

2022 年 05 月 11 日

云南能投 (002053.SZ)

风力资源全国领先, 云南省属新能源平台厚积薄发

■ “盐+清洁能源”双主业发展, 新能源有望成为核心增长点: 公司为云南省能源投资集团旗下上市平台, 主业涵盖盐业和清洁能源两大板块。公司原主营业务为食盐、工业盐、芒硝和日化盐, 2016 年和 2019 年集团分别向公司置入天然气业务和风电业务, 逐步向清洁能源领域转型。新能源为公司未来核心发展方向, 目前公司共建成运营 7 个风电场, 装机总容量 0.37GW。2021 年, 公司清洁能源业务收入占比为 43.48% (天然气业务 25.37%, 风电业务 18.11%), 清洁能源的大力发展带动业绩稳增长。2021 年, 公司营业收入达到 22.59 亿元, 同比增加 13.49%; 归母净利润达到 2.52 亿元, 同比增长 8.71%。

■ 资源禀赋保障风电盈利能力: 云南省受益于其高海拔优势, 风资源优势显著, 同时, 由于其特殊电力结构, 水电为主要电力供应来源, 而风电黄金季恰好为枯水期, “水风互补”优势显著, 叠加省内消纳能力较强, 风电利用效率高, 过去几年全省风电利用小时相比全国平均高 400-800 小时不等。公司项目地处省内风资源优渥地区, 利用小时全省领先, 2019-2021 年公司风电项目平均利用小时数分别为 3062 小时、3005.72 小时和 2693.75 小时, 部分项目达到 3500 小时以上。高利用小时下公司风电项目盈利能力优势显著, 单 GW 盈利能力达到 4.7 亿元, 在国内风电运营企业中仅次于受益于海风优势的福能股份和中闽能源, 远高于大部分风电企业, 体现出较高资产质量。

■ 装机及电价双重增长, 云南省属新能源平台高成长可期:

1) 公司装机确定性提升, 即将迎来高速投产期: 截至目前公司在建及筹建新能源项目达到 210.44 万千瓦, 预计于 2023 年开始投产。根据云南省能源投资集团出具的避免同业竞争承诺函, 集团及其下属相关企业将持有的发电业务主体委托给上市公司管理并于满足条件后启动资产注入流程, 公司作为集团旗下唯一新能源上市平台, 资产注入值得期待。根据公司“十四五”规划, 目标到 2025 年末绿色能源装机规模达到 5.13GW, 其中风电装机规模达到 2.59GW, 光伏装机规模达到 2.54GW, 利润总额达 7.5 亿元。目前公司在建项目资源优渥, 风电板块净利润有望超预期。

2) 云南市场化电价持续提升: 过去云南省市场化电价折价幅度较大, 2016 年均价仅为 0.1682 元/kWh, 但近年来随着云南省积极引进硅、铝产业, 与此同时外送电量大幅提升, 云南持续出现电力供应缺口, 市场化电价大幅提升, 年均价已从 2018 年的 0.177 元/kWh 升至 2021

公司深度分析

证券研究报告

公用事业

投资评级

买入-A

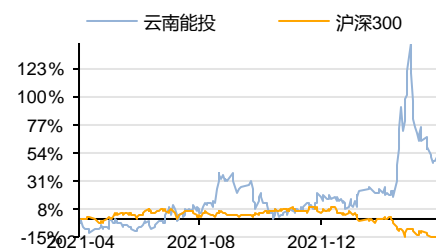
维持评级

6 个月目标价: 16.0 元
 股价 (2022-05-10) 11.56 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,796.91
流通市值 (百万元)	6,454.29
总股本 (百万股)	760.98
流通股本 (百万股)	558.33
12 个月价格区间	7.21/19.61 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-26.27	45.63	63.0
绝对收益	-32.25	27.83	49.14

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080002
 shaoli@essence.com.cn
 021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003
 zhouzhe@essence.com.cn
 021-35082029

朱心怡

报告联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

云南能投: “十四五”绿电规划发布, 装机目标超 5GW/邵琳琳 2022-03-25
 云南能投: 风力资源得天独厚, 云南新能源平台启航/邵琳琳 2022-03-06

年的 0.203 元/kWh, 2022 年 1-4 月份电价进一步增长。由于云南省市场化电量交易占比高, 目前市场化电价上行趋势明显, 将有利于保障公司未来新增风光项目盈利能力。

■**传统业务区域龙头, 长期增长稳健:** 盐业板块, 公司为云南省盐业龙头, 省内市场占有率达到约 80%, 目前公司盐类产品产销量已基本稳定, 近几年来受到“盐改”政策及原材料价格上涨影响业务毛利率有所下滑, 但长期业绩仍有望维稳。公司天然气业务扎根于云南省内, 拥有省内包括昆明、大理、楚雄、文山等地区共计 18 条天然气支(专)线管道项目、3 个应急气源储备中心项目和 1 个 CNG 母站项目, 已建成通气及具备通气条件支(专)线管道合计 727km, 约占全省通气支线管道里程数的 50%。目前云南省天然气用户渗透率远低于全国平均, 预计将有大幅提升空间, 公司有望受益于省内用户需求提升, 天然气业务将进入高速成长阶段。

■**投资建议:** 新能源装机投产高峰即将到来, 叠加省内风资源优势带来的高盈利能力, 我们预计公司业绩即将迎来高增长。我们预计公司 2022 年-2024 年的营业收入分别为 26.53 亿元、39.09 亿元、52.99 亿元, 增速分别为 17.4%、47.4%、35.6%, 净利润分别为 2.95 亿元、4.23 亿元、7.50 亿元, 增速分别为 17.2%、43.3%、77.4%, 成长性突出; 维持买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 16.0 元。

■**风险提示:** 政策推进不及预期、项目推进进度不及预期、盐业产品销量下降风险、天然气价格上涨风险

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,990.3	2,258.8	2,652.6	3,908.7	5,298.8
净利润	231.6	251.7	294.9	422.6	749.6
每股收益(元)	0.30	0.33	0.39	0.43	0.76
每股净资产(元)	5.47	5.80	6.15	5.37	6.07

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	34.0	31.3	26.7	24.2	13.7
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.9	1.7
净利润率	11.6%	11.1%	11.1%	10.8%	14.1%
净资产收益率	5.6%	5.7%	6.3%	8.0%	12.5%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	0.5%
ROIC	5.4%	4.9%	5.2%	8.6%	6.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. “盐+清洁能源”双主业发展，转型新能源提供成长动力	5
1.1. 发展历程	5
1.2. 股权结构	5
1.3. 云南盐业龙头开启转型之路，发力新能源高成长赛道	6
1.4. 业绩稳步增长，低资产负债率利于新能源扩张	7
2. 风资源优势得天独厚，盈利能力优势凸显	8
2.1. 云南风资源优势显著，资源禀赋下风电大有可为	8
2.2. 公司资产质量领先，高盈利能力优势凸显	11
3. 装机及电价双重增长，云南省属新能源平台高成长可期	13
3.1. 公司在手项目充足，“十四五”规划清晰	13
3.2. 省属新能源平台地位确立，资产注入预期强劲	14
3.2.1. 云南“十四五”规划确立，看好集团项目获取能力	14
3.2.2. 集团旗下唯一新能源上市平台，资产注入值得期待	15
3.3. 电力供需趋紧带来电价提升预期	16
4. 传统业务：区域龙头具备优势，长期增长稳健	18
4.1. 云南省盐业龙头优势凸显	18
4.2. 天然气业务实现高增，省内市场空间广阔	20
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司历史沿革示意图	5
图 2：公司股权结构示意图	5
图 3：近三年公司营业收入构成（亿元）	6
图 4：2021 年营业收入构成（%）	6
图 5：公司近五年营业收入（亿元）	7
图 6：公司近五年归母净利润（亿元）	7
图 7：2021 年公司业务对应毛利率（%）	7
图 8：2021 年公司毛利率、净利率（亿元，%）	7
图 9：近五年公司经营活动现金流（亿元）	8
图 10：近五年公司经营活动现金流/归母净利润	8
图 11：公司资产负债率与行业平均资产负债率对比	8
图 12：2020 年全国风资源分布	8
图 13：2020 年各省陆地 70m 高度层平均风速	8
图 14：2018-2021 年各省风电平均利用小时对比	9
图 15：云南省风电利用小时数与全国均值对比	9
图 16：2021 年全国各省弃风限电率	10
图 17：云南省电力结构（按发电量划分）	10
图 18：云南省水电分月利用小时数	11
图 19：云南省风电分月利用小时数	11
图 20：云南省风电装机容量（万千瓦）	11

图 21: 云南省风电光伏规划区域.....	11
图 22: 云南省风电装机容量 (万千瓦)	12
图 23: 云南省风电发电量 (亿千瓦时)	12
图 24: 公司风电利用小时与云南省、全国平均对比.....	12
图 25: 全国主要风电运营企业单 GW 营业收入对比 (亿元/GW)	13
图 26: 全国主要风电运营企业单 GW 归母净利润对比 (亿元/GW)	13
图 27: 云南省能源投资集团股权结构.....	14
图 28: 云南省能源投资集团电力装机结构.....	15
图 29: 2016-2022 年云南省电解铝产能 (万吨)	17
图 30: 云南省工业端及全社会用电量.....	17
图 31: 2015 年以来云南省外送电量及占比.....	17
图 32: 云南省电力装机容量及增速 (万千瓦)	18
图 33: 云南省总发电量 (亿千瓦时)	18
图 34: 云南省电力市场化交易均价 (元/kWh)	18
图 35: 云南省每月电力市场化交易均价 (元/kWh)	18
图 36: 公司盐类产品销量 (万吨)	19
图 37: 公司盐业板块营业收入 (亿元)	20
图 38: 公司盐业板块毛利及毛利率 (%)	20
图 39: 全国与云南省天然气用户渗透率 (%)	21
图 40: 云南省近五年天然气用气户数 (万户)	21
图 41: 近三年公司天然气板块营业收入 (亿元)	22
图 42: 近三年公司天然气业务毛利及毛利率 (亿元, %)	22
图 43: 近三年公司天然气销售量及增速.....	22
表 1: 公司在运风电项目情况.....	6
表 2: 公司在建风能、光伏建项目一览表.....	13
表 3: 2019 年风电资产注入情况.....	15
表 4: 云南省电价相关政策.....	16
表 5: 公司盐板块主要产品.....	19
表 6: 公司盐矿设计产能与 2021 年实际产能 (万吨)	19
表 7: 截止 2022 年 3 月公司燃气特许经营权一览表.....	21

1. “盐+清洁能源”双主业发展，转型新能源提供成长动力

1.1. 发展历程

云南能投为云南能源投资集团旗下唯一新能源运营平台，主业涵盖盐业以及天然气、风电、光伏等清洁能源两大板块，新能源是公司未来发展的核心方向。公司成立于 2002 年，原名云南盐化，于 2010 年上市，是国家授权云南省唯一的食盐生产企业和云南省政府授权唯一经营碘盐企业，旗下现有“白象牌”盐产品，“艾肤妮”牌日化盐产品，主营业务为食盐、工业盐、芒硝和日化盐。2016 年，云南能源投资集团置入天然气业务成为控股股东，剥离氯碱化工业务，公司更名为云南能投，扩充天然气和燃料油销售业务，获取云南省天然气管道项目及城市燃气的特许经营权。

2019 年，公司向集团收购马龙公司、大姚公司、会泽公司 100% 股权、泸西公司 70% 股权，正式进军风电运营。2021 年，公司大姚县涧水塘项目、通泉项目、金钟（一期）项目、永宁等风电项目获得核准。2022 年，曲靖市通泉北风电场项目获得核准，此外，还签署华宁县光伏项目及雨龙寨光伏项目合计发电量 12 万千瓦，实现光伏发电项目“零突破”，未来光伏和风电有望齐头并进，新能源发电板块有望迎来高增长。

图 1：公司历史沿革示意图

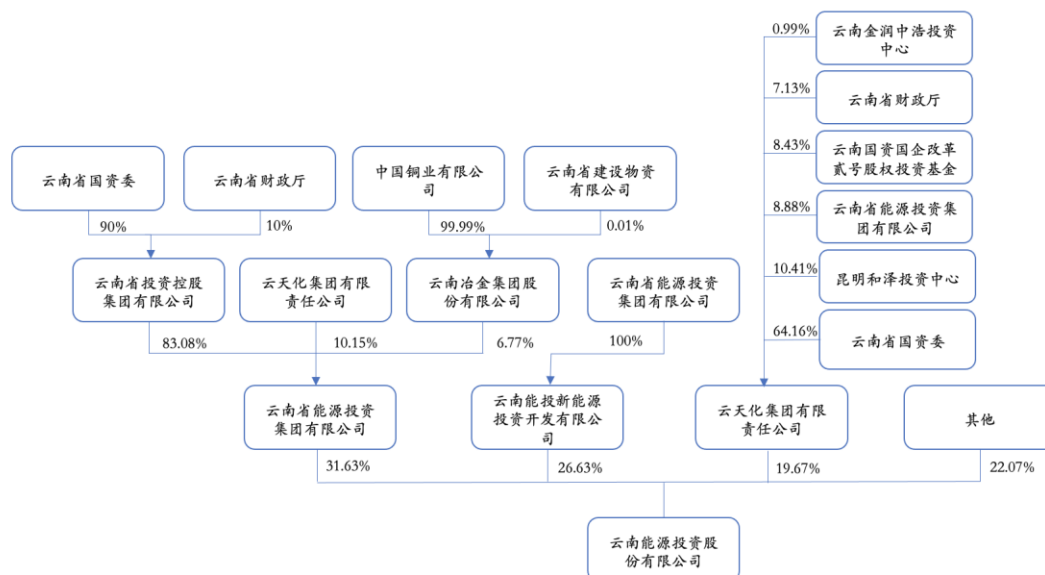


资料来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2. 股权结构

公司控股股东为云南省能源投资集团，实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2021 年底，集团直接持有公司 31.63% 的股权，并通过云南能投新能源投资开发有限公司和云天化集团有限责任公司间接持有公司 28.4% 的股权。

图 2：公司股权结构示意图



资料来源：公司 2021 年年报，安信证券研究中心

1.3. 云南盐业龙头开启转型之路，发力新能源高成长赛道

“盐+清洁能源”双主业发展，2019 年置入风电项目开拓新能源领域。盐业为公司传统主业，盐业板块分为食盐、工业盐、芒硝和日化盐四条产品线，是国家授权云南省唯一的食盐生产企业和云南省政府授权唯一经营碘盐企业，现有“白象牌”精致食用盐，根据公司在公开投资者交流中披露的信息，在云南市场占有率达到 80%。

公司清洁能源业务主要分为天然气和新能源业务，依托全资子公司云南天然气搭建了云南省天然气供应管道网络和资源调控平台，根据公司公告，公司拥有省内包括昆明、大理、楚雄、文山等地区共计 18 条天然气支（专）线管道项目、3 个应急气源储备中心项目和 1 个 CNG 母站项目，已建成通气及具备通气条件支（专）线管道合计 727km，稳居省内第一。

新能源方面，公司有 7 个建成运营风电场和 5 个在建风电项目。在运风电项目装机容量为 370MW，占云南省总装机容量的 4.2%，目前在运项目均为 2019 年集团资产注入获得。2021 年公司在运项目合计发电量达 9.97 亿 kWh，市场化交易总电量 7.1 亿 kWh，占总上网电量比例为 75.12%，同比增长 2.1%。

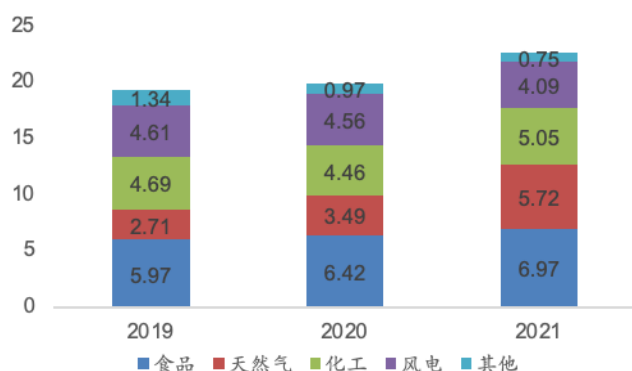
表 1：公司在运风电项目情况

序号	项目名称	装机容量 (MW)	年发电量 (亿度)	地区
1	大海梁子风电场	48	1.15	曲靖市会泽县
2	头道坪风电场	48	1.08	曲靖市会泽县
3	大中山风电场	40	1.03	楚雄州大姚县
4	老尖山风电场	48	1.03	楚雄州大姚县
5	永三风电场	96	-	红河州泸西县
6	孔照普风电场	96	-	红河州泸西县
7	对门梁子风电场	90	2.16	曲靖市马龙区
	合计	370		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

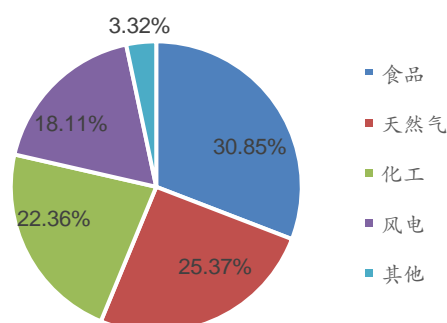
盐业仍为目前主要收入来源，风电业务占比近 20%。据公司 2021 年报披露，公司清洁能源业务收入占比为 43.48%（天然气业务 25.37%，风电业务 18.11%），从 2020 年的 8.05 亿增长到 2021 年的 9.56 亿，同比增长 21.99%。食品业务收入占比为 31.21%，公司目前风电、光伏在建项目较多，装机规模将从 2023 年起快速提升。

图 3：近三年公司营业收入构成（亿元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 4：2021 年营业收入构成（%）

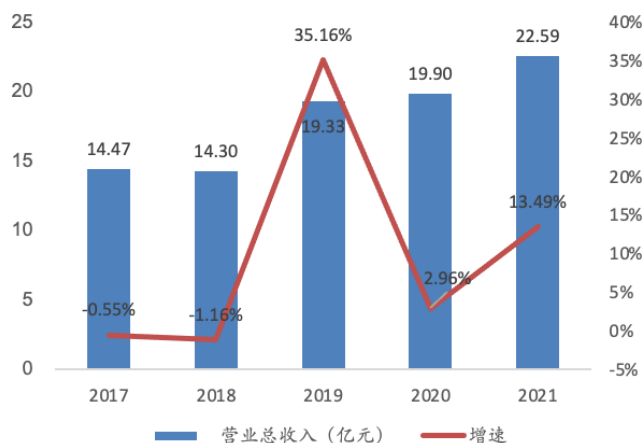


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.4. 业绩稳步增长，低资产负债率利于新能源扩张

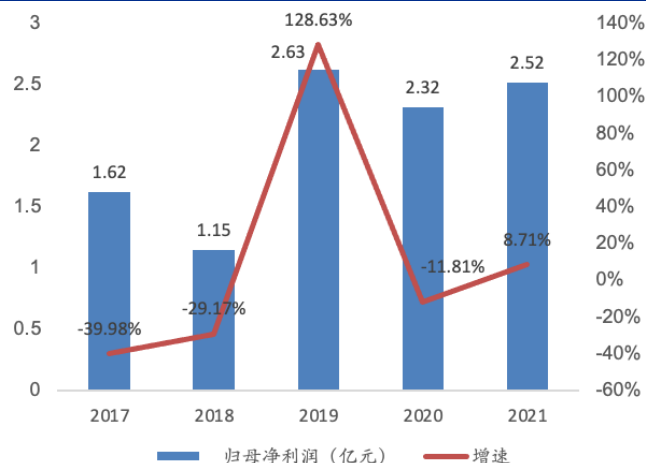
公司营业收入稳步增长，归母净利润保持稳定。根据年报披露，公司 2021 年营业收入与归母净利润均有所提升，营业收入达到 22.59 亿元，同比增加 13.49%。归母净利润达到 2.52 亿元，同比增长 8.71%。2021 年的业绩增长主要受益于天然气业务的扩张，天然气业务收入同比增加 65%，售气量同比增长 70%，入户安装量同比增长 80%。公司通过管网拓展、增建应急储备中心优化存量市场的供应量和调配能力，从而带动增长下游尤其是大型工业用户用气量。此外，公司积极拓展省外业务，2021 年省外收入达 3.38 亿，同比增加 19.84%。

图 5：公司近五年营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

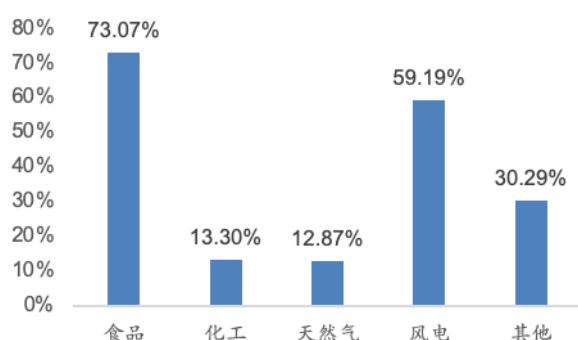
图 6：公司近五年归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

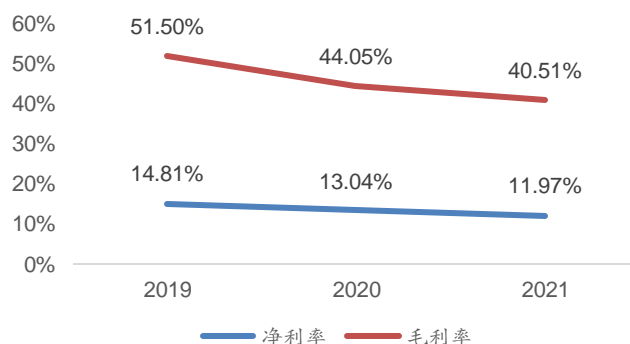
公司毛利率水平较高，但近年来略有下滑。近三年来公司毛利率从 51.5% 降至 40.5%，净利润从 14.8% 降至 12%。由于公司目前正处于业务转型期，化工、天然气等毛利相对较低的业务占比较大，未来公司将逐步提高新能源发电业务占比，毛利率有望提升。

图 7：2021 年公司业务对应毛利率 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

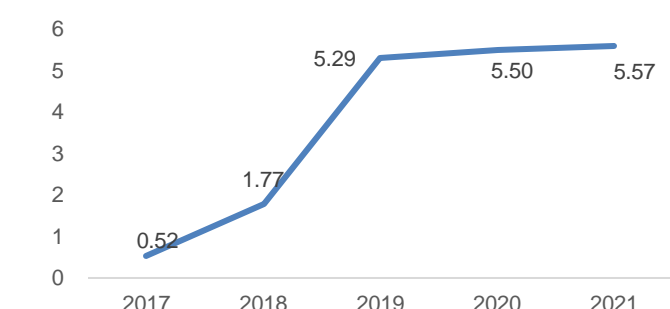
图 8：2021 年公司毛利率、净利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

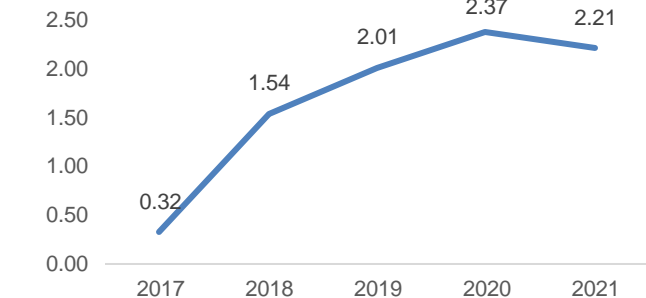
公司现金流稳步提升，资产负债率低于行业平均。近年来公司经营活动现金流稳步增长，从 2017 年的 0.52 亿元增至 2021 年的 5.57 亿元，近三年经营现金流与净利润比维持在 2.2 左右，资产负债率维持在 42% 左右，低于行业平均，为公司向新能源板块业绩转型提供源动力。

图 9：近五年公司经营活动现金流（亿元）



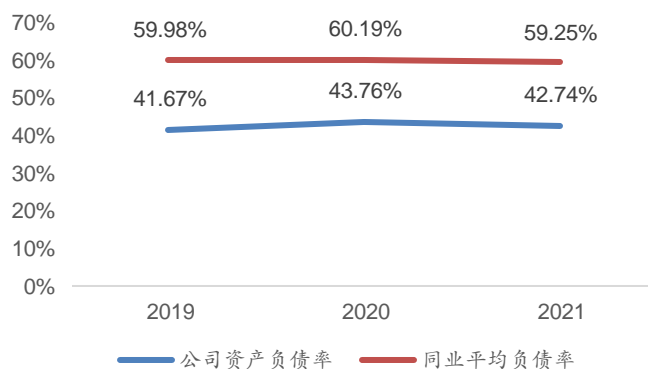
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：近五年公司经营活动现金流/归母净利润



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 11：公司资产负债率与行业平均资产负债率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

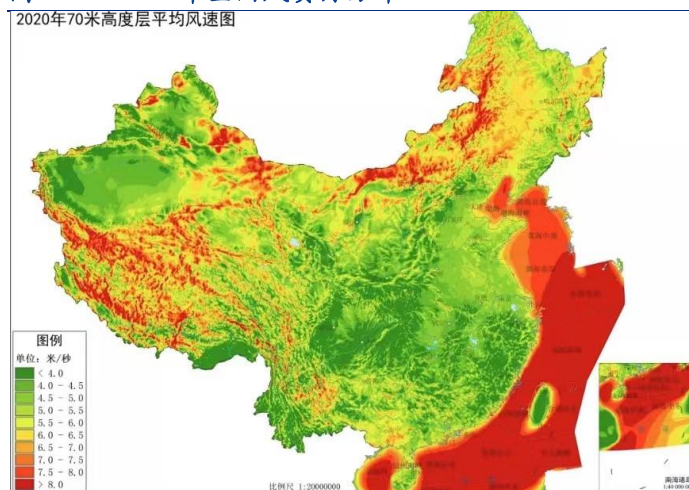
注：行业均值参考中信公用事业指数资产负债率均值

2. 风资源优势得天独厚，盈利能力优势凸显

2.1. 云南风资源优势显著，资源禀赋下风电大有可为

云南省中东部地区风资源较为优异。根据《2020 年中国风能太阳能资源年景公报》，我国平均风速大于 6.0m/s 的地区主要分布在东北部、内蒙古中东部、宁夏中南部、甘肃西部、青藏高原、云贵高原中东部、以及广东福建沿海等地。2020 年云南平均风速虽处于中等水平，但其中东部地区风资源相对优异，全省风能资源丰富的地区在曲靖市东部、红河州中南部、大理州中部等地，坝区有效时数在 2500 小时以上，坝区周围山上有效时数在 3500 小时以上。

图 12：2020 年全国风资源分布



资料来源：《2020 年中国风能太阳能资源年景公报》，安信证券研究中心

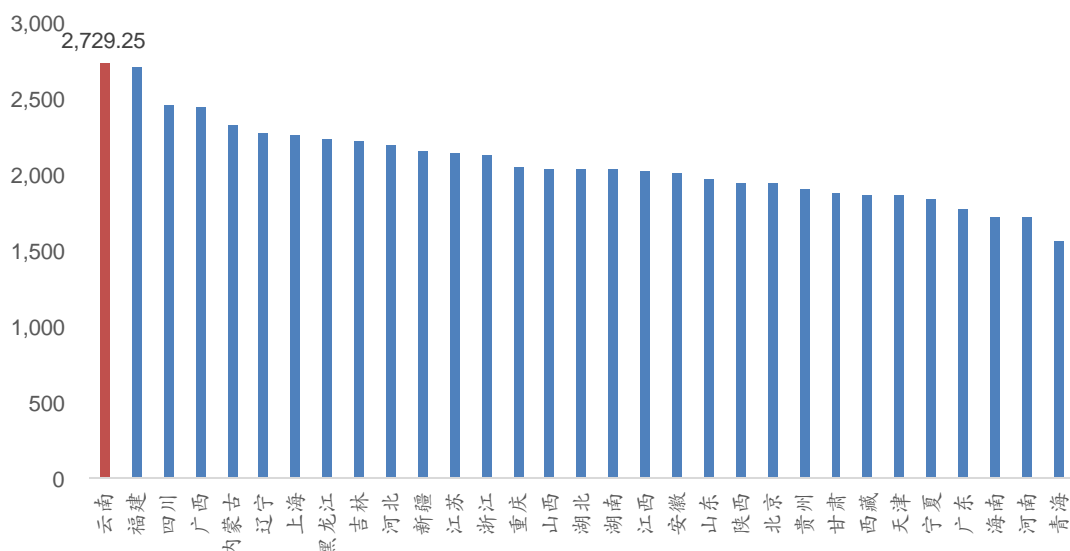
图 13：2020 年各省陆地 70m 高度层平均风速



资料来源：《2020 年中国风能太阳能资源年景公报》，安信证券研究中心

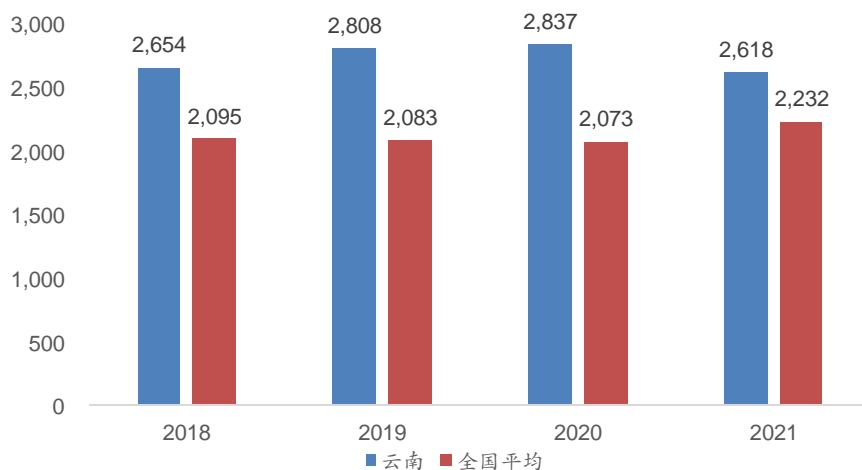
云南省风电利用小时极具优势，常年居全国前二。云南和福建风电利用小时数较其他省份领先，根据 Wind 统计的数据，2018-2021 年云南省风电利用小时数分别为 2654 小时、2808 小时、2837 小时和 2618 小时，而对应的全国平均风电利用小时分别为 2095 小时、2083 小时、2073 小时和 2232 小时，云南省风电利用小时数远高于全国平均，导致风电项目盈利能力较强。

图 14：2018-2021 年各省风电平均利用小时对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 15：云南省风电利用小时数与全国均值对比

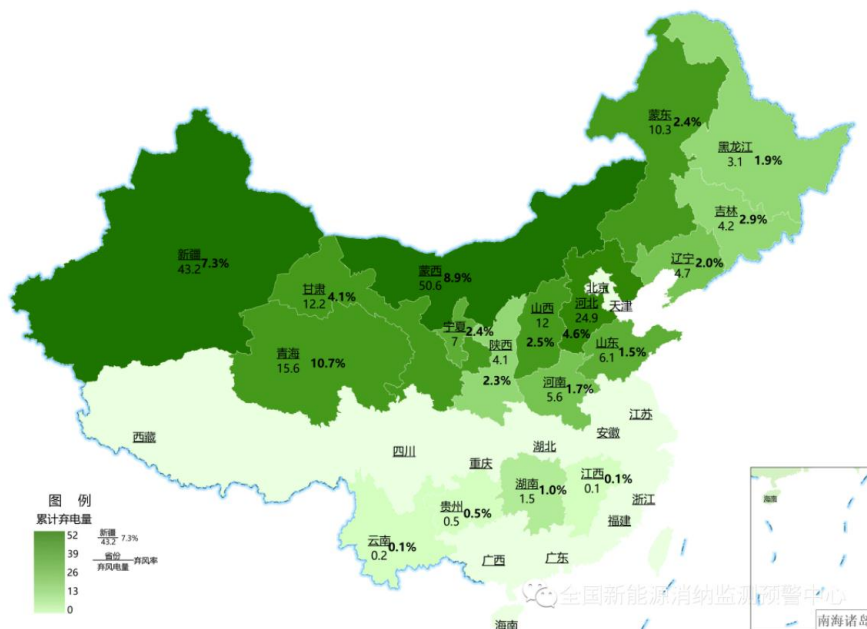


资料来源：Wind，安信证券研究中心

云南省利用小时持续保持领先，我们认为主要受益于以下几方面因素：

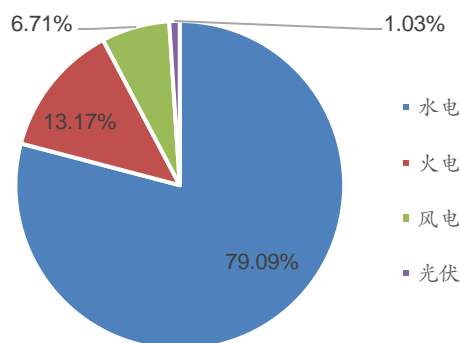
- 1) 高海拔下风力优势较为显著：根据《云南风电资源开发现状及特点浅谈》，风资源与海拔高度成正比，高空区域风速、平均风功率密度以及利用小时数均有所提升，一般在云南平坝周围相对高度 200m 以上时，平均风功率密度以及利用小时数将分别提升 50%和 40%左右，而云南省大部分山间坝子地区海拔在 1000-2000 米之间，因此高海拔下风资源地形效应较为显著。
- 2) 相比于内蒙、甘肃、新疆、青海、宁夏等风速较高、风资源领先的地区，云南省新能源消纳能力更强。弃风限电一直是制约风电行业发展的一项重要因素，在“三北地

图 16: 2021 年全国各省弃风限电率 (%)



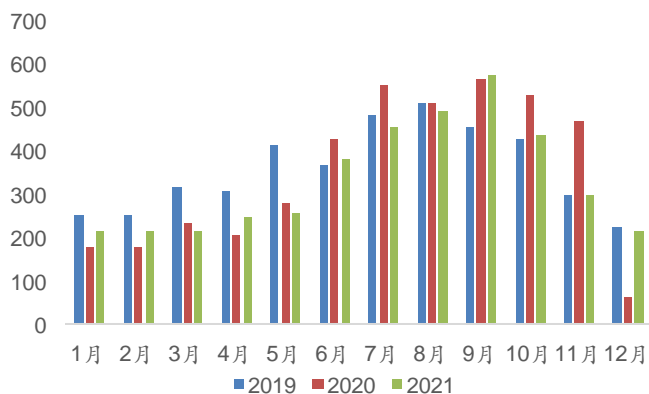
3) 云南省电力结构特殊,“水风互补”大有可为。云南省水电资源丰富,境内金沙江、澜沧江、怒江三大河流拥有多个大型水电站。根据国家能源局统计的数据,2021 年云南省水电发电量占全省总发电量的 79.09%、火电发电量占 13.17%、风电和光伏发电量分别占 6.71%和 1.03%。不同于火电,水力发电具有一定波动性,根据北极星电力网,每年 6 月-10 月为云南省丰水期;5 月和 11 月为平水期;12 月-次年 4 月为枯水期,枯水期水电利用小时数出现较大幅度下滑,汛枯矛盾较为突出。而云南省大风季为 12 月-次年 5 月,小风季为 6 月-11 月,大风季风电利用小时数较高,且发电量约能达到小风季的 4 倍以上。虽然对于目前水电装机接近 80%的云南省而言风电占比较低,但因其风力发电黄金季节恰好处于水电枯水期,有利于实现“水风互补”,对于稳定云南省用电需求、充分发挥风电利用效率具有重要作用。

图 17: 云南省电力结构 (按发电量划分)



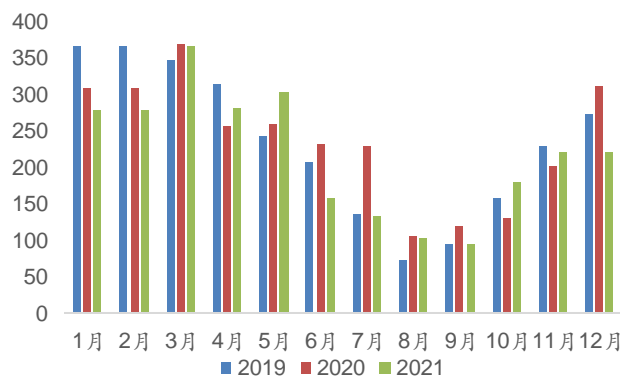
10

图 18：云南省水电分月利用小时数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

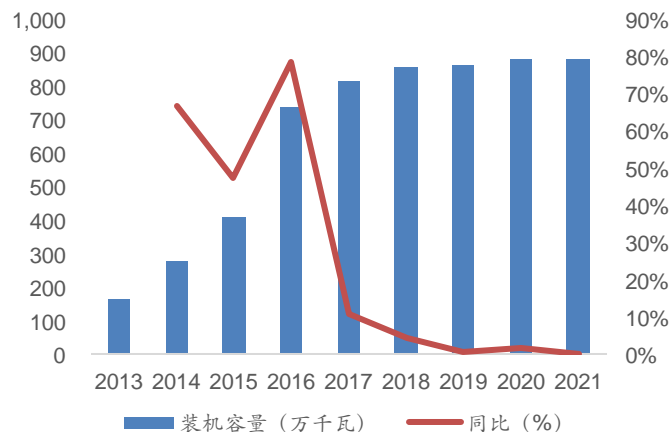
图 19：云南省风电分月利用小时数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

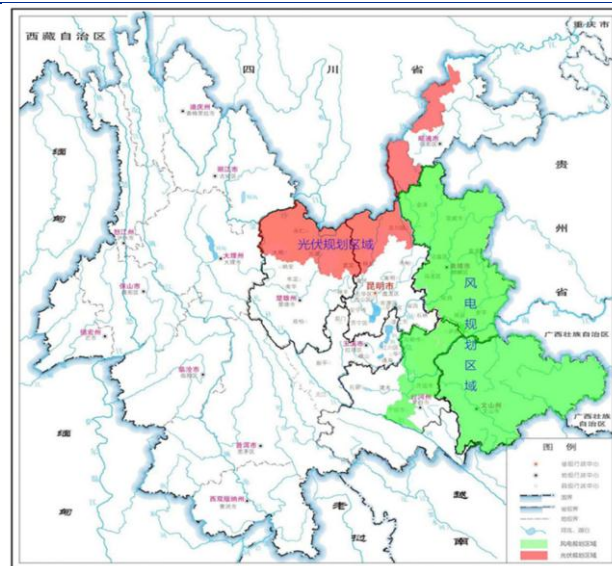
云南风资源储量丰富，可开发前景广阔。云南省风电装机从 2015 年开始进入快速增长期，截至 2021 年底，云南省风电总装机容量为 8.81GW，2015-2017 年为云南省风电投产高峰。根据《云南风电资源开发现状及特点浅谈》，云南全省风能资源储量为 1.23 亿千瓦，风资源可开发面积约为 4.52 万立方千米，占全省面积的约 11.5%，其中可开发风资源储量为 28.32GW。虽然近两年云南省风电投产进度有所下滑，但未来仍有较大开发前景。根据云南省于 2020 年发布的《云南省在适宜地区适度开发利用新能源规划》，云南省划分了适宜开发光伏、风电的规划区域，包括昆明、曲靖、昭通、文山等六个州（市），集群优势与规模效应有望进一步凸显。

图 20：云南省风电装机容量（万千瓦）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：云南省风电光伏规划区域

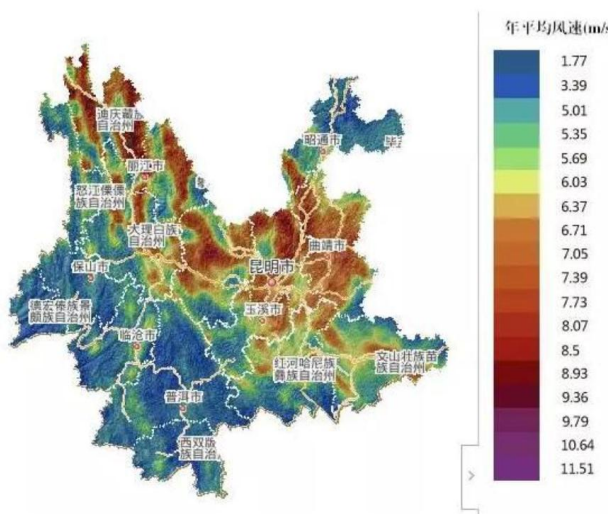


资料来源：《云南省在适宜地区适度开发利用新能源规划》，安信证券研究中心

2.2. 公司资产质量领先，高盈利能力优势凸显

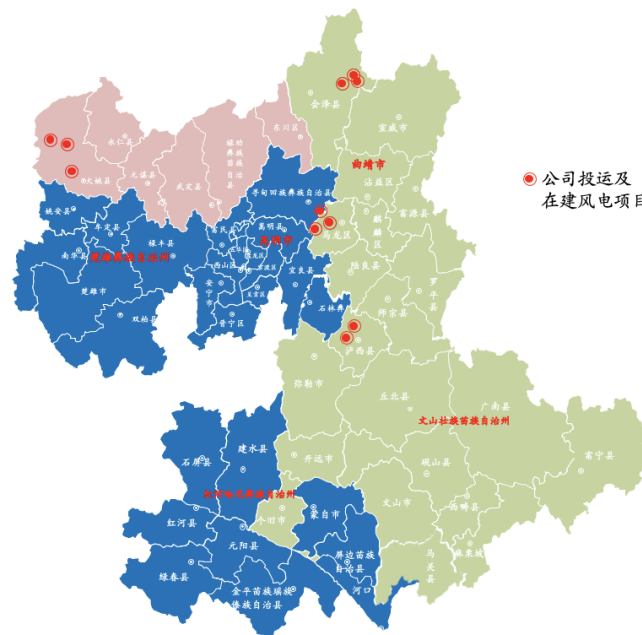
公司风电项目地理位置优越，利用小时高于全省平均。根据北极星电力网发布的云南省年平均风速分布图，云南省风资源优越的地区主要集中于东部以及北部地区。公司目前在运的 7 个风电项目分别地处于曲靖市会泽县、曲靖市马龙区、楚雄州大姚县以及红河州泸西县，均为云南省风资源相对优越的地区，项目资产质量具有保障。同时，由于公司风电项目所在地区人口基数大，用电量占云南省用电总量的 67%，电力消纳具有保障。

图 22：云南省风电装机容量（万千瓦）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

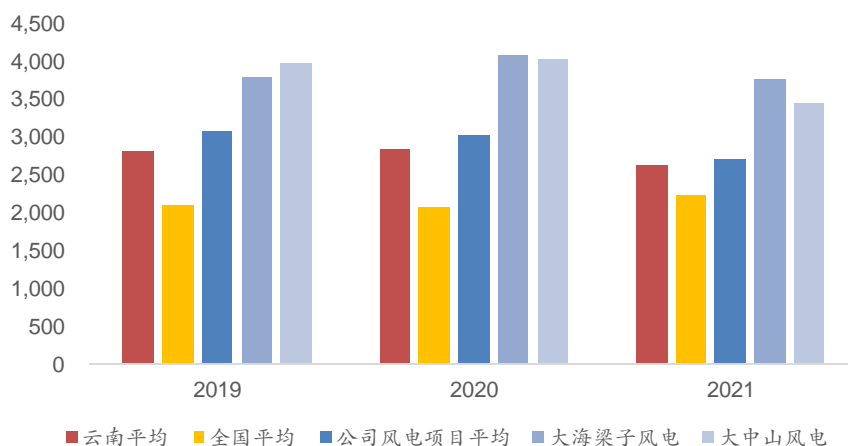
图 23：云南省风电发电量（亿千瓦时）



资料来源：安信证券研究中心整理

优渥风资源下公司项目利用小时数全省领先。根据公司公告，2019-2021 年公司风电项目平均利用小时数分别为 3062 小时、3005.72 和 2693.75 小时，其中公司大海梁子风电项目和大中山风电项目利用小时数优势显著，大海梁子风电项目 2019-2021 年利用小时数分别为 3790、4073、3754 小时；大中山风电项目利用小时数分别为 3965、4013、3440 小时，大幅领先于国内风电项目平均水平。2021 年公司风电项目利用小时数下滑主要受到云南省风速有所下滑影响。

图 24：公司风电利用小时与云南省、全国平均对比

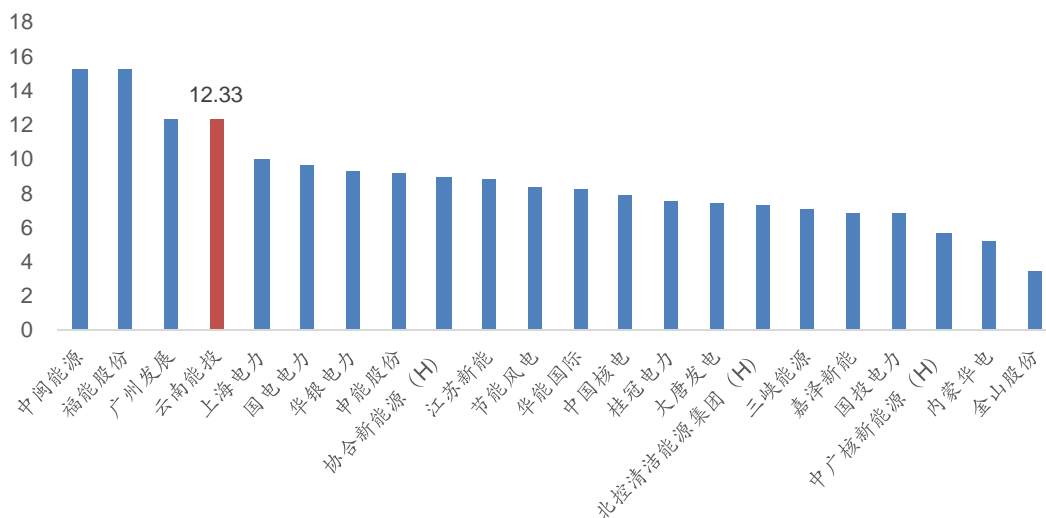


资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

高利用小时下公司项目盈利能力优势显著。根据公司年报披露，2019-2021 年公司四家风电子公司营业收入分别 4.61、4.56、4.09 亿元，分别实现归母净利润 1.77、1.77、1.73 亿元。目前公司风电装机容量仅为 0.37GW，风电盈利能力可观，单 GW 归母净利润分别达到 4.78、4.78 和 4.68 亿元。我们横向对比了国内主要的风电运营企业 2020 年单 GW 风电营业收入与单 GW 归母净利润水平，公司风电项目盈利能力仅次于福能股份与中闽能源。上述两家企业地处福建且以发展海上风电为主，海上风电极高的利用小时数拉高了公司平均项

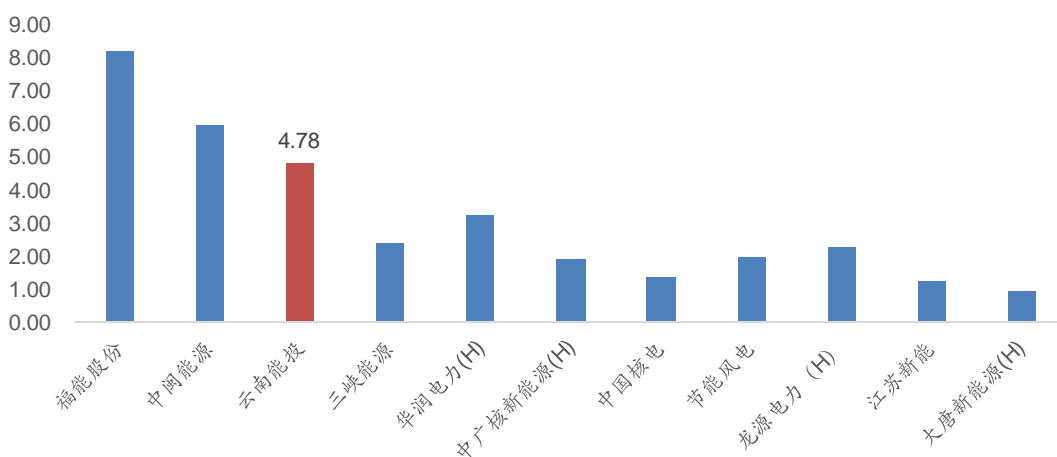
目盈利能力。公司风电项目单 GW 盈利能力在全国风电运营商中居前。

图 25：全国主要风电运营企业单 GW 营业收入对比（亿元/GW）



资料来源：Wind、公司公告，安信证券研究中心

图 26：全国主要风电运营企业单 GW 归母净利润对比（亿元/GW）



资料来源：Wind、公司公告，安信证券研究中心

注：部分企业未单独披露新能源业务净利润，因此未统计

3. 装机及电价双重增长，云南省属新能源平台高成长可期

3.1. 公司在手项目充足，“十四五”规划清晰

公司在手项目充足，投产高峰期即将到来。截至 2021 年底，公司风电方面在建及筹建四个项目通泉风电场、金钟风电场、永宁风电场及涧水塘梁子风电场容量共 162 万千瓦，并网发电后，公司总风电装机容量将增长 443.24%，其中通泉风电场 2022 年 3 月开工建设，预计将于 2023 年间投产。除此之外，公司于 2022 年 4 月 16 日与曲靖市马龙区签署通泉北风电场合作协议，装机容量 20 万千瓦。光伏方面，公司共有 6 个光伏在建项目，合计容量 28.44 万千瓦。截至目前公司合计在手在建及筹建装机容量为 210.44 万千瓦。

表 2：公司在建风能、光伏建项目一览表

序号	项目名称	装机容量(MW)	中标/签约日期	工期(月)
1	华宁县山后光伏项目	70	2022 年 1 月	12
2	大龙潭光伏项目		2022 年 1 月	12

3	路脉喜光伏项目		2022 年 1 月	12
4	石林云电投光伏电站扩建项目	119.36(交流电 85.05, 直流电 114.31)	2022 年 4 月	12
5	大姚县博厚村光伏电站	45	2022 年 4 月	12
6	雨龙寨光伏项目、整县屋顶分布式光伏项目	50	2022 年 3 月	6
9	大姚县涧水塘梁子风电场	50	2021 年 11 月	11
10	通泉风电场	350	2021 年 3 月	18
11	金钟风电场一期(北部)	350	2022 年 4 月	19
	金钟风电场二期(南部)	120	2022 年 4 月	未开工
12	永宁风电场	750	2022 年 2 月	18
13	曲靖市通泉北风电场项目	200	2022 年 6 月	6
	合计	2104.36		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

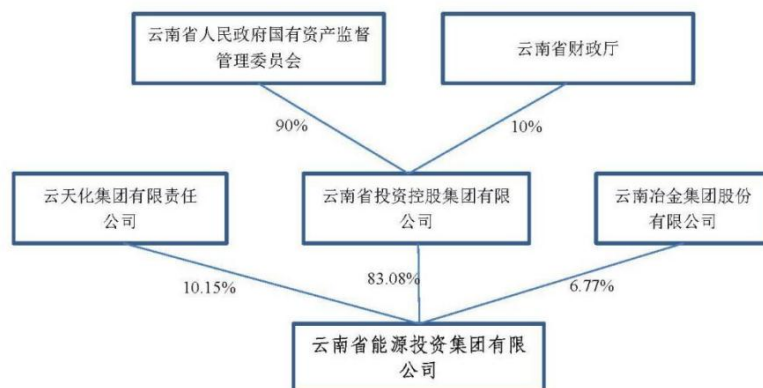
公司明确提出“十四五”发展目标，目标实现 **5GW 风光装机**。根据公司 2021 年年报披露，公司已发布“十四五”战略规划，强调以服务云南省“绿色能源”战略为主线，布局“绿色能源”业务板块。公司将聚焦风电、光伏绿色能源电力生产业务，目标到 2025 年末绿色能源装机规模达到 **5.13GW**，其中风电装机规模达到 **2.59GW**，光伏装机规模达到 **2.54GW**。由于公司目前在建风电项目最早于 2023 年投产，预计 2023-2025 年公司新能源装机有望年均增长 **1.5GW** 以上，项目集中投产有望带动业绩大幅提升。根据公司年报，公司目标到 2025 年新能源资产规模达到 **333 亿元**、营业收入达到 **32 亿元**、利润总额达到 **7.5 亿元**；公司总资产规模超 **350 亿元**、营业收入达到 **47 亿元**、利润总额达到 **9 亿元**。由于云南省风资源优渥，且公司目前在建及筹建项目所在地区为曲靖市、楚雄州大姚县等，目前公司在区域内已有在运项目且获得较高的盈利能力，我们预计公司未来新投产项目利用小时及盈利能力有望保持现有水平，资源优势下公司风电板块净利润很有可能超预期。

3.2. 省属新能源平台地位确立，资产注入预期强劲

3.2.1. 云南“十四五”规划确立，看好集团项目获取能力

“十四五”期间云南省作为国内大型清洁能源基地，将持续发挥其资源优势。根据云南省“十四五”规划，云南将依托其水电资源优势，统筹协调风电光伏的开发利用，建设“风光水储一体化”示范基地。目标到 2025 年全省电力装机达到 **1.3 亿千瓦**左右，绿色电源装机比重达到 **86%**以上。新能源发展方面，云南在“十四五”期间规划建设 **31 个**新能源基地，装机规模 **10.9GW**，同时建设金沙江下游、澜沧江中下游、红河流域的“风光水储一体化”基地新能源装机 **15GW**，合计预计新增 **25.9GW** 新能源发电项目。

图 27：云南省能源投资集团股权结构

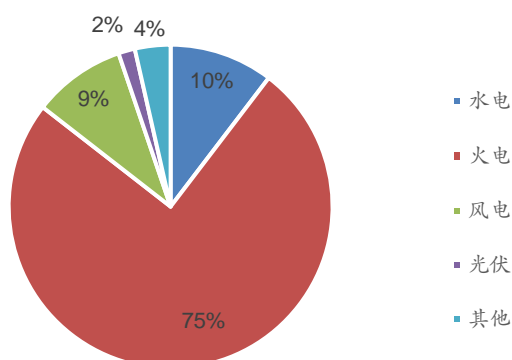


资料来源：《云南省能源投资集团 2022 年度第十期超短期融资券募集说明书》，安信证券研究中心

公司由云南省投资集团控股，实际控制人为云南省国资委，是省内重要的绿色能源发展平台，有望在“十四五”期间依托其省级能源平台背景在省内获取较多风电光伏新增项目。

根据集团超短期融资券募集说明书，集团业务涉及范围较广，包括盐化工、电力、煤炭、物流贸易、天然气、金融投资等，电力板块是其核心收入来源之一。截至 2021 年 3 月，集团控股 14 座中小型水电站共 41.4 万千瓦、3 座火电厂共 300 万千瓦、7 座风电场共 37 万千瓦、2 个光伏项目共 6.6 万千瓦、1 个垃圾发电项目 2.4 万千瓦以及 1 座燃气蒸汽联合循环电厂 11.8 万千瓦，合计 399.2 万千瓦。根据集团规划，目标到 2025 年参控股装机达到 30GW，其中控股装机 15GW、参股装机 15GW，相比目前公司控股装机容量具有较大增长空间，未来有望进一步在省内获取较多新能源项目开发权。

图 28：云南省能源投资集团电力装机结构



资料来源：《云南省能源投资集团 2022 年度第十期超短期融资券募集说明书》，安信证券研究中心

3.2.2. 集团旗下唯一新能源上市平台，资产注入值得期待

公司为集团旗下唯一上市平台，目前公司体内 4 家风电运营子公司均为 2019 年通过集团资产注入获得。2019 年 3 月公司以发行股份的方式收购集团马龙公司 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，四家子公司估值合计为 14.22 亿元，最终交易对价为 13.7 亿元。参考四家风电公司 2019 年净利润 1.77 亿元，公司约以 8 倍 PE 收购集团风电资产，交易对价相对较低。

表 3：2019 年风电资产注入情况

	马龙公司	大姚公司	会泽公司	泸西公司
收购股权比例	100%	100%	100%	70%
估值（亿元）	2.72	4.75	4.87	1.88
交易对价（亿元）			13.70	
发行股份（万股）			12209.53	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

随着国企改革步伐持续加快，资产注入有望成为电力企业核心扩张方式之一。2020 年 6 月中央全面深化改革委员会第十四次会议中审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022）》，推动国企改革步伐进一步加快。《方案》中重点提出积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展。国企改革有利于进行优化配置、资源整合。同时目前在大规模推动新能源发展的“双碳”背景之下，风光项目获取竞争尤为激烈，目前各电力企业获取风电、光伏项目主要通过竞争性配置方式，对于企业资质及资金方面均有较为严格的要求，因此国内大型电力央企以及地方性省属投资集团在项目竞配方面具备更大竞争力，对于省级电力平台而言，资产注入有望成为迅速实现规模扩张的方式之一。

集团出具避免同业竞争承诺函，确立公司为核心新能源发展平台地位。公司在 2019 年注入四家风电公司时，为避免同业竞争问题，集团及其下属新能源公司、云南能投对外能源开发有限公司、云能投怒江州产业开发投资有限公司分别与上市公司签署《托管协议》，将其持有的对应发电业务主体全部委托给上市公司管理，在被托管公司业务正常经营、扣非后净利润为正且 2 年内能够持续盈利，具备注入上市公司条件的 1 年内，启动资产注入流程。云南能投集团是云南省新能源产业建设的“主力军”，公司作为集团核心上市平台，有望借集团之力，打造省属新能源发展平台。

3.3. 电力供需趋紧带来电价提升预期

云南省电力结构特殊，市场化交易电价折价幅度大。2014 年在工业经济下行和电源装机迅速增长双重压力下，云南电力供需矛盾突出，水、风上网出现“量价齐跌”现象，为深化电力体制改革，云南率先展开电力市场化工作，同时逐步推动风电、光伏发电量参与市场交易。不同于国内绝大多数以火电为主的其他省份，云南省水电发电量占比极高，由于水电发电成本相比火电较低，同时受到用电需求疲软等因素影响，云南省市场化电价折价幅度较大，2016 年省内市场化交易平均成交价仅 0.1682 元/kWh。

表 4：云南省电价相关政策

日期	部门	政策	要点
2014.01.06	中共云南省委	关于贯彻落实《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的意见	推进电力体制改革。探索建立“输配分开、竞价上网”的运营机制,建立健全合理的电价形成机制。搭建电力交易平台,加快推进电价改革试点。
2015.06.02	云南工信委	《关于下发 2015 年云南电力市场化交易结算细则的通知》等	明确云南电力市场化交易结算规则。展开水火交易置换,要求水电企业将部分权益支付给火电企业。
2015.11.17	云南工信委	《关于征求 2016 年云南电力市场实施方案的意见的函》	风电厂及光伏电厂暂不参与市场竞争交易,通过价格调节因素参与市场
2015.11.20	云南工信委	《关于下发 2015 年 11 月和 12 月风电火电清洁能源置换交易工作方案的通知》	将风电纳入火电的发电权置换,同样支付部分受益给火电企业。
2016.01.12	云南省物价局	转发《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策文件的通知》	全省陆上风电及光伏发电上网电价执行全国统一标杆电价政策
2016.07.29	云南省政府	《关于印发云南省城乡居民生活用电实施电能替代用电价格方案的通知》	对风光发电实行保障性收购,按照电力交易中心当月市场化交易的平均撮合成交价与发电企业进行结算,鼓励风电和光伏发电企业参与市场化交易。
2017.03.15	国能局云监办	关于征求《云南电力市场中长期交易实施细则》意见的函	优先吸纳清洁能源,市场化交易组织中,原则上应由清洁能源电厂优先成交。
2020.11.25	云南省能源局	《2021 年云南电网优先发电计划安排的通知》	将风电、光伏归为一类优先发电计划,同时要求: 1) 平、枯水期全部市场化交易; 2) 丰水期执行云南省城乡居民用电替代政策
2020.12.25	国能局云监办	《云南电力中长期交易实施细则》	坚持节能减排和清洁能源优先上网,促进清洁能源生产和消纳
2021.04.29	国能局云监办	关于印发《云南省清洁能源消纳情况综合监管实施方案》的通知	落实清洁能源消纳目标,实现清洁能源优先上网和全额保障性收购,规范清洁能源参与市场化交易。
2022.03.29	云南省政府	《关于推动落后和低端低效产能退出的实施意见》	为贯彻落实“双碳”目标要求,严格执行绿色电价政策,落实国家统一高耗能行业阶梯电价制度

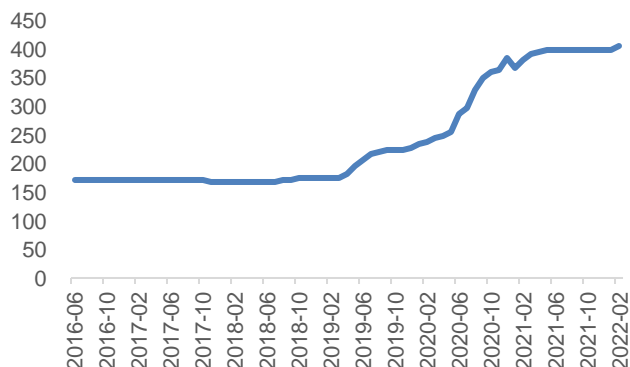
资料来源：云南省政府网站，安信证券研究中心

近年来云南省以电价优惠政策积极引进硅、铝产业，高耗能产业持续扩张叠加“西电东送”任务，云南省电力需求大幅增长，供需错配问题明显缓解，市场电价逐步提升：

1) 云南省积极发展绿色能源，引进硅、铝等产业，第二产业用电需求实现稳步增长。

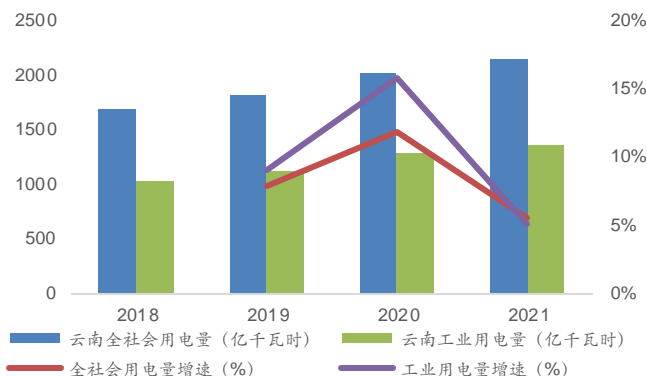
近年来云南省利用其可再生能源资源优势大力发展绿色能源产业，其中铝、硅等绿色制造业快速发展，目前云南已成为我国电解铝产业第一大省，省内电解铝产能已从 2016 年的 170 万吨增至 2021 年的 400 万吨，绿色能源产业的大力投产下云南省工业端用电量实现稳步提升 2019-2021 年云南省工业端用电量增速分别达到 9%、15.8%、5.1%，带动用电需求大幅增长。

图 29：2016-2022 年云南省电解铝产能（万吨）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

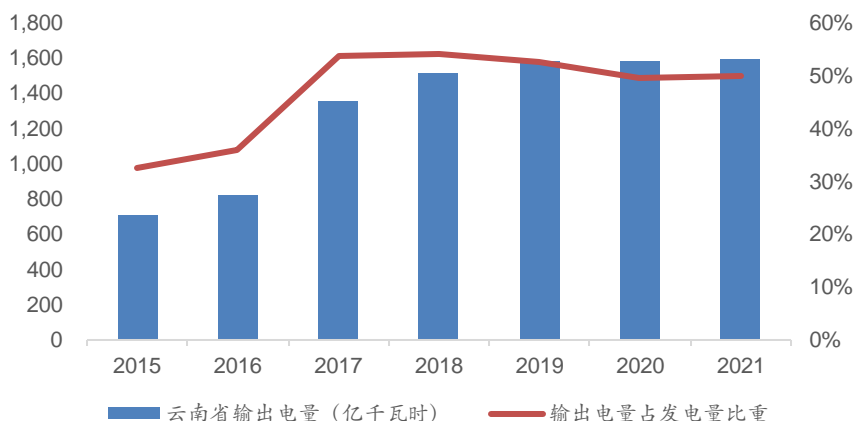
图 30：云南省工业端及全社会用电量



资料来源：云南省统计局，安信证券研究中心

- 2) **外送电量明显提升。**云南省作为国内水电大省，在一定程度上承担外送电量的责任，目前云南省电量除了省内保供之外主要向广东、广西送电。2016-2018 年云南省外送电量实现较大幅度增长，从 2015 年的 706 亿千瓦时增至 1500 亿千瓦时以上，外送电量占云南省总发电量的比重达到 50%左右。外送电量的增长进一步推动了云南省电力需求的提升。

图 31：2015 年以来云南省外送电量及占比

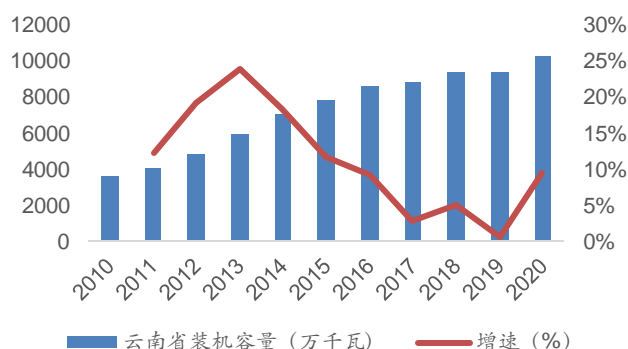


资料来源：Wind，安信证券研究中心

- 3) **近年来云南省新投产装机增量下降，发电量保持稳定，电力供需趋紧。**根据云南省统计局公布的数据，“十三五”期间为云南省电力装机大力投产阶段，自 2014 年以来云南装机容量增速持续下滑，总装机容量趋于稳定。从发电量情况看，自 2019 年以来云南省总发电量已基本稳定在 3000 亿千瓦时左右。

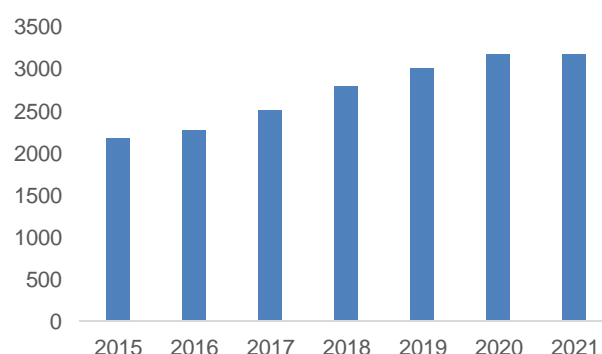
装机容量及发电量增速下降叠加用电需求增长，云南省持续出现电力供应缺口。据公司年报披露，2021 年 1-11 月云南电力供应缺口达 193 亿 kWh，同时根据云南省发改委和能源局推算，预计 2023-2025 年将会出现 85-280 亿 kWh 的结构性枯期缺电。

图 32：云南省电力装机容量及增速（万千瓦）



资料来源：云南省统计局，安信证券研究中心

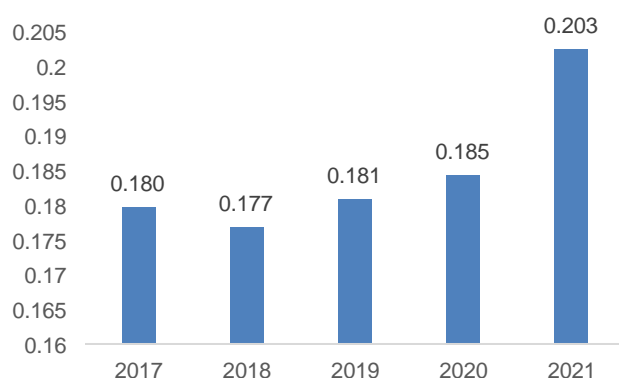
图 33：云南省总发电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

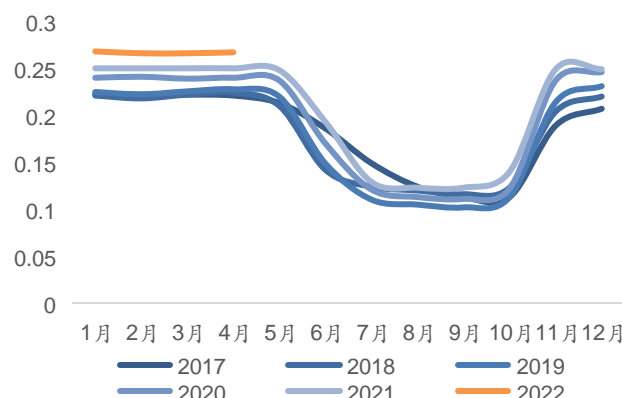
电力供需紧张下推动市场化电价持续提升。2019-2020 年云南省电力市场化交易价格已出现小幅上涨，年均价从 2018 年的 0.177 元/kWh 提升至 2020 年的 0.185 元/kWh，2021 年在来水偏枯、全国电力供应极度紧张的背景下，云南市场化交易电价实现大幅提升，增至 0.203 元/kWh。每年 12 月及次年 1-5 月为枯水期市场化电价相对较高，近两年枯水期交易电价上浮程度更高，2022 年 1-4 月市场化电价相比 2021 年同期实现进一步上浮，每月电价同比增长 0.015 元/kWh 以上，预计 2022 年云南省电力供需依然偏紧，市场化电价仍有上浮空间。

图 34：云南省电力市场化交易年均价（元/kWh）



资料来源：昆明电力交易中心，安信证券研究中心

图 35：云南省每月电力市场化交易均价（元/kWh）



资料来源：昆明电力交易中心，安信证券研究中心

由于云南省市场化电量交易比重较高，根据公司公告，公司目前已投产的风电项目在 2015 年及之前执行标杆电价（0.61 元/kWh），自 2016 年电改政策以来执行标杆电价加竞价上网模式（均价 0.49 元/kWh），2021 年公司市场化交易电量占总上网电量的比重达到 73.02%。“十四五”期间公司新增平价风电、光伏项目将陆续投产，公司上网电价将进一步受到云南市场化电价的影响，目前云南省市场化电价上浮趋势明显，将有利于保障公司未来新增风光项目盈利能力。

4. 传统业务：区域龙头具备优势，长期增长稳健

4.1. 云南省盐业龙头优势凸显

公司为云南省盐业龙头，区域龙头优势推动稳步扩张。公司原名云南盐化，前身是由云南轻纺、云南有色、中国盐业等七家公司于 2002 年 7 月联合成立的云南省盐业总公司。公司是云南省盐业龙头，全资子公司云南盐业是云南省内最大的盐类企业，同时也是国家授权

云南省唯一的食盐定点生产企业和云南省政府授权唯一经营合格碘盐的企业，公司也是省内首批实行产供销一体化模式的 A 股上市公司。主要产品包括食盐、工业盐、芒硝及日化盐，根据公司在公开投资者交流中披露的信息，公司在云南市场占有率达到 80%，省外主要销往四川、贵州、广西等地区，并与 2020 年收购广盐集团 14.97% 的股权，未来有进一步合作可能。

表 5：公司盐板块主要产品

食盐	大象牌“高原深井”食盐系列，小袋盐包括“臻品”、“尚品”、“臻选”、“经典”；加工盐包括功能性食用盐（低钠、腌制盐）、畜牧盐舔砖等
工业盐	制成盐酸、烧碱、纯碱、氯化铵、氯气的原料，建筑业，日化，石油石化，无机化工以及硬水处理、公路除雪、制冷冷藏
芒硝（硫酸钠）	制成硫酸铵、硫酸及硫化钠等化工原料的原料，洗衣粉、造纸、日化、玻璃、漂染和纺织等行业
日化盐	“艾肤妮”牌日化产品，主要用于个人日常护理，包括洗发盐、洗手盐、沐浴盐、足浴盐、按摩浴盐产品等

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

充分利用云南省盐类生产资源优势，打造独特盐类品牌。根据公司年报，云南省是国内重要的井矿盐产区之一，原盐资源总量达 735.7 亿吨，氯化钠保有储量位居全国第三。公司利用云南井盐的区位优势，持续打造云南独有的“高原深井”食盐系列产品。井盐通常运用凿井法汲取地下天然盐卤水和盐岩矿床，钠含量较高，杂质较少，结晶较小，疏松而不易结块。因此品质、色泽比海盐更为纯净，并且没有海洋污染的影响非常适用于食用盐生产。

手握云南省核心盐矿资源。产能方面，目前公司拥有云南省盐资源储量最大、品质最高、成本最优的四个盐矿，具有矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高的优质属性，其中昆明盐矿贡献了主要产能（130 万吨），目前公司盐产品总产能为 180 万吨，目前基本实现满产。

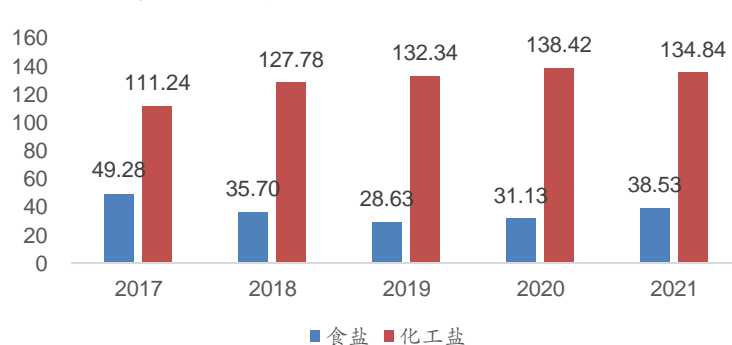
表 6：公司盐矿设计产能与 2021 年实际产能（万吨）

	设计产能	实际产能
昆明盐矿	130	160.28
普洱制盐分公司	10	10.33
一平浪盐矿	30	0.03
乔后盐矿	10	1.31
合计	180	171.95

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

近两年来公司盐业产销量已基本保持稳定。从食盐板块看，从 2017-2019 年受国内盐改政策影响公司食盐销量出现了较大幅度下滑，2020 年以来销量略有回升。工业盐板块 2019 年以来公司销量已基本稳定在 130 万吨以上。

图 36：公司盐类产品销量（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

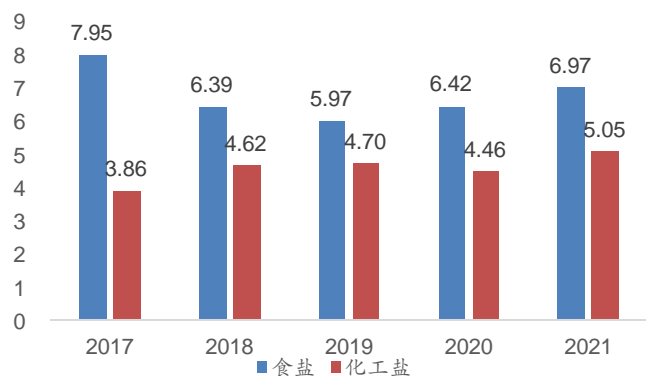
从业绩情况看，近年来公司盐业板块营业收入基本维稳，2017-2019 年食盐板块业绩出现一定程度下滑，2020 年以来化工盐业务毛利率出现大幅下滑，我们分析受以下两方面因素影响：

1) “盐改”政策影响下盐业板块竞争激烈，销量及盈利能力均受影响。2017 年国务院发布《盐业体制改革方案》，其中提出鼓励社会资本进入食盐生产领域、取消对小工业盐及盐产品进入市场的各类限制，放开小工业盐及盐产品市场和价格。“盐改”政策下盐业贯彻“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的供给侧改革，全国原盐产能增幅放缓，竞争激烈，行业呈现“多、小、散、弱”的特点，导致企业销量及毛利率出现下滑。

2) 盐化工产品主要原材料纯碱价格攀升。公司盐化工产品生产所需主要原材料为矿盐、碘酸钾、工业用盐、氯化钡、纯碱、亚硫酸钠等。2021 年受经济复苏影响，建筑开工数量走高，对纯碱下游产品玻璃的需求攀高，纯碱市场需求大幅增长。同时因疫情运力不畅等多因素导致大宗化工原料整体上涨，加之下半年“能耗双控”的叠加影响，2021 全年纯碱市场价格大幅飙升。据公司 2021 年报披露，纯碱采购单价同比上涨 35.88%，同比影响主营业务成本增加 399 万元。

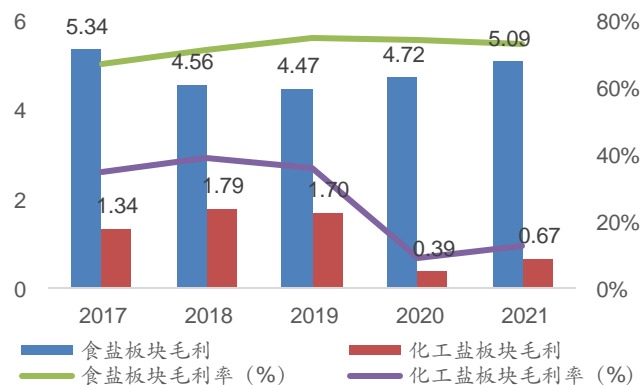
我们认为原材料价格攀升为阶段性因素，随着“盐改”政策影响逐步减弱，未来公司盐业板块业绩有望维稳。

图 37：公司盐业板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 38：公司盐业板块毛利及毛利率（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 天然气业务实现高增，省内市场空间广阔

“双碳”目标推动能源结构转型，天然气供、需量有大幅增长空间。作为最清洁的化石能源，在从高碳向低碳、无碳的演变进程中，天然气的桥梁作用将进一步彰显，2021 年我国天然气供、需两旺。据 Wind 数据，中国已然跃升为全球 LNG 进口第一大国，进口量达 1685 亿立方米，同比增长 20.7%；国内生产量总计 2079 亿立方米，同比增长 7.7%。消费量 2021 年达 3654 亿立方米，同比增长 12.4%。据《“十四五”天然气发展路径》预测，2025 年我国天然气消费量有望达到 5000 亿立方米。随着天然气行业进入高速增长阶段，公司天然气业务板块潜在成长空间巨大。

公司天然气业务扎根于云南省内，根据 2021 年报披露，公司依托全资子公司云南天然气搭建了云南省天然气供应管道网络和资源调控平台，拥有省内包括昆明、大理、楚雄、文山等地区共计 18 条天然气支（专）线管道项目、3 个应急气源储备中心项目和 1 个 CNG 母站项目，已建成通气及具备通气条件支（专）线管道合计 727km，稳居省内第一，根据 2020 年年报，已通气或具备通气条件支线管道总里程数约占全省通气支线管道里程数的 50%。

天然气项目建设持续推进，地区渗透率有望进一步提升。在燃气主体供应权和燃气经营权方面，目前公司的全资子公司云南天然气已取得普洱、富民、泸西、弥勒、宣威、昭阳、鲁甸、禄丰、越州等地工业园区的燃气主体供应权。在富民、昭通、宣威、普洱、西双版纳、

玉溪等地区获得燃气业务特许经营权。并逐步开展城市管道燃气项目的收购工作，以提高地区渗透率。天然气分布式能源方面，公司已有五华区科技园、昆明长水机场两个项目获准，并开展前期工作。

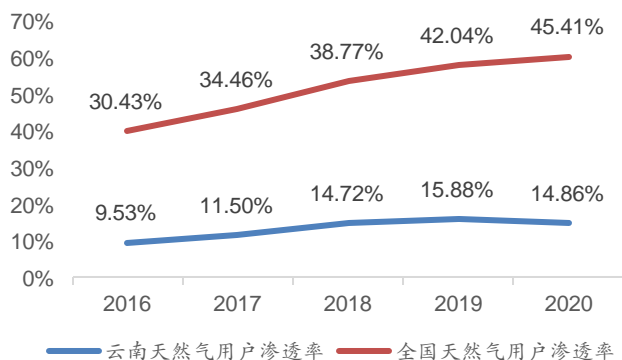
表 7：截止 2022 年 3 月公司燃气特许经营权一览表

特许经营权主体	经营期限	特许区域
富民县丰顺天然气发展有限公司	2008.10-2038.10	富民县
宣威市丰顺城市天然气发展有限公司	2008.11-2038.11	宣威市
云南省天然气昭通有限公司	2019.5-2049.5	昭通市鲁甸县卯家湾易地扶贫搬迁安置区
	2017.3-2047.3	昭通市鲁甸工业园区
	2004.4-2034.4	昭通市昭阳区城市燃气特许经营权
云南能投滇南燃气开发有限公司个旧分公司	2019.7-2022.6	云锡老虎山酒厂
	2017.9-2047.9	禄丰工业产业园区碧城、仁兴、勤丰片区
云南能投华煜天然气产业发展有限公司	2014.11-2044.11	易门县城外的所有区域
	2017.4-2047.4	曲靖市麒麟区越州镇、东山镇、茨营镇
云南省天然气有限公司	2018.11-2048.10	河口跨境经济合作区
玉溪能投天然气产业发展有限公司	2018.11.16-2048.1.15	研河工业园区特许经营权

资料来源：《云南省能源投资集团 2022 年第十期超短期融资券招股说明书》，安信证券研究中心

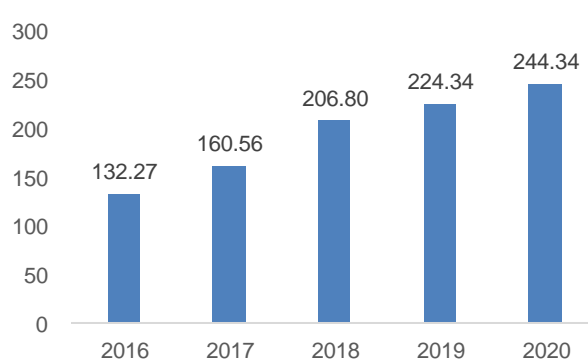
云南省天然气渗透率偏低，未来将有大幅提升空间。近年来云南省天然气用户数量稳步提升，从 2016 年的 132.27 万户增至 2020 年的 244.34 万户，年复合增速达到 16.6%，但云南省天然气用户渗透率仍远低于全国天然气渗透率，2020 年全国天然气渗透率为 45.41%，而云南省仅为 14.86%，随着下游用户天然气需求持续提升，渗透率将有大幅上涨空间。

图 39：全国与云南省天然气用户渗透率 (%)



资料来源：住建部、公安部、云南省统计局、wind，安信证券研究中心

图 40：云南省近五年天然气用气户数 (万户)

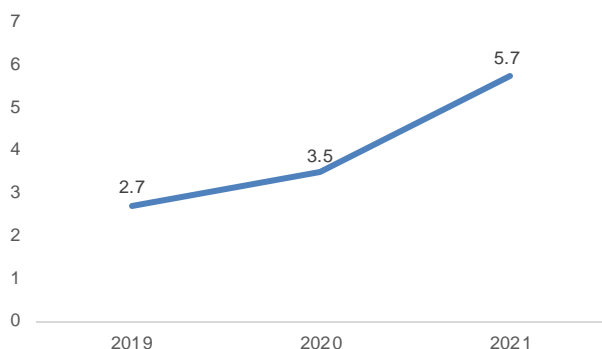


资料来源：住建部、wind，安信证券研究中心

省内用户需求提升推动公司天然气业务进入高速增长阶段。根据年报披露，2021 年公司天然气板块营业收入实现大幅提升，达到 5.7 亿元，同比增加约 65%。营业收入及毛利的大幅增长主要受益于销气量的大幅提升，2021 年公司天然气入户安装量同比增加 80%，天然气售气量达到 2.11 亿立方，连续两年增速达到 70% 左右。但 2019 年以来公司天然气业务毛利率出现较大幅度下滑，根据公司在公开投资者问答中披露的信息，可能受到管道气供应趋于紧张、终端用户价格承受能力有限、已运营管道实际输气量与设计输气量存在较大差距等方面的影响。根据公司公告披露，目前公司在云南省内背靠东南亚利用“一带一路”区位优势，根据 2020 年报披露，公司天然气上游接入气源主要为中缅管道，已与云南华油天然气有限公司、中石油西南管道分公司等签订购售气合同。积极开拓川气入滇、桂气入滇等多气源，实行管道气、LNG/CNG 业务共同发展增强供应、调配能力，未来公司天然气成本端有

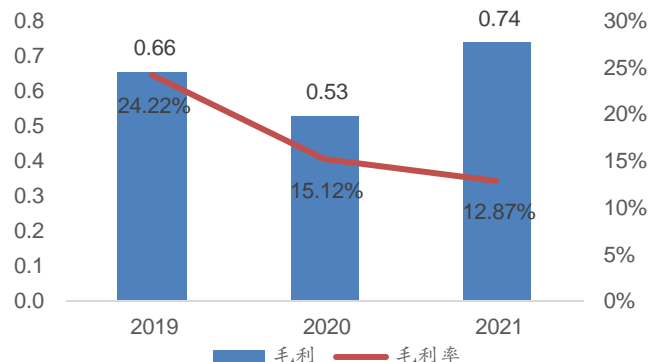
望实现下降。

图 41：近三年公司天然气板块营业收入（亿元）



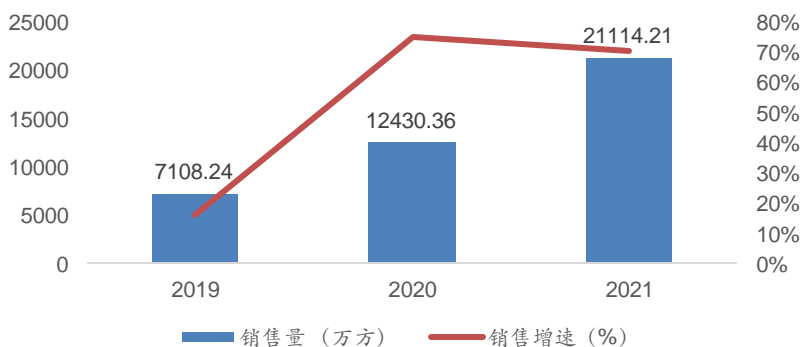
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 42：近三年公司天然气业务毛利及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 43：近三年公司天然气销售量及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 投资建议

新能源装机投产高峰即将到来，叠加省内风资源优势带来的高盈利能力，我们预计公司业绩即将迎来高增长。我们预计公司 2022 年-2024 年的营业收入分别为 26.53 亿元、39.09 亿元、52.99 亿元，增速分别为 17.4%、47.4%、35.6%，净利润分别为 2.95 亿元、4.23 亿元、7.50 亿元，增速分别为 17.2%、43.3%、77.4%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 16.0 元。

6. 风险提示

- 1) **政策推进不及预期：**公司未来重点发展的新能源板块受政策影响较大，若政策推动不及预期，可能影响公司新能源板块发展；
- 2) **项目推进进度不及预期：**目前公司有大量风电光伏项目在建，再见风电项目预计于 2023 年投产，若公司项目建设推进进度不及预期，可能影响公司业绩水平；
- 3) **盐业产品销量下降风险：**目前公司盐业板块营业收入仍占比较高，目前国内盐业竞争激烈，市场较为分散，若公司盐业产品销量下滑，可能影响公司整体业绩水平；
- 4) **天然气价格上涨风险：**公司天然气业务受上游天然气价影响较大，公司目前天然气主要来源于中缅管道，若海外进口管道气价格上涨，可能影响公司天然气业务盈利能力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,990.3	2,258.8	2,652.6	3,908.7	5,298.8	成长性					
减:营业成本	1,113.5	1,343.8	1,643.5	2,311.6	2,765.6	营业收入增长率	3.0%	13.5%	17.4%	47.4%	35.6%
营业税费	42.3	46.6	55.2	81.7	110.1	营业利润增长率	-13.2%	3.2%	21.5%	43.3%	77.4%
销售费用	257.9	255.4	252.0	351.8	476.9	净利润增长率	-11.8%	8.7%	17.2%	43.3%	77.4%
管理费用	221.4	242.9	278.5	421.8	566.0	EBITDA 增长率	-1.5%	5.5%	16.9%	120.1%	56.9%
研发费用	11.3	5.8	11.4	16.4	19.6	EBIT 增长率	-7.3%	6.6%	12.1%	68.2%	83.1%
财务费用	84.9	92.5	76.7	223.6	440.1	NOPLAT 增长率	-11.4%	5.1%	13.0%	68.2%	83.1%
资产减值损失	-	-10.3	-10.3	-6.9	-9.2	投资资本增长率	15.6%	6.6%	1.8%	132.6%	21.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.5%	4.8%	5.2%	11.3%	11.6%
投资和汇兑收益	37.1	31.7	33.3	34.0	33.0						
营业利润	301.8	311.6	378.7	542.7	962.7	利润率					
加:营业外净收支	9.7	11.2	5.7	8.9	8.6	毛利率	44.1%	40.5%	38.0%	40.9%	47.8%
利润总额	311.6	322.9	384.4	551.6	971.3	营业利润率	15.2%	13.8%	14.3%	13.9%	18.2%
减:所得税	52.0	52.4	61.5	88.3	155.4	净利润率	11.6%	11.1%	11.1%	10.8%	14.1%
净利润	231.6	251.7	294.9	422.6	749.6	EBITDA/营业收入	33.6%	31.2%	31.1%	46.5%	53.8%
						EBIT/营业收入	19.2%	18.0%	17.2%	19.6%	26.5%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	739	661	617	848	1,061
货币资金	1,380.3	1,146.1	212.2	312.7	423.9	流动营业资本周转天数	60	78	40	59	72
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	490	418	291	223	215
应收帐款	893.2	1,080.9	903.4	2,306.0	2,009.2	应收帐款周转天数	151	157	135	148	147
应收票据	49.6	60.4	46.9	113.4	116.5	存货周转天数	20	14	23	19	16
预付帐款	44.7	49.4	101.3	92.3	134.0	总资产周转天数	1,668	1,545	1,317	1,347	1,479
存货	89.1	87.0	247.3	165.5	307.5	投资资本周转天数	1,159	1,131	1,003	1,142	1,305
其他流动资产	177.2	186.3	165.5	176.3	176.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.6%	5.7%	6.3%	8.0%	12.5%
长期股权投资	567.6	580.4	580.4	580.4	580.4	ROA	2.7%	2.8%	3.4%	2.4%	3.4%
投资性房地产	77.8	70.6	70.6	70.6	70.6	ROIC	5.4%	4.9%	5.2%	8.6%	6.8%
固定资产	4,087.5	4,201.3	4,890.1	13,516.0	17,715.5	费用率					
在建工程	1,661.1	1,823.6	1,823.6	1,823.6	1,823.6	销售费用率	13.0%	11.3%	9.5%	9.0%	9.0%
无形资产	244.8	252.5	244.3	236.2	228.0	管理费用率	11.1%	10.8%	10.5%	10.8%	10.7%
其他非流动资产	279.3	292.4	290.1	283.6	286.5	研发费用率	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
资产总额	9,552.2	9,831.0	9,575.7	19,676.7	23,871.9	财务费用率	4.3%	4.1%	2.9%	5.7%	8.3%
短期债务	514.1	396.3	524.5	512.4	1,017.9	四费/营业收入	28.9%	26.4%	23.3%	25.9%	28.4%
应付帐款	663.8	677.9	1,213.8	1,391.1	1,629.3	偿债能力					
应付票据	7.4	-	11.0	4.3	13.1	资产负债率	43.8%	42.7%	38.2%	66.5%	69.2%
其他流动负债	574.3	531.4	557.7	526.9	604.6	负债权益比	77.8%	74.6%	61.7%	198.5%	224.6%
长期借款	2,336.3	2,472.1	1,261.0	10,552.9	13,150.0	流动比率	1.50	1.63	0.73	1.30	0.97
其他非流动负债	83.9	123.9	85.8	97.9	102.5	速动比率	1.45	1.57	0.62	1.23	0.88
负债总额	4,179.7	4,201.6	3,653.8	13,085.4	16,517.3	利息保障倍数	4.49	4.39	5.93	3.43	3.19
少数股东权益	1,210.0	1,214.4	1,242.4	1,283.2	1,349.4	分红指标					
股本	761.0	761.0	761.0	989.3	989.3	DPS(元)	-	0.02	0.04	0.02	0.05
留存收益	3,400.6	3,652.3	3,918.5	4,318.8	5,015.8	分红比率	0.0%	6.0%	9.7%	5.3%	7.0%
股东权益	5,372.5	5,629.5	5,921.9	6,591.3	7,354.5	股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	0.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	259.6	270.4	294.9	422.6	749.6	EPS(元)	0.30	0.33	0.39	0.43	0.76
加:折旧和摊销	291.6	301.4	369.4	1,049.3	1,445.7	BVPS(元)	5.47	5.80	6.15	5.37	6.07
资产减值准备	13.0	24.3	-	-	-	PE(X)	34.0	31.3	26.7	24.2	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.7	1.9	1.7
财务费用	89.6	100.4	76.7	223.6	440.1	P/FCF	-29.3	-33.9	-8.4	-67.0	102.0
投资损失	-37.1	-31.7	-33.3	-34.0	-33.0	P/S	4.0	3.5	3.0	2.6	1.9
少数股东损益	28.0	18.7	28.0	40.7	66.3	EV/EBITDA	12.5	14.3	12.9	12.3	8.9
营运资金的变动	53.4	-79.5	558.1	-1,260.6	449.4	CAGR(%)	21.3%	44.5%	4.1%	21.3%	44.5%
经营活动产生现金流量	549.5	556.9	1,294.0	441.6	3,118.1	PEG	1.6	0.7	6.5	1.1	0.3
投资活动产生现金流量	-1,059.8	-594.7	-1,016.7	-9,633.1	-5,604.0	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.6	1.0	0.8
融资活动产生现金流量	230.0	-196.8	-1,211.1	9,291.9	2,597.1	REP	2.0	2.5	2.4	1.3	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034