

大幅增持彰显信心，管输业务即将投入运营

投资要点

- 事件:**公司公告接到控股股东云南省能源投资股份有限公司(简称能投集团)通知,以部分要约收购方式增持公司10%的股份。本次要约收购价格为12.10元/股,收购资金为能投集团自有资金。
- 大幅增持彰显信心,整合预期持续兑现。**本次要约收购与去年二级市场增持均表明控股股东看好上市公司长期发展。能投集团自2016年底不断通过二级市场增持上市公司股权,截至最近累计增持1.84%。本次要约增持10%完成之后,控股股东持股比例将达到45.27%。控股股东作为云南省能源投资平台,资金及资本实力雄厚,云南能投是其唯一控股上市公司平台,在控股股东的资源整合和资本支持下,上市公司在盐+清洁能源领域有望持续做大做强。从近日披露的重大资产重组拟注入风力发电运营资产和前期天然气资产置换来看,集团能源资产整合预期持续兑现。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,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。
- 天然气景气度提升,公司管输业务即将投入运营。**天然气行业景气度提升,作为云南省中游+下游天然气资源开发的平台,公司资源优势逐步显现。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13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。天然气省级管线已经建成5条,设计输气能力合计约为20亿方/年,正在办通气手续明年大概率通气。且公司拥有来自中缅管道的稳定气源,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,是云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的企业。同时,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。**暂不考虑风电资产注入,预计2017-2019年EPS分别为0.30元、0.40元、0.53元,对应PE分别为36倍、28倍和20倍(若考虑风电资产注入,则预计2017-2019年EPS分别为0.30元、0.50元、0.64元,对应PE分别为30倍、22倍和17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	1634.58	1944.31	2651.11
增长率	-12.64%	12.34%	18.95%	36.35%
归属母公司净利润(百万元)	270.13	169.67	220.97	297.24
增长率	163.46%	-37.19%	30.24%	34.51%
每股收益EPS(元)	0.48	0.30	0.40	0.53
净资产收益率ROE	11.03%	6.95%	8.44%	10.40%
PE	23	36	28	20
PB	2.58	2.47	2.30	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

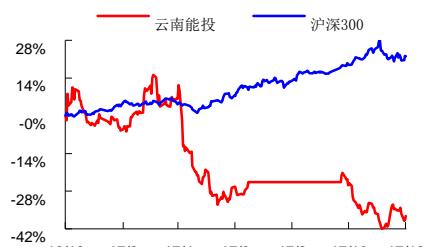
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

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: lihaiy@swsc.com.cn

相对指数表现



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)	10.08-20.11
总市值(亿元)	60.86
总资产(亿元)	34.62
每股净资产(元)	4.16

相关研究

1. 云南能投(002053):整合动作不断,能源资产证券化在路上 (2017-09-25)
2. 云南能投(002053):盐品销量大幅增长,天然气增添活力 (2017-08-23)
3. 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)
4. 云南能投(002053):盐品销量同比大幅增长,省外拓展顺利 (2017-04-24)

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 35%，但价格下降叠加原料价格上升，导致毛利率下降到 59.95%；

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；18 年后因为管输业务投入运营，毛利率提升至 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 10%，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	941.82	1,063.47	1,215.24
	增速	2.59%	-11.58%	12.92%	14.27%
	毛利率	79.28%	59.95%	59.35%	60.58%
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%	26.10%	26.10%	26.10%
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%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入	1,455.02	1,634.58	1,944.31	2,651.11
	增速	-12.64%	12.34%	18.95%	36.35%
	毛利率	59.97%	41.70%	44.37%	43.22%

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)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1455.02	1634.58	1944.31	2651.11	净利润	260.37	171.17	222.97	299.74
营业成本	582.44	952.95	1081.56	1505.28	折旧与摊销	154.34	172.80	254.81	325.89
营业税金及附加	33.02	37.09	44.12	60.16	财务费用	18.75	2.40	2.68	3.66
销售费用	244.43	286.05	349.98	450.69	资产减值损失	7.67	2.00	2.00	2.00
管理费用	254.93	163.46	194.43	265.11	经营营运资本变动	-485.40	-321.03	-91.15	-180.68
财务费用	18.75	2.40	2.68	3.66	其他	476.38	-22.00	-7.00	-7.00
资产减值损失	7.67	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	432.11	5.34	384.30	443.60
投资收益	5.69	20.00	5.00	5.00	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	-2.38	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	259.19	-602.38	-1395.00	-495.00
营业利润	319.46	210.63	274.54	369.20	短期借款	-226.40	0.00	979.49	219.18
其他非经营损益	0.84	-0.06	-0.24	-0.47	长期借款	26.74	14.09	0.00	0.00
利润总额	320.30	210.57	274.30	368.74	股权融资	120.33	0.00	0.00	0.00
所得税	59.94	39.40	51.33	69.00	支付股利	-27.92	-66.86	-45.84	-58.11
净利润	260.37	171.17	222.97	299.74	其他	83.60	-12.57	-2.68	-3.66
少数股东损益	-9.76	1.50	2.00	2.50	筹资活动现金流净额	-23.64	-65.33	930.98	157.42
归属母公司股东净利润	270.13	169.67	220.97	297.24	现金流量净额	667.66	-662.37	-79.72	106.02
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	371.37	291.65	397.67	成长能力				
应收和预付款项	172.52	328.91	392.09	534.41	销售收入增长率	-12.64%	12.34%	18.95%	36.35%
存货	134.80	188.62	214.34	299.08	营业利润增长率	209.17%	-34.07%	30.35%	34.48%
其他流动资产	121.16	367.78	437.47	596.50	净利润增长率	130.02%	-34.26%	30.26%	34.43%
长期股权投资	43.68	43.68	43.68	43.68	EBITDA 增长率	26.37%	-21.67%	37.89%	31.34%
投资性房地产	83.06	105.44	105.44	105.44	获利能力				
固定资产和在建工程	1296.00	1730.36	2882.71	3063.98	毛利率	59.97%	41.70%	44.37%	43.22%
无形资产和开发支出	169.60	162.81	156.03	149.24	三费率	35.61%	27.65%	28.14%	27.14%
其他非流动资产	216.63	216.26	215.89	215.52	净利率	17.89%	10.47%	11.47%	11.31%
资产总计	3271.19	3515.23	4739.29	5405.51	ROE	11.03%	6.95%	8.44%	10.40%
短期借款	62.00	62.00	1041.49	1260.68	ROA	7.96%	4.87%	4.70%	5.54%
应付和预收款项	267.77	367.69	422.68	587.06	ROIC	12.16%	8.12%	7.13%	7.51%
长期借款	467.81	481.90	481.90	481.90	EBITDA/销售收入	33.85%	23.60%	27.36%	26.36%
其他负债	113.62	139.46	151.91	192.94	营运能力				
负债合计	911.20	1051.06	2097.99	2522.58	总资产周转率	0.40	0.48	0.47	0.52
股本	558.33	558.33	558.33	558.33	固定资产周转率	1.17	1.39	0.98	1.02
资本公积	1186.23	1186.23	1186.23	1186.23	应收账款周转率	16.07	10.76	9.05	9.62
留存收益	509.90	612.71	787.84	1026.97	存货周转率	3.81	5.82	5.32	5.82
归属母公司股东权益	2254.59	2357.27	2532.40	2771.53	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	106.90	108.90	111.40	资本结构				
股东权益合计	2359.99	2464.17	2641.30	2882.93	资产负债率	27.86%	29.90%	44.27%	46.67%
负债和股东权益合计	3271.19	3515.23	4739.29	5405.51	带息债务/总负债	58.14%	51.75%	72.61%	69.08%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	3.69	2.41	0.85	0.92
EBITDA	492.55	385.83	532.03	698.76	速动比率	3.35	2.05	0.71	0.77
PE	22.53	35.87	27.54	20.47	股利支付率	10.33%	39.40%	20.75%	19.55%
PB	2.58	2.47	2.30	2.11	每股指标				
PS	4.18	3.72	3.13	2.30	每股收益	0.48	0.30	0.40	0.53
EV/EBITDA	10.41	14.85	12.76	9.88	每股净资产	4.23	4.41	4.73	5.16
股息率	0.46%	1.10%	0.75%	0.95%	每股经营现金	0.77	0.01	0.69	0.79
					每股股利	0.05	0.12	0.08	0.10

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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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