

经营业绩良好，未来有望成为产销一体化新型企业

投资要点

- **业绩总结：**公司2018年上半年实现营业收入13.7亿元，同比增长8.2%；实现归母净利润9306.2万元，同比增长21.5%；经营活动产生的现金流量净额1.4亿元，EPS 0.17元。
- **上半年市场开拓显现成效，经营业绩呈现良好态势。**上半年，公司先后开发了卡夫亨氏上海公司、今麦郎面业等16家食盐大包终端客户，因此产品的产量、销量同比增长，公司生产盐化产品293.8万吨，同比增长7.3%，销售盐化产品271.2万吨，同比增长3.4%，其中，食盐、两碱工业盐、纯碱、氯化钙销量同比增长15.6%、6.5%、5.4%、35.0%。另外，公司坚持“合作+自营”渠道两手抓，全力进军国外市场，向菲律宾最大的跨国食品生产企业 SAN MIGUEL FOOD LNC 出口了一批食品级小苏打，加强韩国、东南亚和欧美地区市场开拓，上半年，出口产品销量12.9万吨。总体来看，营业收入和利润总额同比上升，达到近几年以来的同期最好水平，营业收入和归母净利润同比上升8.2%、21.5%，期间费用上半年同比下降4.6%，其中财务费用同比减少783.1万元，下降16.0%。
- **资产重组工作顺利推进，对公司长期利好。**为了进一步提升竞争力，公司拟以每股10.28元的价格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（苏盐集团的食盐批发经营相关业务，估值22.2亿元）。通过本次重组，井神股份将成为食盐行业产销一体化新型企业，本次重组有利于激发公司内在发展动力，有利于促进公司成为全国具有影响力的行业领军企业。8月11日，公司发行股份购买资产暨关联交易事项获得中国证监会核准批文。
- **盈利预测与评级。**暂不考虑资产重组的影响，预计2018-2020年EPS分别为0.34元、0.36元、0.38元，对应动态市盈率分别为20倍、19倍、18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动；标的资产的省外销量增长或低于预期，省内销量或大幅下降。

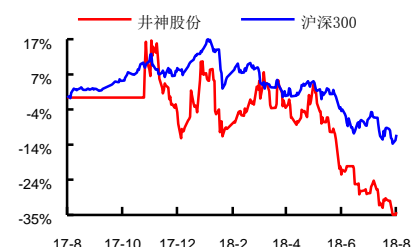
| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 2600.14 | 2835.68 | 2934.81 | 3044.85 |
| 增长率 | 20.84% | 9.06% | 3.50% | 3.75% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 178.13 | 191.20 | 203.00 | 212.91 |
| 增长率 | 676.00% | 7.34% | 6.17% | 4.88% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.32 | 0.34 | 0.36 | 0.38 |
| 净资产收益率 ROE | 8.36% | 8.31% | 8.24% | 8.08% |
| PE | 21 | 20 | 19 | 18 |
| PB | 1.79 | 1.67 | 1.56 | 1.46 |

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 邮箱：hjjw@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) | 6.75-12.25 |
| 总市值(亿元) | 38.27 |
| 总资产(亿元) | 46.00 |
| 每股净资产(元) | 3.88 |

相关研究

1. 井神股份(603299)：业绩符合预期，盈利能力显著回升（2018-01-16）
2. 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）

关键假设：

假设 1：假设 2018-2020 年盐产品销售均价为 320、325、330 元/吨，毛利率维持在 32%；

假设 2：假设 2018-2020 年公司纯碱产品含税销售均价为 1750、1760 和 1780 元/吨，毛利率维持在 26%。

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 2018-2020 年盈利预测如下：

表 1：分项收入成本预测表

| 百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|------|---------|---------|---------|---------|
| 合计 | 营业收入 | 2600.14 | 2835.68 | 2934.81 | 3044.85 |
| | YOY | 20.8% | 9.1% | 3.5% | 3.7% |
| | 营业成本 | 1797.14 | 2012.95 | 2086.76 | 2169.20 |
| | 毛利率 | 30.9% | 29.0% | 28.9% | 28.8% |
| 盐及盐化工 | 营业收入 | 1603.72 | 1680.69 | 1724.39 | 1769.23 |
| | YOY | 14.8% | 4.8% | 2.6% | 2.6% |
| | 营业成本 | 1088.24 | 1142.87 | 1172.59 | 1203.07 |
| | 毛利率 | 32.14% | 32.00% | 32.00% | 32.00% |
| 纯碱及其他化工 | 营业收入 | 904.81 | 1045.06 | 1078.50 | 1117.33 |
| | YOY | 31.0% | 15.5% | 3.2% | 3.6% |
| | 营业成本 | 628.17 | 773.34 | 798.09 | 826.82 |
| | 毛利率 | 30.57% | 26.00% | 26.00% | 26.00% |
| 其他 | 营业收入 | 91.61 | 109.93 | 131.92 | 158.30 |
| | YOY | 22.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 营业成本 | 80.72 | 96.74 | 116.09 | 139.30 |
| | 毛利率 | 11.88% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 2600.14 | 2835.68 | 2934.81 | 3044.85 | 净利润 | 178.35 | 190.20 | 202.00 | 211.91 |
| 营业成本 | 1797.14 | 2012.95 | 2086.76 | 2169.20 | 折旧与摊销 | 313.37 | 336.47 | 354.63 | 362.44 |
| 营业税金及附加 | 50.68 | 56.71 | 58.70 | 60.90 | 财务费用 | 86.64 | 79.74 | 75.60 | 74.20 |
| 销售费用 | 238.05 | 252.38 | 258.26 | 264.90 | 资产减值损失 | 38.99 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 管理费用 | 171.53 | 167.31 | 173.15 | 179.65 | 经营营运资本变动 | -67.06 | -40.25 | -13.71 | -23.94 |
| 财务费用 | 86.64 | 79.74 | 75.60 | 74.20 | 其他 | 23.32 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 资产减值损失 | 38.99 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 经营活动现金流净额 | 573.62 | 566.16 | 618.52 | 624.61 |
| 投资收益 | 3.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -23.73 | -60.00 | -60.00 | -60.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -371.50 | 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 | -395.23 | -60.00 | -60.00 | -60.00 |
| 营业利润 | 226.12 | 256.59 | 272.33 | 286.00 | 短期借款 | 481.00 | -91.00 | 1.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -7.18 | -3.00 | -3.00 | -3.46 | 长期借款 | -62.00 | -60.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 218.94 | 253.59 | 269.33 | 282.55 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 40.59 | 63.40 | 67.33 | 70.64 | 支付股利 | -11.19 | -35.63 | -38.24 | -40.60 |
| 净利润 | 178.35 | 190.20 | 202.00 | 211.91 | 其他 | -594.99 | -251.69 | -75.60 | -74.20 |
| 少数股东损益 | 0.23 | -1.00 | -1.00 | -1.00 | 筹资活动现金流净额 | -187.18 | -438.31 | -112.84 | -114.80 |
| 归属母公司股东净利润 | 178.13 | 191.20 | 203.00 | 212.91 | 现金流量净额 | -10.25 | 67.85 | 445.68 | 449.81 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 346.33 | 414.18 | 859.86 | 1309.67 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 528.51 | 578.68 | 598.21 | 620.91 | 销售收入增长率 | 20.84% | 9.06% | 3.50% | 3.75% |
| 存货 | 489.33 | 540.20 | 555.26 | 581.16 | 营业利润增长率 | 557.64% | 13.48% | 6.13% | 5.02% |
| 其他流动资产 | 73.32 | 79.96 | 82.76 | 85.86 | 净利润增长率 | 764.47% | 6.64% | 6.21% | 4.91% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 37.41% | 7.45% | 4.42% | 2.86% |
| 投资性房地产 | 16.24 | 16.24 | 16.24 | 16.24 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2785.75 | 2509.70 | 2215.82 | 1914.48 | 毛利率 | 30.88% | 29.01% | 28.90% | 28.76% |
| 无形资产和开发支出 | 189.58 | 189.84 | 189.75 | 189.34 | 三费率 | 19.08% | 17.61% | 17.28% | 17.04% |
| 其他非流动资产 | 70.16 | 69.49 | 68.81 | 68.14 | 净利率 | 6.86% | 6.71% | 6.88% | 6.96% |
| 资产总计 | 4499.22 | 4398.28 | 4586.72 | 4785.79 | ROE | 8.36% | 8.31% | 8.24% | 8.08% |
| 短期借款 | 1400.00 | 1309.00 | 1310.00 | 1310.00 | ROA | 3.96% | 4.32% | 4.40% | 4.43% |
| 应付和预收款项 | 457.19 | 510.23 | 529.77 | 552.31 | ROIC | 6.94% | 6.90% | 7.65% | 8.59% |
| 长期借款 | 220.00 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | EBITDA/销售收入 | 24.08% | 23.73% | 23.94% | 23.73% |
| 其他负债 | 288.62 | 131.14 | 135.29 | 140.50 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2365.81 | 2110.38 | 2135.05 | 2162.81 | 总资产周转率 | 0.58 | 0.64 | 0.65 | 0.65 |
| 股本 | 559.44 | 559.44 | 559.44 | 559.44 | 固定资产周转率 | 1.06 | 1.19 | 1.28 | 1.48 |
| 资本公积 | 882.46 | 882.46 | 882.46 | 882.46 | 应收账款周转率 | 20.48 | 22.41 | 21.85 | 21.87 |
| 留存收益 | 688.81 | 844.38 | 1009.14 | 1181.45 | 存货周转率 | 4.11 | 3.90 | 3.80 | 3.81 |
| 归属母公司股东权益 | 2130.78 | 2286.28 | 2451.04 | 2623.35 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 117.77% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 2.63 | 1.63 | 0.63 | -0.37 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2133.41 | 2287.91 | 2451.67 | 2622.98 | 资产负债率 | 52.58% | 47.98% | 46.55% | 45.19% |
| 负债和股东权益合计 | 4499.22 | 4398.28 | 4586.72 | 4785.79 | 带息债务/总负债 | 68.48% | 69.61% | 68.85% | 67.97% |
| | | | | | 流动比率 | 0.67 | 0.83 | 1.06 | 1.30 |
| | | | | | 速动比率 | 0.44 | 0.55 | 0.78 | 1.01 |
| | | | | | 股利支付率 | 6.28% | 18.63% | 18.84% | 19.07% |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 626.14 | 672.80 | 702.57 | 722.65 | 每股收益 | 0.32 | 0.34 | 0.36 | 0.38 |
| PE | 21.48 | 20.01 | 18.85 | 17.97 | 每股净资产 | 3.81 | 4.09 | 4.38 | 4.69 |
| PB | 1.79 | 1.67 | 1.56 | 1.46 | 每股经营现金 | 1.03 | 1.01 | 1.11 | 1.12 |
| PS | 1.47 | 1.35 | 1.30 | 1.26 | 每股股利 | 0.02 | 0.06 | 0.07 | 0.07 |
| EV/EBITDA | 8.24 | 7.09 | 6.16 | 5.36 | | | | | |
| 股息率 | 0.29% | 0.93% | 1.00% | 1.06% | | | | | |

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。

《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 |
| | 汪文沁 | 机构销售 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 机构销售 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 机构销售 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 机构销售 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |