

业绩符合预期, 盈利能力显著回升

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预增公告, 预计 2017 年度实现归属于上市公司股东的净利润同比增加 1.5 亿元到 1.59 亿元, 同比增加 653%到 693%; 预计实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增加 1.5 亿元到 1.6 亿元, 同比增加 781%到 828%。公司 2017 年归母净利润区间为 1.7-1.8 亿元。
- **业绩符合预期, 产品价格上涨带动盈利能力回升。** 盐及盐化工行业保持回暖上升态势, 公司产品市场销售价格同比增幅较大, 带动盈利能力回升。具体而言, 公司两碱工业盐前三季度均价 242.5 元/吨, 同比增长 49.6%; 元明粉前三季度均价 391.2 元/吨, 同比增长 43.2%; 纯碱前三季度均价 1484.8 元/吨, 同比增长 33.4%。
- **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, 竞争优势突出。加上公司拟向控股股东苏盐集团发行股份购买其持有的苏盐连锁 100%的股权及南通盐业 51%的股权, 实现盐业务产销一体化。盐业公司装入上市公体内之后, 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。同时公司自主研发的“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)》, 成为行业新增产能的推广技术。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。** 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 36 倍、33 倍和 30 倍 (若考虑控股股东资产注入增厚业绩, 17-19 年备考归属净利润为 4.2 亿元、4.37 亿元和 4.65 亿元, EPS 分别为 0.54 元、0.56 元、0.60 元, 对应动态 PE 分别为 20 倍、19+倍和 18 倍), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 盐业销量或不及预期的风险、产品价格或不及预期的风险、并购事项或不及预期的风险。

| 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 | 268 | 36 | 33 | 30 |
| PB | 3.13 | 2.89 | 2.70 | 2.52 |

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) | 9.2-15.99 |
| 总市值(亿元) | 61.59 |
| 总资产(亿元) | 43.77 |
| 每股净资产(元) | 3.71 |

相关研究

1. 井神股份(603299): 区域盐业龙头显现, 盐产品盈利能力回升 (2017-11-24)
2. 井神股份(603299): 四季度业绩向好, 全面复苏可期 (2017-03-30)

附表：盈利预测与估值

| 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 | 268.33 | 36.16 | 32.93 | 30.11 | | | | | |
| PB | 3.13 | 2.89 | 2.70 | 2.52 | | | | | |
| PS | 2.86 | 2.28 | 2.20 | 2.13 | | | | | |
| EV/EBITDA | 16.53 | 11.49 | 10.18 | 9.15 | | | | | |
| 股息率 | 0.41% | 0.07% | 0.55% | 0.61% | | | | | |

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 |