

2020年07月09日

## 跨省联运盐业企业——湖盐转债申购价值分析

——事件点评

固定收益研究团队

杨为敦（分析师）

yangweixiao@kysec.cn

证书编号：S0790520050002

### ● 跨省联运盐业企业

公司专注于盐及盐化工产品的生产和销售，主要产品为食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐和芒硝，拥有以湖南省为中心并辐射周边省份的主要销售市场。公司的主营业务包括各类盐（占2019年公司营收78%）、烧碱类（7%）和芒硝（5%）。

### ● 行业集中度加强，公司成本优势显现

从2017年食盐专营体制改革以来，盐业体制改革全面放开，市场竞争更加激烈，盐行业产业集中度逐步提高。公司渠道优势明显，在深耕湖南省内的同时，积极扩展省外市场和线上渠道。同时，公司三大盐矿可采资源丰富，区位优势、技术优势、管理优势三大优势叠加，在盐业价格战的背景下，助力公司降低成本。2020Q1公司实现营业收入4.4亿元，同比下降18.75%；归母净利润0.43亿元，同比增长2.24%。营收下降主要系受疫情影响，主要产品销量下降所致；归母净利润增长主要系产品结构进一步优化、成本费用下降所致。

### ● 预计上市价格中枢约114.7元

预计湖盐转债转股溢价率在9%-13%之间，上市价格预计在112.63-116.77元，价格中枢114.7元。

### ● 预计中签率约0.0043%，建议积极申购

公司第一大股东湖南省轻工盐业有限公司持股61.4%，前十大股东合计持股76.73%。假设原股东有60%参与配售，则预计获配4.32亿元面值转债，留给市场的规模约为2.88亿元。假设网上申购670万户，按照打满计算中签率约0.0043%，建议积极申购。

● **风险提示：** 正股及市场大幅波动风险；安全生产风险

### 相关研究报告

《投资策略专题-神秘的力量：北水中的暗流》-2020.7.8

《投资策略专题-风格切换的第一枪》-2020.7.4

《投资策略点评-不要犹豫，赶快切换》-2020.7.1

## 目 录

1、 发行关键信息 .....	3
2、 湖盐转债：可能为强股性转债 .....	3
3、 上市价格中枢：114.7 元 .....	3
4、 中签率中枢约为 0.0043%，建议积极申购 .....	4
5、 湖南盐业：跨省联运盐业企业 .....	4
5.1、 公司速览：区域盐业龙头 .....	4
5.2、 经营概况：2019 年公司归母净利润小幅增长 .....	5
5.3、 公司看点：渠道优势+资源优势+成本优势 .....	6
5.3.1、 线上、线下渠道同步发力，拓宽品牌市场 .....	6
5.3.2、 独立采矿权带来资源优势，地理区位巩固运输优势 .....	6
5.3.3、 技术优势+管理模式，助力降低成本 .....	7
5.4、 同业比较：成长性一般，相对估值水平偏高 .....	8
5.5、 湖盐转债募投项目 .....	8
6、 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1： 2019 年盐产品营收占比 78% .....	5
图 2： 公司第一大股东持股 61.4% .....	5
图 3： 2020Q1 公司营收同比下降 19% .....	5
图 4： 2020Q1 公司归母净利润小幅增长 .....	5
图 5： 公司整体毛利率水平较为稳定 .....	6
图 6： 2010-2019 中国原盐产量小幅下降 .....	6
图 7： 2014-2019 湖南盐业湖南省业务收入占比较大 .....	6
表 1： 湖盐转债发行时间表 .....	3
表 2： 湖盐转债发行条款一览 .....	3
表 3： 预计上市首日价格中枢 114.7 元 .....	4
表 4： 公司主要产品包括食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐和芒硝 .....	4
表 5： 公司三大盐矿可采资源丰富 .....	7
表 6： 湖南盐业技术优势明显 .....	7
表 7： 公司成长性一般，相对估值水平偏高 .....	8
表 8： 湖盐转债募投项目 .....	8

## 1、发行关键信息

表1: 湖盐转债发行时间表

交易日	日期	发行进度
T-2	7月8日	刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	7月9日	网上路演，原股东优先配售股权登记日
T	7月10日	刊登《发行提示性公告》；原股东优先配售认购日；网上申购日；确定网上申购摇号中签率
T+1	7月11日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》，根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	7月12日	刊登《网上中签结果公告》，网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	7月13日	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	7月14日	刊登《发行结果公告》

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

表2: 湖盐转债发行条款一览

转债名称	湖盐转债	转债代码	110071.SH
正股名称	湖南盐业	正股代码	600929.SH
发行规模	7.2 亿	所属行业	化工
发行方式	本次发行向发行人在股权登记日（2020年7月9日，T-1日）收市后中国结算上海分公司登记在册的原股东优先配售，原股东优先配售后余额（含原股东放弃优先配售部分）通过上交所交易系统网上向社会公众投资者发行。		
存续期	6年（2020年7月10日-2026年7月9日）		
票面利率	第一年0.3%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%		
初始转股价格	6.60元/股		
转股期间	2021年1月18日-2026年7月9日		
赎回条款	（1）到期赎回：期满后5个交易日内，按票面面值的110%（含最后一期利息）赎回；（2）有条件赎回：转股期内15/30，130%；未转股余额不足人民币3000万元。		
回售条款	最后两个计息年度，连续30个交易日收盘价低于转股价的70%		
下修条款	存续期内，15/30，低于90%		
信用评级	主体：AA；债项：AA；联合信用评级有限公司		

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

## 2、湖盐转债：可能为强股性转债

按照2020年7月8日6年期AA级中债企业债到期收益率水平4.67%测算，到期按110元赎回，湖盐转债的纯债价值约为88.04元，债底保护尚可；YTM中枢约为2.43%。以7月8日湖南盐业正股收盘价6.82元计算，初始平价103.33元，股性较强。若所有转债按照转股价6.6元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为36.76%）的摊薄幅度为11.89%。

## 3、上市价格中枢：114.7元

我们认为：1、湖盐转债债底保护尚可，附加条款比较常规；2、湖南盐业是湖南省内唯一的食盐、工业盐生产企业，拥有区域性的渠道、资源、运输优势，近年营收表现较为稳健；3、食盐市场受盐改新政影响竞争程度加剧，工业盐的市场需求具有较强的周期性特点，产品自身同质化程度较高。参考相近规模、相似评级的合兴转债（评级AA、规模5.96亿元，平价106.07元对应转债价格116.7，转股溢价率10.02%）、鼎胜转债（评级AA、规模12.45亿，平价106.81元对应转债价格120.01，转股溢价率12.36%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在9%-13%区间，价格112.63-116.77元，价格中枢114.7元。

**表3: 预计上市首日价格中枢 114.7 元**

转股溢价率 正股价格	9%	10%	11%	12%	13%
6.41	105.88	106.85	107.82	108.79	109.76
6.62	109.25	110.26	111.26	112.26	113.26
6.82	112.63	113.67	114.70	115.73	116.77
7.02	116.01	117.08	118.14	119.21	120.27
7.23	119.39	120.49	121.58	122.68	123.77

数据来源：开源证券研究所

#### 4、中签率中枢约为 0.0043%，建议积极申购

根据最新数据，湖南盐业的第一大股东为湖南省轻工盐业集团有限公司，持股比例 61.4%。前十大股东合计持股 76.73%，股权结构集中。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 0.784 元，未披露配售意愿。假设原股东有 60%参与配售，则预计获配 4.32 亿元面值转债，留给市场的规模约为 2.88 亿元。

湖盐转债仅设置网上发行。近期发行的宁建转债（评级AA，规模5.4亿元）、瑞达转债（评级AA，规模6.5亿元）网上申购约691/650万户。假设湖盐转债网上申购670万户，按照打满计算中签率在0.0043%左右，建议积极申购。

#### 5、湖南盐业：跨省联运盐业企业

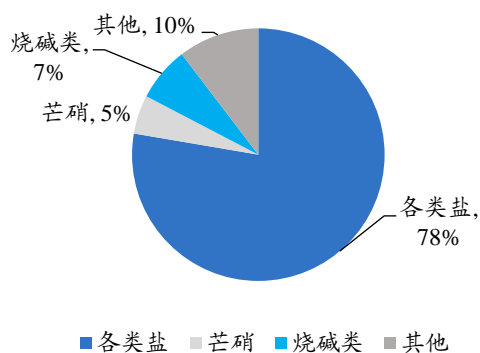
##### 5.1、公司速览：区域盐业龙头

湖南盐业成立于2011年，2018年在上交所上市，是全国盐行业第一家产销一体、跨省联运的现代企业。公司设立以来专注于盐及盐化工产品的生产和销售，主要产品为食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐和芒硝。2019年年报显示，盐产品占公司营收的78%，烧碱类占7%，芒硝占5%。

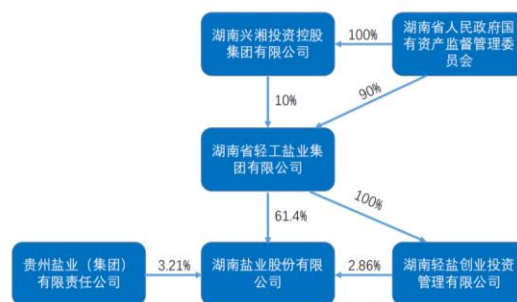
**表4: 公司主要产品包括食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐和芒硝**

主要产品类型	主要产品介绍
食盐	包括食用盐和食品加工盐
工业盐	主要用于两碱用盐、印染、制革、炼钒等行业
烧碱	生产的烧碱为离子膜法液碱，主要用于稀土、冶金，氧化铝等行业
畜牧盐	畜牧盐产品主要用于饲料加工、水产养殖等行业
芒硝	芒硝产品主要用于造纸、日化、玻璃、漂染和纺织等行业

资料来源：公司年报、开源证券研究所

**图1: 2019年盐产品营收占比78%**


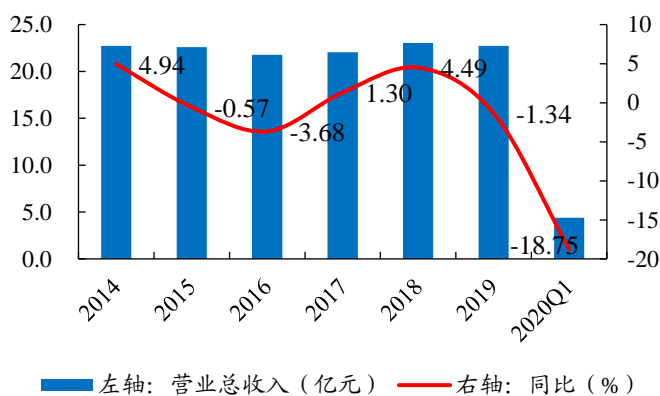
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图2: 公司第一大股东持股61.4%**


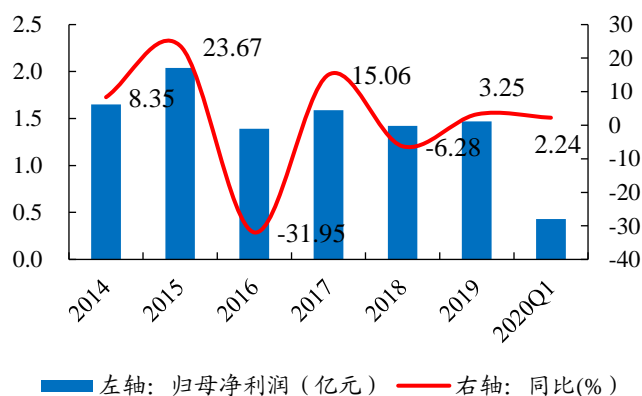
资料来源: Wind、开源证券研究所

## 5.2、经营概况: 2019年公司归母净利润小幅增长

据2019年年报,公司全年实现营业收入22.72亿元,同比下降1.34%;归母净利润1.47亿元,同比增长3.25%。2020Q1实现营业收入4.4亿元,同比下降18.75%;归母净利润0.43亿元,同比增长2.24%。

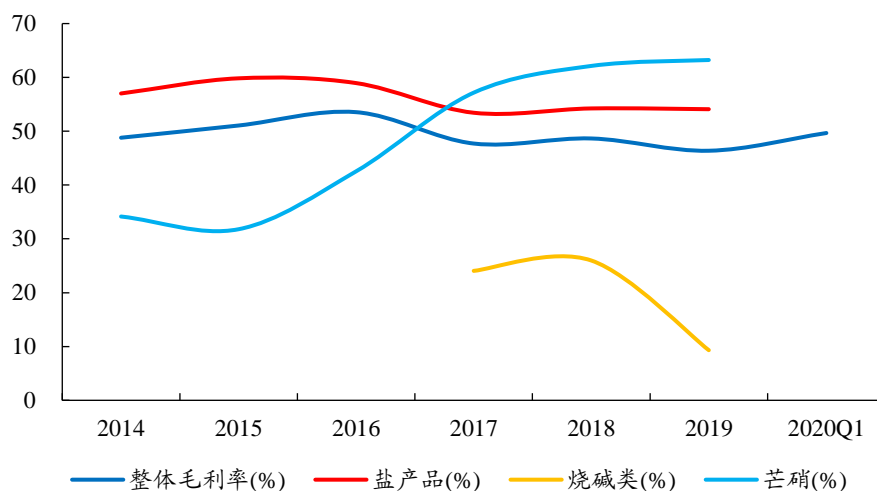
**图3: 2020Q1公司营收同比下降19%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图4: 2020Q1公司归母净利润小幅增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司整体毛利率水平较为稳定。公司业务结构不断优化,逐渐扩张业务领域,在2017年推出烧碱类产品。2019年年报显示,盐产品、烧碱类、芒硝的毛利率分别为54.09%/9.31%/63.23%。

**图5: 公司整体毛利率水平较为稳定**


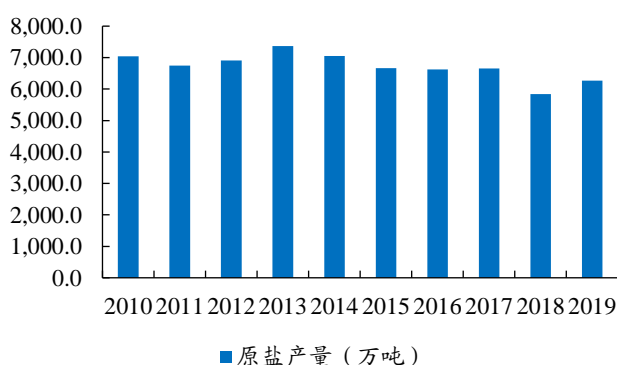
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 5.3、公司看点: 渠道优势+资源优势+成本优势

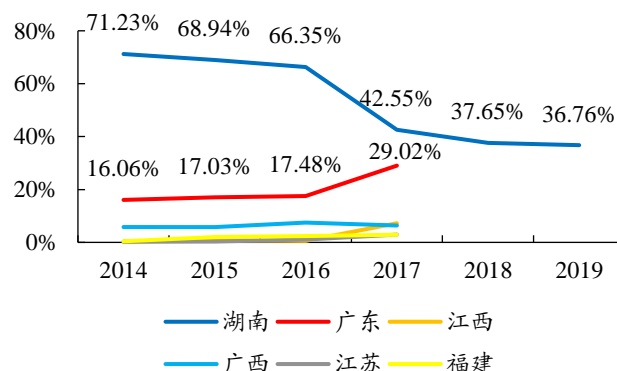
#### 5.3.1、线上、线下渠道同步发力, 拓宽品牌市场

湖南盐业作为目前湖南省内唯一的食盐、工业盐生产企业, 凭借长期以来形成的较高市场占有率建立了覆盖全省的销售渠道; 同时不断开拓省外市场, 逐步提升公司在华南市场的竞争力。此外, 公司加强与海天、李锦记等客户合作, 借力扩大产品的铺市率; 并开辟了多种线上销售渠道, 线上、线上营销同步发力。

食盐价格放开后, 因各盐业公司为扩大自身的市场份额, 在批发环节食盐价格会有所下滑。因此, 品牌化和去同质化的盐业企业将具有更大的发展优势。公司“雪天”注册商标为中国驰名商标、湖南省著名商标; “天鹅”牌工业盐、食用盐被授予湖南省名牌产品称号。

**图6: 2010-2019 中国原盐产量小幅下降**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图7: 2014-2019 湖南盐业在湖南省业务收入占比较大**


数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 5.3.2、独立采矿权带来资源优势, 地理区位巩固运输优势

公司下属湘衡盐化、湘澧盐化及九二盐业拥有其独立采矿权, 资源优势明显。三大盐矿分布在湖南和江西境内, 毗邻贵州省、广西省、广东省和福建省等无井矿盐的

省份和氯碱产品主要消费市场，由于盐和氯碱产品均具有一定的销售半径，公司盐矿所在位置具有天然的区位优势。

**表5: 公司三大盐矿可采资源丰富**

公司	可采面积 (平方公里)	储量
湘衡盐化	4.05	NaCl 储量 6.5 亿吨, 芒硝储量 1.8 亿吨
湘澧盐化	7.2	NaCl 储量 0.95 亿吨, 芒硝储量 1.53 亿吨
九二盐矿	1.69	NaCl 储量 3.1 亿吨

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 5.3.3、技术优势+管理模式，助力降低成本

湖南盐业形成了以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的科技创新体系，在制度、人才和创新能力等方面奠定了深厚的技术基础。目前公司拥有 119 项专利，其中 25 项为发明专利，在矿山采卤技术、卤水净化工艺技术、制盐工艺、多品种盐生产技术开发等方面具有较强的技术优势。

**表6: 湖南盐业技术优势明显**

技术类别	技术名称	技术优势
矿山采卤技术	“双井连通及三井连通采卤技术”	节约生产成本，增加岩盐矿开采的回采率，该技术曾获国家科技进步二等奖
	“连通井组多盐层分层爆破开采技术”	减少新井投入，对延长矿山寿命，提高矿产资源利用率有显著的经济效益、社会效益和环境效益
卤水净化工艺技术	“石灰-烟道气二氧化碳卤水净化工艺”	既可以减少废气排放，又可以大幅减少纯碱用量，大幅降低生产成本，被授予科学技术进步二等奖
	“卤水净化精卤提质工艺技术”	使固体悬浮物含量由 200mg/L 下降至 10mg/L 以下，延长了制盐洗罐周期，从而降低制盐生产成本，节约能源
制盐工艺	“六效蒸发母液回收盐硝联产工艺技术”	品汽耗下降至 0.82 吨/吨，能源利用效率得到提升，2013 年该技术获得国家发明专利
	“制盐 4 组罐生产装置卤水脱氧工艺技术”	实现了增加系统产量和延缓设备腐蚀的目的，该技术于 2013 年获得衡阳市科技进步三等奖
多品种盐生产技术开发	“安全环保高效去农残果蔬清洗盐配方及生产技术”、“无草酸型龙虾专用清洗盐配方及生产技术”等	2019 年内，公司实现新产品开发 12 个，推出减钠盐、岩晶盐、活水盐、龙虾清洗盐等四大系列新品落地产销，进一步丰富了中高端食盐品类，以满足消费者多样化需求，并刷新了多个行业纪录

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

在企业管理时，公司子公司众多，因此公司采取高效的采购模式和生产模式，以降低成本：

在采购模式方面，公司采取“分类管理、集中招标、分散采购”策略。由各分公司根据物资消耗的历史数据制定原材料和物料的采购计划，其中大宗物资的采购采用集中招标的方式进行，其余部分因采购较为稳定，经审批后由各分公司分散采购。湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业等生产子公司以客户订单和市场预测为基础，形成生产计划，据此制定原材料及物料的采购计划，报公司备案后分别各自实施。

在生产模式方面，公司采取“统一计划，订单生产”的生产模式，各生产公司根据以往的销售情况，存货储备需求和市场订单提交年度、月度生产计划，经公司生产技术部、营销中心综合平衡后，以文件形式下达年度、月度生产经营计划，生产公司依据公司下达的计划组织生产。

#### 5.4、 同业比较：成长性一般，相对估值水平偏高

与化工行业市值相邻的 10 家公司相比，公司成长性一般，相对估值水平偏高。

表7: 公司成长性一般，相对估值水平偏高

公司代码	名称	总市值 (亿元)	2019 年总 收入增速 (%)	2019 年净 利润增速 (%)	2019 年毛 利率 (%)	2019 年 ROE (%)	PE (TTM)
600929.SH	湖南盐业	62.6	-1.4	3.2	44.5	6.0	42.3
002002.SZ	鸿达兴业	111.3	-12.2	3.1	33.9	9.4	17.6
600277.SH	亿利洁能	99.1	-28.8	16.8	16.7	6.0	13.7
600075.SH	新疆天业	98.2	-6.7	-94.1	20.2	0.6	372.6
600618.SH	氯碱化工	91.8	-9.8	-23.0	17.3	18.9	13.6
601678.SH	滨化股份	71.8	-8.5	-37.5	24.6	7.0	21.4
603299.SH	苏盐井神	50.9	-10.1	80.3	31.3	8.4	26.8
002386.SZ	天原集团	42.5	27.6	-49.2	5.8	1.6	301.1
900908.SH	氯碱 B 股	37.4	-9.8	-23.0	17.3	18.9	5.6
000510.SZ	新金路	29.7	12.4	-38.0	12.9	6.5	44.7
000635.SZ	英力特	24.0	5.1	90.3	12.2	1.9	122.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 5.5、 湖盐转债募投项目

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额为 7.2 亿元，扣除发行费用后拟用于以下项目：

表8: 湖盐转债募投项目

项目名称	拟投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)
九二盐业年产 30 万吨离子膜烧碱项目二期工程	2.83	1.85
九二盐业年产 18 万吨过氧化氢（双氧水）项目	2.49	1.74
九二盐业 374 万 m <sup>3</sup> /年采输卤项目	1.39	0.61
湘澧盐化 2x75t/h 锅炉超低排放环保改造项目	0.37	0.35
收购九二盐业 10%股权项目	0.54	0.54
补充流动资金	2.11	2.11
合计	9.73	7.2

资料来源：公司募集说明书、开源证券研究所

## 6、 风险提示

正股及市场大幅波动风险；安全生产风险

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn