的估值，目标价 50.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：部分可比公司估值表（单位：万元）

证券代码	证券简称	每股净资产 BPS	每股收益 EPS	市净率 PB	市盈率 PE
000822.SZ	山东海化	2.40	0.18	3.91	52.27
600229.SH	青岛碱业	2.91	0.19	11.11	172.35
601678.SH	滨化股份	6.70	0.55	2.38	29.18
000707.SZ	双环科技	3.08	0.02	3.05	570.12
000737.SZ	南风化工	0.67	0.06	15.40	150.52
600328.SH	兰太实业	3.50	0.04	5.50	470.41
000635.SZ	英力特	9.13	0.17	1.88	99.57
600075.SH	新疆天业	3.52	0.09	3.95	158.69
	平均值	3.99	0.16	5.90	212.89
002053.SZ	云南盐化	4.90	0.30	7.21	119.60

资料来源：WIND，信达证券研发中心，数据为 2015 年 5 月 27 日收盘后数据。

七、风险因素

本次非公开增发还需证监会审批，相关进程可能慢于预期或存在失败的风险。

盐改政策自 2014 年启动以来，正在逐步放开市场化生产环节。而市场化销售环节具体放开进度如不及预期，虽然对消费量及物价因素影响有限，但将对盐业价格实际增长带来一定影响。同时如经济环境进一步恶化，盐化工项目市场需求低迷，尽管电价下降，但仍可能对公司业绩造成拖累。

云南省做为电改的试点省份，自 2015 年度电改相关政策逐步出台以来，省内大企业直供电谈判已经陆续启动。但短期具体政策执行力度以及效果，存在一定程度上的不确定性。

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	579.60	671.98	426.13	586.08	862.85
现金	262.21	304.34	45.89	223.65	505.75
应收票据	21.28	29.10	31.42	33.96	36.87
应收账款	31.20	59.12	59.14	63.91	69.39
预付账款	12.46	14.10	14.76	13.24	12.41
存货	224.06	219.82	229.41	205.81	192.93
其他	28.38	45.50	45.50	45.50	45.50
非流动资产	2,953.81	3,165.40	3,206.11	3,228.34	3,320.37
长期投资	38.41	5.18	5.18	5.18	5.18
固定资产	1,764.23	1,666.51	2,035.59	2,558.16	2,658.35
无形资产	178.37	252.77	239.84	227.08	215.66
其他	972.80	1,240.94	925.50	437.92	441.18
资产总计	3,533.41	3,837.39	3,632.24	3,814.42	4,183.21
流动负债	1,248.98	1,797.85	1,793.35	1,725.41	1,681.76
短期借款	390.00	684.00	664.00	644.00	624.00
应付账款	411.40	457.58	473.33	424.63	398.05
其他	447.57	656.27	656.02	656.78	659.71
非流动负债	1,349.08	1,052.79	1,019.41	999.41	979.41
长期借款	1,241.14	922.21	902.21	882.21	862.21
其他	107.94	130.59	117.20	117.20	117.20
负债合计	2,598.05	2,850.64	2,812.76	2,724.82	2,661.17
少数股东权益	81.22	76.87	77.98	82.03	88.52
归属母公司股东权益	854.14	909.88	741.50	1,007.56	1,433.53
负债和股东权益	3533.409	3837.387	3632.237	3814.417	4183.215

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,829.93	1,877.45	2,019.15	2,182.10	2,368.98
同比(%)	24.31%	2.60%	7.55%	8.07%	8.56%
归属母公司净利润	37.34	55.63	73.22	266.06	425.96
同比(%)	-122.57%	48.99%	31.62%	263.36%	60.10%
毛利率(%)	27.42%	34.42%	34.88%	45.95%	53.33%
ROE(%)	4.47%	6.31%	8.87%	30.42%	34.90%
每股收益(元)	0.20	0.30	0.39	1.43	2.29
P/E	150	100	76	21	13
P/B	6.54	6.14	7.53	5.54	3.89
EV/EBITDA	24.98	22.04	18.78	10.75	7.91

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,829.93	1,877.45	2,019.15	2,182.10	2,368.98
营业成本	1,328.09	1,231.28	1,314.78	1,179.51	1,105.67
营业税金及附加	20.68	22.92	23.69	25.60	27.80
营业费用	192.54	209.34	215.89	233.32	253.30
管理费用	200.57	253.34	260.23	281.23	305.32
财务费用	92.98	99.72	97.86	97.53	94.40
资产减值损失	5.37	11.89	13.85	10.12	11.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.26	-0.39	-0.75	-0.55	-0.45
营业利润	-11.57	48.58	92.09	354.24	570.68
营业外收入	25.61	8.19	11.99	11.99	11.99
营业外支出	1.03	6.73	4.96	6.07	6.07
利润总额	13.01	50.03	99.12	360.16	576.60
所得税	15.60	16.25	24.78	90.04	144.15
净利润	-2.59	33.78	74.34	270.12	432.45
少数股东损益	-39.93	-21.85	1.12	4.05	6.49
归属母公司净利润	37.34	55.63	73.22	266.06	425.96
EBITDA	296.61	344.65	402.25	699.10	945.13
EPS (摊薄)	0.20	0.30	0.39	1.43	2.29

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	207.68	254.41	185.26	574.86	778.17
净利润	-2.59	33.78	74.34	270.12	432.45
折旧摊销	189.47	195.26	207.96	246.17	278.15
财务费用	94.13	99.36	95.17	92.77	90.37
投资损失	1.26	0.39	0.75	0.55	0.45
营运资金变动	-73.78	-79.71	-10.95	-40.24	-29.68
其它	-0.80	5.34	-182.02	5.49	6.42
投资活动现金流	-361.01	-161.69	-252.79	-264.32	-365.69
资本支出	-416.37	-179.94	-252.04	-263.77	-365.24
长期投资	1.63	1.14	-0.75	-0.55	-0.45
其他	53.73	17.11	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	198.51	-71.95	-190.93	-132.77	-130.37
吸收投资	45.00	18.00	0.00	0.00	0.00
借款	260.10	87.62	-40.00	-40.00	-40.00
支付利息或股息	112.49	152.97	150.93	92.77	90.37
现金净增加额	45.18	20.77	-258.46	177.76	282.10

分析师简介

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心 副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略，以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。