

区域盐业龙头显现, 盐产品盈利能力回升

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟以每股 10.28 元的股价向控股股东苏盐集团发行股份购买其持有的苏盐连锁 100% 股权及南通盐业 51% 股权(估值 22.2 亿元), 实现盐业务产销一体化。
- **盐改大逻辑未变, 区域盐业龙头显现。** 我们认为盐改的持续推进会在未来培育出 3-4 家寡头盐企以及食盐价格中枢将提升的基本判断没有改变, 而盐改初期的价格战只是此过程中的阵痛期。若仅从市场的角度来考虑盐改后盐业的发展, 我们认为国内食盐行业将经历价格混战期-品牌塑造期和寡头垄断期。井神股份是国内最大的食盐生产企业之一, 地处交通便利、人口密集的华东地带, 竞争优势突出。本次交易完成后, 上市公司将完成省内产销一体化布局, 自主开展生产和食盐销售业务, 区域龙头食盐公司显现。从目前调研的情况来看, 江苏省内食盐市场较为稳定, 外来食盐入省较少, 食盐价格跌幅约在 10% 以内, 说明省内盐业公司渠道掌控力较强。且盐业公司装入上市公体内之后, 利益一致性得到加强, 产销协同性也得到相应的改善, 有望进一步巩固上市公司在省内的食盐市场, 同时公司将分享流通环节丰厚利润, 积累向外扩张的实力。
- **纯碱竞争优势突出, 工业盐价格回升。** 纯碱行业供给端处于产能周期底部, 未来受新增产能投产冲击影响有限, 同时行业开工率已逐步回升较高水平, 供给端向上弹性有限, 我们认为纯碱行业有望维持长期高景气度, 且近期工业盐价格保持在高位, 公司具有 60 万吨的纯碱产能和 370 万吨盐生产能力, 业绩弹性较大, 盈利能力明显改善。同时公司经过 5 年自主研发的、具有知识产权的“井下循环制纯碱技术”, 被工信部列入《工业企业技术改造升级投资指南(2016 年版)》, 成为新增产能的推广技术。此外, 该技术的工艺优势、全卤制碱的资源优势及水运物流的运输优势等综合优势, 使公司吨碱制造成本比同行业公司低 20% 左右, 盈利能力居于行业领先水平。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑此次交易, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30 元、0.33 元、0.37 元, 对应动态 PE 分别为 39 倍、35 倍和 32 倍(若考虑此次交易, 17-19 年备考归属净利润为 4.2 亿元、4.37 亿元和 4.65 亿元, 备考 EPS 分别为 0.54 元、0.56 元、0.60 元, 对应动态 PE 分别为 22 倍、21 倍和 20 倍), 参考可比公司估值和公司自身产业链实力, 给予 18 年备考业绩 27 倍估值, 对应目标价为 15.12 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购事项进展不及预期的风险; 募投项目进展不及预期的风险; 盐业市场竞争加剧的风险、纯碱价格或大幅波动的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2151.67	2700.98	2796.62	2893.47
增长率	5.12%	25.53%	3.54%	3.46%
归属母公司净利润(百万元)	22.95	170.35	187.05	204.55
增长率	-62.87%	642.12%	9.81%	9.36%
每股收益 EPS(元)	0.04	0.30	0.33	0.37
净资产收益率 ROE	1.05%	7.95%	8.15%	8.31%
PE	287	39	35	32
PB	3.35	3.09	2.88	2.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

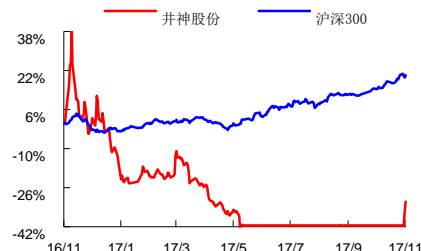
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

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: 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)	5.59
流通 A 股(亿股)	2.79
52 周内股价区间(元)	10.38-24.84
总市值(亿元)	65.85
总资产(亿元)	43.48
每股净资产(元)	3.70

相关研究

1. 井神股份(603299): 四季度业绩向好, 全面复苏可期 (2017-03-30)

目 录

1 盐化工龙头，盈利能力好转	1
2 盐改稳步推进，产销一体构建区域食盐龙头	3
3 纯碱竞争优势突出，工业盐价格回升	5
4 盈利预测与估值	7
5 风险提示	9

图 目 录

图 1：公司营业收入（百万元）及增速	1
图 2：公司净利润（百万元）及增速	1
图 3：公司毛利率及净利率显著回升（%）	2
图 4：公司三费率显著下降（%）	2
图 5：此次发行股份购买资产的方案示意	3
图 6：食盐增值过程	5
图 7：并购完成后公司业绩将大幅增厚	5
图 8：纯碱行业处于产能周期底部	6
图 9：行业开工率于 2016 年已恢复至 87%	6
图 10：位于环保重灾区的纯碱产能占比达 79%	6

表 目 录

表 1：公司主要产品列示	1
表 2：公司竞争优势	2
表 3：世界主要国家盐企分布	4
表 4：日本品种盐价格远高于国内品种盐价格	4
表 5：2017-2018 年新增产能较少	7
表 6：分项收入成本预测表（百万元）	7
表 7：可比公司估值一览	9
附表：财务预测与估值	10

1 盐化工龙头，盈利能力好转

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、纯碱和元明粉。

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）、纯碱年生产能力 60 万吨、元明粉年生产能力 41.8 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。

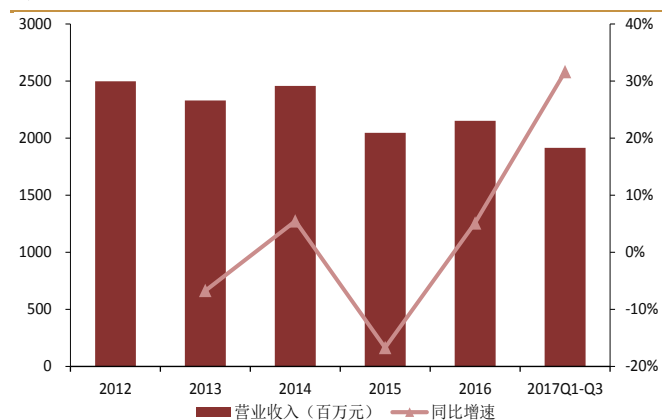
表 1：公司主要产品列示

分类	产品	主要用途	2016 年产能 (万吨)	2016 年产能 利用率
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	115.1%
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		
两碱用盐	工业盐	用于纯碱、氯碱行业		
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	86.7%
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	60	110%
小苏打	碳酸氢钠	主要用于食品制作过程中的膨松剂	3	124.7%

数据来源：公司公告，西南证券整理

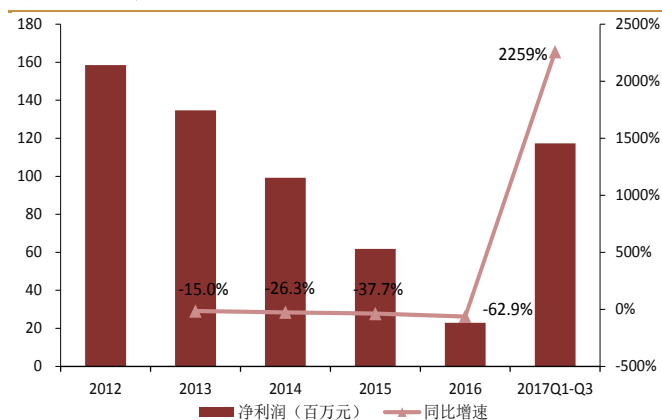
公司 2013-2016 年度的营业收入同比增速分别为-6.7%、5.5%、-16.7%和 5.1%，基本保持稳定，但 17 年 Q1-Q3 公司受益于工业盐价格的提升和纯碱业务的向好，业绩大幅好转，实现营业收入同比增长 31.6%。受益于盐及盐化工行业的回暖，公司 17 年 Q1-Q3 归母净利润同比增长 2259%，盈利能力大幅改善。

图 1：公司营业收入（百万元）及增速

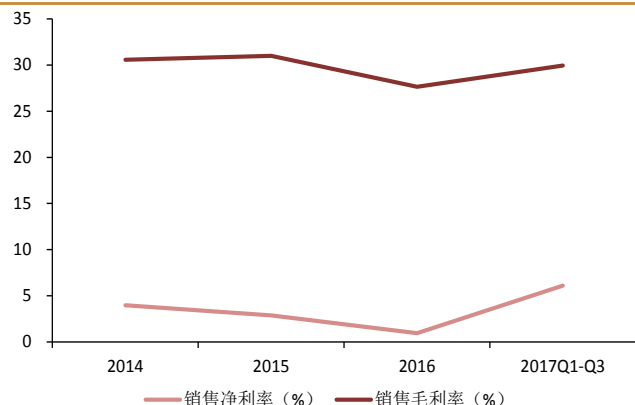


数据来源：Wind，西南证券整理

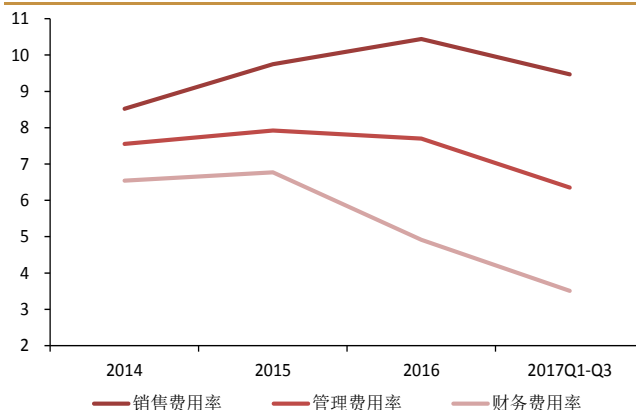
图 2：公司净利润（百万元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司毛利率及净利率显著回升（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司三费率显著下降（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

2016 年及之前公司毛利率和净利率呈下降趋势，主要原因为公司两碱用盐、小工业盐、元明粉产品等的下游产业需求不旺，销售价格呈下降趋势，公司整体盈利能力有所下降。2017 年盐及盐化工行业回暖，公司毛利率迅速扩大，叠加收入增加带来的三费率的下降，净利率显著回升。

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 2：公司竞争优势

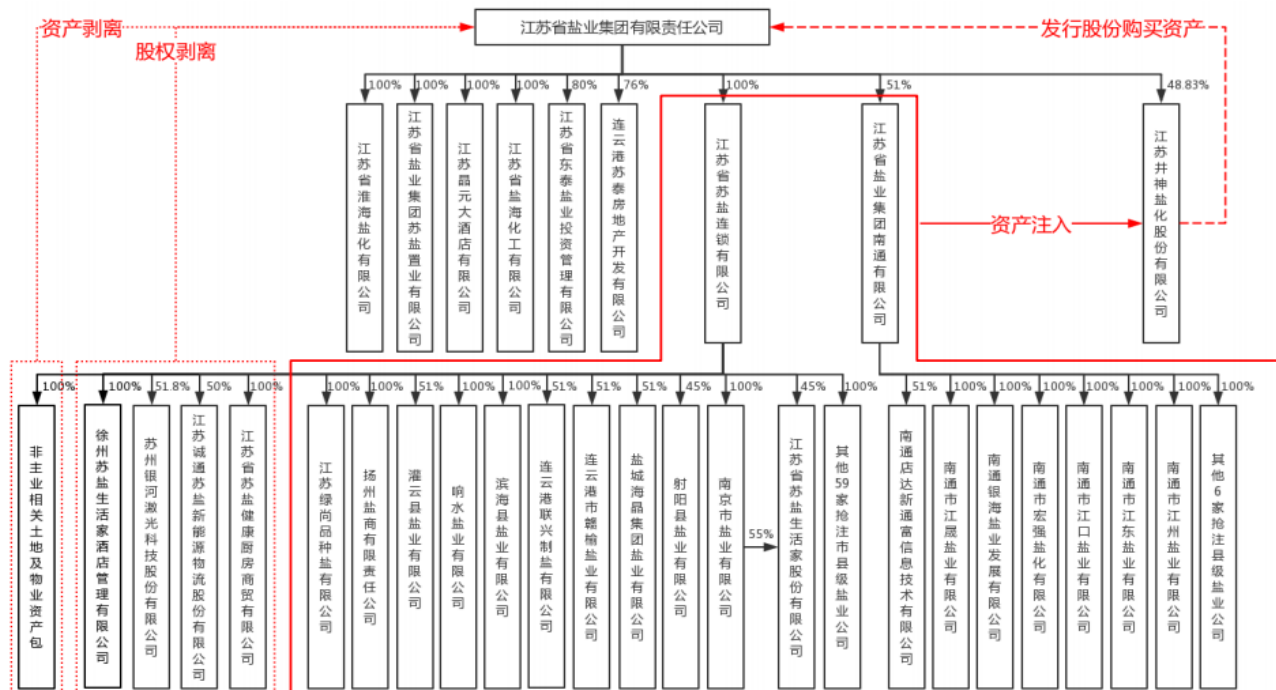
优势	说明
资源优势	公司拥有七个采矿权，包括张兴盐矿、下关盐矿、蒋南盐矿等，储量丰富、品质优良、矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高，保有资源储量矿石量 25.6 亿吨，NaCl 量 12.98 亿吨，伴生 Na ₂ SO ₄ 量 2.68 亿吨，所有采矿权的许可生产规模合计 894 万吨/年。
运输优势	公司地处江苏省淮安市，京杭大运河、淮河、盐河等水运航道纵横其间。公司在京杭大运河建有自备码头，北通徐州、东接连云港、南连黄金水道长江、西达皖北腹地。京沪、同三、宁连、宁徐、徐宿、淮盐等多条高速公路在江苏省淮安市境内交汇。公司通过河运、陆运方式参与市场竞争更加便利。
规模优势	公司制盐生产能力在国内名列前茅，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

2 盐改稳步推进，产销一体构建区域食盐龙头

为应对后盐改时代来自市场竞争的挑战，公司率先进行盐业渠道的注入，完成区域的产销一体化。近日公司发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》，拟以每股 10.28 元的股价向控股股东苏盐集团发行股份购买其持有的苏盐连锁 100%股权及南通盐业 51%股权（估值 22.2 亿元）。

图 5：此次发行股份购买资产的方案示意



数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为盐改的持续推进会在未来培育出 3-4 家寡头盐企以及食盐价格中枢将提升的基本判断没有改变，而盐改初期的价格战只是此过程中阵痛期。

若仅从市场的角度来考虑盐改后盐业的发展，我们认为国内食盐行业将经历价格混战期-品牌塑造期和寡头垄断期。因为长时间的区域割裂和政府定价，目前的食盐行业存在 130 多家生产企业以及各个省份的销售企业，各制盐企业产品成本相差无几、产品同质化严重，加之食盐产能弹性较大，因此在失去政策的壁垒之后，食盐价格混战尤为激烈，优势企业表现为稳住自身份额与售价。在价格混战导致行业中企业大面积亏损持续后，企业退出及并购的节奏将加速，此阶段渠道建设和品牌的塑造重要性凸显，优势企业体现为销量的扩充叠加售价的提升。待渠道建设、品牌塑造和市场瓜分逐渐完成之后，盐业将进入较为稳定的寡头垄断期。

从国际食盐行业发展来看，在经历食盐体制改革或市场化发展之后，主要国家均形成了数家庞大的产销一体化巨头垄断一国食盐市场的市场格局。

表 3：世界主要国家盐企分布

国家	主要盐企	市场份额
美国	IMC Global、莫顿盐业、嘉吉公司	85%
英国	Unionsalt, British Salt Ltd	90%
德国	Berchtesgaden 盐业公司	60%
法国	法国南方盐业公司	90%
日本	三菱商事、三井物产、丸红、双日	95%

数据来源：Freedonia，西南证券整理

混战之后食盐价格中枢将上移。据近年来各地饮食食盐摄入调查数据显示，广东日人均食盐接近 8 克，上海 10-12 克，北京 12-14 克。按人均食盐 10 克/日计算，成人每年消费食盐 3.6KG，对应食盐消费额约为 10.8 元/年，折算至每个月不足 1 块钱，价格弹性巨大。我们认为随着国民生活水平不断提高，食盐逐渐由生活必需品向普通消费品转换，鉴于其低消费量，消费者接受高价品种盐几乎不存在价格障碍。随着市场化定价模式的开启，高端品种盐投放市场将进一步提高盐企的利润率。

从日本盐业专营改革结果来看，自从政府对盐业的管理从行业规制转为一般的行政管理以后，各制盐厂家纷纷追求产品的差异化，致使日本成为全球品种盐种类最多的国家，达 2000 种以上，其价格遵从于市场机制，随差异较大，但普遍较高。国内盐企目前多品种盐的品种数及定价与国外市场仍有很大差距。国内品种盐售价多位于 5 元人民币/250 克，折算成日本元约 83 円/250 克，但日本品种盐多是超过 500 円/250 克。又以美国著名的莫顿公司以及云南盐化出产的多品种盐为例，我国从美国莫顿公司进口的品种盐价格要远高于国内所生产的品种盐，在种类和价格层次上也更为丰富。我国目前的品种盐销量正处于快速发展的阶段，所占比例已由 2009 年的不足 4% 上升至 2014 年的 11%，未来随着政策上对于品种盐的促进作用逐渐释放，品种盐比例有望进一步上升，向上溢价空间也有望打开，从而带动食盐价格中枢上移。

表 4：日本品种盐价格远高于国内品种盐价格

品名	生产/批发商	价格（日元）	品名	价格（人民币）	折日元价格（按 1=16.5）
ごとう	五島塩の会	200（100 克）	中盐深岩富钾盐	3.4（300 克）	56.1
アダンの夢	九州商事	500（250 克）	海星加碘精制低钠盐	3.4（300 克）	56.1
沖の海水塩	（株）青い海	480（250 克）	中盐贡晶	3.5（250 克）	57.8
石島の自然海塩	（株）石垣の塩	480（250 克）	中盐天山湖盐	3.5（260 克）	57.8
黒潮源流塩	与那国海塩	500（135 克）	中盐加碘烤盐	3.8（320 克）	62.7
栗国の塩	（株）沖海塩研究所	630（250 克）	海星钠钾调和盐	4.2（270 克）	69.3
潮のかおり	潮のかおり	500（200 克）	中盐精制低钠盐	4.5（280 克）	74.3
球美の塩	久米島海洋深層水開発（株）	500（200 克）	中盐美鲜富竹盐	5.1（225 克）	84.2
雪塩	パラダイスブラン（株）	600（120 克）	中盐低碘竹盐	5.1（225 克）	84.2
とっぺん塩	（株）浜田組	700（250 克）	中盐宝岛海盐	5.8（500 克）	95.7
ぬちマース	创业高安	1000（250 克）	中盐竹香低钠盐	6（225 克）	99.0
塩焚き爺の手造り塩	ユリヤ製塩所	1000（500 克）	中盐菇盐固态复合调味料	13.8（250 克）	227.7
塩夢須美	俱樂部野甫の塩	1050（400 克）	中盐氨基酸碘盐（果蔬）	18.4（320 克）	297.0

数据来源：《日本盐业规制改革：动因、历程与效果分析》，上海市发改委官网，西南证券整理

井神股份产销一体巩固省内市场，利润增厚提供扩张底气。本次交易完成后，江苏省内唯一的省级食盐批发专营企业苏盐集团将不再开展食盐经营相关业务，而上市公司将自主开展生产和食盐销售业务，区域产销一体化龙头食盐公司显现。

从目前调研的情况来看，江苏省内食盐市场较为稳定，外来食盐入省较少，食盐价格跌幅约在 10% 以内，说明省内盐业公司渠道掌控力较强。且盐业公司装入上市公体内之后，利益一致性得到加强，产销协同性也得到相应的改善，有望进一步巩固上市公司在省内的食盐市场。

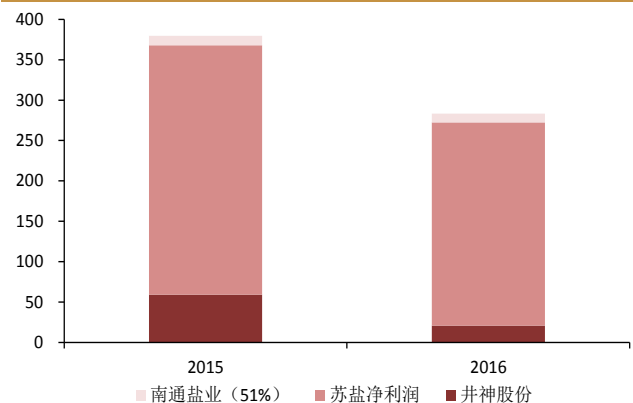
同时公司将分享流通环节丰厚利润，积累向外扩张的实力。在原食盐专营体制下，盐业公司掌握食盐批发和销售渠道，向上游食盐定点生产企业分配生产计划，在产业链中处于优势地位，并把控着产业链中绝大多数利润。以普通盐为例，一般食盐定点生产企业出厂价格在 600-700 元/吨，而终端售价在 3000 元/吨，销售端毛利占产业链毛利超过 80%。

图 6：食盐增值过程



数据来源：西南证券

图 7：并购完成后公司业绩将大幅增厚



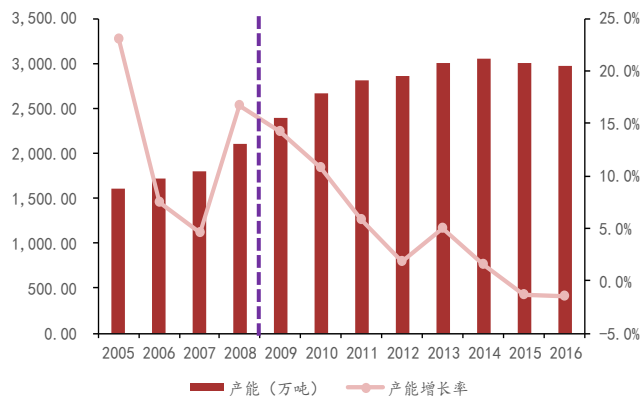
数据来源：Wind，西南证券整理

3 纯碱竞争优势突出，工业盐价格回升

纯碱行业供给端处于产能周期底部，未来受新增产能投产冲击影响有限，同时行业开工率已逐步回升较高水平，供给端向上弹性有限，我们认为纯碱行业有望维持长期高景气度，且近期工业盐价格保持在高位，公司具有 60 万吨的纯碱产能和 370 万吨盐生产能力，业绩弹性较大，盈利能力也明显改善。

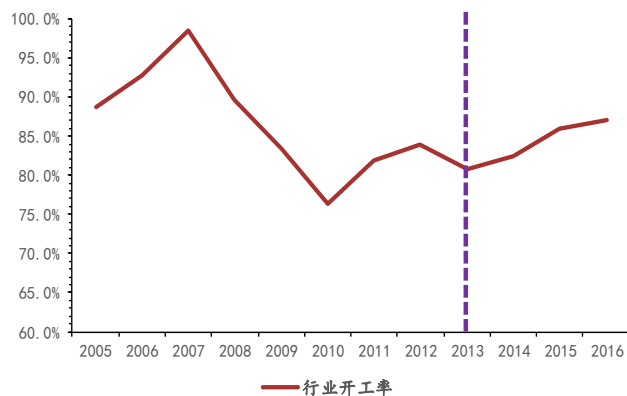
从行业历史产能周期角度来看，自 08 年后纯碱产能增速持续下降。2008 年之后，产能增速自高点开始回落，进入 2013 年之后，产能增速维持在 5% 以下，甚至于 2015-2016 年实现负增长。产能增速的放缓，一方面得益于 2010 年纯碱行业准入标准的制定，对于生产企业布局、规模与技术设备、环保要求等提出了更高要求；另一方面是由于 2012 年产能增速大于需求增速，出现产能过剩，盈利能力下滑，行业历经自然出清，无效产能逐步退出。从行业开工率来看，行业开工率自 2006 年 93% 的高点开始下滑，但随着产能增速的放缓，需求的稳步提升，行业开工率自 2013 年开始逐年提升，已上升至 2016 年的 87%。

图 8：纯碱行业处于产能周期底部



数据来源：同花顺数据终端，西南证券整理

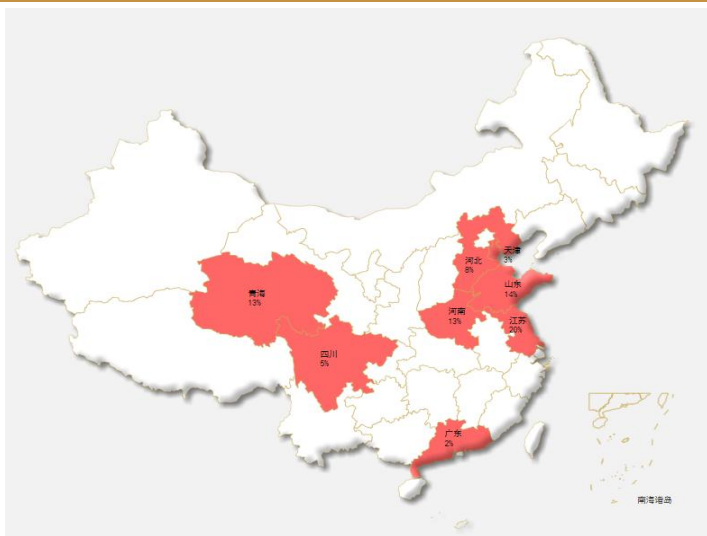
图 9：行业开工率于 2016 年已恢复至 87%



数据来源：wind，西南证券整理

短期来看，环保趋严常态化，而联碱法和氨碱法均存在一定污染，随着环保督查组陆续入驻纯碱集中分布的地区，供给收缩已非常明显，纯碱价格有望保持在高位。由于氨碱法和联碱法在生产过程中产生大量废水、废渣，同时能耗较高，对于环境有较大影响，也存在一定安全隐患。纯碱产能多数分布在环保重灾区，根据我们统计，在环保重压下，可能影响纯碱供给量为 1938 万吨，占总产能比例为 79%。

图 10：位于环保重灾区的纯碱产能占比达 79%



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

纯碱行业新增产能投产影响有限。根据百川资讯，我国 2016 年产能为 2967 万吨。2017 年新增产能规划约 80 万吨，其中包括河南金山扩建 30 万吨（预计年底投产）、山东海天扩建 20 万吨（已经投产）、江苏井神扩建 8 万吨（预计年底投产）和中盐安徽红四方扩建 10-20 万吨（预计年底投产）。2018 年新增产能 100 万吨，江苏晶昊新建 100 万吨（预计 2018 年投产）。2017 年和 2018 年产能增速分别为 2.7% 和 3.3%，产能增速依然维持很低水平。同时考虑装置调试需要一定周期，预计可贡献实际新增产量低于新增产能，因此我们预计 2017-2018 年新增产能的影响有限。

表 5：2017-2018 年新增产能较少

企业	制备路径	方式	产能	备注
河南金山	联碱	扩建	20	预计今年年底投产
山东海天	氨碱	扩建	30	已投产
江苏井神	联碱	扩建	8	预计今年下半年投产
中盐安徽红四方	联碱	扩建	10 - 20	预计今年下半年投产
江西晶昊	井下循环制纯碱	新建	100	预计 2018 年投产

数据来源：百川资讯，西南证券整理

公司掌握最为先进的纯碱工艺，成本优势凸出。公司经过 5 年自主研发的、具有知识产权的“井下循环制纯碱技术”，通过液体盐制碱、碱渣注井、钙液采卤、盐碱钙联产的循环工艺，解决了生产中的废液、废渣处理的重大技术难题，实现了零排放，被评为中国轻工业联合会 2014 年度科技进步一等奖。2016 年该技术又被工信部列入《工业企业技术改造升级投资指南（2016 年版）》，明确鼓励“推广井下循环制纯碱技术”，从而确立了公司纯碱技术核心竞争力的优势，成为新增产能的推广技术。

目前比较大型的新建纯碱项目江西晶昊纯碱项目就是采用的公司“井下循环制纯碱技术”，其与井神股份签订的《专利技术授权许可协议》约定授权许可费用为纯碱 60 万吨/年 2600 万元。

此外，由于公司“井下循环盐钙联产制碱技术”的工艺优势、全卤制碱的资源优势及水运物流的运输优势等综合优势，吨碱制造成本比同行业企业低 20% 左右，盈利能力居于行业领先水平。具体来看，公司“井下循环制纯碱技术”直接使用自采卤水直接制碱，而同行业大多需将两碱用盐化成卤水再制碱，吨碱消耗卤水量约为 4.8 方，吨碱耗盐量约为 1.2 吨，二者成本相差 130-150 元/吨。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设一：因工业盐价格回升，假设 17、18、19 年盐产品销售均价为 320、325、330 元/吨，毛利率维持在 31%；

假设二：纯碱景气周期持续，假设 17、18、19 年公司纯碱产品含税销售均价为 1800、1850 和 1900 元/吨，毛利率维持在 31%；

假设三：元明粉、氯化钙、小苏打和卤水业务向好，三费率保持稳定。

暂不考虑此次发行股份购买资产，基于以上假设，我们预计公司 17-19 年盈利预测如下：

表 6：分项收入成本预测表（百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
盐产品	营业收入	1216.96	1440.00	1478.75	1518.00
	YOY	2.0%	18.3%	2.7%	2.7%
	营业成本	861.58	993.60	1020.34	1047.42
	毛利率	29.20%	31.00%	31.00%	31.00%

		2016A	2017E	2018E	2019E
纯碱	营业收入	594.23	846.15	869.66	893.16
	YOY	12.6%	42.4%	2.8%	2.7%
	营业成本	426.42	583.85	600.06	616.28
	毛利率	28.24%	31.00%	31.00%	31.00%
元明粉	营业收入	127.56	162.00	174.80	188.00
	YOY	9.8%	27.0%	7.9%	7.6%
	营业成本	95.58	105.30	111.87	118.44
	毛利率	25.07%	35.00%	36.00%	37.00%
卤水	营业收入	52.86	55.00	57.50	60.00
	YOY	-15.2%	4.0%	4.5%	4.3%
	营业成本	25.90	35.75	34.50	33.00
	毛利率	51.00%	35.00%	40.00%	45.00%
氯化钙	营业收入	58.55	88.80	101.25	114.00
	YOY	108.4%	51.7%	14.0%	12.6%
	营业成本	69.86	82.58	93.66	104.88
	毛利率	-19.32%	7.00%	7.50%	8.00%
小苏打	营业收入	38.12	45.00	50.00	55.00
	YOY	-3.1%	18.0%	11.1%	10.0%
	营业成本	29.87	31.50	35.00	38.50
	毛利率	21.64%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	营业收入	63.39	64.02	64.66	65.31
	YOY	-21.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	营业成本	47.48	58.90	59.49	60.09
	毛利率	25.10%	8.00%	8.00%	8.00%
合计	营业收入	2151.67	2700.98	2796.62	2893.47
	YOY	5.1%	25.5%	3.5%	3.5%
	营业成本	1556.69	1891.48	1954.92	2018.61
	毛利率	27.7%	30.0%	30.1%	30.2%

数据来源：西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30 元、0.33 元、0.37 元，若考虑此次交易，则 17-19 年备考归属净利润为 4.2 亿元、4.37 亿元和 4.65 亿元，备考 EPS 分别为 0.54 元、0.56 元、0.60 元。

根据可比公司估值情况，18 年普遍处于 20 倍左右，但是我们认为目前已是盐改最差时段，行业下探风险有限，长期来看盈利能力有望复苏，所以 18 年行业估值有望提升。井神股份受盐改冲击较小，渠道掌控力强，且盐化工板块复苏明显，后续表现值得期待，给予 18 年备考业绩 27 倍估值，对应目标价为 15.12 元/股，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值一览

证券代码	证券简称	收盘价 (11.23)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002053.SZ	云南能投	10.26	0.42	0.55	0.67	24	19	15
002539.SZ	云图控股	6.34	0.2	0.25	0.35	51	41	29
600328.SH	兰太实业	12.59	0.51	0.66	0.81	20	16	13
平均值						27	21	16

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

并购事项进展不及预期的风险、募投项目进展不及预期的风险、盐业市场竞争加剧的风险、纯碱价格或大幅波动的风险。

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	2151.67	2700.98	2796.62	2893.47	净利润	20.63	169.35	186.05	203.55
营业成本	1556.69	1891.48	1954.92	2018.61	折旧与摊销	315.64	327.97	342.19	348.81
营业税金及附加	60.23	54.02	55.93	57.87	财务费用	105.64	95.39	102.53	101.15
销售费用	224.71	255.24	262.88	269.09	资产减值损失	4.23	25.00	15.00	14.00
管理费用	165.78	170.16	174.79	179.40	经营营运资本变动	43.16	-184.19	-25.57	-15.51
财务费用	105.64	95.39	102.53	101.15	其他	99.86	-30.00	-20.00	-19.00
资产减值损失	4.23	25.00	15.00	14.00	经营活动现金流净额	589.17	403.51	600.20	633.01
投资收益	0.00	5.00	5.00	5.00	资本支出	100.88	-110.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-422.34	5.00	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	-321.46	-105.00	-55.00	-55.00
营业利润	34.38	214.69	235.57	258.36	短期借款	39.00	395.95	-4.95	0.00
其他非经营损益	-1.80	-3.00	-3.00	-3.91	长期借款	-190.00	-60.00	0.00	0.00
利润总额	32.58	211.69	232.57	254.44	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.95	42.34	46.51	50.89	支付股利	-25.17	-4.59	-34.07	-37.41
净利润	20.63	169.35	186.05	203.55	其他	-242.42	-743.35	-102.53	-101.15
少数股东损益	-2.32	-1.00	-1.00	-1.00	筹资活动现金流净额	-418.60	-411.99	-141.55	-138.56
归属母公司股东净利润	22.95	170.35	187.05	204.55	现金流量净额	-151.17	-113.48	403.65	439.45
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	383.58	270.10	673.75	1113.20	成长能力				
应收和预付款项	608.84	763.69	790.75	818.09	销售收入增长率	5.12%	25.53%	3.54%	3.46%
存货	380.59	485.21	507.65	517.32	营业利润增长率	-41.64%	524.38%	9.73%	9.67%
其他流动资产	103.90	130.42	135.04	139.72	净利润增长率	-65.01%	720.82%	9.86%	9.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-10.61%	40.02%	6.62%	4.12%
投资性房地产	16.67	16.67	16.67	16.67	获利能力				
固定资产和在建工程	2762.78	2544.28	2261.89	1973.20	毛利率	27.65%	29.97%	30.10%	30.24%
无形资产和开发支出	173.96	175.11	175.93	176.41	三费率	23.06%	19.28%	19.32%	19.00%
其他非流动资产	50.46	49.85	49.24	48.62	净利率	0.96%	6.27%	6.65%	7.03%
资产总计	4480.78	4435.33	4610.91	4803.23	ROE	1.05%	7.95%	8.15%	8.31%
短期借款	919.00	1314.95	1310.00	1310.00	ROA	0.46%	3.82%	4.04%	4.24%
应付和预收款项	540.87	621.46	646.06	668.21	ROIC	2.43%	6.90%	7.76%	8.91%
长期借款	282.00	222.00	222.00	222.00	EBITDA/销售收入	21.18%	23.62%	24.33%	24.48%
其他负债	772.44	145.99	149.94	153.97	营运能力				
负债合计	2514.31	2304.40	2328.00	2354.18	总资产周转率	0.48	0.61	0.62	0.61
股本	559.44	559.44	559.44	559.44	固定资产周转率	0.83	1.09	1.19	1.37
资本公积	882.46	882.46	882.46	882.46	应收账款周转率	13.83	18.03	16.48	16.47
留存收益	521.87	687.63	840.61	1007.76	存货周转率	3.85	4.33	3.91	3.91
归属母公司股东权益	1964.08	2129.53	2282.52	2449.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.00%	—	—	—
少数股东权益	2.40	1.40	0.40	-0.60	资本结构				
股东权益合计	1966.47	2130.93	2282.91	2449.06	资产负债率	56.11%	51.96%	50.49%	49.01%
负债和股东权益合计	4480.78	4435.33	4610.91	4803.23	带息债务/总负债	47.77%	66.70%	65.81%	65.08%
					流动比率	0.67	0.80	1.01	1.23
					速动比率	0.50	0.57	0.77	0.98
					股利支付率	109.67%	2.69%	18.21%	18.29%
					每股指标				
					每股收益	0.04	0.30	0.33	0.37
					每股净资产	3.52	3.81	4.08	4.38
					每股经营现金	1.05	0.72	1.07	1.13
					每股股利	0.04	0.01	0.06	0.07
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	455.66	638.04	680.29	708.32					
PE	286.86	38.65	35.20	32.19					
PB	3.35	3.09	2.88	2.69					
PS	3.06	2.44	2.35	2.28					
EV/EBITDA	17.46	12.16	10.80	9.75					
股息率	0.38%	0.07%	0.52%	0.57%					

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 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