

## 盐硝业务明显低估, 资产整合值得期待

### 投资要点

- **食盐业务利润丰厚, 产销联动优势突出。** 凭借高毛利品种盐占比的快速上升, 公司盐硝业务自12年以来保持35%以上增速, 毛利率由41%上升至63%, 15年1-11月食盐业务净利润约2.2亿元, 16年预计将超过3亿元。未来随着公司的新型品种盐面市以及品种盐占比提升, 公司盐硝业务将继续保持高增长, 安全边际充足。公司是云南唯一获得食盐生产批发许可的企业, 在云南省内食盐市场占有率超过95%, 是绝对的垄断巨头。未来盐改将消除地域流通限制, 开放生产与销售资质认定, 公司作为率先完成产销一体化的企业, 具备相关运营经验及上市公司资金优势。目前公司原盐产能利用率不足60%, 流通区域限制解除后, 公司有望借助品牌优势和销售渠道优势将食盐向周边省份渗透, 盐硝业务持续增长可期, 我们看好其在后盐改时代产业整合中的表现。
- **背靠中缅管道, 天然气资产前景广阔。** 15年云南省天然气使用量为4.6亿方, 仅占云南省能源使用量的0.54%, 未来潜力巨大, 云南省天然气消费量较低主要原因是中缅油气管道的省内配套管网支线建设滞后。中缅管道是我国的第四大战略能源通道, 公司目前承担了11条云南省管网支线的建设任务, 我们认为支线通气后, 云南省天然气价格将较目前下降一半左右, 天然气作为清洁能源的竞争力有望大幅增强。此外, 公司还拥有云南省数个县区的天然气特许经营权, 未来将进一步向11个县区拓展, 天然气资产发展前景广阔。
- **控股股东志向凌霄, 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, 水电是公司目前最主要的资产, 14年末权益装机容量达到1280万千瓦。云南能投入主上市公司后, 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。云南能投提出十三五期间“资产过千亿、收入过千亿、市值过千亿”的发展目标, 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。
- **估值与评级:** 不考虑资产置换, 预计16-18年EPS分别为0.77、1.09和1.25元, 对应的动态PE分别为35、24和21倍(若考虑本次资产置换, 预计16-18年EPS分别为1.11、1.54和1.97元, 对应动态PE分别为23、17和13倍)。我们认为公司快速增长的盐硝业务被明显低估, 新增的天然气资产发展前景良好, 并且后续存在强烈的资产注入预期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 资产置换进度不及预期的风险; 盐业改革不及预期的风险; 天然气管网建设不及预期的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1665.53	1830.90	2011.63	2183.23
增长率	-11.29%	9.93%	9.87%	8.53%
归属母公司净利润(百万元)	102.53	213.94	303.68	348.32
增长率	84.29%	108.66%	41.95%	14.70%
每股收益EPS(元)	0.37	0.77	1.09	1.25
净资产收益率ROE	5.71%	10.28%	12.81%	12.98%
PE	72	35	24	21
PB	3.74	3.40	3.03	2.68

数据来源: Wind, 西南证券

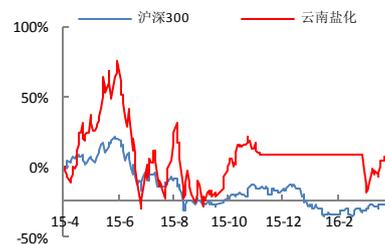
### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪  
执业证号: S1250514120001  
电话: 010-57631196  
邮箱: lxd@swsc.com.cn

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

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 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)	15.52-42.96
总市值(亿元)	74.12
总资产(亿元)	40.44
每股净资产(元)	6.79

### 相关研究

1. 云南盐化(002053): 盐硝增长稳业绩, 资产置换添活力 (2016-03-24)
2. 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)
3. 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)
4. 云南盐化(002053): 结构优化业绩高增, 国企改革稳步推进 (2015-08-28)

## 目 录

1. 公司概况：产销一体化盐业龙头 .....	1
2. 投资看点 .....	3
2.1 盐硝业务利润可观，多品种盐提供增长动力 .....	3
2.2 置入天然气资产优质，发展前景广阔 .....	6
2.3 云南能投志向凌霄，目标千亿市值 .....	8
3. 盈利预测与投资建议 .....	11
4. 风险提示 .....	11

## 图 目 录

图 1: 2011 年以来公司营业收入（百万元）及同比增速.....	1
图 2: 2011 年以来公司净利润（百万元）及同比增速.....	1
图 3: 2011 年至今公司营业收入构成（百万元）.....	1
图 4: 2011 年至今公司毛利构成（百万元）.....	1
图 5: 2011 年以来公司毛利率及净利率变化.....	2
图 6: 2011 年以来公司三费率变化.....	2
图 7: 云南盐化股权分布图.....	2
图 8: 公司天然气业务模块及定位.....	6
图 9: 云南省天然气收费结构.....	7
图 10: 能投天然气相关天然气管道项目储备.....	8
图 11: 云南省水电发电量变化.....	10
图 12: 云南省及全国水力发电占比变化.....	10

## 表 目 录

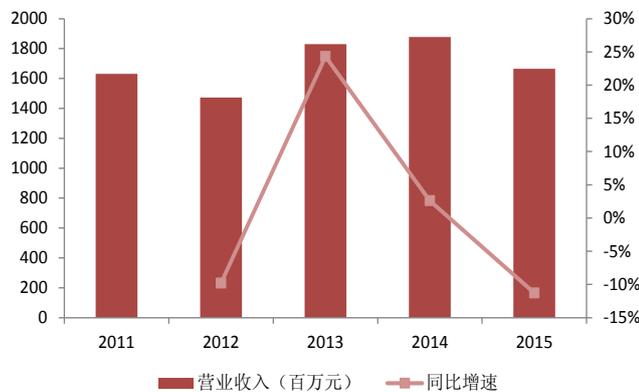
表 1: 公司政策优势.....	3
表 2: 食盐上市公司食盐业务比较.....	4
表 3: 公司多品种食用盐销售价格表.....	4
表 4: 公司 2016 年新品种食盐试销价格.....	5
表 5: 世界主要大型盐企.....	5
表 6: 各城市 2016 年 2 月居民用天然气价格.....	7
表 7: 云南能投控股子公司.....	9
表 8: 云南能投控股清洁能源项目.....	10
表 9: 分业务收入及毛利率.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

## 1. 公司概况：产销一体化盐业龙头

云南盐化是云南省唯一获得食盐批发许可的企业，公司 2015 年共销售盐产品 96.2 万吨，其中工业盐 56.7 万吨，食品用盐 39.5 万吨。公司旗下食用盐及工业盐产品占据云南省 95% 以上的市场份额，是当之无愧的云南省盐业龙头。

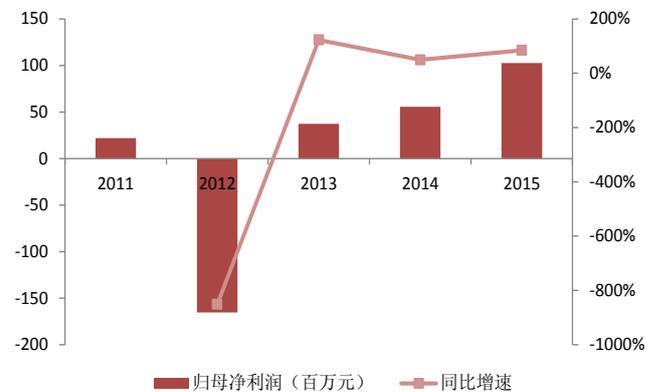
公司 2011 年以来营业收入变动不大，2015 年营收为 16.7 亿元，同比下降 11%，营收下降主要原因在于氯碱业务的持续低迷，较 2014 年下降近四成，严重拖累了公司业绩。与此同时，公司近年来重心逐渐转移至盐硝业务，盐硝产品占公司营业收入比重不断提升，2015 年实现营业收入 12.3 亿元，占公司总收入的 75%。2015 年公司实现归母净利润 1.03 亿元，同比增长 84%，净利润连续 3 年速度保持较快增长，其中盐硝业务是公司利润的主要来源，其毛利率提升 6 个百分点达 63%，呈现出收入与毛利率齐升的态势。

图 1：2011 年以来公司营业收入（百万元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

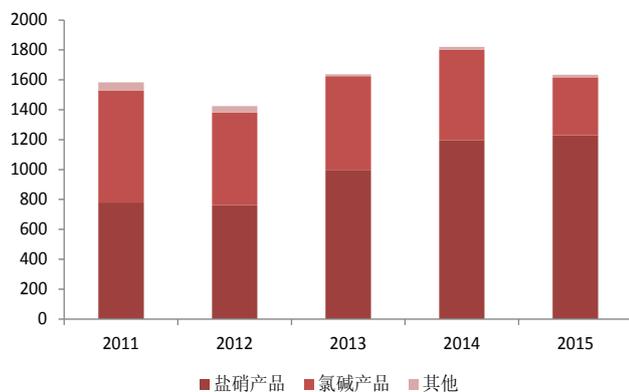
图 2：2011 年以来公司净利润（百万元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

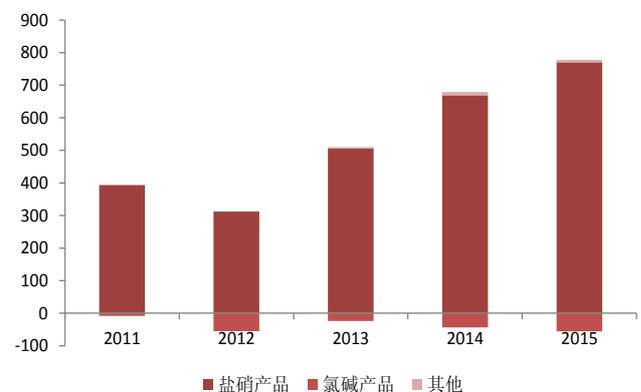
从毛利贡献角度分析，公司氯碱业务持续亏损，毛利主要来源于盐硝产品，除 2012 年受“抢盐”风波影响造成公司盐硝业务毛利同比下降以外，公司盐硝业务毛利额近年来一直保持快速增长。

图 3：2011 年至今公司营业收入构成（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

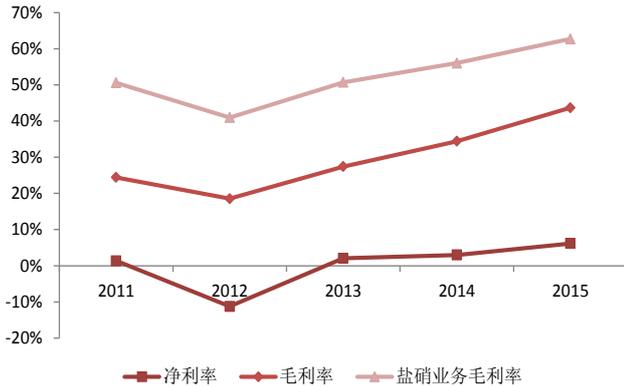
图 4：2011 年至今公司毛利构成（百万元）



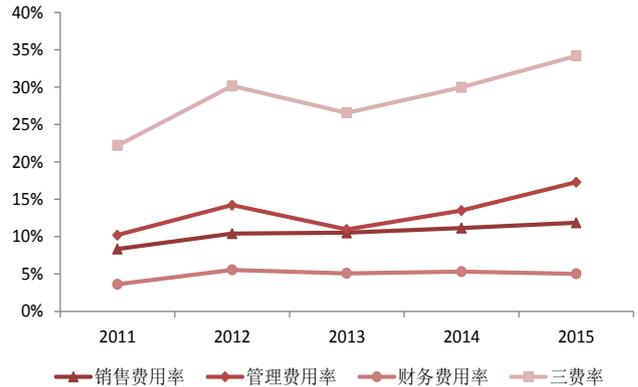
数据来源：公司公告，西南证券

公司的盐硝业务在 2012 年之后毛利率不断提升, 拉动公司整体毛利率和净利率增长。在公司完成亏损资产与能投天然气资产的置换后, 公司整体毛利率和净利率将摆脱氯碱业务的拖累, 出现大幅度的增长。

公司三费率较高, 其中近两年来管理费用上涨明显, 主要由于公司氯碱业务不景气, 停工造成的损失明显增加。随着未来新型品种盐进入市场, 销售费用预计将会有一定的提升, 而财务费用在 2015 年公司以募集资金归还负债后将会逐步下降。

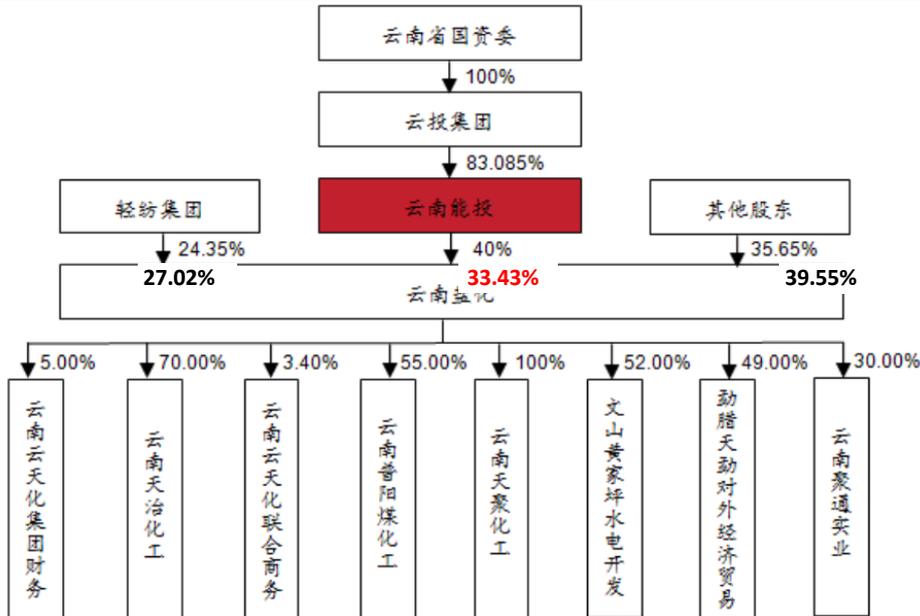
**图 5: 2011 年以来公司毛利率及净利率变化**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 6: 2011 年以来公司三费率变化**


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司原有最大股东为云南轻纺集团, 实际控制人为云天化集团。2015 年, 公司实施非公开发行, 云南能投认购公司新增股份后成为公司控股股东。

**图 7: 云南盐化股权分布图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2. 投资看点

### 2.1 盐硝业务利润可观，多品种盐提供增长动力

盐硝业务是公司目前最重要的盈利来源，2015年1月-11月贡献净利润超过2.2亿元，2016年预计实现净利润将超过3亿元。公司近年来盐硝业务保持50%以上的复合增长率，主要是食盐业务提供增量，尤其是品种盐销售比例的提升优化了食盐产品结构。我们认为盐硝业务未来将维持目前的高增长趋势，一方面，经我们测算品种盐销量在公司食盐中的比重还比较低，未来品种盐销售比重提升的空间还很大；另一方面，16年公司研发了13种新型品种盐，类别上扩充一倍，尤其是重磅产品无碘盐的推出，将极大促进公司品种盐的销售。

#### 2.1.1 前盐改时代：政策垄断造就行业龙头

我国食盐实行专营制度，1996年国务院颁布的《食盐专营办法》中明确规定，国家对食盐实行定点、定额生产；规定销售价格，销售范围；食盐批发商需要申请特许许可。经过近20年的演变，各省市的食盐生产、销售相互割裂，出现了多个地方性的食盐巨头。

云南盐化前身为云南省盐业总公司，以发改委2010年发文为标准，分配云南盐化食盐生产配额35.2万吨，其中供给云南省32万吨，省外3.2万吨。云南盐化是云南省食盐的唯一供给商，长期的政策垄断帮助公司成为省内龙头，旗下的“白象牌”食盐省内市场份额超过95%，为国内十大食盐品牌之一。

表 1: 公司政策优势

产业	相关政策	公司优势
生产	国家对食盐实行定点生产制度。非食盐定点生产企业不得生产食盐。	公司是云南省唯一一家工信部批准的食盐定点生产企业。
批发	国家对食盐批发实行批发许可证制度。经营食盐批发业务，必须依法申请领取食盐批发许可证。未取得食盐批发许可证的，不得经营食盐批发业务。	公司是云南省唯一具有食盐批发许可证的企业。
零售	食盐零售单位和受委托代销食盐的个体工商户、代购代销店以及食品加工用盐的单位，应当从当地取得食盐批发许可证的企业购进食盐。	公司建有15家销售分公司，5个销售网点。
配送	托运或者自运食盐的单位和个人，应当持有省、自治区、直辖市人民政府盐业主管机构核发的食盐准运证。	公司在云南省建有21个配送中心。

数据来源：西南证券整理。

在盐矿资源方面，公司拥有云南省资源储量最大、生产成本最优的四个盐矿：昆明盐矿、一平浪盐矿、乔后盐矿和普洱制盐分公司，氯化钠保有储量为6.5亿吨，公司在省内盐矿资源方面拥有绝对垄断性优势。

#### 2.1.2 后盐改时代：综合优势不惧市场竞争

近年来，盐改成为食盐行业绕不开的话题。业内预计，2016年大概率将成为盐改元年，2017年食盐专营有望完全打开。我们认为盐改核心为以下几点：允许食盐流通企业跨区域经营，放开所有盐产品价格，放开食盐批发、流通经营，允许现有食盐生产定点经营企业退出市场等。在盐改势在必行的大背景下，我们认为公司的一体化经营优势将进一步放大，多品种食盐的完善布局提前适应了未来食盐市场化的需求。

公司是全国最早完成产销一体化的盐业企业,也是目前 A 股市场中唯一同时具备生产能力和完善下游渠道的盐业上市公司。未来盐改一大重点将会放开食盐的流通渠道,众多公司将会角逐食盐销售环节,公司目前已经在云南省布局了 15 家销售分公司、21 家配送中心、5 个经营网点,完善的销售渠道布局使得公司在盐改尚未开始时便已经抢占先机,赢在了起跑线上。

公司的产销一体化经营模式能对食盐生产、运输、仓储及销售进行统一规划和调整,在控制成本等方面具备较强的竞争优势。食盐产业链中销售环节占据超过 50% 的毛利,未来放开后,原盐生产企业势必涉足利润丰厚的销售环节,当前单一的销售公司将受到极大的冲击,公司作为第一家实现产销一体化的盐企,具备丰富的管理和经营经验,有望实现加速扩张。

**表 2: 食盐上市公司食盐业务比较**

上市公司	是否具备生产能力	是否具备自主销售渠道	食盐年销量(万吨)
兰太实业	是	否	20
新都化工	是	否	30
三友化工	是	否	13
井神股份	是	否	72
云南盐化	是	是	40

数据来源:公司公告,西南证券整理

公司推出多品种食盐,完整布局高中低端市场。随着国人生活水平不断提高,食盐逐渐由生活必需品向普通消费品转换,鉴于其低消费量(人年均消费量不足 6kg,目前人年均消费额不过 30 余元),消费者接受高价品种盐几乎不存在价格障碍。公司于 2013 年 6 月开始试销多品种食盐,主要销售品种包括海藻碘盐及绿色低钠盐等。经过两年多的发展,我们测算目前公司品种盐销量占食盐比重约为 2 成,产品结构未来还具有较大的优化空间。

公司目前出售的品种盐主要为海藻碘盐以及低钠盐。海藻碘盐是指将天然的海藻碘替代常用的无机碘加入至食盐中,一方面海藻碘的热稳定性高于普通无机碘,适用于高温油炸等烹饪方式;另一方面,海藻碘液中包含的海藻多糖具有抗凝血、抗动脉硬化、抗肿瘤、抗病毒等作用。低钠盐添加了一定量的氯化钾和硫酸镁,从而改善体内钠(Na<sup>+</sup>)、钾(K<sup>+</sup>)、镁(Mg<sup>2+</sup>)的平衡状态,因此低钠盐最适合中老年人和高血压、肾病、心脏病患者摄入。两类品种盐均是普通加碘盐替代品,具备一定的保健功效,受众群体广泛,未来替代空间显著。

**表 3: 公司多品种食用盐销售价格表**

品种	规格	批发价格(元/吨)	零售价格(元/袋·瓶)	换算零售价格(元/kg)
绿色食品食用盐	50 公斤	1400	—	—
绿色食品食用盐	350 克	3663	1.50	4.29
绿色食品海藻碘盐	350 克	5372	2.20	6.29
绿色食品螺旋藻植物碘盐	350 克	6105	2.50	7.14
绿色食品低钠盐	350 克	6105	2.50	7.14
绿色食品健康平衡盐	350 克	19536	8.00	22.86
澳洲湖盐雪晶盐	250 克	14359	4.20	16.80
澳洲湖盐冰晶盐	250 克	21197	6.20	24.80

数据来源:公司公告,西南证券整理

2016年1月，公司公告试销新一批13种新品种食盐，极大地丰富了公司现有品种盐的类别，尤其是无碘盐的推出，将进一步促进品种盐销量的提升。根据科学研究，过量摄入碘可导致甲状腺功能减退症、自身免疫甲状腺病和乳头状甲状腺癌的发病率显著增加，随着我国居民生活水平提高，普通食品中摄入的碘量已然足够，继续推广加碘盐不符合部分家庭的实际需求。目前市场上对于无碘盐的呼声很高，但实际供应的厂家仍较少，公司本次试销无碘盐，将填补市场空缺，抢占市场份额。

**表 4：公司 2016 年新品种食盐试销价格**

品种	规格	批发价格(元/吨)	零售价格(元/袋/瓶)	换算零售价格(元/kg)
古滇深井盐	350g/袋	7326	3.00	8.57
磨黑深井盐	350g/袋	7326	3.00	8.57
海藻加碘盐	350g/袋	7326	3.00	8.57
腌制盐	350g/袋	7326	3.00	8.57
泡菜盐	350g/袋	8547	3.50	10
<b>未加碘食盐</b>	<b>350g/袋</b>	<b>9768</b>	<b>4.00</b>	<b>11.43</b>
磨黑天然钙盐	250g/袋	13675	4.00	16
古滇晶纯盐	250g/袋	16410	4.80	19.2
磨黑晶纯盐	250g/袋	16410	4.80	19.2
蒜香调味盐	200g/瓶	39744	9.30	46.5
姜香调味盐	200g/瓶	39744	9.30	46.5
鸡汁调味盐	200g/瓶	39744	9.30	46.5
椒盐	200g/瓶	41026	9.60	48

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的多品种盐布局是公司未来应对盐改的有力武器，一方面凭借多价格层次，分散品种的完整布局，公司能够满足各层次消费者的需求，加上“白象”牌食盐的品牌优势，公司未来的市场竞争中具备产品优势。另一方面，盐改将极有可能逐步放开食盐定价权，现有品种盐定价有望提升，促进更多高端品种盐投入市场，公司品种盐的利润空间有望进一步释放。

预计盐改将放开目前食盐禁止跨区域流通的限令，未来全国数十家地方性盐企将面临进一步的整合。按照国际经验，在欧美等发达国家，食盐行业基本都形成了产销一体，并有一家或少数几家盐业企业控制全国企业的寡头垄断局面。公司目前受禁令所限，具备的180万吨原盐产能，利用率不及60%，未来随着流通限制取消，公司产品将向其他省份辐射，销量有望大幅提升。

**表 5：世界主要大型盐企**

国家	主要盐企	市场份额
美国	IMC Global、莫顿盐业、嘉吉公司	85%
英国	Union salt, British Salt Ltd	90%
德国	Berchsgaden 盐业公司	60%
法国	法国南方盐业公司	90%
日本	三菱商事、三井物产、丸红、双日	95%

数据来源：Freedonia，西南证券整理

未来我国的盐业改革方向也将偏向于在行业内进行并购和收购以形成大型的产销一体化企业，一方面大型盐企在规模化生产、销售上具备成本优势；另一方面食盐作为民生相关必需品，品牌认可度的重要性将逐渐显现，大型盐企在宣传能力、品牌效应上的优势将进一步放大。云南盐化作为最早进行产销一体化改革的上市盐企，不仅具备多年产销结合的发展经验，还拥有上市公司平台带来的融资能力，在资金和发展模式上优势明显，我们认为云南盐化将是 A 股市场上最具潜力的盐改收益标的之一。

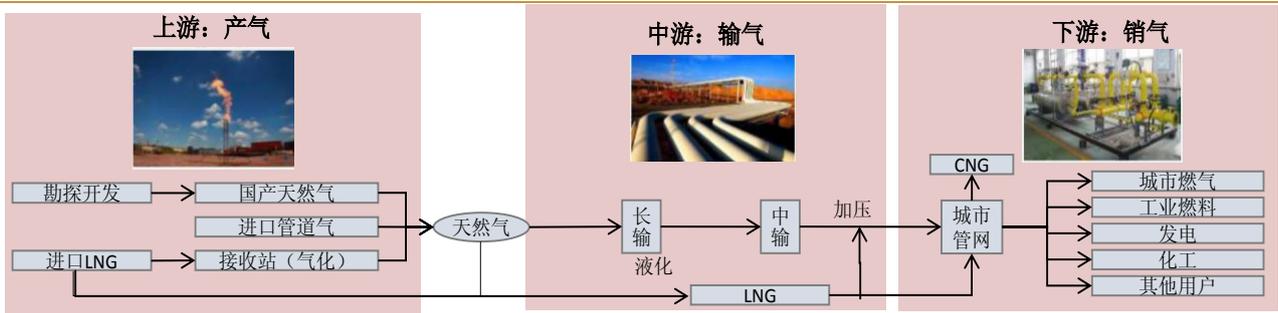
## 2.2 置入天然气资产优质，发展前景广阔

公司 2016 年 3 月发布了重大资产置换预案，拟以自身亏损的氯碱化工及 PVC 相关资产与母公司云南能投的天然气相关资产进行置换，差价由母公司承担。依照 2015 年数据，在未新增股本的情况下，本次资产置换将会提高公司净利润约 1.5 亿。我们认为公司本次注入的天然气资产是未来国家大力支持的清洁能源，持续看好其发展前景，未来增量可观。

### 2.2.1 背靠中缅天然气管道，云南天然气腾飞在即

目前云南的天然气业务仍处于起步阶段，主要通过槽车运输并储存至 LNG 气化储备站储罐内，通过气化装置气化为气态天然气后，经计量、调压、加臭后进入城市高、中、低压城市管道，最终提供给下游用户。随着云南省内相关配套管道的逐渐建成，云南省将逐渐形成以中缅管道为核心的现代化管输天然气系统。

图 8：公司天然气业务模块及定位



目前主营业务	天然气销售	<ul style="list-style-type: none"> <li>从上游天然气开发商购入天然气，通过运输槽车运输并充装至当地气化储备站，而后通过当地城市燃气管网供应给当地工、商、民用户，或通过运输槽车运输至公司经营的加气站销售给车辆用户。</li> </ul>
	入户安装服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要指根据不同类别用户的特点委托第三方提供燃气设施及设备的相关服务，并向用户收取入户安装费。</li> </ul>
未来业务发展	城市燃气特许经营权	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前已经在云南省昆明市富民县、昭通市昭阳区、宣威市、玉溪市易门县取得<b>30年的城市燃气特许经营权，提供城市燃气服务</b>；</li> <li>未来几年计划在昆明、玉溪、楚雄、红河、文山、普洱、西双版纳、大理、保山等地区通过多种途径实现业务的扩张。</li> </ul>
	支线管道建设	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前能投天然气在天然气支线管道方面项目储备丰富，<b>在建或拟建的项目共有11个，其中有4个项目已经取得了发改委的批准</b>，其他项目均在前期推进中；随着支线管道的建成，天然气管输收入也将成为公司主要收入之一。</li> <li>天然气资源具有天然垄断性。能投天然气对产业链中游支线管道的投资是未来业务发展重要的资源储备，是公司的核心竞争优势之一。</li> </ul>

数据来源：西南证券整理

2015年云南省的天然气使用量仅为4.63亿方，占云南省能源使用总量比例为0.54%，相比于全国约4%的平均水平，云南省天然气具有巨大的发展空间。按照规划，到2020年，云南省目标天然气使用量70亿方，届时天然气业务将成为公司的重要利润点。云南省天然气使用量较低的主要原因在于气源不足，外购价格较高。公司2015年的LNG采购均价3.2元/方，但目前云南省的天然气省级门户价格为仅为1.71元（工业）或2.30（民用）元/方，中缅管道天然气将促使成本下降，传导至天然气消费价格下降，极大地增强云南省天然气在能源使用中的竞争力，未来天然气使用比例有望快速增长。

图9：云南省天然气收费结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

中缅管道是我国的第四大战略能源通道，规划年通气量为120亿方，相当于西气东输工程一期通气量，未来云南省内的天然气支线将直接由中缅管道供气，待形成成熟的管输天然气体系之后，未来云南省的天然气价格有望下降一半左右。

表6：各城市2016年2月居民用天然气价格

城市	价格（元/方）	相关工程
北京	2.28	陕京线
上海	3.00	西气东输一期
云南邵通	4.42	中缅管道
云南楚雄	5.20	中缅管道

注：目前邵通及楚雄的管输线路尚未通气，仍采用槽车运输LNG方式供气。数据来源：公司公告，西南证券整理。

图 10：能投天然气相关天然气管道项目储备



数据来源：公司公告，西南证券整理

除了天然气管道的相关储备，公司还手握数个县区的天然气特许经营权，能投天然气已经在云南省昆明市富民县、昭通市昭阳区、宣威市、玉溪市易门县取得 30 年的城市燃气特许经营权，提供城市燃气服务，未来公司将借助自身优势，通过各个方式扩张自身在云南省内其他城市的业务。

## 2.3 云南能投志向凌霄，目标千亿市值

### 2.3.1 能投集团展望长远，上市平台整合倾向明确

云南能投集团是云南省能源战略的实施平台，是云南省能源资源开发、建设、运营和投融资主体，云南省电力、煤炭和相关能源资源、资产的整合主体。目前，云南能投集团主要从事电力（水电、火电及新能源电力）生产及销售，煤炭生产及销售，钢材、金属贸易以及金融服务业务等。

云南能投集团多次在公共场合展望自己的十三五目标，即力争“十三五”实现“资产过千亿、收入过千亿、市值过千亿”的三个千亿元发展目标。公司是云南能投旗下唯一的 A 股上市公司，未来进一步资产注入的预期强烈。

云南能投集团 2015 年入主云南盐化后不到半年便推出了资产置换方案，将亏损的传统氯碱化工资产置出，置入天然气资产。天然气业务在云南正处在萌芽期，在相关审核手续上相对简便。我们更倾向于将本次资产置换看作是云南能投集团的一次先期尝试，仍有后续资产注入的可能性。

**表 7: 云南能投控股子公司及部分孙公司**

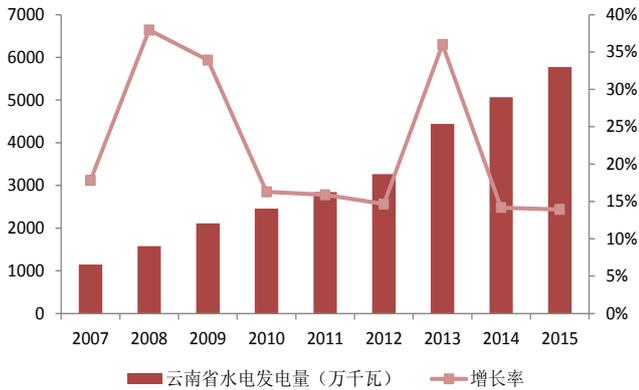
序号	公司名称	持股比例
1	云南省电力投资有限公司	55.01%
1.1	云南电投新能源开发有限公司	100%
1.2	云南能投产业投资有限公司	100%
1.3	云南能投能和经贸有限公司	100%
1.4	云南电投对外能源合作开发有限公司	100%
1.5	云南保山苏帕河水电开发有限公司	56%
1.6	临沧云投粤电水电开发有限公司	51%
1.7	威信云投粤电扎西能源有限公司	54.15%
1.8	云南四方云电投能源有限公司	82%
1.9	云南电投煤业开发有限公司	51%
1.10	云南电投中科光伏科技有限公司	51%
1.11	华宁跳石头水电有限责任公司	51.87%
2	云能投（北京）投资咨询有限公司	100%
3	香港云能国际投资有限公司	100%
4	云南能投天然气产业发展有限公司	100%
5	德宏云能投能源开发有限公司	90%
6	云南云投镇雄矿业能源开发有限公司	80%
7	云南能投水电新能源技术工程有限公司	45%
8	云南能投威士科技股份有限公司	40%
9	云南能投物流有限责任公司	40%
10	云南能投煤资源循环利用开发有限公司	40%
11	云南中汇招标有限公司	40%

数据来源：公司官网，西南证券整理

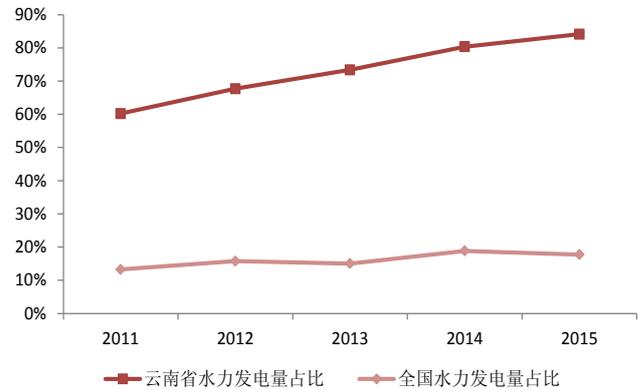
### 2.3.2 云南能投旗下资产优质，清洁能源板块潜力无限

目前云南能投旗下最重要的资产为其电力投资公司，公司 2014 年末权益装机容量为 1280 万千瓦，其中水电装机容量为 965 万千瓦，新能源 8.2 万千瓦，水电是公司目前最主要的资产。

云南省的水电资源充沛，在近年来在全国水电发电量整体增速放缓的背景下，云南省的水电保持了 15% 左右的增速，水电发电量占能源总发电量的比例由 2007 年的 44% 提高到了 2015 年的 84%，远高于 2015 年全国 18% 的平均水平。作为清洁能源的排头兵，水电不仅相较于火电更加环保，其发电成本也相应较低，未来云南省将进一步开发利用其水电资源，公司的水电规模也将进一步加大。

**图 11: 云南省水电发电量变化**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

**图 12: 云南省及全国水力发电占比变化**


数据来源: wind, 西南证券整理

除了传统发电方式以外, 新能源是云南能投未来寄予厚望的领域, 公司目前主要投资有太阳能发电, 垃圾发电, 风电三块新能源板块。公司在云南省内整体布局有超过 40 个清洁能源项目, 遍布云南省多个省市, 有着丰富的能源项目储备。云南能投作为云南省能源资源开发、建设、运营和投融资主体, 未来将成为省内新能源项目的承办主体之一, 发展前景良好。

**表 8: 云南能投控股清洁能源项目**

能源类型	项目名称	持股比例
水电	保山苏帕河梯级水电站	56%
	龙川江一级电站	56%
	腾龙桥二级电站	56%
	临沧桂蓝子、南荣田水电站	51%
	临沧新塘房水电站	51%
	临沧大丫口水电站	51%
	怒江福贡利沙底水电站	80%
	玉溪华宁跳石头水电站	51.87%
太阳能	石林光伏并网电站示范项目	41%
垃圾发电	曲靖垃圾发电厂	85%
风电	会泽大海草山风电场	100%
	会泽大海梁子风电场	100%
	会泽牯牛风电场	100%
	泸西永三风电场	70%
	泸西孔照普风电场	70%
	泸西阿朝风电场	70%
	泸西弯半孔风电场	70%
	泸西所梅落风电场	70%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3. 盈利预测与投资建议

假设 1: 公司品种盐比例持续提升, 2016 年盐硝业务收入增长 15%, 随着市场饱和度提高, 2017-2018 年收入增速 13%和 10%, 盐硝业务毛利率不断提升;

假设 2: 氯碱业务持续处于低谷, 2017-2018 年收入增速分别为 -5%, -1%和 3%, 毛利率分别为 -15%, -5%和 1%;

假设 3: 其他业务收入及毛利率相对保持稳定, 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 万元		2015A	2016E	2017E	2018E
盐硝产品	收入	122,855.70	141,284.05	159,650.98	175,616.08
	增速	2.80%	15.00%	13.00%	10.00%
	毛利率	62.67%	63.00%	63.50%	64.00%
氯碱产品	收入	38,805.95	36,865.65	36,496.99	37,591.90
	增速	-36.06%	-5.00%	-1.00%	3.00%
	毛利率	-14.39%	-15.00%	-5.00%	1.00%
其他	收入	4,891.80	4,940.72	5,014.83	5,115.13
	增速	158.69%	1.00%	1.50%	2.00%
	毛利率	26.96%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	166,553.45	183,090.42	201,162.80	218,323.11
	增速	-11.29%	9.93%	9.87%	8.53%
	毛利率	43.67%	46.40%	50.24%	52.36%

数据来源: 公司公告, 西南证券

不考虑资产置换, 预计 16-18 年 EPS 分别为 0.77、1.09 和 1.25 元, 对应的动态 PE 分别为 35、24 和 21 倍 (若考虑本次资产置换, 预计 16-18 年 EPS 分别为 1.11、1.54 和 1.97 元, 对应动态 PE 分别为 23、17 和 13 倍)。我们认为公司快速增长的盐硝业务被明显低估, 新增的天然气资产发展前景良好, 并且后续存在强烈的资产注入预期, 维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

- 1) 资产置换进度不及预期的风险;
- 2) 盐业改革不及预期的风险;
- 3) 天然气管网建设不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1665.53	1830.90	2011.63	2183.23	净利润	113.19	223.94	313.68	358.32
营业成本	938.25	981.29	1001.05	1040.18	折旧与摊销	202.84	225.74	261.66	283.53
营业税金及附加	22.46	21.97	24.14	26.20	财务费用	83.61	76.67	71.93	71.05
销售费用	197.62	201.40	221.28	240.16	资产减值损失	31.58	9.00	8.00	15.00
管理费用	287.83	256.33	281.63	327.48	经营营运资本变动	16.48	-56.93	14.36	6.16
财务费用	83.61	76.67	71.93	71.05	其他	-118.88	-25.71	-4.23	-12.05
资产减值损失	31.58	9.00	8.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>328.82</b>	<b>452.71</b>	<b>665.40</b>	<b>722.01</b>
投资收益	-0.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	-208.17	-223.17	-150.00	-100.00
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-190.21</b>	<b>-214.67</b>	<b>-150.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>103.33</b>	<b>284.24</b>	<b>403.61</b>	<b>463.16</b>	短期借款	-395.61	-138.40	0.00	0.00
其他非经营损益	3.01	10.41	9.13	8.31	长期借款	-481.13	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>106.34</b>	<b>294.65</b>	<b>412.74</b>	<b>471.47</b>	股权融资	901.48	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.85	70.72	99.06	113.15	支付股利	-18.59	-25.29	-42.90	-47.45
净利润	113.19	223.94	313.68	358.32	其他	-58.60	-169.00	-171.93	-171.05
少数股东损益	10.66	10.00	10.00	10.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-52.44</b>	<b>-332.68</b>	<b>-214.83</b>	<b>-218.50</b>
归属母公司股东净利润	102.53	213.94	303.68	348.32	<b>现金流量净额</b>	<b>86.16</b>	<b>-94.64</b>	<b>300.57</b>	<b>403.51</b>
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	400.11	305.46	606.03	1009.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	143.75	146.44	163.45	177.82	销售收入增长率	-11.29%	9.93%	9.87%	8.53%
存货	159.32	171.12	174.27	180.85	营业利润增长率	112.72%	175.08%	41.99%	14.76%
其他流动资产	36.57	30.86	33.91	36.80	净利润增长率	235.06%	97.84%	40.08%	14.23%
长期股权投资	4.33	4.33	4.33	4.33	EBITDA 增长率	13.45%	50.51%	25.66%	10.93%
投资性房地产	2.35	2.35	2.35	2.35	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2773.65	2777.92	2673.10	2496.42	毛利率	43.67%	46.40%	50.24%	52.36%
无形资产和开发支出	260.31	253.93	247.55	241.17	三费率	34.17%	29.19%	28.58%	29.25%
其他非流动资产	263.48	263.02	262.55	262.09	净利率	6.80%	12.23%	15.59%	16.41%
<b>资产总计</b>	<b>4043.87</b>	<b>3955.43</b>	<b>4167.54</b>	<b>4411.37</b>	ROE	5.71%	10.28%	12.81%	12.98%
短期借款	288.40	150.00	150.00	150.00	ROA	2.80%	5.66%	7.53%	8.12%
应付和预收款项	557.02	493.13	531.02	557.14	ROIC	7.49%	10.02%	13.25%	15.71%
长期借款	441.08	441.08	441.08	441.08	EBITDA/销售收入	23.40%	32.04%	36.65%	37.46%
其他负债	774.47	692.34	595.79	502.62	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2060.95</b>	<b>1776.54</b>	<b>1717.88</b>	<b>1650.84</b>	总资产周转率	0.42	0.46	0.50	0.51
股本	279.16	279.16	279.16	279.16	固定资产周转率	1.03	1.01	0.93	0.97
资本公积	1345.07	1345.07	1345.07	1345.07	应收账款周转率	23.05	23.36	25.87	24.69
留存收益	267.95	456.60	717.38	1018.24	存货周转率	4.83	5.68	5.61	5.66
归属母公司股东权益	1894.86	2080.83	2341.61	2642.47	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	98.05	108.05	118.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1982.92</b>	<b>2178.88</b>	<b>2449.66</b>	<b>2760.53</b>	资产负债率	50.96%	44.91%	41.22%	37.42%
负债和股东权益合计	4043.87	3955.43	4167.54	4411.37	带息债务/总负债	35.39%	33.27%	34.41%	35.80%
					流动比率	0.49	0.54	0.85	1.29
					速动比率	0.39	0.40	0.70	1.12
					股利支付率	18.13%	11.82%	14.13%	13.62%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	389.77	586.66	737.19	817.73	每股收益	0.37	0.77	1.09	1.25
PE	72.29	34.64	24.41	21.28	每股净资产	7.10	7.81	8.77	9.89
PB	3.74	3.40	3.03	2.68	每股经营现金	1.18	1.62	2.38	2.59
PS	4.45	4.05	3.68	3.39	每股股利	0.07	0.09	0.15	0.17
EV/EBITDA	20.43	13.35	10.08	8.47					
股息率	0.25%	0.34%	0.58%	0.64%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

### 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

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn