

金属钠独角兽, 中盐唯一上市公司平台

投资要点

- **全球金属钠独角兽, 直接受益于产品涨价。** 近来国内部分生产企业受环保因素影响, 加之美国科慕公司2万吨产能也将完全退出市场, 全球金属钠供给端收缩较为严重。与此同时, 下游需求仍将保持较快的速度发展, 预计2017年国内需求增速超过9%。供给收缩+需求稳增将大概率造成金属钠行业供不应求出现, 行业向上拐点显现。金属钠价格自2016年6月开始涨价, 到目前涨价幅度5000元, 业绩弹性巨大。目前公司拥有金属钠产能4.5万吨/年, 16年实施的2万吨/年工业金属钠项目预计于2017年5月建成投产, 届时公司将拥有金属钠产能6.5万吨, 占全球金属钠产能的51%, 成为当之无愧的全球金属钠霸主。
- **大集团小公司, 背靠中盐改革预期强烈。** 兰太实业是典型的大集团小公司, 是中盐集团旗下唯一上市公司, 中盐总公司持有其33.08%的股份, 中盐总公司旗下资产借助这唯一上市公平平台实现证券化的预期强烈。中盐总公司2015年总资产496亿, 兰太实业资产67亿, 占比不足14%, 就目前国有企业总体而言, 资产证券化率偏低。3月8日, 中国盐业总公司与中国国新控股公司签订战略合作协议, 双方将在金融服务、行业整合、资产优化等方面进行合作, 落实国有企业改革, 可以预测中盐在2017年会加快改革步伐。
- **盐业改革核心利好中盐, 盐业巨头值得期待。** 2017年1月起, 《盐业体制改革方案》开始生效, 鼓励在坚持专营的基础上实现盐产品价格放开、产销一体化与开展跨区域经营。参照国外成熟食盐市场, 我们认为放开盐业地域限制与鼓励产销一体将形成全国范围内体制内竞争的格局, 未来我国有望在体制内孕育出数个盐业寡头。中盐总公司是中国盐行业龙头和唯一央企, 也是亚洲最大、世界第二的盐业企业, 食盐产量200多万吨, 约占全国总量的25%, 食盐供应覆盖全国36%的国土面积和4.2亿人口, 在国内盐业市场中扮演着执牛耳的角色, 盐业改革中的表现值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.66元、0.90元、1.14元, 未来三年复合增长速度较快, 给予公司2017年30倍估值, 对应目标价19.80元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司应对盐业改革成效或不及预期的风险、金属钠新增项目建设与消化或不及预期的风险、国企改革进程或不及预期的风险、金属钠价格波动风险。

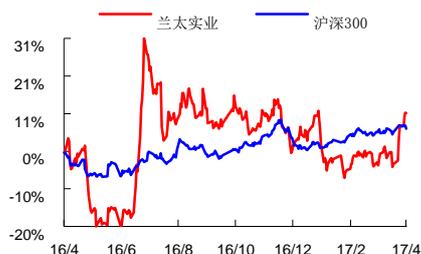
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2524.92	3147.22	3395.17	3513.50
增长率	6.64%	24.65%	7.88%	3.49%
归属母公司净利润(百万元)	83.28	289.82	392.08	497.55
增长率	351.47%	248.01%	35.28%	26.90%
每股收益EPS(元)	0.19	0.66	0.90	1.14
净资产收益率ROE	5.43%	14.29%	15.08%	15.34%
PE	72	21	15	12
PB	2.83	2.32	2.00	1.72

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
联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
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)	4.38
流通A股(亿股)	4.38
52周内股价区间(元)	9.95-16.26
总市值(亿元)	60.23
总资产(亿元)	65.63
每股净资产(元)	4.72

相关研究

目 录

1 公司概况：中盐旗下唯一上市公司，盐业领先企业	1
2 金属钠龙头锦上添花，产品涨价直接受益	3
2.1 金属钠供需缺口显现，行业长期看好.....	3
2.2 扩产承接全球订单，金属钠龙头或迎量价齐升.....	5
3 大集团小公司，背靠中盐改革预期强烈	6
3.1 中盐国新战略合作签订，改革已提上日程.....	6
3.2 大集团小公司，兰太实业最有望受益于中盐改革.....	8
4 盈利预测	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司 2010 年以来营业收入及增速	1
图 2: 公司 2010 年以来归母净利润及增速 (万元)	1
图 3: 公司 2012 年以来净利率、毛利率情况	2
图 4: 公司 2010 年以来三费率情况 (%)	2
图 5: 公司 2016 年收入结构	2
图 6: 公司 2016 年毛利结构	2
图 7: 公司股权结构	3
图 8: 公司金属钠产能预计 17 年达 6.5 万吨/年	5
图 9: 预计至 2018 年, 公司产能占全球 51%	5
图 10: 单吨金属钠的成本拆分和单价	6
图 11: 金属钠价格走势 (元/吨)	6
图 12: 美国主要盐业公司市场占比	7
图 13: 美国主要盐业公司产能	7
图 14: 中盐集团盐业务实体区域分布	8
图 15: 兰太实业在中盐集团资产占比	9
图 16: 兰太实业在中盐集团营收占比	9
图 17: 中盐集团盐业务实体区域分布	9

表 目 录

表 1: 公司主要产品、产能及用途介绍	1
表 2: 金属钠的主要下游应用领域	3
表 3: 全球金属钠产能情况一览	4
表 4: 16-17 年国内金属钠需求增量与全球需求量测算	4
表 5: 兰太公司可能实现的部分新增订单	6
表 6: 中国国新控股公司业务	7
表 7: 中盐旗下盐业公司及其股权结构	10
表 8: 中盐旗下盐化工企业及其股权结构	10
表 9: 分业务收入及毛利率	11
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况：中盐旗下唯一上市公司，盐业领先企业

内蒙古兰太实业股份有限公司为中国盐业总公司旗下唯一上市公司，拥有世界产能最大的金属钠生产线、全国单套产能最大的氯酸钠生产线、国内湖盐行业机械化程度较高的成品盐生产线和国内最大的生物盐藻养殖基地。公司拥有位于内蒙古阿拉善盟的吉兰泰盐湖及位于青海省柴达木盆地的柯柯盐湖，拥有储量丰富的石灰石、煤炭等资源，为公司发展盐化工产业提供了优质、可靠的资源保障。

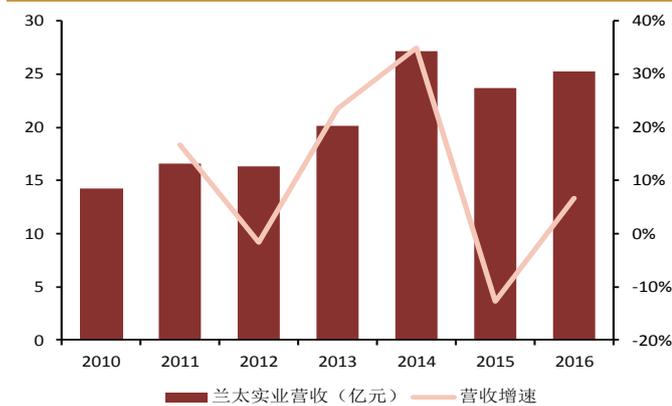
表 1：公司主要产品、产能及用途介绍

产品系列	产品主要规格	产能产量	产品用途
盐	精制盐	150 (产能, 万吨)	食用盐
	特种工业盐		化学工业的最基本原料之一
盐化工	金属钠	4.5 (产能, 万吨)	重要的化工基本原料
	氯酸钠	16 (产能, 万吨)	主要用于氧化剂、除草剂
	纯碱	120 (占比 51%, 权益产能 61.2 万吨)	重要的化工基本原料
药品	复方甘草片	801.4 (产量, 万瓶)	主要治疗领域为呼吸系统, 用于镇咳祛痰
	苁蓉益肾颗粒	558.8 (产量, 万盒)	主要治疗效果为补肾填精

数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩状况：2016 年，公司实现营业收入 25.2 亿元，同比增长 6.6%；实现归母净利润 8328 万元，同比扭亏转盈。同时公司发布 2017 年第一季度报告，实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 46.5%；实现归母净利润 5634 万元，同比增长 625.7%。公司公告拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.59 元（含税）。

图 1：公司 2010 年以来营业收入及增速



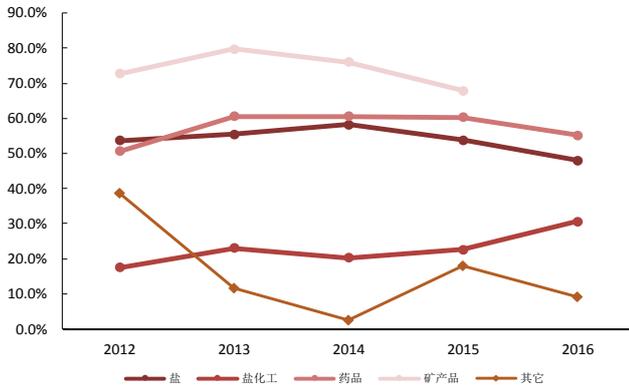
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2010 年以来归母净利润及增速 (万元)

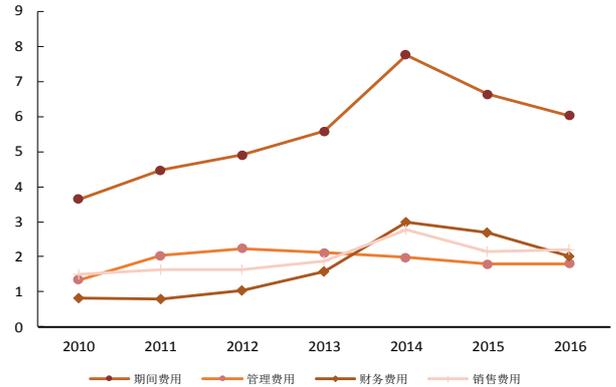


数据来源：Wind，西南证券整理

2013 至 2016 年公司毛利率分别为 31%、26.4%、27.6%和 32.1%，近来呈现出稳中有升态势。2014 年盐产品毛利率下滑，主要因为盐湖退化加剧致使生产成本提高。针对这种情况，公司成立吉兰泰盐湖博士工作站，与中科院青海盐湖研究院等科研机构深入合作，积极研发新的采掘工艺方案，目前已进入了实质性调整阶段，未来盐产品生产成本可能降低。盐化工产品毛利上升主要因为新增 7#轻灰煅烧炉系统技术改造项目，使得纯碱生产装置产能提升至 120 万吨，规模效应使得生产成本下降。

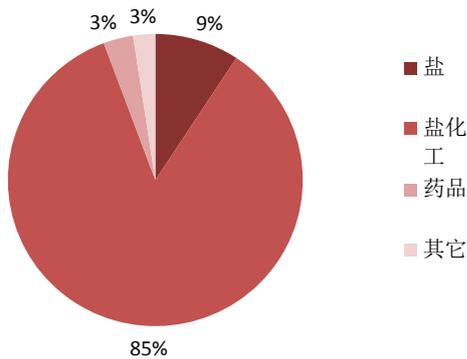
图 3: 公司 2012 年以来净利率、毛利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2010 年以来三费率情况 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

主营业务结构: 公司目前盐化工产品占营业收入比重最高, 2016 年营收占比 85%, 毛利贡献 6.5 亿元。盐产品是公司的基础产业, 营收占比居于其次, 2016 年营收占比 9%、毛利贡献 1.1 亿元。同时公司正在逐步退出不具有优势的行业, 积极推进巴音煤矿等低效无效资产的处置工作, 矿产品不再是公司的主营业务。

图 5: 公司 2016 年收入结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司 2016 年毛利结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司股权结构: 中盐吉兰泰盐化集团有限公司是公司控股股东, 目前股权比例为 33.08%。中盐总公司通过其控股子公司中国盐业股份有限公司控制吉盐化集团, 中盐总公司为公司实际控制人。

图 7: 公司股权结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 金属钠龙头锦上添花, 产品涨价直接受益

金属钠为银白色软质金属, 可以用刀较容易的切开, 具有银白色的金属光泽, 是热和电的良导体。金属钠主要用于制造靛蓝、医药中间体、多晶硅、核电领域, 另外还用于快中子增殖反应堆等其他领域。

表 2: 金属钠的主要下游应用领域

主要应用领域	备注
生产靛蓝	占据金属钠 60-70% 的份额, 牛仔裤颜料靛蓝的关键原料, 且全球靛蓝生产线大多数在中国
生产硼氢化钠	医药中间体, 还可以被用作被用作还原剂、发泡剂、氢化剂, 用于生产高能燃料、机制纸的漂白剂等。
快中子增殖反应堆用钠	公司拥有国内唯一的核级高纯钠生产线, 产能 500 吨/年, 2005-2008 年供应中国原子能科学研究院快堆所 336.6 吨核级钠, 之后没有供货且无订单。
钠硫蓄电池用钠	钠硫蓄电池是一种高 (300-350°C) 蓄电池, 可用作驱动车辆和电站储能装置
生产叠氮化钠	生产安全气囊, 为车祸、空难等事故提供安全保护。
生产磷酸三甲苯酯	金属钠是合成磷酸三甲苯酯的原料, 磷酸三甲苯酯主要用于石油化工生产催化剂和作为医药工业的原料。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.1 金属钠供需缺口显现, 行业长期看好

近来, 国内部分生产企业受环保因素影响, 将有 3 万吨产能确定性退出金属钠行业, 加之美国科慕公司 2 万吨产能也将完全退出市场, 全球金属钠供给端收缩较为严重。与此同时, 下游需求仍将保持较快的速度发展, 预计至 2017 年, 国内需求增速超过 9%, 致使全球总需求量有望超过 13 万吨。供给收缩+需求稳增将大概率造成金属钠行业供不应求出现, 行业向上拐点显现。

表 3: 全球金属钠产能情况一览

	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率	备注
法国麻萨公司	2.5	2.4	96%	主要市场在欧洲
美国科慕公司	2	1.4	70%	全部液钠即将关停, 主要市场在美洲、亚洲
国外产能小计	4.5	3.8	84%	-
兰太实业	4.5	4.2	93%	2万吨新增产能正在建, 主要市场在国内、亚洲、欧洲
河南洛阳万基	2.25	1.7	76%	主要市场在国内、亚洲
山东默锐化学	1.5	1	67%	主要市场在国内
银川制钠厂	0.8	0.5	63%	政府要求 18 年底搬迁, 主要市场在国内
银川精鹰精细化工	0.3	0.2	67%	政府要求 18 年底搬迁, 主要市场在国内
青海天泰	2	0.5	25%	因环保不达标, 于 15 年下半年关停
贵州遵宝钛业	1	-	-	11 年氯气泄露后关停, 至今未重启
合计	16.85	11.9	71%	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从目前各公司产能情况看, 贵州遵宝钛业年产 1 万吨金属钠生产线自 2011 年氯气泄露后停产至今, 重启时间不定。青海天泰制钠因环保不达标、手续不健全, 于 2015 年下半年被政府关停, 减少产能 2 万吨。美国科慕公司因生产成本低, 产品竞争优势弱化, 计划 2016 年底退出金属钠行业, 减少产能 2 万吨, 预计到 2016 年底, 全球总有效产能降至 11.85 万吨/年。按目前产能扩充规划来看, 至 2018 年银川制钠厂和银川精鹰精细化工搬迁影响 1.1 万吨产能, 兰太实业新增 2 万吨产能, 全球总有效产能仅为 12.75 万吨/年。

从需求来看, 目前全球金属钠总需求量 12.24 万吨, 若假设保持原有市场需求不变, 预计至 2017 年, 国内新增需求量 1.14 万吨, 全球总需求量可达 13.38 万吨。且随着未来核能利用方面、钠硫电池等新兴领域对金属钠需求的不断增加, 行业供需缺口有望进一步加大, 金属钠行业向上拐点显现。

表 4: 16-17 年国内金属钠需求增量与全球需求量测算

下游客户名称	16-17 年新增产能 (万吨)	行业
宁夏佰斯特	0.7	硼氢化钠
常州吉恩	0.13	医药中间体
河北安平四化	0.12	靛蓝粉
石家庄染料厂	0.12	靛蓝粉
银川兄弟彩兴	0.07	靛蓝粉
小计	1.14	
原需求量	12.14	
总计	13.28	

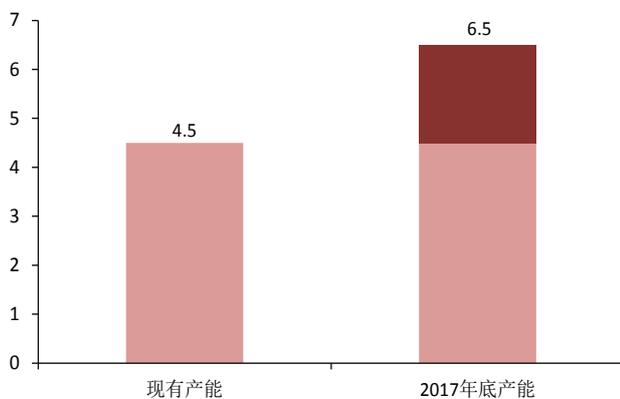
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 扩产承接全球订单，金属钠龙头或迎量价齐升

兰太实业自 2001 年引进美国杜邦公司（现美国科慕公司）先进的制钠技术，现已成为世界第一大制钠基地，拥有世界产能最大的金属钠、国内唯一的核级高纯钠生产线。经过多年的技术创新及改造，公司目前各项主要控制指标都已超过杜邦公司引进的技术水平，成为全球金属钠生产龙头企业。同时公司拥有储量 1.14 亿吨的盐湖，0.3 万吨/年的无水氯化钙生产线，为公司的金属钠产业发展提供了原料保障。

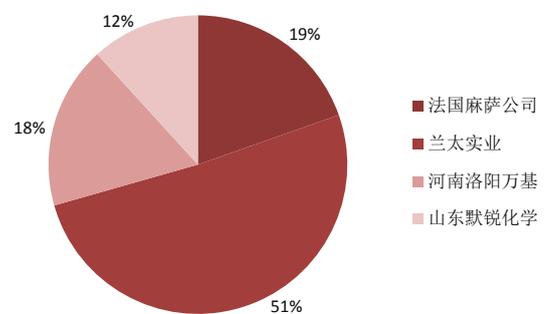
目前公司拥有金属钠产能 4.5 万吨/年，16 年实施的 2 万吨/年工业金属钠、3.1 万吨/年液氯项目扩建工程正在建设，预计于 2017 年 5 月建成投产，届时公司将拥有金属钠产能 6.5 万吨，占全球金属钠产能的 51%，成为当之无愧的全球金属钠霸主。

图 8：公司金属钠产能预计 17 年达 6.5 万吨/年



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：预计至 2018 年，公司产能占全球 51%



数据来源：公司公告，西南证券整理

且随着美国科慕公司的逐步退出与国内新增金属钠需求的释放，公司新增产能有望迅速消化，为主营业绩带来足够增量。

公司最有望填补因科慕退出而导致的海外供给缺口。由于法国麻萨公司目前产销基本平衡，并且国内所有同行均不具备液钠生产能力，公司最有望填补因科慕退出而导致的海外供给缺口。

兰太实业所采用的先进制钠技术最早来源于美国科慕公司，且目前各项主要控制指标都已超过杜邦公司引进的技术水平，加之近日上市公司与美国科慕化学公司拟签署《资产买卖协议》，上市公司将获得其技术在全球范围内的所有权。技术的一致性致使公司与科慕原有下游客户对接起来更为平滑，且公司在掌握科慕技术所有权的同时，也一定程度上遏制了其关键技术的扩散，保证公司在制钠技术领域一定时期内处于领先的竞争地位。

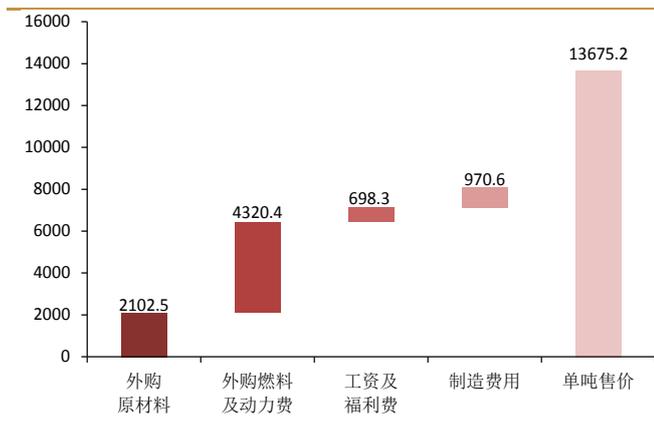
因此，美国科慕公司退出后，其原客户凡特鲁斯公司已与上市公司签订了 20 年 1.2 万吨/年的液态钠供应合同。另外两家液钠客户巴西 COPENOR 需求量 0.15 万吨/年、美国英威达公司需求量 0.05 万吨/年，也有意与兰太公司洽谈合作。据公司测算，后续出口国际市场的液钠将有望新增 1.64 万吨/年。

表 5: 兰太公司可能实现的部分新增订单

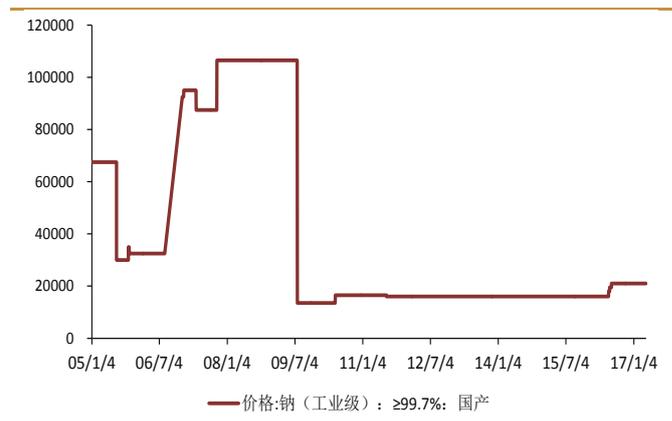
下游客户名称	需求量 (万吨)	备注
凡特鲁斯	1.2	已签订单
巴西 COPENOR	0.15	有意洽谈
美国英威达	0.05	有意洽谈
宁夏佰斯特	0.7	区位优势
银川兄弟彩兴	0.07	区位优势
合计	2.17	

数据来源: 西南证券

宁夏佰斯特和银川兄弟彩兴是兰太实业周边的新增的使用金属钠的需求, 兰太实业供应能力和运输距离优于同行, 因此, 在此部分增量获取中较同行更具优势。公司预计将会占据在国内新增量中的 0.5 万吨液态钠的市场份额, 加之国际市场科慕公司退出后产生的 1.64 万吨/年的供应缺口, 预计未来上市公司液钠的销量至少增加 2.14 万吨左右。

图 10: 单吨金属钠的成本拆分和单价


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 金属钠价格走势 (元/吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

3 大集团小公司, 背靠中盐改革预期强烈

3.1 中盐国新战略合作签订, 改革已提上日程

2017 年 3 月 6 日, 中国盐业总公司董事长、党委书记李耀强拜会中国国新控股有限责任公司董事长、党委书记刘东生, 双方就中盐近年来业务发展、改革转型以及进一步开展战略合作进行了交流。3 月 8 日, 中国盐业总公司与中国国新控股公司签订战略合作协议, 双方将在金融服务、行业整合、资产优化等方面进行合作, 落实国有企业改革和盐业体制改革。

中国国新控股公司是经国务院批准设立的国有独资公司和国家授权的投资机构, 由国务院国资委代表国务院履行出资人职责, 是国有资本运营公司试点企业。国务院曾指出, “设立中国国新是深化国有资产管理体制改革、加快中央企业布局结构调整的重要举措”, 并要求中国国新“推进所出资企业的股份制改革和重组整合, 实现国有资本有进有退合理流动”。由此可以看出, 作为国家级国有资本运营公司, 中国国新专注于为中央企业提供资产管理、

股权运作服务，进而推动国有资本流动，促进国有企业结构调整，促进国有企业业务优化整合、化解过剩产能。此次中盐总公司和中国国新的对接，国企改革预期强烈。

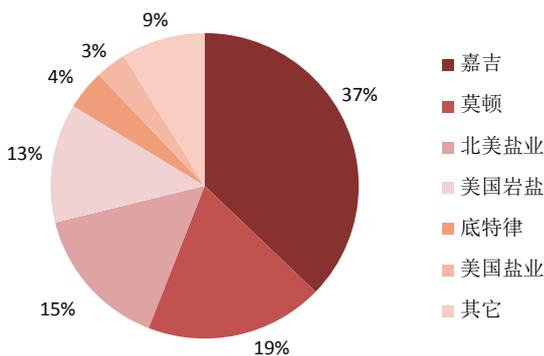
表 6：中国国新控股公司业务

职能	具体事务
资产管理	面向中央企业的资产管理与重组、资源优化配置、法人层级调整和资产清理处置服务
股权运作	开展股权分类处置与资产证券化、市值管理与策略性投资、重组并购与投融资顾问等业务，促进国有资本合理流动
金融服务	提供商业保理、金融租赁、融资租赁、互联网交易和保险经纪等金融服务
风险投资	设立中国国有资本风险投资基金，主要服务于中央企业技术创新、产业升级项目

数据来源：公司公告，西南证券整理

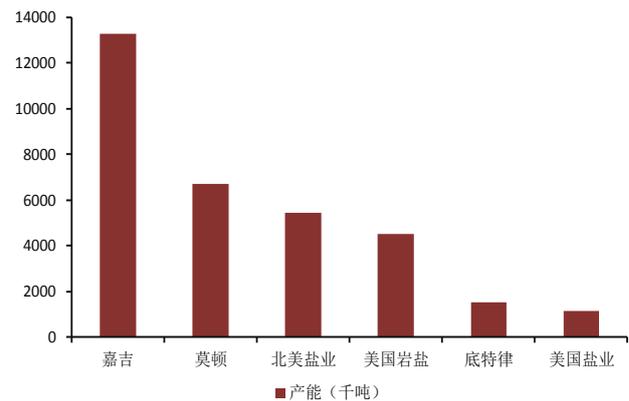
可以预测，中盐集团在 2017 年会加快改革步伐，不仅是国企改革层面的，也有盐业体制改革层面的。2017 年 1 月起，《盐业体制改革方案》开始生效，鼓励在坚持专营的基础上实现盐产品价格放开、产销一体化与开展跨区域经营。我们认为放开盐业地域限制与鼓励产销一体将形成全国范围内体制内竞争的格局，全面利好体制内综合实力强劲的盐企，品牌和渠道是未来竞争的主要手段，参照国外成熟食盐市场，未来我国有望在体制内孕育出数个盐业寡头。

图 12：美国主要盐业公司市场占比



数据来源：Wind，西南证券整理

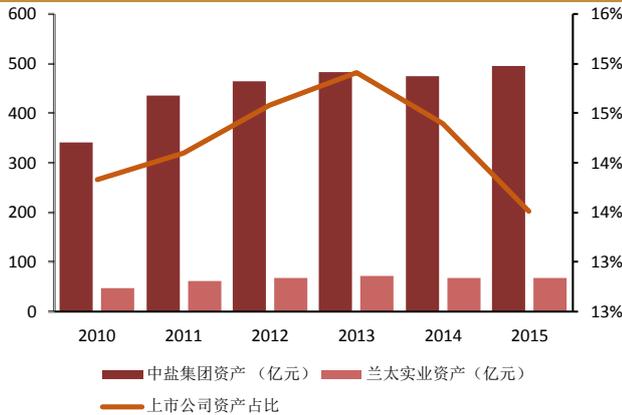
图 13：美国主要盐业公司产能



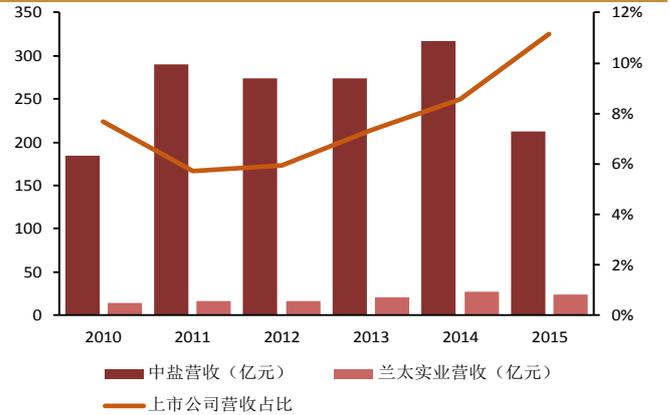
数据来源：Wind，西南证券整理

美国是世界第二大产盐国家，美国政府统计资料显示，2016 年美国共生产盐 4200 万吨，占世界生产总量的 16.5%。美国盐业完全市场化运行，经过激烈的市场竞争，美国盐业形成了产销合一、寡头垄断的经营格局。美国盐业公司先与客户签订长期合同，并根据合同供货数量向下属制盐企业下达生产计划。美国盐产业集中度高，根据政府统计，2017 年美国 16 个州的 64 家盐场由 29 个公司占有，嘉吉公司、莫顿公司、北美盐业公司、美国岩盐公司、底特律盐业公司等几家大型集团控制着全美 90% 以上的市场份额。

参照国外成熟食盐市场，我们认为放开盐业地域限制与鼓励产销一体将形成全国范围内体制内竞争的格局，未来我国有望在体制内孕育出数个盐业寡头，而中盐更是在其中扮演着执牛耳的角色。中盐总公司是中国盐行业龙头企业和唯一中央企业，也是亚洲最大、世界第二的盐业企业和国内重要化工企业，年产各类盐 1500 万吨，占全国总产量的 18%。其中食盐产量 200 多万吨，约占全国总量的 25%。食盐供应覆盖全国 36% 的国土面积和 4.2 亿人口，形成了以东北、华北、华东、华中、西北为主的全国性生产流通布局，拥有全资、控股子公司二级公司 44 家，职工 3.1 万余人。

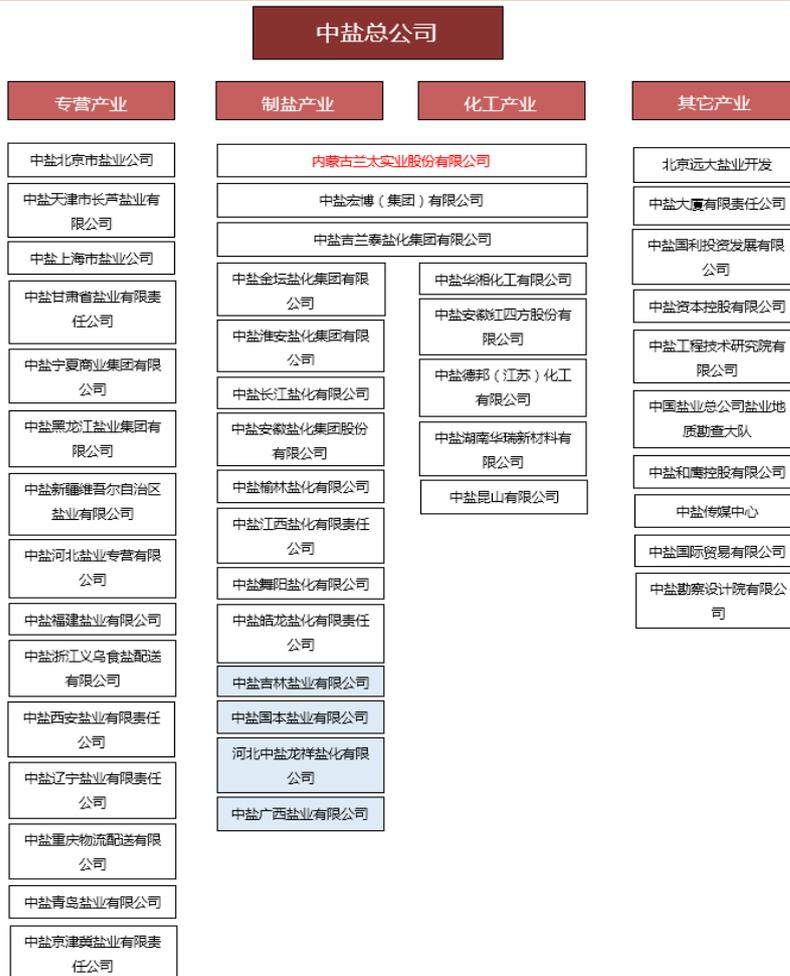
图 15: 兰太实业在中盐集团资产占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 兰太实业在中盐集团营收占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

中盐旗下多家子公司皆涉及盐产业与盐化工产业, 直接持股的食盐流通领域的盐业公司就有接近 15 家, 制盐企业更是遍布全国, 与兰太实业主营业务相关的优质资产众多, 资产整合、优化的空间也较为广阔。

图 17: 中盐集团盐业务实体区域分布


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2011 年兰太实业出售其所持控股子公司中盐青海氯碱化工有限公 50% 股权给中盐吉兰泰盐化集团，解决上市公司与集团在氯碱化工方面的同业竞争问题；2016 年兰太实业购买中盐吉兰泰盐化集团的氢气综合回收利用项目资产，解决上市公司氯酸钠生产过程中的副产品氢气利用问题。这说明，中盐集团在进行国企改革时，有可能通过将优质资产注入兰太实业来实现，这将充分利好于公司表现。

表 7：中盐旗下盐业公司及其股权结构

中盐直接持股盐业公司名称	盐业公司股权结构
中盐天津市长芦盐业公司	中国盐业总公司、天津市长芦盐业总公司和天津市长芦实业开发公司三家出资
中盐上海市盐业公司	中国盐业总公司全资子公司
中盐甘肃省盐业有限责任公司	中国盐业总公司全资子公司
中盐宁夏商业集团有限公司	中国盐业总公司全资子公司
中盐黑龙江盐业集团有限公司	中国盐业总公司和黑龙江省盐务管理局共同出资组建
中盐新疆维吾尔自治区盐业有限公司	中国盐业总公司和新疆维吾尔自治区国资委共同投资组建
中盐青岛盐业有限公司	中国盐业总公司全资子公司
中盐吉林盐业有限公司	中国盐业总公司和吉林省盐业集团有限公司共同出资组建
中盐河北盐业专营有限公司	中国盐业总公司和河北省盐业专营公司共同出资组建
中盐福建盐业有限公司	中国盐业总公司（51.19%）和福建省盐业有限责任公司（48.81%）
中盐浙江义乌食盐配送有限公司	中国盐业总公司和浙江省盐业集团公司共同出资组建
中盐辽宁盐业有限责任公司	中国盐业总公司占总股本 79.93%，辽宁省盐业公司占总股本 8.88%，沈阳盐业总公司占总股本 11.19%
中盐西安盐业有限责任公司	中国盐业总公司全资子公司

数据来源：中盐总公司官网，西南证券整理

表 8：中盐旗下盐化工企业及其股权结构

公司名称	盐化工企业股权结构	产能
中盐国本盐业有限公司	中国盐业总公司全资子公司	
中盐淮安盐化集团有限公司	中国盐业总公司全资子公司	120 万吨/年元明粉、30 万吨工业盐
中盐长江盐化有限公司	中国盐业总公司全资子公司	45 万吨/年盐产品和 5 万吨芒硝
中盐安徽盐化集团股份有限公司	中国盐业总公司（51%）、安徽省盐业总公司（49%）	年产各类盐品 150 万吨
中盐江西盐化有限责任公司	中国盐业总公司（52.77%）和江西省盐业集团公司（47.23%）	年制盐能力 85 万吨
中盐榆林盐化有限公司	中国盐业总公司控股，陕西省投资集团（有限）公司、陕西省盐业总公司、陕西省产业投资有限公司、陕西长庆新产业有限责任公司、内蒙古博大实地化学有限公司和榆林市盐业公司参股组建而成	总的产能将达到 300 万吨/年
中盐舞阳盐化有限公司	中国盐业总公司（51%）和舞阳中原制盐有限责任公司（49%）	年产碘盐 8 万吨，工业用盐 12 万吨
中盐皓龙盐化有限责任公司	中国盐业总公司全资子公司	年生产能力达到 180 万吨精制盐
中盐宏博（集团）有限公司	中国盐业总公司全资子公司	
中盐金坛盐业集团有限公司	中国盐业总公司、加拿大麦索投资公司、江苏省盐业集团有限责任公司、金坛市盐业化学工业总公司有限公司、金坛市航运有限公司 5 家共同投资组建	年产 60 万吨真空制盐厂；3 条 21.6 公里年输卤能力 350 万吨盐的输卤管道
中盐重庆物流配送有限公司	中国盐业总公司和重庆市盐业总公司共同投资组建	
中盐广西盐业有限公司	中国盐业总公司和广西壮族自治区盐业公司共同出资	年产 15 万吨精制盐

公司名称	盐化工企业股权结构	产能
中盐吉林盐业有限公司	中国盐业总公司和吉林省盐业集团有限公司共同投资组建	年产 20000 吨腌制盐、8000 吨品种盐、6500 吨畜牧盐
中盐国本盐业有限公司	中国盐业总公司全资子公司	
河北中盐龙祥盐化有限公司	中国盐业股份有限公司、天津利佳投资有限公司、新河县汇枫投资有限公司、中盐河北盐业专营有限公司共同投资组建	

数据来源：中盐总公司官网，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：预计 17-18 年金属钠产品销量分别为 5.7 吨、6.5 吨和 6.5 万吨，含税均价分别为 19000 元、21000 元和 23000 元。毛利率稳步提升，预计 17-19 年分别为 43%、45%和 47%；

假设 2：公司纯碱产品 17-19 年含税均价维持在 1400 元/吨，销量维持在 126 万吨，毛利率维持在 32%。纯碱和金属钠体现在盐化工中；

假设 3：盐行业企稳回暖，盐业务毛利率回升至 15 年水平；生物医药保持稳定；公司三费率逐年下降。

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 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
盐化工	收入	2,107.30	2,775.69	3,022.52	3,139.73
	增速	11.67%	31.72%	8.89%	3.88%
	毛利率	30.66%	35.06%	36.53%	37.71%
盐	收入	226.07	260.00	260.00	260.00
	增速	-4.28%	15.01%	0.00%	0.00%
	毛利率	48.02%	52.00%	52.00%	52.00%
生物医药	收入	81.12	85.18	89.43	93.91
	增速	-34.29%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	55.23%	55.00%	55.00%	55.00%
其他	收入	110.43	111.53	112.65	113.77
	增速	-8.76%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	9.89%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	2,524.92	3,147.22	3,395.17	3,513.50
	增速	6.64%	24.65%	7.88%	3.49%
	毛利率	32.10%	35.57%	36.83%	37.87%

数据来源：公司公告，西南证券

5 风险提示

公司应对盐业改革成效或不及预期的风险、金属钠新增项目建设与消化或不及预期的风险、国企改革进程或不及预期的风险、金属钠价格波动风险。

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	2524.92	3147.22	3395.17	3513.50	净利润	115.45	371.82	455.08	538.55
营业成本	1714.51	2027.76	2144.56	2182.96	折旧与摊销	280.18	300.43	332.86	343.94
营业税金及附加	48.64	62.94	67.90	70.27	财务费用	201.62	176.00	174.38	141.85
销售费用	221.85	276.96	295.38	305.67	资产减值损失	29.72	25.00	25.00	25.00
管理费用	179.76	232.89	247.85	252.97	经营营运资本变动	-136.24	188.64	10.31	7.93
财务费用	201.62	176.00	174.38	141.85	其他	-208.84	-102.89	-110.00	-111.18
资产减值损失	29.72	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	281.90	959.00	887.63	946.08
投资收益	-15.98	85.00	85.00	85.00	资本支出	-12.71	-600.00	-2.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	20.37	80.46	85.94	85.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	7.65	-519.54	83.94	-14.71
营业利润	112.83	430.67	525.10	619.78	短期借款	-249.29	718.37	-718.27	0.00
其他非经营损益	25.04	13.37	18.37	23.37	长期借款	-258.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	137.88	444.04	543.47	643.15	股权融资	706.93	120.00	0.00	0.00
所得税	22.42	72.22	88.39	104.60	支付股利	0.00	-13.21	-38.53	-46.79
净利润	115.45	371.82	455.08	538.55	其他	-617.47	-930.72	-174.38	-141.85
少数股东损益	32.17	82.00	63.00	41.00	筹资活动现金流净额	-418.33	-105.56	-931.18	-188.64
归属母公司股东净利润	83.28	289.82	392.08	497.55	现金流量净额	-127.89	333.90	40.39	742.73
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	138.19	472.08	512.47	1255.20	成长能力				
应收和预付款项	688.93	758.99	764.02	734.19	销售收入增长率	6.64%	24.65%	7.88%	3.49%
存货	359.47	236.22	250.24	256.03	营业利润增长率	230.04%	281.69%	21.93%	18.03%
其他流动资产	21.84	27.22	29.37	30.39	净利润增长率	251.21%	222.06%	22.39%	18.34%
长期股权投资	57.19	57.19	57.19	57.19	EBITDA 增长率	32.47%	52.55%	13.81%	7.09%
投资性房地产	42.59	47.13	46.19	45.90	获利能力				
固定资产和在建工程	4259.65	4571.19	4252.30	4020.34	毛利率	32.10%	35.57%	36.83%	37.87%
无形资产和开发支出	455.06	443.09	431.11	419.14	三费率	23.89%	21.79%	21.14%	19.94%
其他非流动资产	370.41	370.41	370.41	370.41	净利率	4.57%	11.81%	13.40%	15.33%
资产总计	6393.33	6983.53	6713.30	7188.79	ROE	5.43%	14.29%	15.08%	15.34%
短期借款	1239.90	1958.27	1240.00	1240.00	ROA	1.81%	5.32%	6.78%	7.49%
应付和预收款项	925.37	1047.00	1068.67	1049.18	ROIC	6.71%	12.59%	14.71%	17.17%
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	EBITDA/销售收入	23.55%	28.82%	30.41%	31.47%
其他负债	2050.20	1326.94	1336.76	1339.98	营运能力				
负债合计	4265.47	4382.21	3695.43	3679.17	总资产周转率	0.39	0.47	0.50	0.51
股本	438.03	438.03	438.03	438.03	固定资产周转率	0.65	0.77	0.80	0.86
资本公积	1004.80	1124.80	1124.80	1124.80	应收账款周转率	11.38	14.56	14.33	15.08
留存收益	551.05	827.66	1181.21	1631.96	存货周转率	4.60	6.73	8.57	8.41
归属母公司股东权益	1999.02	2390.49	2744.03	3194.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.34%	—	—	—
少数股东权益	128.84	210.84	273.84	314.84	资本结构				
股东权益合计	2127.86	2601.32	3017.87	3509.63	资产负债率	66.72%	62.75%	55.05%	51.18%
负债和股东权益合计	6393.33	6983.53	6713.30	7188.79	带息债务/总负债	30.24%	45.83%	34.91%	35.06%
					流动比率	0.40	0.47	0.63	0.92
					速动比率	0.28	0.40	0.52	0.82
					股利支付率	0.00%	4.56%	9.83%	9.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	594.64	907.09	1032.34	1105.57	每股收益	0.19	0.66	0.90	1.14
PE	72.32	20.78	15.36	12.11	每股净资产	4.86	5.94	6.89	8.01
PB	2.83	2.32	2.00	1.72	每股经营现金	0.64	2.19	2.03	2.16
PS	2.39	1.91	1.77	1.71	每股股利	0.00	0.03	0.09	0.11
EV/EBITDA	12.49	7.77	6.09	5.02					
股息率	0.00%	0.22%	0.64%	0.78%					

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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@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