

## 业绩触底，借盐改东风再起航

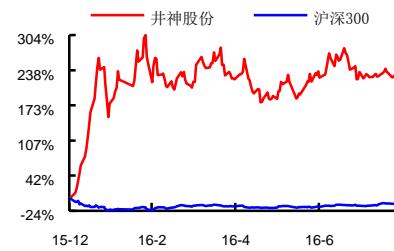
### 投资要点

- 事件:**公司发布半年报，2016年上半年公司实现营业收入10.1亿元，同比减少3.8%；归母净利润704万元，同比减少81.6%。
- 产品价格下降削弱公司盈利能力。**2016年上半年受盐化工市场长期低迷、工业盐价格持续下跌等因素影响，公司产品销售价格有所下降，毛利率降低，致使公司实现利润总额1120万元，同比减少3139万元，下降73.7%。其中纯碱产品产销量增加，毛利率同比上升6.3个百分点，元明粉产品毛利率同比增加0.7个百分点，但盐产品毛利率同比下降3.7个百分点，合计导致公司毛利同比减少2011万元；另外，对外转让技术以及技术服务收入同比减少，管理费用略有上升，拖累公司业绩。
- 盐改打开公司食盐业务盈利空间。**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，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，允许以自主品牌开展扩区域经营等。我们认为公司将显著受益于盐改进程，主要基于以下三点：1)食盐产业链中销售环节占据绝大部分利润，允许生产企业进入流通和销售领域将极大增强公司的盈利能力，公司利润空间进一步打开；2)盐改打破销售各环节价格实行政府定价的政策，食盐价格步入长期上行通道，公司食盐产品毛利率有望得到大幅提升；3)允许食盐的跨区域销售也为公司市场的拓展打下基础。
- IPO募投项目改善公司产品结构，降低产品能耗。**公司IPO募集资金2.9亿元用于“第二分公司产业升级节能技改工程项目”。募投项目投产后，公司盐产品结构将得到大幅改善，高毛利的食盐业务产能较募投前增加27万吨，降低换热过程中杂质结垢，提高产品品质，有望构建公司的高端品种盐优势。同时，通过技术改造，第二分公司的生产能耗将由168.9kg标煤/吨产品降低至60.7kg标煤/吨产品，全年节约能耗8.6万吨标煤，也将大幅提高盐产品经济效益及环境效益。
- 盈利预测与投资建议。**盐化工行业不及预期，下调盈利预测。预计公司2016-2018年的EPS分别为0.09元、0.15元和0.40元，对应的PE分别为204倍、115倍和43倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:**原料价格波动、盐改进程不及预期、募投项目或不及预期的风险。

### 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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.59
流通A股(亿股)	0.90
52周内股价区间(元)	5.31-21.43
总市值(亿元)	97.57
总资产(亿元)	44.47
每股净资产(元)	3.53

### 相关研究

- 井神股份(603299): 盐改破冰，盐业资产整合值得期待 (2016-05-08)

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2046.92	2127.64	2242.71	2551.47
增长率	-16.73%	3.94%	5.41%	13.77%
归属母公司净利润(百万元)	61.82	47.85	85.17	224.40
增长率	-37.71%	-22.61%	78.00%	163.48%
每股收益EPS(元)	0.11	0.09	0.15	0.40
净资产收益率ROE	2.99%	2.48%	4.16%	9.79%
PE	158	204	115	43
PB	4.95	4.84	4.66	4.22

数据来源: Wind, 西南证券

**关键假设：**

假设 1：供给侧改革效果显现，盐产品、元明粉、卤水、小苏打价格企稳回升，产量与目前基本持平（盐产品 380 万吨、纯碱 50 万吨左右），毛利率随价格逐渐提升；

假设 2：IPO 募投项目进展顺利，2017 年底投产，产能不变，但业务结构优化，营业收入提升；

假设 3：16 年预测参考中报，三费率逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 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		2015A	2016E	2017E	2018E
盐产品	收入	1,193.04	1,216.90	1,277.75	1,533.30
	增速	-13.50%	2.00%	5.00%	20.00%
	毛利率	33.02%	29.50%	32.00%	40.00%
元明粉	收入	116.17	121.17	127.22	133.58
	增速	-22.16%	4.30%	5.00%	5.00%
	毛利率	16.03%	15.00%	16.00%	16.00%
卤水	收入	62.37	61.43	62.05	65.15
	增速	-22.25%	-1.50%	1.00%	5.00%
	毛利率	59.31%	44.00%	50.00%	55.00%
纯碱	收入	527.66	569.87	598.37	628.28
	增速	-11.69%	8.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.69%	32.00%	32.00%	32.00%
氯化钙	收入	28.10	75.87	83.46	91.80
	增速	-20.44%	150.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	-8.08%	4.00%	5.00%	5.00%
小苏打	收入	39.32	31.46	34.60	38.06
	增速	97.09%	-20%	10%	10%
	毛利率	27.64%	20%	25%	28%
其他	收入	48.65	24.33	25.54	26.82
	增速	12.38%	-50.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	57.88%	46.00%	50.00%	50.00%
其他业务	收入	31.61	32.24	32.89	33.54
	增速	-79.26%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	56.37%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入	2,046.92	2,127.65	2,242.71	2,551.47
	增速	-16.73%	3.94%	5.41%	13.77%
	毛利率	30.99%	29.36%	31.01%	36.01%

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)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2046.92	2127.64	2242.71	2551.47	净利润	58.97	49.85	87.17	226.40
营业成本	1412.54	1503.07	1547.25	1632.74	折旧与摊销	312.28	217.46	223.39	226.37
营业税金及附加	68.43	64.41	69.06	79.24	财务费用	138.53	108.08	108.38	103.12
销售费用	199.49	212.76	224.27	255.15	资产减值损失	6.88	7.00	8.00	9.00
管理费用	162.13	189.36	199.60	227.08	经营营运资本变动	-111.34	64.71	-43.97	-72.29
财务费用	138.53	108.08	108.38	103.12	其他	94.50	-7.00	-8.00	-9.00
资产减值损失	6.88	7.00	8.00	9.00	经营活动现金流净额	499.82	440.09	374.97	483.60
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-109.57	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-32.11	0.00	0.00	0.00
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	-100.00	-100.00	-100.00
<b>营业利润</b>	<b>58.92</b>	<b>42.96</b>	<b>86.15</b>	<b>245.14</b>	短期借款	-47.90	28.52	-144.13	-224.91
其他非经营损益	13.10	13.05	14.04	15.09	长期借款	-115.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>72.02</b>	<b>56.01</b>	<b>100.19</b>	<b>260.23</b>	股权融资	288.30	0.00	0.00	0.00
所得税	13.05	6.16	13.03	33.83	支付股利	-10.80	-6.73	-5.21	-9.27
<b>净利润</b>	<b>58.97</b>	<b>49.85</b>	<b>87.17</b>	<b>226.40</b>	其他	-102.58	-561.37	-108.38	-103.12
少数股东损益	-2.85	2.00	2.00	2.00	筹资活动现金流净额	12.02	-539.58	-257.71	-337.29
归属母公司股东净利润	61.82	47.85	85.17	224.40	<b>现金流量净额</b>	<b>370.16</b>	<b>-199.48</b>	<b>17.26</b>	<b>46.31</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	518.63	319.15	336.41	382.72	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	510.58	529.97	558.64	634.81	销售收入增长率	-16.73%	3.94%	5.41%	13.77%
存货	419.44	375.72	400.72	428.28	营业利润增长率	-47.47%	-27.08%	100.53%	184.54%
其他流动资产	1.14	1.19	1.25	1.43	净利润增长率	-39.57%	-15.47%	74.87%	159.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.02%	-27.71%	13.41%	37.50%
投资性房地产	16.75	16.75	16.75	16.75	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2863.73	2755.47	2641.27	2524.10	毛利率	30.99%	29.36%	31.01%	36.01%
无形资产和开发支出	182.46	173.97	165.48	156.99	三费率	24.43%	23.98%	23.73%	22.94%
其他非流动资产	45.46	44.75	44.05	43.34	净利率	2.88%	2.34%	3.89%	8.87%
<b>资产总计</b>	<b>4558.19</b>	<b>4216.97</b>	<b>4164.57</b>	<b>4188.41</b>	ROE	2.99%	2.48%	4.16%	9.79%
短期借款	880.00	908.52	764.40	539.49	ROA	1.29%	1.18%	2.09%	5.41%
应付和预收款项	345.94	380.64	387.61	413.82	ROIC	4.19%	3.61%	4.69%	8.48%
长期借款	472.00	472.00	472.00	472.00	EBITDA/销售收入	24.90%	17.32%	18.63%	22.52%
其他负债	889.74	441.97	444.76	450.16	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2587.68</b>	<b>2203.13</b>	<b>2068.77</b>	<b>1875.47</b>	总资产周转率	0.45	0.48	0.54	0.61
股本	559.44	559.44	559.44	559.44	固定资产周转率	0.74	0.81	0.88	1.06
资本公积	882.46	882.46	882.46	882.46	应收账款周转率	10.60	11.83	12.01	12.41
留存收益	524.09	565.21	645.18	860.31	存货周转率	3.63	3.78	3.99	3.94
归属母公司股东权益	1965.80	2007.12	2087.08	2302.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.25%	—	—	—
少数股东权益	4.72	6.72	8.72	10.72	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1970.52</b>	<b>2013.84</b>	<b>2095.80</b>	<b>2312.93</b>	资产负债率	56.77%	52.24%	49.68%	44.78%
负债和股东权益合计	4558.19	4216.97	4164.57	4188.41	带息债务/总负债	63.79%	76.22%	74.20%	69.86%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	0.82	0.89	1.04	1.37
EBITDA	509.73	368.50	417.92	574.63	速动比率	0.58	0.61	0.72	0.96
PE	157.81	203.91	114.56	43.48	股利支付率	17.46%	14.06%	6.11%	4.13%
PB	4.95	4.84	4.66	4.22	<b>每股指标</b>				
PS	4.77	4.59	4.35	3.82	每股收益	0.11	0.09	0.15	0.40
EV/EBITDA	22.08	29.93	26.00	18.44	每股净资产	3.52	3.60	3.75	4.13
股息率	0.11%	0.07%	0.05%	0.09%	每股经营现金	0.89	0.79	0.67	0.86
					每股股利	0.02	0.01	0.01	0.02

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 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
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn