

## 整合动作不断，能源资产证券化在路上

### 投资要点

- **事件:** 公司公告重大资产重组预案, 拟以发行股份(11.32元/股, 发行11982.4万股)的方式购买马龙公司100%股权、大姚公司100%股权、会泽公司100%股权以及泸西公司70%股权。
- **风电资产装入, 整合预期持续兑现。** 本次交易标的公司是上市公司控股股东云南能投旗下的四家风力发电运营企业, 截至17上半年合计装机容量为370MW, 且均已建成并实现全部并网发电投入商业运营, 标的资产17年H1的收入和利润体量分别为24291万元和10680万元。本次重大资产重组将为上市公司注入风力发电运营资产, 布局新的业务板块和盈利增长点, 有利于提高上市公司资产质量及核心竞争力。此次交易也是继能投用天然气资产置换氯碱资产的又一下资产整合事项, 能投集团自2015年入主公司后动作不断, 整合预期持续兑现。且能投集团提出了十三五期间“资产过千亿, 收入过千亿, 市值过千亿”的发展目标, 截至2017年8月, 集团总资产1016亿元, 净资产341亿元, 我们认为大股东能投集团战略目标明确, 执行力强, 未来控股股东资产持续注入预期强烈。
- **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, 云南省天然气的用气成本将显著下降, 天然气作为清洁能源的竞争力有望大幅增强, 天然气资产发展前景广阔。
- **静待盐业巨头涅槃。** 公司在省内盐资源方面拥有绝对优势, 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, 公司积极扩展省外食盐渠道, 与广西和贵州盐业公司积极合作, 并与沃尔玛(中国)投资有限公司签署了《供应商协议》, 有望在盐改大进程中快速占领市场。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。** 预计2017-2019年EPS分别为0.44元、0.57元、0.73元, 对应PE分别为30倍、23倍和18倍, 维持“增持”评级。
- **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	27	30	23	18
PB	3.09	2.87	2.61	2.34

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)	11.63-20.11
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): 盐品销量大幅增长, 天然气增添活力 (2017-08-23)
2. 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)
3. 云南能投(002053): 盐品销量同比大幅增长, 省外拓展顺利 (2017-04-24)
4. 云南能投(002053): 业绩增长符合预期, 盐业巨头崛起 (2017-03-27)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	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）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	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>盈利能力</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%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	492.55	475.83	648.22	826.10	每股收益	0.48	0.44	0.57	0.73
PE	27.04	29.51	22.82	18.01	每股净资产	4.23	4.55	5.01	5.59
PB	3.09	2.87	2.61	2.34	每股经营现金	0.77	0.18	0.88	1.00
PS	5.02	4.63	3.89	2.83	每股股利	0.05	0.12	0.12	0.15
EV/EBITDA	12.89	14.44	12.11	9.54					
股息率	0.38%	0.92%	0.92%	1.15%					

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