

## 盐品销量大幅增长, 天然气增添活力

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年度报告, 报告期内实现营业收入7.4亿元, 同比增加10.1%; 实现归母净利润9583万元, 同比增加3.7%。同时, 公司预计1-9月份实现归母净利润区间为1.25-2亿元, 同比增长-29.9%-12.2%。
- **LNG业务贡献增量, 盐品销量大幅提升。** 报告期内, 公司天然气业务营收1.8亿元, 同比增长6617.6%, 相较于16年下半年的营收5584万元, 环比大幅度提升228.9%, 且毛利率同样提升5.7个百分点至12%, 主要原因在于报告期内公司开展了LNG供应业务。另外, 公司盐产品销量大幅提升, 共销售盐硝产品71.9万吨, 同比大幅增长57.4%。工业盐量价齐升, 使销量同比上升67.4%, 单价同比上升约10.2%, 致使营收同比增加84.5%。因盐改加剧了价格竞争, 使得食盐价格一路下滑, 销量虽然显著增长, 但报告期内公司食盐业务收入仍同比下降26.2%, 毛利率同比下降12.95个百分点至65.8%。
- **布局天然气业务, 为公司注入新的活力。** 云南省目前天然气利用程度低, 但根据云南省能源“十三五”规划, 2020年石油、天然气管道线路合计要达到5800千米左右, 且在煤改气的大背景下, 云南省天然气行业未来发展潜力巨大。为此, 公司积极布局天然气业务, 在中游重点开展12条天然气支线、3条专线管道项目及2个应急气源储备中心和1个CNG母站项目; 下游通过并购整合, 在玉溪、昭通、宣威、富民等地区取得了一定范围的城市燃气特许经营权。除此之外, 公司拥有来自中缅管道的稳定气源, 且已与中石油西南管道分公司达成合作协议, 给予公司在云南省内支线项目管道开口便利和气源支持。
- **盐业巨头蓄势待发。** 公司在省内盐资源方面拥有绝对优势, 拥有云南省盐资源储量最大、生产成本最优的四个盐矿。公司形成了产销一体化经营模式, 是云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的企业。另外, 公司全资子公司云南省盐业有限公司的高原深井盐产品获得“生态原产地产品保护”, 为行业首家, 且今年与沃尔玛(中国)投资有限公司签署了《供应商协议》, 进一步巩固了其市场地位。我们认为盐改对行业龙头企业的冲击短空长多, 公司销量已经快速增加, 若食盐产品盈利能力回升, 公司后续发展仍值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 食盐价格大幅低于预期, 调整公司盈利预测, 预计2017-2019年EPS分别为0.44元、0.57元、0.73元, 对应PE分别为35倍、27倍和21倍, 调整评级至“增持”。
- **风险提示:** 食盐业务市场竞争加剧的风险、天然气项目建设或不及预期的风险、气源依赖风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1455.02	1576.42	1878.63	2576.06
增长率	-12.64%	8.34%	19.17%	37.12%
归属母公司净利润(百万元)	270.13	247.46	320.06	405.40
增长率	163.46%	-8.39%	29.34%	26.66%
每股收益EPS(元)	0.48	0.44	0.57	0.73
净资产收益率ROE	11.03%	9.78%	11.50%	13.06%
PE	32	35	27	21
PB	3.68	3.42	3.10	2.78

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

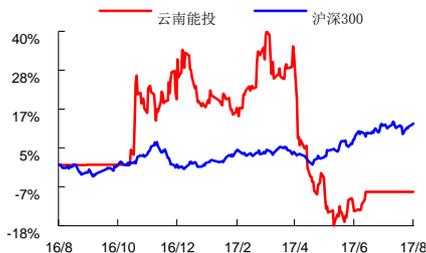
分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
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)	11.63-28.69
总市值(亿元)	73.03
总资产(亿元)	33.43
每股净资产(元)	4.11

### 相关研究

1. 云南能投(002053): 控股股东增持彰显信心, 盐改核心逻辑未变 (2017-04-27)
2. 云南能投(002053): 盐品销量同比大幅增长, 省外拓展顺利 (2017-04-24)
3. 云南能投(002053): 业绩增长符合预期, 盐业巨头崛起 (2017-03-27)
4. 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)

**关键假设：**

假设 1：面对盐改压力，食用盐价格下滑，预计全年食盐销量增长约 30%，但价格下降导致毛利率下降到 67.5%；

假设 2：预计公司天然气业务销量上涨 500%，一是因为公司开始开展 LNG 供应业务，二是因为上年天然气业务 6 月才纳入合并会计期间，毛利率略上升至 31%；

假设 3：公司销售费用率提升至 17.5%，主要是因为盐产品省外拓展顺利，销量大幅增加，导致物流费用增加；管理费用率降低至 9%，因为公司已完成氯碱业务的置出。

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	883.66	997.80	1,140.20
	增速	2.59%	-17.04%	12.92%	14.27%
	毛利率	79.28%	67.50%	66.84%	67.60%
工业盐硝	收入	185.31	238.31	249.66	272.35
	增速	-2.63%	28.60%	4.76%	9.09%
	毛利率	15.01%	30.99%	30.99%	30.99%
天然气	收入	58.35	352.12	527.82	1,059.12
	增速	-	503.43%	49.90%	100.66%
	毛利率	20.20%	15.27%	31.34%	31.87%
其他	收入	146.19	102.33	103.36	104.39
	增速	-	-30.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	-7.88%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1,455.02	1,576.42	1,878.63	2,576.06
	增速	-12.64%	8.34%	19.17%	37.12%
	毛利率	59.97%	47.88%	50.07%	47.51%

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	1576.42	1878.63	2576.06	净利润	260.37	248.46	321.56	407.40
营业成本	582.44	821.62	937.92	1352.06	折旧与摊销	154.34	172.80	254.81	325.89
营业税金及附加	33.02	31.53	37.57	51.52	财务费用	18.75	2.32	2.59	3.56
销售费用	244.43	275.87	338.15	437.93	资产减值损失	7.67	2.00	2.00	2.00
管理费用	254.93	141.88	169.08	231.85	经营营运资本变动	-485.40	-324.05	-90.55	-179.15
财务费用	18.75	2.32	2.59	3.56	其他	476.38	-1.50	-1.50	-1.50
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>100.03</b>	<b>488.90</b>	<b>558.20</b>
投资收益	5.69	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	1462.30	-600.00	-1400.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1203.10	-22.88	-0.50	-0.50
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>-622.88</b>	<b>-1400.50</b>	<b>-500.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>319.46</b>	<b>300.71</b>	<b>390.83</b>	<b>496.65</b>	短期借款	-226.40	0.00	817.20	134.64
其他非经营损益	0.84	4.94	4.76	4.53	长期借款	26.74	14.09	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>320.30</b>	<b>305.65</b>	<b>395.58</b>	<b>501.18</b>	股权融资	120.33	0.00	0.00	0.00
所得税	59.94	57.20	74.02	93.78	支付股利	-27.92	-66.86	-66.86	-84.17
净利润	260.37	248.46	321.56	407.40	其他	83.60	-12.48	-2.59	-3.56
少数股东损益	-9.76	1.00	1.50	2.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-23.64</b>	<b>-65.25</b>	<b>747.75</b>	<b>46.92</b>
归属母公司股东净利润	270.13	247.46	320.06	405.40	<b>现金流量净额</b>	<b>667.66</b>	<b>-588.10</b>	<b>-163.85</b>	<b>104.61</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	445.64	281.80	386.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	172.52	315.33	376.60	517.02	销售收入增长率	-12.64%	8.34%	19.17%	37.12%
存货	134.80	162.35	185.61	268.44	营业利润增长率	209.17%	-5.87%	29.97%	27.08%
其他流动资产	121.16	354.70	422.69	579.61	净利润增长率	130.02%	-4.57%	29.42%	26.69%
长期股权投资	43.68	43.68	43.68	43.68	EBITDA 增长率	26.37%	-3.40%	36.23%	27.44%
投资性房地产	83.06	105.44	105.44	105.44	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1296.00	1730.36	2882.71	3063.98	毛利率	59.97%	47.88%	50.07%	47.51%
无形资产和开发支出	169.60	162.81	156.03	149.24	三费率	35.61%	26.65%	27.14%	26.14%
其他非流动资产	216.63	216.26	215.89	215.52	净利率	17.89%	15.76%	17.12%	15.81%
<b>资产总计</b>	<b>3271.19</b>	<b>3536.57</b>	<b>4670.45</b>	<b>5329.34</b>	ROE	11.03%	9.78%	11.50%	13.06%
短期借款	62.00	62.00	879.20	1013.84	ROA	7.96%	7.03%	6.88%	7.64%
应付和预收款项	267.77	324.46	375.18	536.10	ROIC	12.16%	11.57%	10.14%	10.10%
长期借款	467.81	481.90	481.90	481.90	EBITDA/销售收入	33.85%	30.18%	34.50%	32.07%
其他负债	113.62	126.74	138.00	178.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>911.20</b>	<b>995.11</b>	<b>1874.28</b>	<b>2209.95</b>	总资产周转率	0.40	0.46	0.46	0.52
股本	558.33	558.33	558.33	558.33	固定资产周转率	1.17	1.34	0.94	0.99
资本公积	1186.23	1186.23	1186.23	1186.23	应收账款周转率	16.07	10.62	9.06	9.64
留存收益	509.90	690.50	943.70	1264.93	存货周转率	3.81	5.46	5.33	5.90
归属母公司股东权益	2254.59	2435.06	2688.26	3009.49	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	106.40	107.90	109.90	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2359.99</b>	<b>2541.46</b>	<b>2796.16</b>	<b>3119.39</b>	资产负债率	27.86%	28.14%	40.13%	41.47%
负债和股东权益合计	3271.19	3536.57	4670.45	5329.34	带息债务/总负债	58.14%	54.66%	72.62%	67.68%
					流动比率	3.69	2.74	0.94	1.04
					速动比率	3.35	2.39	0.80	0.88
					股利支付率	10.33%	27.02%	20.89%	20.76%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.48	0.44	0.57	0.73
					每股净资产	4.23	4.55	5.01	5.59
					每股经营现金	0.77	0.18	0.88	1.00
					每股股利	0.05	0.12	0.12	0.15
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	492.55	475.83	648.22	826.10					
PE	32.14	35.09	27.13	21.42					
PB	3.68	3.42	3.10	2.78					
PS	5.97	5.51	4.62	3.37					
EV/EBITDA	15.69	17.34	14.24	11.21					
股息率	0.32%	0.77%	0.77%	0.97%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn