

2016年05月08日

证券研究报告·动态跟踪报告

井神股份(603299) 化工

买入(首次)

当前价: 19.07元

目标价: 一一元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盐改破冰, 盐业资产整合值得期待

投资要点

- **公司是国内领先的盐及盐化工企业。**公司制盐生产能力在国内名列前茅, 盐产品年生产能力 372.3 万吨、元明粉年生产能力 41.8 万吨、纯碱年生产能力 30 万吨, 拥有 7 座盐矿的采矿权, 保有资源储量矿石量 25.6 亿吨, NaCl 量 13 亿吨, 伴生 Na_2SO_4 量 2.7 亿吨, 所有采矿权的许可生产规模合计 894 万吨/年。井神 IPO 募资技改投产品种盐, 开拓食用盐高端市场, 有利于毛利率的提升, 且后续产品结构持续优化的空间广阔。
- **盐改破冰, 食盐业务空间广阔。**5月5日, 国务院印发盐业体制改革方案, 要求在坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革。井神股份将显著受益于盐改进程: 1) 食盐产业链中销售环节占据绝大部分的利润, 允许生产企业进入流通和销售领域极大增强公司盈利能力, 生产企业利润空间进一步打开; 2) 盐改打破食盐销售各环节价格实行政府定价, 将激促使食盐价格步入长期上行通道; 3) 公司控股股东苏盐集团旗下资产众多, 其中包括主要从事对外食盐销售业务的江苏省苏盐连锁有限公司和江苏省盐业集团公司南通有限公司, 存在注入预期。我们认为在鼓励企业自主经营、产销一体等盐改政策的推动下, 集团旗下盐业销售公司注入上市公司的预期强烈。
- **公司盐业综合竞争优势明显。**公司地处江苏省淮安市, 河运、陆运发达, 并且华东是纯碱、氯碱等下游产业重要生产区域, 公司运输及区位优势明显。截至 2014 年底, 公司拥有 21 项专利, 其中 13 项发明专利、5 项实用新型专利, 3 项外观设计专利, 技术实力强劲。公司拥有七个盐业采矿权, 储量丰富、品质优良、矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高, 所有采矿权的许可生产规模合计 894 万吨/年, 优质的盐矿资源充分保障公司生产盐及盐化工产品所需卤水供给。
- **盈利预测:** 我们估算公司 2016 年-2018 年每股收益为 0.15 元、0.31 元和 0.52 元, 对应的动态 PE 分别为 113 倍、56 倍和 33 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险; 募投项目进展不及预期的风险; 盐业市场竞争加剧的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2046.92	2078.65	2306.59	2612.76
增长率	-16.73%	1.55%	10.97%	13.27%
归属母公司净利润(百万元)	61.82	84.81	170.77	291.68
增长率	-37.71%	37.18%	101.35%	70.80%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.15	0.31	0.52
净资产收益率 ROE	2.99%	4.06%	7.69%	11.71%
PE	155	113	56	33
PB	4.85	4.66	4.32	3.83

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

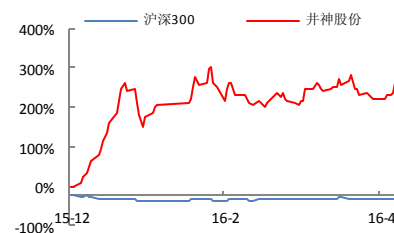
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.59
流通 A 股(亿股)	0.9
52 周内股价区间(元)	5.31-23.20
总市值(亿元)	106.69
总资产(亿元)	44.47
每股净资产(元)	3.53

相关研究

目 录

1. 公司是国内领先的盐及盐化工生产企业.....	1
2. 盐改放飞食盐业务，纯碱市场不断集中.....	3
2.1 盐业专营改革落地，助力公司腾飞.....	3
2.2 纯碱行业需求将保持中低速增长.....	6
2.3 公司综合竞争优势突出.....	8
3. 盈利预测与估值.....	9
4. 风险提示.....	10

图 目 录

图 1: 公司营业收入（百万元）及增速.....	1
图 2: 公司 2015 年收入构成.....	1
图 3: 公司净利润（百万元）及增速.....	2
图 4: 公司毛利率及净利率（%）.....	2
图 5: 公司主要产品毛利率（%）.....	2
图 6: 公司三项费用率（%）.....	2
图 7: 公司所属行业产业链结构示意图.....	3
图 8: 我国原盐种类结构图.....	4
图 9: 国内原盐主要产区产量情况.....	4
图 10: 苏盐集团旗下资产.....	6
图 11: 我国纯碱产量（单位：万吨）.....	7

表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 纯碱产品毛利率对比.....	2
表 3: 我国制盐行业主要生产企业.....	4
表 4: 产销一体化提升毛利率.....	5
表 5: 技改前后产品结构对比.....	5
表 6: 2014 年我国前 10 名纯碱生产企业.....	7
表 7: 公司竞争优势.....	8
表 8: 分项收入成本预测表（百万元）.....	9
附表: 财务预测与估值.....	11

1. 公司是国内领先的盐及盐化工生产企业

江苏井神盐化股份有限公司的前身为江苏省井神盐业有限公司，成立于 2001 年，主营业务为盐矿的开采、盐及盐化工产品的生产、销售。公司主要产品包括食盐、小工业盐、两碱用盐、元明粉和纯碱。

公司制盐能力在国内名列前茅，盐产品年生产能力 372.3 万吨（其中食盐约 70 万吨）、元明粉年生产能力 41.8 万吨、纯碱年生产能力 30 万吨。公司拥有 7 座盐矿的采矿权，保有资源储量矿石量 25.6 亿吨，NaCl 量 13 亿吨，伴生 Na₂SO₄ 量 2.7 亿吨，所有采矿权的许可生产规模合计 894 万吨/年。

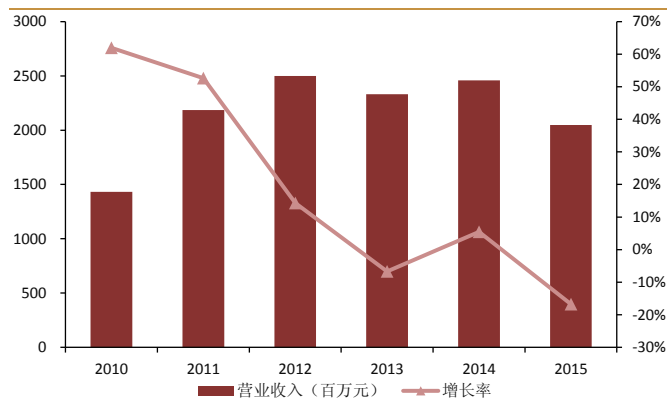
表 1: 公司主要产品

分类	产品	主要用途	2014 年产能 (万吨)	2014 年产量 (万吨)
食盐	加碘精制盐、非碘精制盐、肠衣盐、精制井盐、味精用盐、软水专用盐、清真食用盐、海藻碘盐、低钠盐等	日常生活中不可或缺的调味品，主要用于食品、酿造腌制、调味配料、食品加工等	372.3	73.46
小工业盐	精制工业盐、漂染盐、印染助剂、工业粉盐	主要用于印染、制革、建筑、化工、机械等行业		55.23
两碱用盐	工业盐	用于纯碱、氯碱行业		292.59
元明粉	无水硫酸钠	主要应用于洗涤剂、硫化碱、印染、玻璃、造纸、纺织、制革、冶金、合成纤维等工业	41.8	46.42
纯碱	轻质纯碱、重质纯碱	主要用于玻璃、冶金、日化、医药等行业	30	49.82

数据来源: 招股说明书, 西南证券

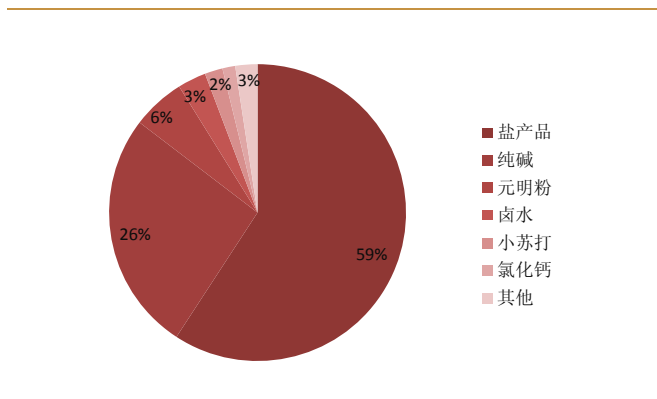
公司 2013-2015 年度的营业收入分别为 23.3 亿、24.6 亿和 20.5 亿元，同比增速分别为 -6.7%、5.5%和 -16.7%。公司主营业务包括盐、纯碱、元明粉等，13-15 年度三类产品营业收入合计占主营业务收入的比重分别为 93%、92%和 91%，主营业务较为突出。2016 年第一季度，公司实现营业收入 5.2 亿元，同比增速为 -3%。

图 1: 公司营业收入 (百万元) 及增速

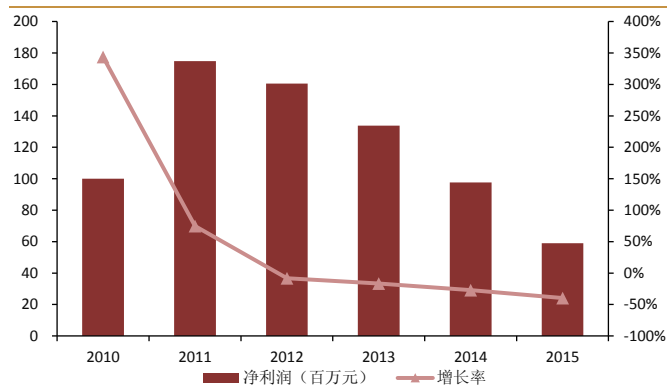


数据来源: Wind, 西南证券

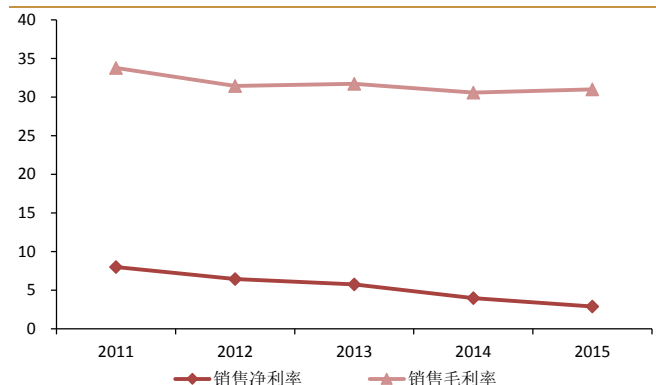
图 2: 公司 2015 年收入构成



数据来源: Wind, 西南证券

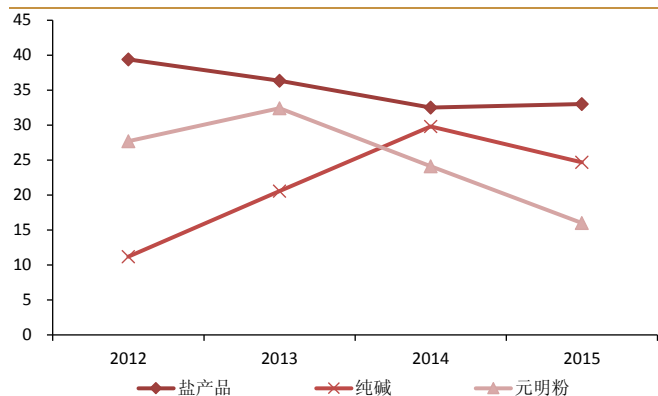
图 1: 公司净利润 (百万元) 及增速


数据来源: Wind, 西南证券

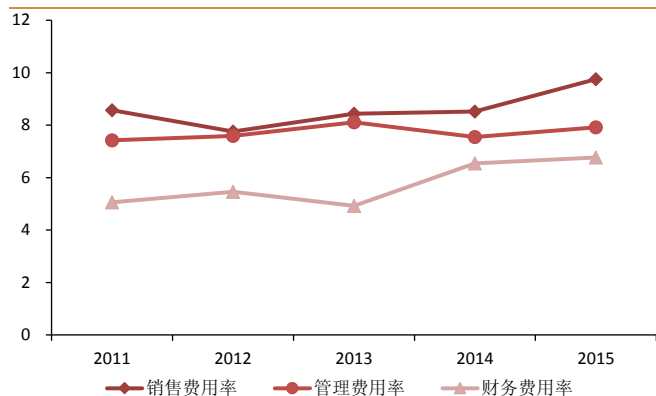
图 4: 公司毛利率及净利率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券

2013-2015 年公司净利润分别为 1.3 亿元、9925 万元和 6182 万元, 同比增速分别为 -15.0%、-26.3%和 -37.7%, 2016 年 Q1 公司实现净利润 650 万元, 同比 -61%。近年来净利润呈下降趋势, 主要原因为公司两碱用盐、小工业盐、元明粉产品的下游产业需求不旺, 平均售价呈现下降趋势, 公司整体毛利率有所下降, 从而使得公司的净利润相应下降。

图 5: 公司主要产品毛利率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券

图 6: 公司三项费用率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券

公司盐产品盈利能力较强, 占主营收入比近 60%, 其毛利率稳定在 30%以上。纯碱产品主营收入占比逐年上升, 由于采用“盐碱钙联合循环生产”工艺, 避免制盐蒸发能耗, 成本优势明显, 在行业普遍出现毛利下滑甚至亏损的情况下, 公司纯碱产品 2013 年度、2014 年度及 2015 年度的毛利率分别达到 20.6%、29.8%和 24.7%, 高于行业平均水平。

表 2: 纯碱产品毛利率对比

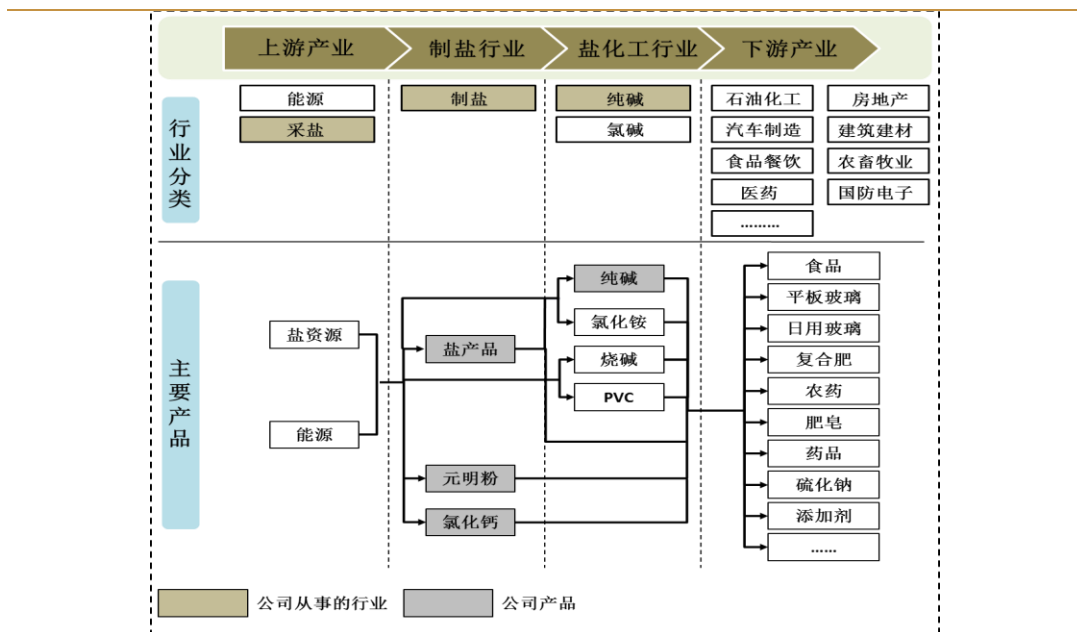
代码	公司	2015 年	2014 年	2013 年
000822	山东海化	14.9%	13.40%	3.88%
600409	三友化工	21.7%	25.53%	15.19%
600586	金晶科技	16.9%	32.57%	16.25%
平均		17.8%	23.8%	11.8%
井神股份		29.82%	20.56%	29.82%

数据来源: Wind, 西南证券

2. 盐改放飞食盐业务，纯碱市场不断集中

公司主要从事盐矿的开采、盐及盐化工产品的生产、销售，主要产品包括食盐、小工业盐、两碱用盐、元明粉和纯碱，属于食品制造及化工原料制造业。

图 7：公司所属行业产业链结构示意图



数据来源：招股说明书，西南证券

2.1 盐业专营改革落地，助力公司腾飞

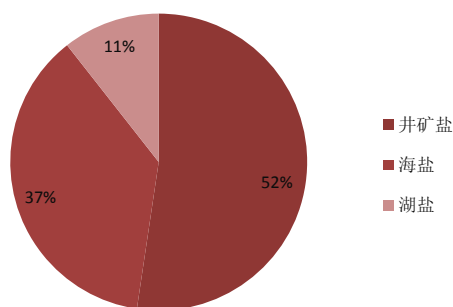
盐是关系国计民生的重要商品，也是化学工业的基础原料，广泛应用于化工、轻工、纺织印染、冶金、食品加工等国民经济的各个领域。按用途分类，盐可分为食盐、小工业盐 and 两碱用盐等。

食盐是人们生活的必需品，其中钠是人体生长发育中不可或缺的元素。两碱用盐是两碱行业的主要原材料，主要用于烧碱、纯碱的生产制造。小工业盐是除两碱用盐以外的工业盐，主要用于印染等行业。2007 年-2013 年间，国内原盐产能迅速增长，产能从 7758 万吨增加至 10745 万吨，年均增幅 5.6%，其中井矿盐扩能最为迅猛。2013 年，全国原盐生产企业保持 80% 的开工率，2013 年全国总产盐量达到 8600 万吨，同比 2012 年增长 4.5%。

根据盐业资源不同，盐可分为井矿盐、海盐、湖盐三个盐种，我国沿海 10 省市区生产海盐，中西部和东部 8 省市区生产井矿盐，西部 5 省市区生产湖盐。目前我国的原盐产能结构中，井矿盐居第一位，产能占比为 52.4%，海盐占比约 37%，湖盐占比最小，为 10.6%。

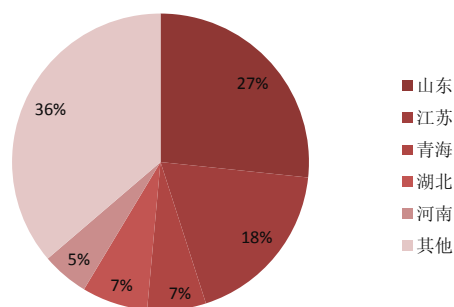
分地区看，我国原盐产量前五大省份为山东、江苏、湖北、青海、河南，2013 年，这五大原盐产区合计产量 5481 万吨，占全国原盐总产量的 63.7%。近年来，以山东为代表的北方四大海盐产区受恶劣天气、土地资源等因素影响，海盐产量逐年递减，而以江苏为代表的全国井矿盐产区新扩产能项目建成投产，不断释放产能，产量所占比例由 2009 年的 40.4% 提高到 2013 年的 54%。

图 8：我国原盐种类结构图



数据来源：招股说明书，西南证券

图 9：国内原盐主要产区产量情况



数据来源：招股说明书，西南证券

我国食盐实行专营制度，1996 年国务院颁布的《食盐专营办法》中明确规定，国家对食盐实行定点、定额生产；规定销售价格，销售范围；食盐批发商需要申请特许经营。经过近 20 年的演变，各省市的食盐生产、销售相互割裂，出现了多个地方性的食盐巨头。中国盐业总公司是中国盐行业龙头企业、唯一中央企业、亚洲最大的盐业企业及国内重要的化工企业，2011 年盐产量为 1462 万吨，主要化工产品产能 1449 万吨，涉及盐化、农用化肥及农药产品、精细化工等领域。中国盐业总公司拥有多家制盐企业，主要制盐企业包括中盐金坛盐化有限责任公司、中盐吉兰泰盐化集团有限公司、中盐皓龙盐化有限责任公司、中盐宏博（集团）有限公司等。

表 3：我国制盐行业主要生产企业

主要公司	简介	主营业务
四川久大盐业（集团）公司	该公司主要从事食盐、工业盐、液体盐、品种盐及盐化工的研发、生产及销售，其拥有四川自贡、四川遂宁大英、湖北应城三大制盐基地。	食盐、工业盐、液体盐、品种盐
井神股份	公司制盐生产能力在国内名列前茅，盐产品年生产能力 372.3 万吨、元明粉年生产能力 41.8 万吨、纯碱年生产能力 30 万吨。公司拥有 7 座盐矿的采矿权，保有资源储量矿石量 25.64 亿吨，NaCl 量 13 亿吨，伴生 Na ₂ SO ₄ 量 2.7 亿吨，所有采矿权的许可生产规模合计 894 万吨/年。	食盐、小工业盐、两碱用盐、元明粉及纯碱
中盐金坛盐化有限责任公司	该公司建有年处理能力 200 万吨（折盐）的金东卤水精制公司、年生产能力 200 万吨的真空制盐厂，拥有年生产能力超过 30 万吨的干盐包装线。	精制盐、液体盐
中盐吉兰泰盐化集团有限公司	该公司是湖盐生产企业。其拥有全国机械化程度较高的湖盐生产装置，年生产能力 150 万吨。	食盐、氯酸钠、聚氯乙烯树脂、轻质纯碱、重质纯碱
中盐皓龙盐化有限责任公司	该公司是井矿盐生产企业，年生产能力 150 万吨。	食盐、工业盐等
中盐宏博（集团）有限公司	该公司专门从事精制盐和盐化工系列产品生产经营，精制盐年生产能力 150 万吨，液体盐 400 万立方米，芒硝 10 万吨。	食盐、液体盐、芒硝、医药氯化钠等

数据来源：招股说明书，西南证券

盐业体制改革政策落地。5 月 5 日，国务院印发盐业体制改革方案，要求以确保食盐质量安全 and 供应安全为核心，在坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革，为盐业体制改革指明方向，亮点颇多。方案提出：放开食盐出厂、批发和零售价格；取消食盐产销区域限制，允许以自由品牌开展跨区域经营，鼓励企业自主经营、产销一体；坚持批发专营制度，

以现有食盐定点生产企业和食盐批发企业为基数，不再核准新增食盐批发企业，鼓励食盐批发企业与定点生产企业兼并重组，鼓励社会资本进入食盐生产和批发领域；完善企业食盐储备制度，限定食盐生产、批发企业的最低库存和最高库存。《盐业体制改革方案》发布实施，是我国盐业体制改革乃至经济体制改革的又一重要内容，吹响了盐业经营市场化的号角。

我们认为优化食盐专营制度将释放巨大市场空间。由《盐业体制改革方案》内容可以看出，本次盐改核心是优化专营制度，在坚持专营的基础上推行供给侧改革。批发牌照不会向外部企业放开，意味着盐改后格局仍然是体制内盐企的竞争，外部公司也难以分享改革红利。同时，国家鼓励产销企业的兼并重组，有利于行业集中度提升，利好盐业上市公司整合行业资源。放开盐业销售将形成全国范围内竞争的格局，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。由于食盐产业链中销售环节占据绝大部分的利润，允许生产企业进入流通和销售领域的政策极大利好优质食盐生产企业，生产企业利润空间进一步打开。目前食盐销售各环节价格实行政府定价，分级管理，较低的食盐价格限制了高附加值产品的开发。盐改后食盐定价市场化，将激发生产企业创新活力，食盐价格步入长期上行通道。

分享流通环节丰厚利润，市场化定价打开公司成长空间。在原食盐专营体制下，盐业公司掌握食盐批发和销售渠道，向上游食盐定点生产企业分配生产计划，在产业链中处于优势地位，并把控着产业链中绝大多数利润。以普通盐为例，一般食盐定点生产企业出厂价格在 600-700 元/吨，而终端售价在 3000 元/吨，销售端毛利占产业链毛利超过 80%。云南盐化为国内率先实现产销一体化的食盐生产和销售企业，参考其毛利率，井神股份在产销一体化之后有望显著提升食盐业务的营业收入和毛利率。

表 4：产销一体化提升毛利率

上市公司	15 年食盐年销量（万吨）	15 年食盐业务收入（亿）	食盐业务毛利率	模式
云南盐化	40	10.4	73.8%	产销一体化
新都化工	29	4.1	46%	食盐生产
井神股份	73	6.5	44.7%	食盐生产

数据来源：Wind，西南证券

技改投产品种盐，产品结构优化空间巨大。公司 IPO 募集资金将用于“第二分公司产业升级节能技改工程项目”，项目为产业升级节能技改工程项目，不进一步扩增产能，但公司盐产品结构存在局部调整。本次募投项目投产后，品种盐产能扩充 5 万吨/年，进一步开拓食用盐高端市场，有利于毛利率的提升，且后续产品结构持续优化的空间广阔。

表 5：技改前后产品结构对比

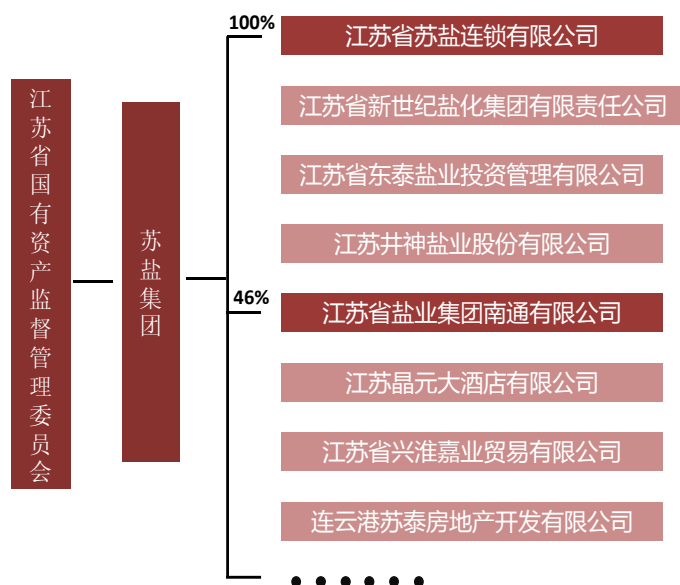
产品	技改后		技改前	
	品种与规格	产能	品种与规格	产能
食盐	500g/袋普通食用盐	30 万吨/年	加碘精制盐	9 万吨/年
	50kg/袋食用盐	13 万吨/年	大包装非碘食用盐	8 万吨/年
	海藻碘盐	3 万吨/年	品种盐	4 万吨/年
	低钠盐	1 万吨/年	-	-
	其他品种盐	1 万吨/年	-	-
小工业盐	-	-	大包装	23 万吨/年

产品	技改后		技改前	
	品种与规格	产能	品种与规格	产能
	-	-	印染助剂	1 万吨/年
元明粉	-	-	元明粉	1 万吨/年
两碱用盐	散装	31 万吨/年	散装	17 万吨/年
合计	-	79 万吨/年	-	63 万吨/年

数据来源：招股说明书，西南证券

集团资产注入实现产销一体化，是井神股份最优整合路径。井神股份控股股东为江苏省盐业集团有限责任公司，后者系由江苏省人民政府出资、江苏省国资委履行出资人职责的国有独资公司，江苏省国资委为上市公司实际控制人。苏盐集团旗下资产众多，其中包括主要从事对外从事食盐销售业务的江苏省苏盐连锁有限公司和江苏省盐业集团公司南通有限公司。在鼓励企业自主经营、产销一体等盐改政策的推动下，井神股份进入下游流通环节会对控股股东苏盐集团旗下盐业销售公司形成同业竞争，为避免此类事情发生，集团公司旗下盐业销售公司注入上市公司的预期十分强烈。我们认为盐业销售公司资产注入是井神股份，乃至集团公司应对盐改趋势的最优整合路径。

图 10：苏盐集团旗下资产



数据来源：招股说明书，西南证券

2.2 纯碱行业需求将保持中低速增长

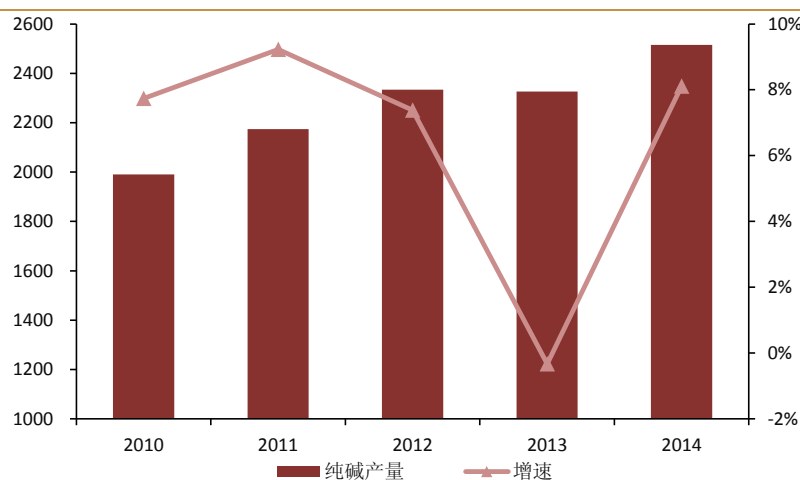
纯碱是基础化工原料之一，广泛用于平板玻璃、日用玻璃、合成洗涤剂及氧化铝等行业，在国民经济发展建设中占有重要地位。

纯碱需求增长率与 GDP 成正比，新兴经济国家或地区特别是中国、东南亚、南亚和南美，纯碱的需求量将持续增长。发达国家以纯碱为原料的产业发展已相对成熟、稳定，再加上纯碱替代品和商业竞争压力，纯碱需求增长空间有限。

根据 IHS 化学公司最新发布的《2014 全球纯碱市场分析》报告称，得益于建筑和汽车工业复苏，未来十年全球纯碱需求将增长近 34%。报告指出，目前全球纯碱消费量超过了 5500 万吨/年，到 2023 年将增加至近 7300 万吨/年。未来十年，全球纯碱市场需求将以年均 2.9% 的速度增长，但存在很大的地区差异性。中国仍将引领全球纯碱需求增长，2023 年前的年均增速将达到 5%，印度需求增速紧随其后。

我国纯碱产能和产量均呈现逐年上升趋势，根据中国纯碱工业协会公布的数据，我国纯碱产能由 2002 年的 1100 万吨/年上升到 2014 年的 3100 万吨/年，年均复合增长率为 9%。产量由 2002 年的 1011 万吨上升到 2014 年的 2515 万吨，年均复合增长率为 7.9%。我国的纯碱工业集中了氨碱法、联碱法、天然碱法三种生产工艺，目前我国纯碱装置联碱法最多，氨碱法其次，天然碱法由于资源限制占比较小。

图 11：我国纯碱产量（单位：万吨）



数据来源：招股说明书，西南证券

我国纯碱企业平均规模偏小，尤其是联碱法生产企业多数从中小氮肥企业发展而来，在国际市场上综合竞争力低。近年来，纯碱行业生产能力增长迅速，行业内部上下游中小企业之间兼并重组趋势明显，行业集中度逐渐提高。2014 年，全国纯碱生产企业（单体）共计 49 家，前 10 名纯碱生产企业产量合计占全行业的 53.8%，产量前 10 名的企业有山东海化股份、三友化工、青海碱业等。

表 2：2014 年我国前 10 名纯碱生产企业

排名	单位名称	产量（万吨）	工艺路线
1	山东海化股份有限公司	250.07	氨碱法
2	唐山三友化工股份有限公司	212.55	氨碱法
3	河南金山化工集团	165.55	联碱法
4	安棚公司	131.86	天然碱法
5	青海碱业股份有限公司	121.83	氨碱法
6	中石化连云港碱厂	112.69	氨碱法
7	中盐青海昆仑碱业有限公司	107.91	氨碱法
8	重庆宜化化工有限公司	98.10	联碱法
9	青海五彩碱业有限公司	96.84	氨碱法

排名	单位名称	产量（万吨）	工艺路线
10	山东海天生物化工有限公司	95.61	氨碱法
	合计	1,393.00	/

数据来源：招股说明书，西南证券

纯碱属于基础化工原料，下游行业主要为平板玻璃、日用玻璃、合成洗涤剂、氧化铝等细分行业，其中平板玻璃行业和日用玻璃行业纯碱耗用量年占比约 50%左右。2013 年全国平板玻璃产量为 7.8 亿重量箱，同比增长 9.1%；销量为 7.5 亿重量箱，同比增长 7.3%。玻璃产量的增长，也将继续拉动对纯碱行业的需求。

2.3 公司综合竞争优势突出

公司充分依托自身资源优势、运输优势、生产优势、创新优势、品牌优势等方面，并对食盐市场布局、渠道建设、物流体系、业务流程等相关环节进行完善优化，努力构建“营销拉动、生产推动，两个环节共同驱动”的发展模式，进一步扩大公司的食盐市场，提升公司的经济效益。

表 7：公司竞争优势

优势	说明
资源优势	公司拥有七个采矿权，包括张兴盐矿、下关盐矿、蒋南盐矿等，储量丰富、品质优良、矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高，保有资源储量矿石量 25.6 亿吨，NaCl 量 12.98 亿吨，伴生 Na ₂ SO ₄ 量 2.68 亿吨，所有采矿权的许可生产规模合计 894 万吨/年。
运输优势	公司地处江苏省淮安市，京杭大运河、淮河、盐河等水运航道纵横其间。公司在京杭大运河建有自备码头，北通徐州、东接连云港、南连黄金水道长江、西达皖北腹地。京沪、同三、宁连、宁徐、徐宿、淮盐等多条高速公路在江苏省淮安市境内交汇。公司通过河运、陆运方式参与市场竞争更加便利。
规模优势	公司制盐生产能力在国内名列前茅，盐产品年生产能力 372.3 万吨、元明粉年生产能力 41.8 万吨、纯碱年生产能力 30 万吨。
循环经济优势	公司通过实施“热电联产、盐硝联产、硝盐联产、盐碱钙联合循环生产”等项目，显著降低生产成本、延长公司产业链、丰富公司产品线，提高公司资源综合利用率、减少环境污染，同时提高了公司盈利能力和抗风险能力，具有显著的循环经济优势。
技术创新优势	公司自成立以来始终重视技术创新，拥有技术中心、循环经济研究院和制盐研究所三个研发机构或部门。“以研发平台建设为中心的科技创新体系建设”被中国轻工业联合会评为“2013 年度现代企业创新管理成果二等奖”；“基于岩盐溶腔地下装置化利用的盐碱钙联合循环生产新技术”被评为中国轻工业联合会 2014 年度科技进步一等奖，并实现了技术输出。 截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有 21 项专利，其中 13 项发明专利、5 项实用新型专利，3 项外观设计专利。
品牌优势	截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有 19 个商标，其中“井神”商标被江苏省工商行政管理局评为 2009-2012 年江苏省著名商标。

数据来源：招股说明书，西南证券

3. 盈利预测与估值

关键假设：

- 募投项目按计划达产，各产品收入和毛利率估算如下表所示；
- 第二分公司产业升级节能技改工程项目建成投产后，公司产品结构得到优化，产品毛利率提升；
- 三费率保持稳定。

表 8：分项收入成本预测表（百万元）

		2015A	2016E	2017E	2018E
盐产品	营业收入	1,193.04	1,204.97	1,409.82	1,691.78
	YOY	-13.50%	1.00%	17.00%	20.00%
	营业成本	799.12	831.43	888.18	964.31
	毛利率	33.02%	31.00%	37.00%	43.00%
纯碱	营业收入	527.66	538.21	548.98	559.96
	YOY	-11.69%	2.00%	2.00%	2.00%
	营业成本	397.39	403.66	411.73	419.97
	毛利率	24.69%	25.00%	25.00%	25.00%
元明粉	营业收入	116.17	117.33	118.51	119.69
	YOY	-22.66%	1.00%	1.00%	1.00%
	营业成本	97.55	98.56	99.54	100.54
	毛利率	16.03%	16.00%	16.00%	16.00%
卤水	营业收入	62.37	59.25	59.84	62.84
	YOY	-22.25%	-5.00%	1.00%	5.00%
	营业成本	25.38	23.70	23.94	25.13
	毛利率	59.31%	60.00%	60.00%	60.00%
氯化钙	营业收入	28.10	28.38	28.66	28.95
	YOY	-20.44%	1.00%	1.00%	1.00%
	营业成本	30.37	28.66	28.95	29.24
	毛利率	-8.08%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
其他	营业收入	48.65	51.08	53.64	56.32
	YOY	12.38%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	20.49	22.99	24.14	25.34
	毛利率	57.88%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	营业收入	2,015.31	2,046.41	2,273.70	2,579.22
	YOY	-18.01%	1.54%	11.11%	13.44%
	营业成本	1,398.75	1,443.44	1,515.55	1,607.52
	毛利率	30.59%	29.46%	33.34%	37.67%

数据来源：西南证券

综上，我们估算公司 2016 年、2017 年、2018 年营业总收入分别为 20.8 亿元、23.1 亿元和 26.1 亿元，同比增长 1.6%、11%和 13.3%，归属母公司股东净利润分别为 8481 万元、1.7 亿元和 2.9 亿元，同比增长 37.2%、101%和 70.8%。

4. 风险提示

- 1) 原材料价格波动的风险；
- 2) 募投项目进展不及预期的风险；
- 3) 盐业市场竞争加剧的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2046.92	2078.65	2306.59	2612.76	净利润	58.97	83.31	170.27	292.28
营业成本	1412.54	1457.95	1530.35	1622.61	折旧与摊销	312.28	321.51	353.42	389.46
营业税金及附加	68.43	69.49	77.12	87.35	财务费用	138.53	91.50	92.97	93.91
销售费用	199.49	193.31	214.51	242.99	资产减值损失	6.88	10.00	11.00	12.00
管理费用	162.13	164.64	182.70	206.95	经营营运资本变动	-111.34	-0.58	-55.75	-70.39
财务费用	138.53	91.50	92.97	93.91	其他	94.50	-10.00	-11.00	-12.00
资产减值损失	6.88	10.00	11.00	12.00	经营活动现金流净额	499.82	495.74	560.91	705.26
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-109.57	-140.00	-570.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-32.11	0.56	-0.07	-0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-141.68	-139.44	-570.07	-200.06
营业利润	58.92	91.75	197.94	346.95	短期借款	-47.90	-100.00	111.41	-91.41
其他非经营损益	13.10	10.00	10.00	10.00	长期借款	-115.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	72.02	101.75	207.94	356.95	股权融资	288.30	0.00	0.00	0.00
所得税	13.05	18.43	37.68	64.67	支付股利	-10.80	-3.36	-5.38	-11.61
净利润	58.97	83.31	170.27	292.28	其他	-102.58	-544.80	-92.97	-93.91
少数股东损益	-2.85	-1.50	-0.50	0.60	筹资活动现金流净额	12.02	-648.16	13.06	-196.93
归属母公司股东净利润	61.82	84.81	170.77	291.68	现金流量净额	370.16	-291.86	3.89	308.27
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	518.63	226.77	230.66	538.93	成长能力				
应收和预付款项	510.58	517.68	574.05	649.64	销售收入增长率	-16.73%	1.55%	10.97%	13.27%
存货	419.44	432.93	454.42	481.82	营业利润增长率	-47.47%	55.72%	115.75%	75.28%
其他流动资产	1.14	1.16	1.29	1.46	净利润增长率	-39.57%	41.28%	104.38%	71.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.02%	-0.98%	27.65%	28.87%
投资性房地产	16.75	16.19	16.26	16.32	获利能力				
固定资产和在建工程	2863.73	2661.71	2858.78	2679.82	毛利率	30.99%	29.86%	33.65%	37.90%
无形资产和开发支出	182.46	202.97	222.48	211.99	三费率	24.43%	21.62%	21.25%	20.82%
其他非流动资产	45.46	45.46	45.46	45.46	净利率	2.88%	4.01%	7.38%	11.19%
资产总计	4558.19	4104.87	4403.40	4625.44	ROE	2.99%	4.06%	7.69%	11.71%
短期借款	880.00	780.00	891.41	800.00	ROA	1.29%	2.03%	3.87%	6.32%
应付和预收款项	345.94	363.09	380.76	407.70	ROIC	4.31%	4.15%	6.48%	9.55%
长期借款	472.00	472.00	472.00	472.00	EBITDA/销售收入	24.90%	24.28%	27.93%	31.78%
其他负债	889.74	439.12	443.69	449.52	营运能力				
负债合计	2587.68	2054.21	2187.86	2129.22	总资产周转率	0.45	0.48	0.54	0.58
股本	559.44	559.44	559.44	559.44	固定资产周转率	0.74	0.83	0.88	0.95
资本公积	882.46	882.46	882.46	882.46	应收账款周转率	10.60	11.70	12.31	12.39
留存收益	524.09	605.54	770.93	1051.00	存货周转率	3.63	3.42	3.45	3.47
归属母公司股东权益	1965.80	2047.44	2212.83	2492.90	销售商品/劳务收入/现金收入	115.25%	—	—	—
少数股东权益	4.72	3.22	2.72	3.32	资本结构				
股东权益合计	1970.52	2050.66	2215.55	2496.22	资产负债率	56.77%	50.04%	49.69%	46.03%
负债和股东权益合计	4558.19	4104.87	4403.40	4625.44	带息债务/总负债	63.79%	75.49%	75.97%	73.77%
					流动比率	0.82	0.95	0.92	1.28
					速动比率	0.58	0.60	0.59	0.91
					股利支付率	17.46%	3.97%	3.15%	3.98%
					每股指标				
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股收益	0.11	0.15	0.31	0.52
EBITDA	509.73	504.76	644.34	830.32	每股净资产	3.52	3.67	3.96	4.46
PE	154.65	112.73	55.99	32.78	每股经营现金	0.89	0.89	1.00	1.26
PB	4.85	4.66	4.32	3.83	每股股利	0.02	0.01	0.01	0.02
PS	4.67	4.60	4.15	3.66					
EV/EBITDA	21.69	21.39	16.92	12.65					
股息率	0.11%	0.04%	0.06%	0.12%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn