

雪天盐业 (600929)

证券研究报告

2021年08月03日

以盐为轴双轮驱动，全面发力打造全新增长极

天下三分有其一，优势沉淀护城河宽且深。公司成立于2011年，作为产销一体、跨省经营的盐业上市公司，一直专注于盐及盐化工产品生产、销售与研发，核心竞争优势突出：生产基地布局合理，有明显区位优势；丰富优质的盐矿资源能够确保优质食盐的供给；深耕省内市场并拓宽全国市场，渠道优势突出，以及企业逐步实现盐类全品类及产业集群化转变；加上不断创新的技术体系和产销一体等优势，使雪天盐业的竞争优势位居前列。

公司以盐为轴，食用盐业务及盐化工业务双轮驱动，打造全新增长极。

- 食用盐业务高端化+全国化，量价增长空间大。**从价格角度，盐业改革放开了盐产品价格市场定价机制，公司于21年4月推出高端副品牌松鹤997系列，开启食盐高端升级之路，广告投放、综艺赞助、明星代言等方式助力品牌效应提升，双管齐下扩大产品价增空间。**从区域角度**，公司在湖南省内影响力持续加强，加快终端渠道布局，省内渠道不断细化；随着盐业体制改革的推进，食用盐跨区域经营放开，公司有节奏地打开省外市场，加快产能布局，目前省外食盐销量超过省内，省外市场拓展势头强劲。公司全国化拓展趋势明显。
- 盐化工产业链长，业务拓展空间大。**第一，盐行业持续健康发展，市场集中度提升。环保政策趋紧，我们预计行业集中度将进一步提升，作为三大龙头之一的雪天盐业在行业内处于竞争优势地位，市场份额有望进一步提升；第二，盐化工下游产业链长，可涉足领域众多，公司业务向下游延伸存在更高利润空间；第三，“碳中和”背景下新能源需求大，锂电和光伏成为两大发展趋势，为盐化工行业创造下游需求。作为锂电和光伏上游的纯碱行业量增空间广阔，倒逼工业盐市场快速发展，为公司探索盐化工领域应用提供更多可能性。

盈利预测：我们预测公司2021-2023年实现利润1.79/2.21/2.71亿元，同比增速23.14%/23.40%/22.90%，EPS为0.19/0.24/0.29元/股。预测雪天拟收购公司湘渝盐化2021-2023年实现净利润2.45/2.79/3.12亿元，同比增速14.82%/13.85%/11.88%。目前暂未完成收购，作为备考利润。采用分部估值法对食用盐业务及盐化工业务进行估值。根据可比公司平均估值水平，我们给予公司22年食用盐业务36x PE，盐化工行业18x PE，收购前目标市值65亿元；如按预期收购湘渝盐化后，备考市值128亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：盐业体制改革、宏观经济周期、主要能源价格变动、安全环保风险、业务拓展不及预期、湘渝盐化收购尚未完成

投资评级	
行业	化工/化学原料
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.58元
目标价格	元
基本数据	
A股总股本(百万股)	931.88
流通A股股本(百万股)	917.76
A股总市值(百万元)	7,063.67
流通A股市值(百万元)	6,956.64
每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	36.07
一年内最高/最低(元)	7.90/4.79

作者	
刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,272.01	2,164.48	2,523.87	3,038.32	3,669.24
增长率(%)	(1.34)	(4.73)	16.60	20.38	20.77
EBITDA(百万元)	505.55	505.73	390.14	436.87	485.05
净利润(百万元)	147.00	145.35	178.98	220.86	271.43
增长率(%)	3.25	(1.12)	23.14	23.40	22.90
EPS(元/股)	0.16	0.16	0.19	0.24	0.29
市盈率(P/E)	48.18	48.73	39.57	32.07	26.09
市净率(P/B)	2.86	2.60	2.58	2.44	2.30
市销率(P/S)	3.12	3.27	2.81	2.33	1.93
EV/EBITDA	12.22	10.42	19.82	15.84	14.48

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 天下三分有其一，优势沉淀护城河宽且深	5
1.1. 十年深耕细作沉淀核心优势，内生外延打造成成熟盐业版图	5
1.2. 丰富细化产品结构，“三个转变”开拓成长空间	8
1.3. 盐矿资源储备丰富，产能区位布局完善	10
1.4. 国资控股结构稳定，股权激励再添活力	13
2. 食用盐：盐改放开限制，高端化+全国化助推食用盐量价升级	14
2.1. 食用盐行业规模稳定具有消费品属性，产品多样化高端化趋势明显	14
2.1.1. 供需结构合理，产销量增长稳定	14
2.1.2. 产品不断升级，市场呈多样化、高端化发展趋势	15
2.1.3. 从行政垄断性专营到竞争性专营，盐改释放盐业活力	16
2.2. 全国化蓝图逐渐明朗，省外拓展打开量增空间	16
2.2.1. 并购加速异地扩张，产能布局打好跨区经营基础	17
2.2.2. 强大的渠道分销能力，省内深耕及全国化终端构建双管齐下	18
2.3. 创新缔造高端品质，食用盐开启价格升级之路	18
2.3.1. 日益扩大的品牌影响力，助力打造龙头企业	19
2.3.2. 突出的技术创新及新产品储备优势，助力打开食盐价格空间	20
2.4. 开疆拓土向下游延伸布局，打开更多想象空间	21
3. 盐化工：行业态势稳健向好，碳中和背景下再添发展新动力	22
3.1. 盐化工行业将持续健康发展，下游两碱行业存在更高利润空间	22
3.1.1. 盐化工与工业生产息息相关，工业盐产销量周期波动式上升，均价底部反弹	22
3.1.2. 盐化工行业格局逐渐成熟，行业整合改善高质量发展	24
3.1.3. 下游两碱行业呈上行态势，向下游延伸期待更广阔利润空间	25
3.2. 致力碳中和，以钠离子为核心探索新能源发展路径	26
3.2.1. 锂电+光伏并驾齐驱拉动盐化工发展	27
3.2.2. 行业大背景下公司盐化工业务发展潜力充足	29
4. 盈利预测	29
5. 风险提示	32

图表目录

图 1：雪天盐业发展历史	5
图 2：雪天盐业七大核心竞争优势	5
图 3：子公司业务、矿藏及产能情况	6
图 4：雪天盐业营收及增速	7
图 5：雪天盐业归母净利润及增速	7
图 6：雪天盐业毛利率及增速	8

图 7: 雪天盐业净利率及增速	8
图 8: 雪天盐业盐产品结构	8
图 9: 雪天盐业三个转变	9
图 10: 雪天盐业各主营业务营收占比	9
图 11: 公司各主营业务营收增速	9
图 12: 公司整体毛利率及各细分业务毛利率变化情况	10
图 13: 雪天盐业各类盐产销量 (万吨)	10
图 14: 雪天盐业芒硝产销量 (万吨)	11
图 15: 雪天盐业 32%烧碱产销量 (万吨)	11
图 16: 雪天盐业矿区分布	11
图 17: 雪天盐业投资逻辑图	12
图 18: 雪天盐业股权结构图	13
图 19: 国内食盐行业产量情况 (万吨)	14
图 20: 国内食盐行业产品需求量情况 (万吨)	14
图 21: 食盐行业产品进出口数量情况	14
图 22: 2014-2019 年我国居民消费水平指数 (1978=100)	15
图 23: 国内食盐零售价格变动情况 (元/公斤)	15
图 24: 三大制盐企业市场份额变化	17
图 25: 雪天盐业省内外营收占比变化	18
图 26: 雪天盐业省内外毛利率变化对比	18
图 27: 省内终端网点 (单位: 万家)	18
图 28: 省外经销商数量变化情况	18
图 29: 公司高端副品牌松鹤 997	19
图 30: 雪天品牌赞助湖南慢生活综艺《哈哈农夫》	20
图 31: 雪天品牌广告登陆央视平台	20
图 32: 主要盐业公司研发费用率	21
图 33: 公司 20 年 11 月发布生态盐新品	21
图 34: 雪天盐业及苏盐井神盐产品价格对比	21
图 35: 我国食盐零售价格 (单位: 元/公斤)	21
图 36: 食用盐行业产业链	22
图 37: 湖南本地餐饮美食品牌	22
图 38: 盐化工产业链	23
图 39: 工业盐市场产量情况	23
图 40: 工业盐市场产品需求量情况	23
图 41: 工业盐产品均价变动情况	23
图 42: 三大制盐企业市场份额变化	24
图 43: 2018 年工业盐产品需求结构图	25
图 44: 国内轻质、重质纯碱价格变动情况 (元/吨)	25
图 45: 国内烧碱 (99%) 现货价格变动情况	26
图 46: 纯碱沉淀法制造碳酸锂	27
图 47: 2015-2020 年中国新能源汽车产销量	27

图 48: 2011-2025 我国光伏新增装机预测 (单位: 万千瓦)	28
图 49: 光伏玻璃直接材料质量结构	28
图 50: 未来全球碳酸锂需求量及对纯碱需求预测	28
图 51: 2012 年纯碱下游消费量占比	29
图 52: 雪天盐业投资逻辑图	30
图 53: 收入预测表 (单位: 百万元)	30
图 54: 毛利率预测表	31
图 55: 费用率预测表	31
图 56: 湘渝盐化业绩预测表	31
图 57: 分部备考净利润预测表 (单位: 百万元)	31
图 58: 可比公司估值表 (参考 Wind 一致预期)	32
表 1: 雪天盐业公司收购及约定收购情况	6
表 2: 公司股票激励计划	14
表 3: 盐业体制改革前后各业务环节的变化	16
表 4: 公司并购企业及所在地区	17
表 5: 盐业体制改革对于食盐行业影响	19
表 6: 不同调味品含盐量 (食盐=钠*2.54)	21
表 7: 纯碱制备工艺对比	29

1. 天下三分有其一，优势沉淀护城河宽且深

1.1. 十年深耕细作沉淀核心优势，内生外延打造成成熟盐业版图

高质量产销一体化发展，精准施策开拓全国市场。雪天盐业成立于 2011 年，总部位于长沙，公司由湖南轻盐集团、湖南轻盐创投、湖南湘江投资、贵州盐业、江苏盐业、广西盐业、湖南发展投资集团有限公司、湖南财信共同发起设立，是行业内第一家跨省联合的现代企业。公司自设立以来专注于盐及盐化工产品的生产、销售，其主要产品为食盐、两碱用盐、小工业盐及芒硝，其中“雪天”牌食盐为中国驰名商标、“天鹅”牌工业盐、食用盐被授予湖南省名牌产品称号。2018 年 3 月 26 日，湖南盐业股份有限公司在 A 股主板上市，2020 年 9 月 19 日，公司更名为雪天盐业集团股份有限公司，加快由区域性公司向全国性公司转变。

图 1：雪天盐业发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，证券时报 e 公司，天风证券研究所

七大优势核心竞争力，成就行业领先地位。公司作为产销一体、跨省经营的盐业上市公司，一直专注于盐及盐化工产品的生产、销售与研发，在行业内处于领先地位，具有“矿产资源、区位运输、产品品牌、技术创新、产销一体、渠道终端、产业集群”七大核心竞争优势。雪天盐业公司生产基地毗邻消费市场，有明显区位运输优势。丰富优质的盐矿资源能够确保优质食盐的供给，加上不断创新的技术体系和产销一体等优势，使雪天盐业的竞争优势位居前列。深耕省内市场并拓宽全国市场，实现渠道终端优势，以及企业逐步实现盐类全品类及产业集群化转变，使公司品牌形象及市场影响力正不断巩固和提升。

图 2：雪天盐业七大核心竞争优势



资料来源：公司年报，天风证券研究所

近年来，公司加快战略扩张步伐，逐渐完善业务和区位布局。集团原有食盐生产子公司为湘衡盐化、湘澧盐化及雪天技术。2014 年，公司收购江西九二盐业，对江西两广及福建市场扩大了辐射能力；2018 年底由公司大股东轻盐集团收购了重庆湘渝盐化并对其进行受托管理，对大西南及长江流域广大市场增强了辐射能力；2020 年 9 月，公司收购河北永大食盐，对东北及华北市场建立了战略基地。截至 2021 年 7 月，雪天盐业已经拥有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、雪天技术、永大食盐、湘渝盐化（受托管理）六家国家食盐定点生产企业。

表 1：雪天盐业公司收购及约定收购情况

公司名称	收购时间	收购过程	收购作用
九二盐业	2014 年	湖南盐业向九二盐业增资 19,500 万元，成为九二盐业控股股东。	截至 2014 年 5 月 31 日，九二盐业注册资本为 10,000.00 万元，在产销规模和经营能力上得到较大的提升。
河北永大	2020 年	2020 年公司提升公司综合竞争力，继续深化“三个转变”战略目标，根据公司战略布局，同意公司参与“河北永大食盐有限公司 42.14% 股权及 1,000 万元债权”国有资产公开转让项目，实现控股河北永大。	永大食盐在区域位置、资源禀赋等方面，与公司具有较强互补性和协同性，有助于公司进一步做大做强。
湘渝盐化	2021 年	公司通过发行股份的方式购买轻盐集团持有的湘渝盐化 71.88% 股权、购买轻盐晟富基金持有的湘渝盐化 22.95% 股权、购买华菱津杉持有的湘渝盐化 5.17% 股权，合计持有的重庆湘渝盐化股份有限公司 100% 股权。	标志着公司资产证券化又迈出了重要一步，也意味着“雪天”食盐全国性战略布局在大西南市场迈上新台阶。

资料来源：wind，招股说明书，公司公告，湖南省人民政府国有资产监督管理委员会，天风证券研究所

集团原有子公司主营食用盐业务，拥有自主研发子公司。湘衡盐化及湘澧盐化主要从事盐产品的生产与销售，其中湘衡盐化主营食用盐、工业盐、元明粉及饲料添加剂；湘澧盐化主营盐产品及工业无水硫酸钠。两家子拥有湖南高质量盐矿床采矿权，面积广阔且 NaCl 芒硝储量高。经过长期积累，两家子公司目前产能较高，湘衡盐化盐硝年产能 240 万吨，湘澧盐化为 100 万吨。子公司中雪天技术主要从事盐业技术的研究、开发及应用转让等服务，以及盐业设备的研究及开发业务，同时兼有少量的食用盐及日化盐的生产及销售。

收购公司中，九二盐业坐拥周田矿区，控制了江西东南部的井矿盐资源。该矿床为全国少有的石膏型盐矿，氯化钠储量约 9.5 亿吨，且埋藏浅、杂质少、氯化钠含量高，公司占地面积 1000 余亩。在业务结构上，食用盐业务发展时间长，目前已有自然井盐、深井未加碘盐、加碘精制盐、加碘深井盐等五个产品。近年来公司围绕盐化工业务不断延伸产业链条，重点发展离子膜烧碱、双氧水、过碳酸钠、氯化石蜡，甲烷氯化物等耗氢耗氯项目，2016 年 11 月离子膜烧碱项目已完成投料试生产，下一步将有节奏的将业务拓展至双氧水、氯化石蜡等项目。预计 3-5 年，九二盐业将建设发展成为一个盐化工产业集团。
湘渝盐化发展势头良好，已实现扭亏为盈。湘渝盐化岩盐矿区位于四川盆地东部，矿床埋藏深，盐产品主含量大于 99.6%（国标优极品标准为 99.1%），在全国井矿盐品质中处于领先水平。公司拥有年产 100 万吨井矿盐、70 万吨纯碱和 70 万吨氯化铵的产能，并拥有配套自备热电站。2018 年雪天盐业控股股东轻盐集团收购湘渝之前，湘渝连续三年大额亏损，为使湘渝盐化尽快满足注入上市公司的条件，轻盐集团对湘渝进行了技术改造，并联合轻盐晟富基金对湘渝盐化增资 5.30 亿元，顺利帮助湘渝盐化于 2019 年扭亏为盈。
永大食盐专注食用与日化盐，细分产品丰富。公司主要经营食盐加工销售、工业盐、溶雪剂、饲料盐、洗浴盐等食用盐与日化盐产品。公司精制盐年产能 13 万吨，产品销往河北、黑龙江、山东、浙江、福建等地，市场覆盖广阔。

图 3：子公司业务、矿藏及产能情况

	业务范围	盐矿分布及储量	现有产能	在建工程
湘衡盐化	食用盐、工业盐、元明粉、饲料添加剂	位于衡阳岩盐矿床，属我国特大型岩盐矿床，资源丰富。其采矿权可采面积4.05平方公里，NaCl储量6.5亿吨，芒硝储量1.8亿吨	年产盐、硝240万吨	
湘澧盐化	盐产品、工业无水硫酸钠。食用盐拥有雪天和钻塔两大品牌	盐矿位于湖南省，其采矿权可采面积为7.2平方公里，NaCl储量0.95亿吨，芒硝储量1.53亿吨	年产盐、硝100万吨	2x75t/h锅炉超低排放环保改造项目
雪天技术	主营盐业技术的研究、开发、推广、应用转让及咨询服务，盐业设备的研究、开发、推广、应用；少量食用盐及日化盐的生产和销售			
九二盐业	食用盐：自然井盐、深井未加碘盐、加碘精制盐、加碘深井盐；盐化工：离子膜烧碱、双氧水、过碳酸钠、氯化石蜡，甲烷氯化物等耗氢耗氯项目	周田矿区：位于江西省，该矿床为全国少有的石膏型盐矿，深度在200—1100米之间，氯化钠储量约9.5亿吨，且埋藏浅、杂质少、氯化钠含量高。公司占地面积1000余亩	盐化工：离子膜烧碱项目一期于2016年11月完成投料试生产，目前可生产离子膜烧碱8万吨/年，完全投产后可达到年产烧碱10万吨、液氯5万吨、高纯盐酸15万吨	30万吨/年离子膜烧碱项目二期工程；18万吨/年双氧水项目
湘渝盐化	食盐、纯碱、氯化铵	湘渝盐化岩盐矿区位于四川盆地东部，岩盐矿床埋深3,000米左右，盐产品主含量大于99.6%（高于国标优级品标准99.1%），粒度大而均匀（0.15mm以上达99%），色泽洁白（白度≥85%，大于国标优级品标准80%）	年产100万吨井矿盐、70万吨纯碱和70万吨氯化铵、拥有与其配套的2×300MW自备热电站	
永大食盐	食用盐，日化盐：食盐加工销售；工业盐、溶雪剂、饲料盐、渔用盐、洗浴盐、其他非食用盐加工销售；预包装食品零售		年产精制盐13万吨	

资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

营收保持稳健发展，疫情影响逐步消除后恢复良好增长势头。2018-2020年，雪天盐业实现营收分别为23.03/22.72/21.64亿元，同比+4.49%/-1.34%/-4.73%；归母净利润分别为1.42/1.47/1.45亿元，同比-6.28%/+3.25%/-1.12%。21Q1实现营收5.49亿元(+24.68%)，归母净利润为0.48亿元(+12.08%)。公司毛利率分别为48.65%(+0.94pct)、46.37%(-2.28pct)、31.51%(-14.86pct)、净利率为7.52%(-0.64pct)、7.19%(-0.33pct)、7.22%(0.03pct)。我们认为20年营收表现下降主要为疫情影响工业盐、烧碱价格下降，下游开工不足所致，同时公司全面开展“挖潜增效”专项活动使成本费用下降，使净利率小幅增长，21Q1营收表现随疫情稳定后增长势头良好。

图 4：雪天盐业营收及增速

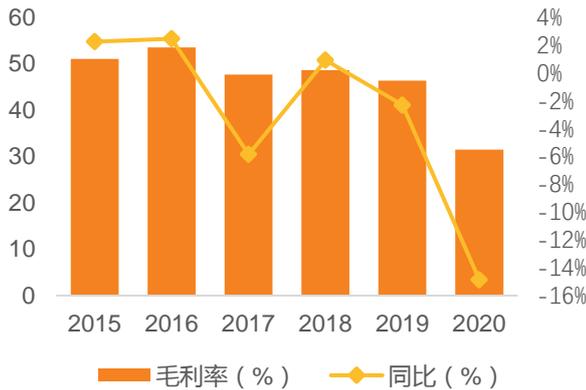


图 5：雪天盐业归母净利润及增速



资料来源：Wind, 天风证券研究所

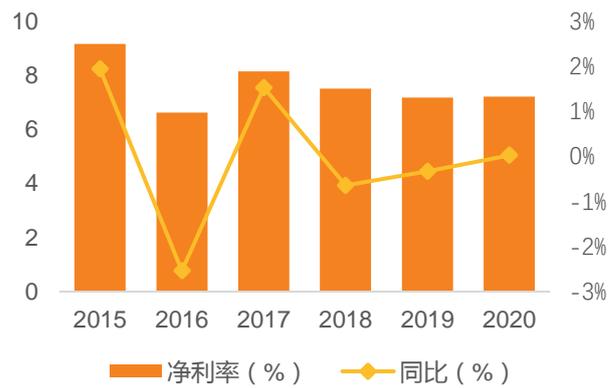
图 6：雪天盐业毛利率及增速



资料来源：Wind, 天风证券研究所

资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 7：雪天盐业净利率及增速



资料来源：Wind, 天风证券研究所

1.2. 丰富细化产品结构，“三个转变”开拓成长空间

产品领域多样、结构完善，具有不断细化丰富及向下游延伸的成长空间。雪天盐业主要产品为食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐、芒硝等，涵盖食品用及工业用，盐产品及下游产品加工等方面，拥有较为完善的产品结构及业务版图。公司主要产品及用途包括：

- **食盐：**公司食盐品种丰富，主要分为食用小包盐和食品加工盐两大类。其中食用小包盐覆盖井矿盐、湖盐、海盐三大品类。包括加碘精制盐、未加碘精制盐、海藻碘盐、海藻碘低钠盐、腌制盐等产品及满足中高端人群需要的生态食用盐、岩晶盐、活水盐等产品，有袋装、罐装、瓶装、礼盒装等多种包装形式，共 30 余个品种 90 余种规格，满足不同层次消费需求。
- **工业盐：**公司工业盐主要用于两碱用盐、印染、制革、炼钒等行业。
- **烧碱：**公司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：**公司畜牧盐产品主要用于饲料加工、水产养殖等行业。
- **芒硝：**公司芒硝产品主要用于造纸、日化、玻璃、漂染和纺织等行业。

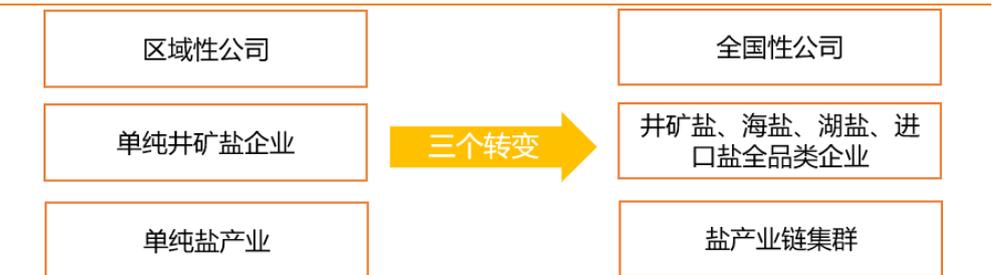
图 8：雪天盐业盐产品结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司不断拓展盐业产品品类，实现产业集群转变。公司持续拓展延伸盐业产业链和价值链，实现盐行业价值提升，努力推动由单纯的井矿盐向井矿盐、海盐、湖盐全品类转变；2018年九二盐业完成了2万吨/年离子膜烧碱扩产项目的建设投产，实现了公司盐产业链的纵向延伸，为公司盐化产业集群的构建打下了坚实的基础，继而逐步形成盐碱联产、热电联产的循环经济发展格局，助推传统盐产业向产业集群的转变。

图 9：雪天盐业三个转变

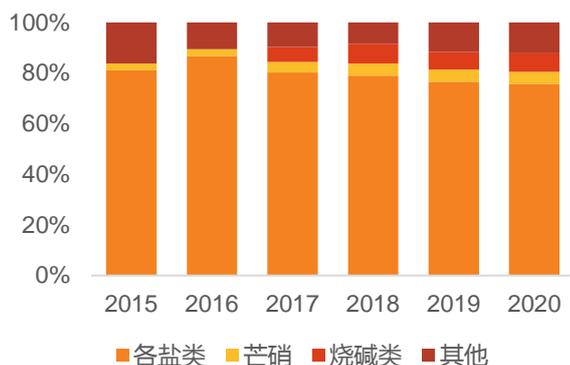


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

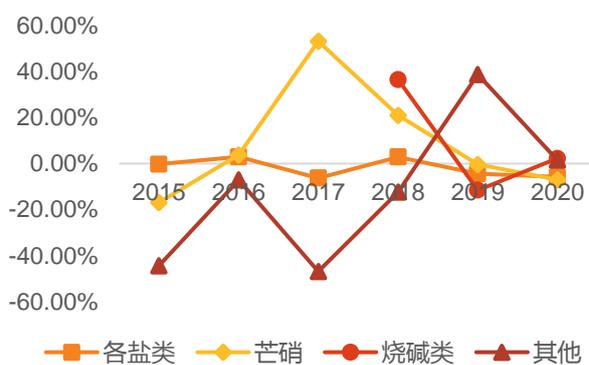
芒硝烧碱类产品占比提升，盐类营收保持稳定。分产品来看，2020年食盐、工业盐和畜牧盐等盐类产品营收为16.38亿元(-5.79%)，芒硝营收为1.03亿元(-7.06%)，烧碱类营收为1.60亿元(+2.22%)，整体受疫情影响开工不足，营收表现有所下滑。从各产品比重来看，盐类产品在产品结构中始终占比最大，但随着公司产品结构的不断丰富，2015-2020年盐类产品占比由81.16%缩减至75.66%，芒硝占比从2.57%增加至4.77%，烧碱类占比从2017年至2020年从5.87%增加至7.38%。其他类主要系非盐业务和包装外接业务量增加所致，2019年显著增加至11.72%，2020年达12.19%。

图 10：雪天盐业各主营业务营收占比

图 11：公司各主营业务营收增速



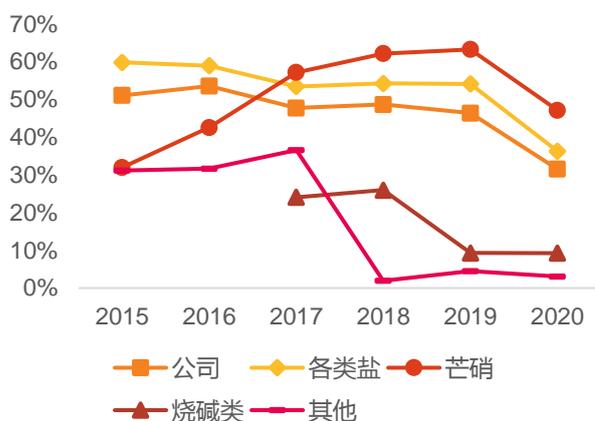
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司整体毛利率稳定，芒硝盈利水平持续提升。2015-2019 年公司毛利率小幅下降，2020 年下降至 31.51%，主要是公司执行新收入准则将原计入在销售费用中的运输费、配送费等计入营业成本，同口径还原毛利率为 53.99%，与上年基本持平。分产品来看，其中占比最高的各盐类产品毛利率从 59.83%降低至 36.28%，除会计准则发生变化外，整体行业具有周期性特点；芒硝产品随着生产规模逐渐扩大，毛利率水平不断攀升，2015 年至 2019 年毛利率由 31.97%稳步提升至 63.23%，2020 年由于调整降至 47.11%；烧碱类产品由于收购九二盐业后产品结构进行调整，2017/2018 年毛利率分别为 24.05%、25.98%，2019/2020 年毛利率调整至 9.31%、9.24%，其他类毛利率由 2015 年的 31.12%缩减至 3.02%。

图 12: 公司整体毛利率及各细分业务毛利率变化情况

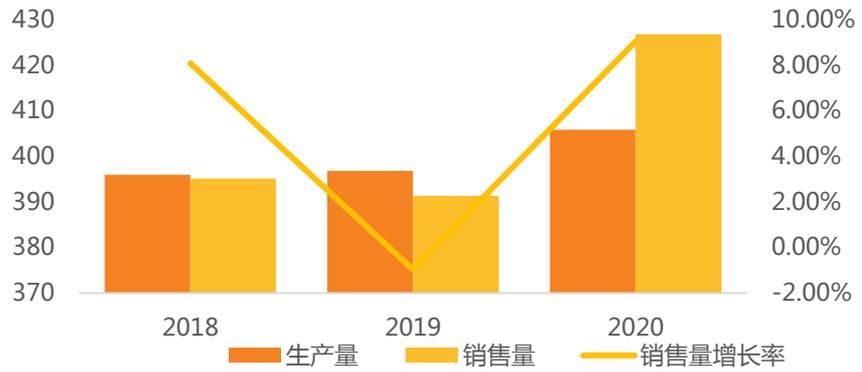


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

1.3. 盐矿资源储备丰富，产能区位优势完善

公司生产产品类包含盐产品及下游化工制品，产量稳健增长。公司作为产销一体、跨省经营的盐业上市公司，一直专注于盐及盐化工产品的生产、销售与研发，主要产品为食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐、芒硝等。2020 年，公司生产盐产品 405.9 万吨，同比增长 2.28%，销售盐产品 426.88 万吨，同比增长 9.06%。

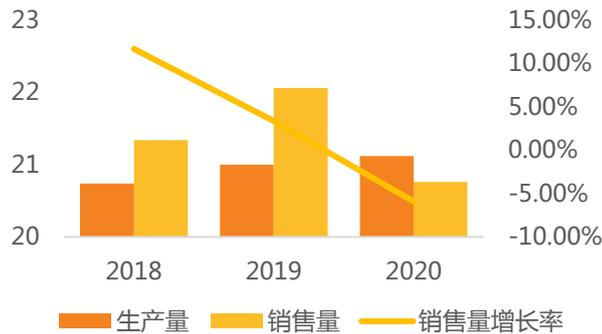
图 13: 雪天盐业各类盐产销 (万吨)



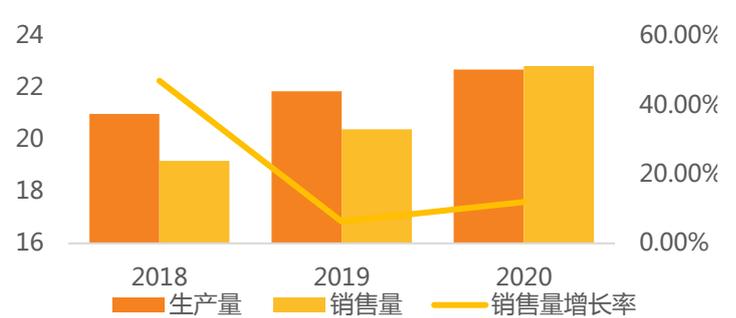
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：雪天盐业芒硝产销量 (万吨)

图 15：雪天盐业 32%烧碱产销量 (万吨)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司拥有的盐矿资源储量丰富且品质优良，盐矿品位高，易开采。湘衡盐化、湘澧盐化和九二盐业等三个矿区采矿权可采面积共计 12.94 平方公里，NaCl 储量 10.55 亿吨，芒硝储量 3.33 亿吨。其中湘衡、湘澧两家盐化公司一南一北，控制了湖南省内的井矿盐资源，九二盐业控制了江西东南部的井矿盐资源。丰富的盐矿资源保障了盐及盐化工产品所需卤水的持续供给，精选高品位矿区资源用于食盐生产，具有明显的比较优势，确保了公司食盐产品的优良品质。

兼收并购补足产能区位，产品品类及运输半径不断拓张。2014 年湖南盐业向九二盐业增资 19,500 万元，成为九二盐业控股股东。2020 年公司实现控股河北永大，永大食盐在区域位置、资源禀赋等方面，与公司具有较强互补性和协同性。2021 年公司将收购湘渝盐化 100% 股权，“雪天”食盐全国性战略布局在大西南市场迈上新台阶。截至 2021 年 7 月，雪天盐业已拥有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、雪天技术、永大食盐、湘渝盐化（受托管理）六家国家食盐定点生产企业，产能规模 700 万吨。

图 16：雪天盐业矿区分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

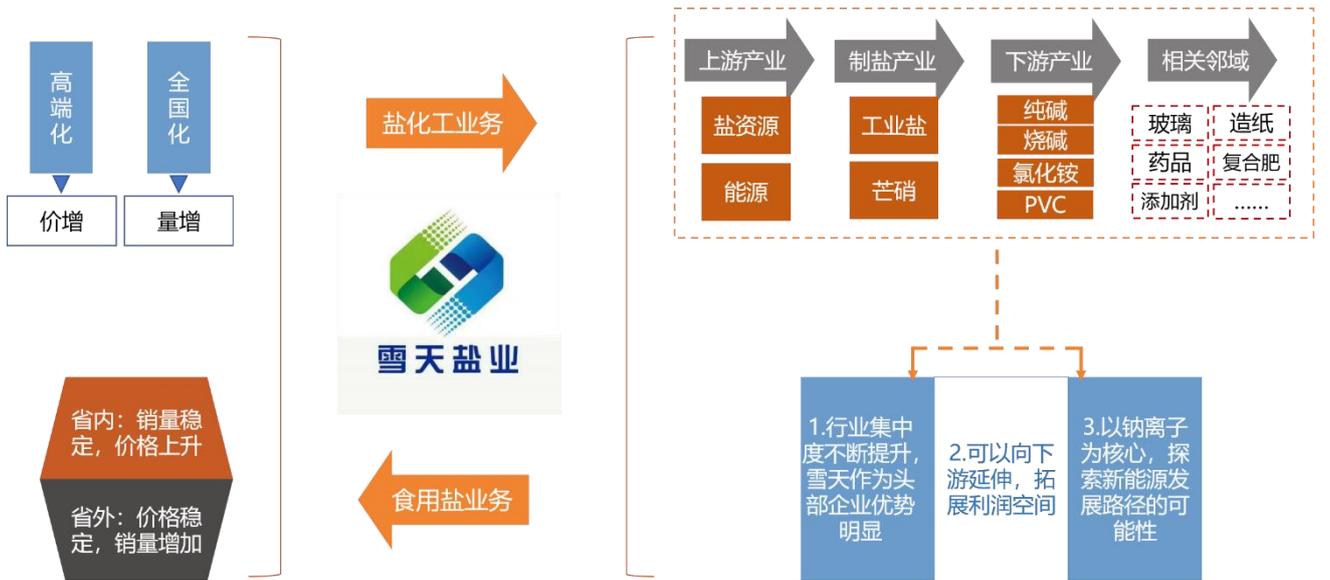
雪天盐业是国内盐行业龙头，在食用盐业务与盐化工业务上均有较强增长趋势。公司股权结构稳定，具有产销一体优势；2021年5月通过的股权激励方案为盐行业首个股权激励案例，将进一步激发公司整体活力。食用盐业务与盐化工业务共同发力，看好公司长期未来发展。

- 食用盐业务高端化+全国化，量价增长空间大。**从价格角度，盐业改革放开盐产品价格市场定价机制，而公司食盐纯度高达99.6%以上，高端副品牌松鹤997推出开启食盐高端升级之路，广告投放、综艺赞助、明星代言等方式助力品牌效应提升，双管齐下扩大产品价增空间。从区域角度，公司在湖南省内影响力持续加强，加快终端渠道布局，省内渠道不断细化；随着盐业体制改革的推进，食用盐跨区经营放开，公司通过有节奏地收购打开省外市场，加快产能布局，目前已通过收购九二盐业、湘渝盐化、永大食盐进军江西、西南、华北及东北市场，全国化趋势明显。
- 盐化工产业链长，业务拓展空间大。**第一，盐行业持续健康发展，市场集中度提升。目前环保政策趋紧，我们预计行业集中度将进一步提升，作为三大龙头之一的雪天盐业在行业内处于优势地位；第二，盐化工下游产业链长，可涉足领域众多。占工业盐行业需求90%以上的两碱行业有较大上升空间，为工业盐市场的增长提供了良好的支撑，下游邻域众多又为公司业务向下游延伸提供了众多可能性；第三，“碳中和”背景下新能源需求大，锂电和光伏成为两大发展趋势，为盐化工行业创造需求。作为锂电和光伏上游的纯碱行业量增空间广阔，倒逼工业盐市场快速发展，为公司探索工业盐应用提供更多可能性。

图 17：雪天盐业投资逻辑图

盐业体制改革

生产：社会资本可进入生产领域 / **定价：**放开价格限制，企业拥有价格决定自主权 / **销售：**放开跨区经营

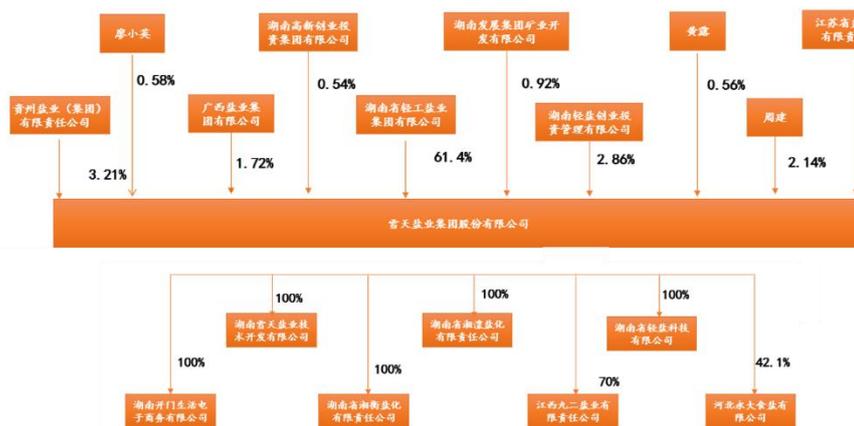


资料来源：天风证券研究所

1.4. 国资控股结构稳定，股权激励再添活力

持股比例较为集中，股权结构稳定。公司由湖南轻盐集团联合湘江产业投资公司、贵州省盐业集团等 7 家战略投资者成立。湖南轻盐集团持股比例 61.4%，具有绝对控制权。雪天盐业是产销一体的企业公司，全国产销一体具有优势的企业主要有雪天盐业、苏盐井神、中盐总公司等 3 家。作为盐行业的龙头公司，在全国不断拓展，2020 年底省外市场全国销量超过省内，并已进入非洲、东南亚等海外市场。

图 18：雪天盐业股权结构图



资料来源：wind，天风证券研究所

积极的改革进取意识及机制创新，股权激励激发内生动力。2021 年 5 月 11 日，公司审议通过了股权激励方案，这是盐行业通过的首个股权激励案例。根据草案，其对公司的高管层与核心骨干团队共 89 人进行激励，限制性股票在 2021-2023 年的三个会计年度中，

分年度进行业绩考核并解除限售，每个会计年度考核一次，以达到公司业绩考核目标作为激励对象的解除限售条件。该股权激励计划客观上协助雪天盐业未来的业绩发展。此外，公司还推进了经营班子任期契约化管理和职业经理人制度，这些机制创新将会成为激发公司发展的内生动力。

表 2: 公司股票激励计划

解除限售期	业绩考核条件
第一个解禁期	以 2019 年业绩为基数，2021 年营业收入复合增长率不低于 10%；2021 年扣非加权平均净资产收益率不低于 5.2%，且上述两个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值水平或平均水平；2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 98%
第二个解禁期	以 2019 年业绩为基数，2022 年营业收入复合增长率不低于 10%；2022 年扣非加权平均净资产收益率不低于 5.4%，且上述两个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值水平或平均水平；2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 98%
第三个解禁期	以 2019 年业绩为基数，2023 年营业收入复合增长率不低于 10%；2023 年扣非加权平均净资产收益率不低于 5.6%，且上述两个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值水平或平均水平；2023 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 98%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

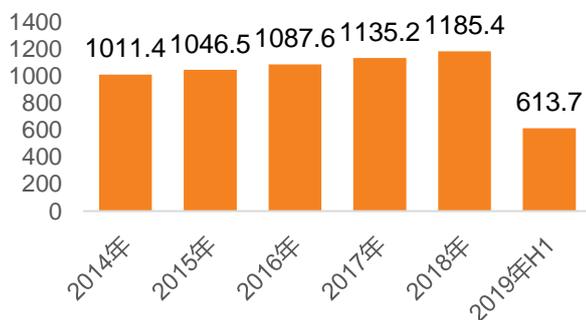
2. 食用盐：盐改放开限制，高端化+全国化助推食用盐量价升级

2.1. 食用盐行业规模稳定具有消费品属性，产品多样化高端化趋势明显

2.1.1. 供需结构合理，产销量增长稳定

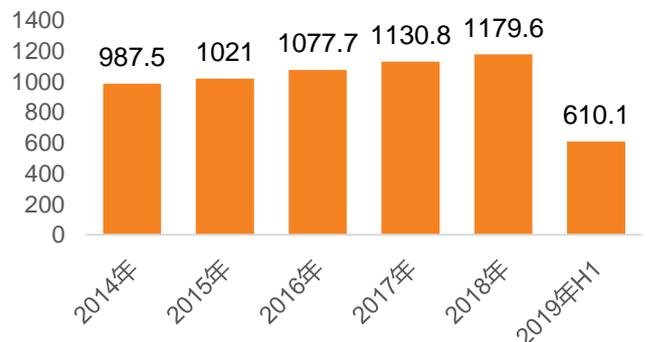
食盐产量逐年上升，需求量虽随人口增加持续增长，但增速趋缓。供给方面，根据立鼎产业研究中心发布的数据，供给方面，自 2014 年来我国食盐行业产量规模逐年上升，产量从 2014 年的 1011.4 万吨增长至 2018 年的 1185.4 万吨，年均增速 4.05%。2019 年上半年中国食盐产量达到 613.7 万吨，同比增长 3.28%。需求方面，随着我国人口的不断增加，居民对食盐的整体需求量也持续增长。根据立鼎产业研究中心发布的数据，2018 年，中国食盐需求量达到 1179.6 万吨，同比增长 4.32%。2019 年上半年，我国食盐需求量为 610.1 万吨。由于近年来健康、少油、少糖、少盐的餐桌新趋势，食盐需求增长趋缓。

图 19: 国内食盐行业产量情况 (万吨)



资料来源：立鼎产业研究中心，天风证券研究所

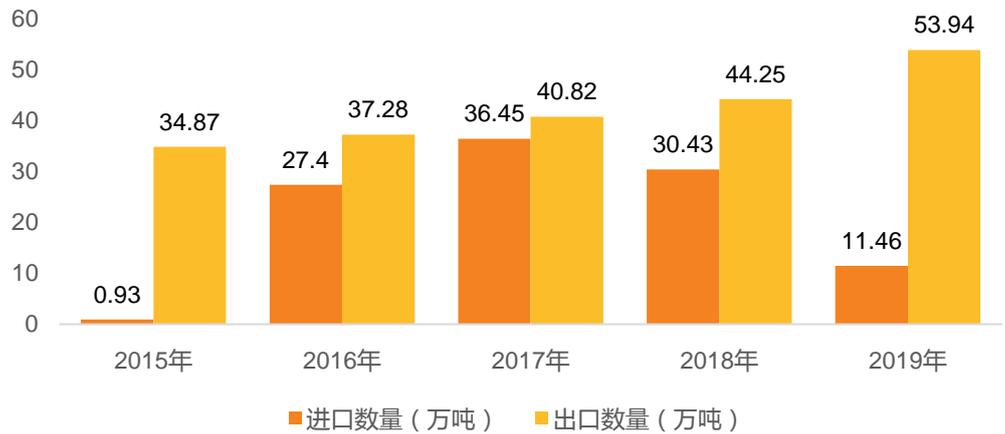
图 20: 国内食盐行业产品需求量情况 (万吨)



资料来源：立鼎产业研究中心，天风证券研究所

目前我国食盐行业自给自足，无需依赖进口。进出口方面，自 2015 年以来，我国食盐进口数量呈先增后降的趋势，出口数量持续增加。到 2019 年，食盐进口数量降至 11.46 万吨，同比下降 62.3%；食盐出口数量增长至 53.94 吨，同比增长 21.9%。

图 21: 食盐行业产品进出口数量情况



资料来源：观研天下，天风证券研究所

2.1.2. 产品不断升级，市场呈多样化、高端化发展趋势

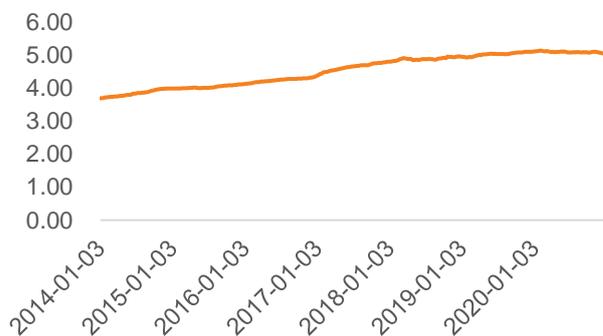
消费升级背景下，食盐价格相应升级，产品向多样化、高端化、健康化方向发展。2014年到2019年，我国居民消费水平稳步提升，居民对食盐产品也提出了新要求，食盐消费也出现了许多新的变化。首先，食用盐价格持续提升。2017年之前，我国食盐价格由政府统一制定，食盐价格呈缓慢上涨趋势，价格稳定在每公斤3-4元左右；2017年至今，食盐行业经历了盐业体制改革过渡期，食盐产品价格放开，在此背景下，食盐零售价格总体呈上涨趋势，目前价格稳定在每公斤5元左右。

图 22：2014-2019 年我国居民消费水平指数（1978=100）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 23：国内食盐零售价格变动情况（元/公斤）



资料来源：Wind，天风证券研究所

其次，食盐企业向细分市场发力，产品种类不断丰富。盐业体制改革前，盐行业市场食盐产品品种较为单一、包装较为简单，产品同质化程度相对较高。2017年后，行业内各食盐企业在确保食盐安全原则的情况下，通过细分食盐消费群体，研究开发生产各类食盐品种。目前市场上出现了加碘/无碘盐、海藻碘盐、竹盐、深井盐、腌制盐、低钠盐等系列产品。

再次，食盐产品高端化趋势明显，消费偏好呈现健康导向。在供给端，2019年6月，中国盐业协会正式出台《生态海盐评价技术规范》，这是我国首个高端海盐行业标准。2020年9月，协会正式审定首批通过评审的产品，自此市面上有了经行业认证的高标高质生态海盐。行业生产标准的出现定会促进食盐品质的不断提高。在需求端，新冠疫情的全球蔓延让消费者更加关注食品的健康问题，对调味剂的选择也自然的呈现健康导向，消费者愿意为价格高但品质好、更健康的食品买单。据中研普华研究咨询报告，海外发达国家中高端食盐市场占比约在8%-10%。相较之下，中国目前几乎空白，未来成长空间大。根据中研普华研究咨询报告，我国中高端食盐销量正呈不断增长趋势。

2.1.3. 从行政垄断性专营到竞争性专营，盐改释放盐业活力

食盐专营专供体制弊端日渐凸显，盐改在多环节放开限制。1996年起我国实行食盐定点生产制度，各省、自治区、直辖市的食盐生产由国务院盐业主管机构指定的食盐定点生产企业生产，其年度生产计划由国务院计划行政主管部门下达，食盐的销售同样严格执行国家专营制度，由各省、直辖市、自治区盐业公司统一调配。2017年起国务院开始推进供给侧结构性改革，过渡期两年，放开所有盐产品价格，取消食盐准运证，允许现有食盐定点生产企业进入流通领域，食盐批发企业可开展跨区域经营。放开食盐出厂、批发和零售价格，由企业根据生产经营成本、食盐品质、市场供求状况等因素自主确定。

表 3：盐业体制改革前后各业务环节的变化

环节	盐改前	盐改后
生产	自 1996 年起国家实行食盐定点生产制度，非食盐定点生产企业不得生产食盐，并对食盐生产实行指令性计划管理。	2017 年 1 月 1 日后不再核准新增食盐定点生产企业，确保企业数量只减不增。鼓励食盐生产与批发企业产销一体。鼓励社会资本进入食盐生产领域，与现有定点生产企业进行合作。
储运	食盐运输实行准运证制度。跨省运输食盐的，应当持有国务院盐业主管机构或者其委托的盐业主管机构核发食盐准运证；省内运输食盐的，应当持有省盐业主管机构核发的食盐准运证。	2017 年 1 月 1 日后，放开所有盐产品价格，取消食盐准运证，允许现有食盐定点生产企业进入流通销售领域，食盐批发企业可开展跨区域经营。
定价	食盐价格实行政府定价，按照食盐生产、经销环节分别制定食盐的出厂价格、批发价格和零售价格。食盐价格实行统一领导、分级管理。国务院价格主管部门负责制定或调整食盐的出厂价格、批发价格；省、自治区、直辖市价格主管部门制定或调整食盐零售价格和小包装费用标准。	自 2017 年 1 月 1 日后，放开食盐出厂、批发和零售价格，由企业根据生产经营成本、食盐品质、市场供求状况等因素自主确定。各级价格管理部门加强对食盐零售价格的市场监测，保持价格基本稳定，特殊情况下可依法采取价格干预或其他紧急措施，防止普通食盐价格异常波动。
销售	国家对食盐批发实行批发许可证制度；食盐批发企业应当按照国家计划购进食盐，并按照规定销售范围销售食盐。生产企业只负责食盐生产而不能直接进入市场，食盐批发企业按照国家食盐定价划区供应，各区域之间不形成竞争。	2017 年 1 月 1 日后，生产企业可进入流通和销售领域，自主确定生产销售数量并建立销售渠道，以自有品牌开展跨区域经营，实现产销一体，或者委托有食盐批发资质的企业代理销售。
食盐储备制度	省级食盐储备为政府储备	鼓励企业在供求关系稳定或产能大于需求时，在最低库存基础上建立成本自担的社会责任储备。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

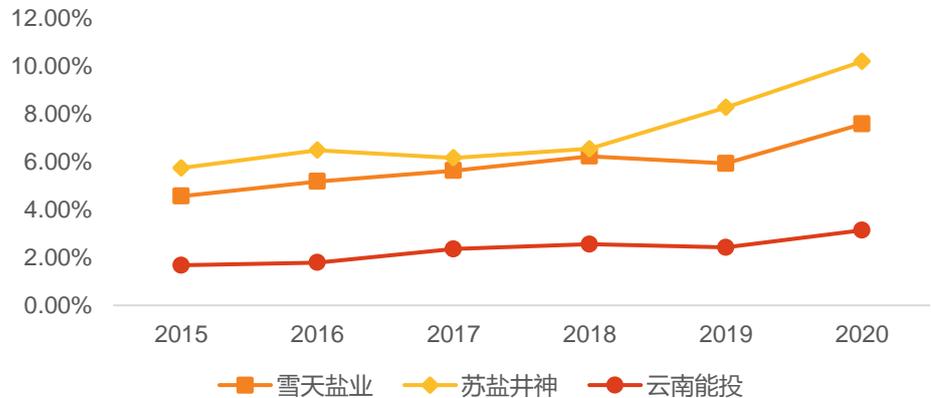
盐改步伐循序渐进，行业格局发生深刻变化。对我国盐市场：（1）取消食盐产销区域限制后，各企业生产经营自主权加强，食盐市场竞争活力提升。（2）行业兼并重组步伐加快，产业集中度将初步提高；（3）食盐品种趋于丰富；（4）随着市场竞争的加剧，行业竞争格局逐渐稳定，主导市场地位的大公司的形成，食盐批发价格降后稳中有升。对制盐企业来讲：（1）企业可直接进入流通渠道，生产经营自主权加强；（2）企业可通过新产品研发和兼并收购等市场行为提升市占率，扩大企业规模；（3）食盐价格放开后，公司有一定定价自主权，利润空间弹性加大。

2.2. 全国化蓝图逐渐明朗，省外拓展打开量增空间

制盐行业由“多、小、散、弱”状态向高质量整合转变，竞争格局逐步稳定。2006年我国制盐企业高达 800 余家，平均产能 5 万吨左右，低产能小企业大量存在。近年来盐行业的准入标准逐渐提高，监管日趋严格，地方大型制盐企业通过兼并、改造中小型盐厂，制盐工业结构调整取得实质性进展，形成多家具有核心竞争力的大型盐业企业集团，逐步提高了制盐产业集中度。截至 2014 年底，行业内前 20 大生产企业产能占全国总产能的比例已由 2004 年底的不足 50%提高至 65.93%，食盐定点生产企业的数量亦由 121 家减

少至 98 家。2017 年盐改后不再核准新增食盐定点生产企业，确保企业数量只减不增，鼓励食盐生产与批发企业产销一体。至此食盐行业的兼并整合开始加速，产业集中度逐渐提高。作为产销一体化的盐业公司，雪天盐业在盐改后进一步开拓食盐市场，市场份额逐年上升，2020 年市占率达到 7.57%。

图 24：三大制盐企业市场份额变化



资料来源：公司公告，苏盐井神公告，云南能投公告，天风证券研究所

抓住盐改契机，实现全国性经营转型升级。盐改打破了区域壁垒，全国市场的统一和跨区域的市场竞争成为行业未来的趋势。近年来，公司在保持省内产销一体的基础上，加快战略扩张步伐，建立起了全国性的市场格局，市场扩大为公司打开量增空间。公司泛区域化乃至全国化的扩张主要从以下两个维度实现：

2.2.1. 并购加速异地扩张，产能布局打好跨区经营基础

公司陆续收购不同地区制盐企业，打造产能版图。在 2014 年，雪天盐业便收购了位于江西的九二盐业，将生产布局拓展到了省外。2018 年上市之后，公司更是加快了全国布局的步伐。随后，公司又受托管理了由控股股东主导收购的湘渝盐化，开始布局大西南市场。2020 年 9 月，公司控股河北永大，强化了华北及东北市场布局。截至 2021 年 7 月，雪天盐业已拥有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、雪天技术、永大食盐、湘渝盐化（受托管理）六家国家食盐定点生产企业，产能规模 700 万吨。随着公司并购项目逐步释放产能，业绩整合并入，公司销量逐年提升，营收及利润增长空间不断打开。

表 4：公司并购企业及所在地区

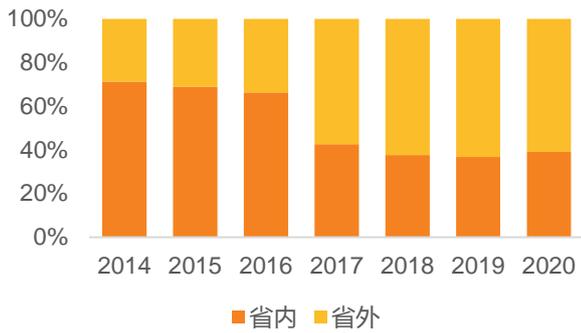
并购时间	并购企业	业务分布地区
2014	九二盐业	江西
2019	湘渝盐化	西南地区
2020	河北永大	华北及东北市场

资料来源：证券日报网，天风证券研究所

跨区域经营区位优势明显，省外市场增长势头良好。公司三大盐矿分布在湖南和江西境内，由于盐产品具有一定的销售半径，公司盐矿位于盐业市场容量大的地理中心，所在位置具有天然的区位优势，业务范围可辐射广东、广西、福建、浙江、贵州等人口大省、用盐大省。湘衡盐化、九二盐业分别地处湖南南部和江西南部，在华南区域形成了较好的区位协同和市场屏障。此外，公司还具有较强的运输优势。湘衡盐化地处京广线最大的货运编组站，同时，湘衡盐化拥有铁路栈桥专线，使得火车发运非常便捷。湘澧盐化拥有年吞吐量百万吨的自动化装卸水运码头，常年可保证 500 吨级船只通航，在环洞庭湖及沿长江区域具有明显的物流优势，便于公司盐产品、原材料及能源的装卸运输。2017 年盐改实施后，公司开始通过区位优势大力开拓省外市场，省外市场营收占比不断提升，2017 年年底，省外营收占比达到 57.45%，首次超过省内，截至 2020 年底，省外

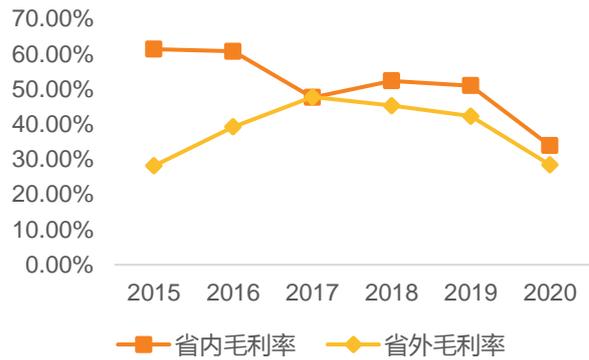
营收达到 60.91%，省外市场食盐单月销量首次超过省内市场，呈现快速增长势头。

图 25：雪天盐业省内外营收占比变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：雪天盐业省内外毛利率变化对比

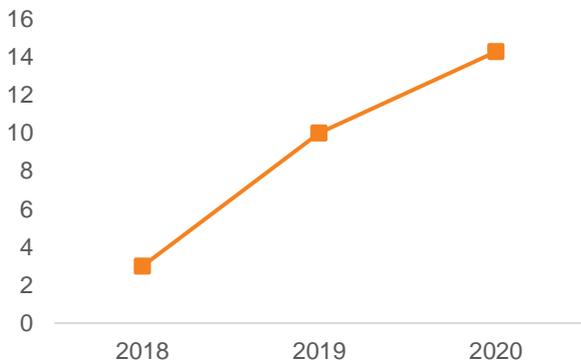


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 强大的渠道分销能力，省内深耕及全国化终端构建双管齐下

省内市场深耕渠道巩固现有优势，省外有序布局提高市场占有率。公司坚持渠道为王，大力推动渠道下沉，对渠道终端的掌控力不断增强。一方面，公司深耕湖南本土市场，建立了覆盖全省的销售渠道；截至 2020 年底，公司省内已有 85 家分公司直接从事盐产品销售业务，销售终端网点已发展至 14.27 万个，远超 2018 年的 3 万余家。另一方面，公司同时加快推进全国化营销战略，先后成立 22 家省外分公司，同时省外的经销商也以惊人的速度在递增，截至 2021 年第一季度，省外经销商数量达到 12135 家，公司仍在不断开拓省外销售渠道，“雪天”产品将稳步推向全国市场。

图 27：省内终端网点（单位：万家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：省外经销商数量变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

积极响应国家“一带一路”战略，拓宽出口盐发展空间。除了着眼全国，公司也将目光对准了海外市场。根据公司 2020 年年报，雪天盐业 2020 年全年出口量超 5 万吨，同比增长近 30%。2020 年公司盐产品出口还实现“三个首创”——湘衡盐化完成首批 52 吨雪天品牌小包盐出口柬埔寨业务，首次吹响了雪天品牌出海的号角；由其托管的湘渝盐化完成超 1000 吨小包盐出口新加坡，创出口盐单价最高记录，并首次走进发达国家零售市场（韩国、新加坡）；湘澧盐化完成小包盐出口安哥拉，创出口业务距离最远记录，同时首次走进非洲市场。

2.3. 创新缔造高端品质，食用盐开启价格升级之路

盐业体制改革放开食盐价格管制，竞争市场化激发产品创新活力，打开价格增长空间。

2017年1月1日前食盐价格实行政府定价，食盐价格实行统一领导、分级管理。自盐业体制改革后，食盐出厂、批发和零售价格得以放开，各公司可以根据生产经营成本、食盐品质、市场供求状况等因素自主确定食盐价格。这一举措激发了各食盐企业完善产品结构、积极参与市场竞争的活力，一方面可以丰富市场盐类品种，激励各企业通过产品差异化及高端化抢夺市场竞争先机；另一方面打开价格上行通道，具备竞争优势的龙头企业可以在价格制定中拥有更多话语权。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。但经过一段时间的市场竞争，逐步形成占市场主导地位的区域性大公司后，食盐价格可能会有所回升。

表 5：盐业体制改革对于食盐行业影响

	盐业体制改革前	盐业体制改革后
品类	食盐产品品种较为单一、包装较为简单，产品同质化程度相对较高。	盐业企业在确保食盐安全原则情况下将通过细分食盐消费群体，研究开发生产各类食盐品种，进行品牌建设，依托并强化销售渠道，满足各类消费群体健康优质的饮食需求。
价格	食盐价格实行政府定价，食盐价格实行统一领导、分级管理。食盐产品本身同质化程度较高，各地盐业公司受益于原食盐专营制度相关要求，在当地食盐消费市场均建立了较强的品牌识别度并积累了稳固的消费群体，竞争压力小。	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。在经历一定时期相对激烈的竞争后将逐步形成稳定的市场格局，规模较大、实力较强的产销一体企业则更易在市场竞争中获得先机，食盐价格可能会有所回升。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3.1. 日益扩大的品牌影响力，助力打造龙头企业

持续打造雪天品牌驰名商标，技术创新引领行业发展。公司主品牌雪天牌食盐商标是全国盐行业首个中国驰名商标，2020年雪天盐入选“中国品牌日”百强品牌榜和腾讯“新国货湖南推荐品牌”，获评人民日报社“2020年度中国品牌创新案例”。在雪天盐业技术与工艺不断升级、内部成果催化和外部消费趋势的背景下，公司推出“越纯越入味”理念，雪天食盐纯度高达99.6%以上，以行业内最高井矿盐标准面世。

高端副品牌松鹤 997 发布，高端战略指引公司升级之路。随着雪天生态盐的推出，雪天盐业迈向“高端”发展之路。2021年4月，雪天高端战略暨高端副品牌“松鹤 997”产品发布会召开，松鹤 997 海藻碘生态食用盐、加碘生态食用盐、未加碘生态食用盐等六款高端食用盐产品正式亮相。此系列产品纯度高达99.7%，远超国家优级食用盐标准99.1%，以更高的品质高度及技术高度面世，旨在满足更高水准消费人群品质要求，打开盐产品价格升级空间。公司提出高端战略，是基于公司丰富产品矩阵、高标准品质实力及市场渠道资源积淀等优势后的厚积薄发。继松鹤 997 之后，雪天原生矿物质元素盐、控钠盐、高端海（湖）盐等系列高端产品也将陆续面世。

图 29：公司高端副品牌松鹤 997



高端盐 买雪天

股票代码: 600929
雪天盐业集团股份有限公司
SNOWSALT SALT INDUSTRY GROUP CO., LTD.
600929.SS

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

广告投放+综艺赞助+明星代言等多管齐下, 打造“雪天盐, 为中国菜提味”品牌认知。公司不断推动品牌“领跑战略”, 积极传播雪天盐“为中国菜提味”的品牌理念, 借助央视主流媒体和芒果 TV 热播综艺栏目硬广资源, 助力品牌传播。2019 年 6 月雪天盐独家冠名央视美食纪录片《家乡菜·中国味》, 利用央视平台主流媒体价值打造品牌形象。同时, 雪天盐在本地湖南赞助《亲爱的客栈》《哈哈农夫》等多档综艺节目, 并成为中国烹饪协会战略合作伙伴、中国国家烹饪队一级全球商业合作伙伴与“中国烹饪协会比赛指定用盐”。2021 年公司签约演员于和伟成为雪天品牌代言人, 以提升品牌知名度及差异化品牌形象。公司还积极利用新兴营销方式, 开展高管直播带货、员工主播带货等重点营销活动, 不断加大对广告媒介及网络载体的宣传投放力度, 为的是持续提升雪天产品品牌认知度和影响力, 努力做好驰名品牌“雪天”的价值维护和提升。

图 30: 雪天品牌赞助湖南慢生活综艺《哈哈农夫》



资料来源: 新浪湖南, 天风证券研究所

图 31: 雪天品牌广告登陆央视平台



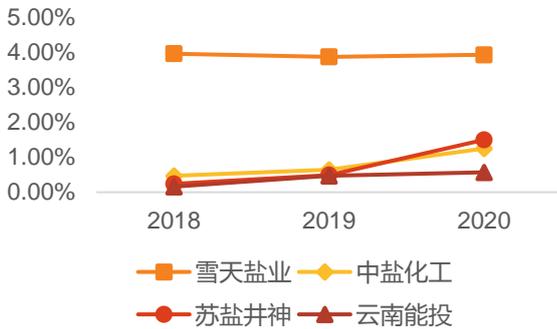
资料来源: 中国网, 天风证券研究所

2.3.2. 突出的技术创新及新产品储备优势, 助力打开食盐价格空间

产品创新研发驱动, 新品类陆续推出满足市场多样化需求。公司在十四五期间提出“三大转变”发展战略, 其中一项为由单纯井矿盐向井矿盐、海盐、湖盐、进口盐等全品类转变, 以满足消费者差异化、多层次的消费需求。公司以研发创新为导向, 大力开发新产品 2020 年公司新增专利 38 项, 专利合计 157 项, 公司产品创新、高质量发展再上新台阶。公司先后开发出南岳寿山盐、生态盐系列中高档产品和特色调味盐系列产品, 其中生态盐已成为公司市场销售明星产品。2020 年 11 月, 雪天盐业正式推出加碘生态食用盐、海藻碘生态食用盐和未加碘生态食用盐三款“绿色”生态食用盐。生态盐自然大颗粒, 无需添加抗结剂, 品质更为纯净安全, 未来在餐饮业、食品工业和家庭消费等方面可以满足更多高端市场需求; 其高于 99.6%的纯度优势, 还能应用于高端食品加工用盐、

医用氯化钠原料药等领域，市场前景广阔。2021 年公司高端系列松態 997 创新推出，以更高纯度 99.7%引领高端品质升级。未来公司将进一步丰富井矿盐、海盐、湖盐等全品类产品矩阵，推出矿物质盐、高端海（湖）盐等产品。

图 32：主要盐业公司研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

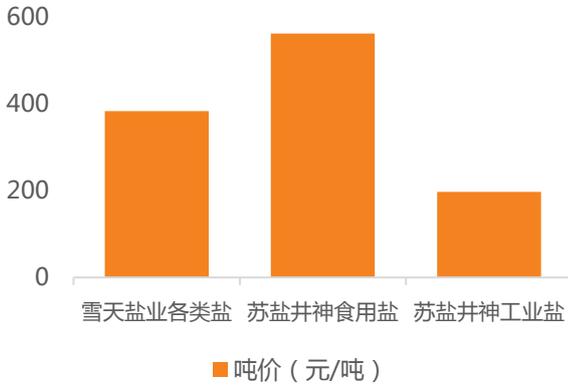
图 33：公司 20 年 11 月发布生态盐新品

产品名	产品特点	纯度
 雪天加碘生态食用盐	不添加絮凝剂、阻垢剂、抗结剂，自然结晶，品质纯净	99.6%
 雪天海藻碘生态食用盐	添加人体更易吸收的天然海藻碘	99.6%
 雪天未加碘生态食用盐	未添加碘剂，适合高碘地区和遵医嘱可不食或少食用碘盐的人群食用	99.6%

资料来源：凤凰网，天风证券研究所

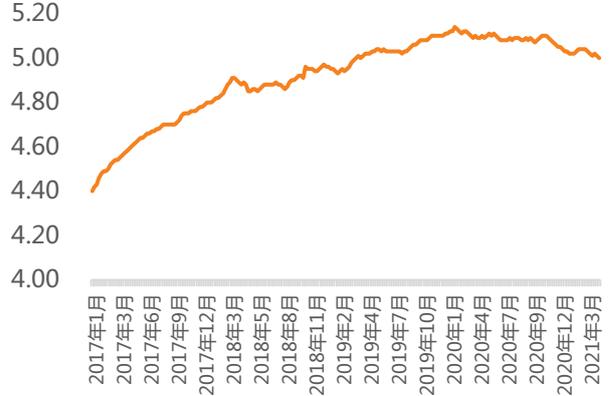
食盐零售价格不断攀升，公司利润空间进一步扩大。2020 年，公司各类盐产品实现营业收入 16.38 亿元，销量 426.88 万吨，均价为 388.65 元/吨。以同行业可比公司苏盐井神披露数据来看，2020 年公司食用盐产品吨价 562.52 元/吨，而工业盐则仅为 197.13 元/吨，食用盐产品的价格可以达到工业盐 2 倍有余。从近年来食用盐零售价格来看，食盐价格不断攀升，随着消费升级及家庭对于品质、健康的追求提升，食盐价格还具有进一步的升级空间。雪天盐业发力食用盐子板块，同时提出高端战略，是对于市场趋势的准确把握，也有望通过此途径打开公司营收及利润成长空间。

图 34：雪天盐业及苏盐井神盐产品价格对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：我国食盐零售价格（单位：元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 开疆拓土向下游延伸布局，打开更多想象空间

食用盐应用范围广，是调味品及复合调味品的重要组成部分。盐除直接作为调味品使用外，还广泛应用于酱油、蚝油、鸡精、火锅底料等调味品的制作中，用量较大且较为稳定，根据北青网研究资料，食盐 (g) = 钠 (g) * 2.54。目前海天味业，李锦记等调味品制作企业都为雪天盐业稳定客户，我们认为未来雪天盐业有望向酱油、蚝油、火锅底料等调味品及复合调味品下游领域延伸布局。

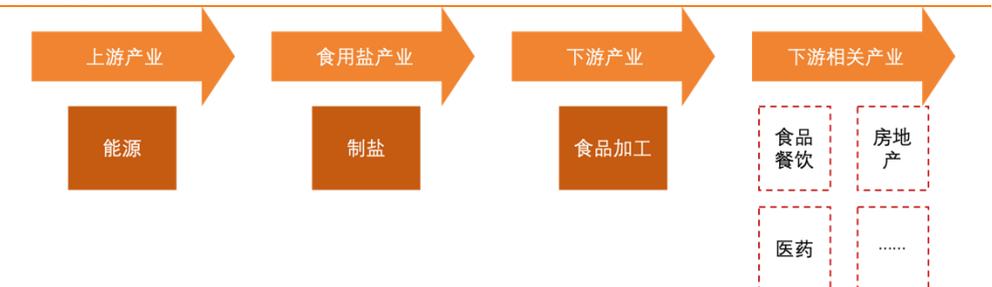
表 6：不同调味品含盐量（食盐=钠*2.54）

产品	钠含量 (mg/100ml、100g)	食用盐含量 (g/100ml、100g)
李锦记财神蚝油	5280	13.41
李锦记精选老抽	7720	19.61

李锦记精选生抽	7760	19.71
海底捞火锅底料	5680	14.43
太太乐鸡精	20000	50.80

资料来源：北青网，天猫，天风证券研究所

图 36：食用盐行业产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司地处湖南，美食餐饮生态活跃，机遇众多。食盐是人们生活的必需品，其所含钠元素是人体生长发育中不可或缺的元素，渗透于饮食的方方面面，同时，食盐及调味品的使用在餐饮烹饪中也十分关键。公司地处湖南省，湘菜菜系重盐重辣，盐的使用至关重要。同时，湖南省美食倍出，各类传统餐饮、网红餐饮、小吃等美食生态活跃，众多新兴美食、调味品品牌层出不穷。公司多年赞助或参与湖南湘菜年度盛典，一方面提升雪天品牌影响力，另一方面也可以接触了解行业内潜在的投资机会。

盐改政策放开后，盐企各类财务投资机遇增多。当前盐改政策使盐企生产经营更趋向市场化，定点生产企业直接进入流通环节，为盐企业务向下游延伸提供了可能性。与此同时，国家鼓励食盐生产、批发企业兼并重组，允许各类财务投资主体以多种形式参与，向优势企业增加资本投入，为制盐企业业务拓展提供了便利。

图 37：湖南本地餐饮美食品牌



资料来源：公司官网，各饮食品牌官网，天风证券研究所

3. 盐化工：行业态势稳健向好，碳中和背景下再添发展新动力

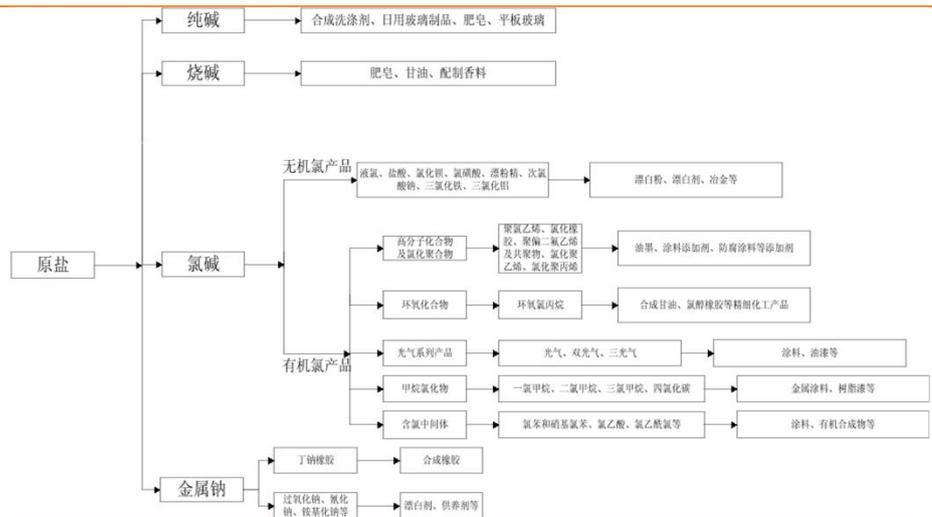
3.1. 盐化工行业将持续健康发展，下游两碱行业存在更高利润空间

3.1.1. 盐化工与工业生产息息相关，工业盐产销量周期波动式上升，均价底部反弹

盐化工产业与工业生产息息相关，我国成为全球重要的盐化工生产大国。盐化工是指利用盐或盐卤资源，加工成纯碱、烧碱、盐酸、氯气、氢气、金属钠，以及这些产品的进一步深加工和综合利用的过程。随着我国经济的快速发展，盐化工行业发展也突飞猛进，盐化工产业不仅提供了“三酸两碱”中的烧碱、纯碱和盐酸，而且可向下游延伸生产 PVC、甲烷氯化物、环氧丙烷、TDI/MDI 等多种重要的基础化工原料，以及众多的精细专

用化学品，是带动其他行业发展的基础原材料。

图 38：盐化工产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

工业盐产量总体呈上升趋势，居世界第一，需求量受经济周期影响，波动上升。改革开放以来两碱化工行业的高速发展带动工业盐行业发展，国内盐产能飞速发展。原盐产量由建国初期的年产不足 300 万吨增至 2011 年的 8,154 万吨，一举超过美国成为世界第一；2011 年至 2018 年，我国工业盐产量总体上呈增长趋势；2013 年至 2018 年，我国工业盐行业需求量呈现波动中上升的走势，市场需求偏周期性，与我国宏观经济走势紧密相关。

综合供需数据来看，我国工业盐市场目前处于产能相对过剩的局面，部分年份进口量却较大。究其原因，一方面是工业盐产品属于基础化工原料，自身同质化程度较高，同时具有丰富湖盐资源的中西部地区生产成本与进口产品相比不具备竞争优势，运输成本也较高。另一方面，中国原盐生产与需求在一定程度上存在结构性错配，盐业流通体制的问题限制了资源的高效流通。

图 39：工业盐市场产量情况



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 40：工业盐市场产品需求量情况



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

受下游产业和行业政策影响，工业盐均价呈先下降后反弹趋势。2011-2017 年，工业盐价格中枢由每吨 270 元左右下降至每吨 170 元左右。这是由于“十二五”出台了“两碱”产业计划，两碱产业增速显著回落，导致工业盐价格一路下跌；2017 年之后，随着盐改方案正式出台，工业盐价格反弹至 211 元/吨。

图 41：工业盐产品均价变动情况



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

盐化工行业前景广阔，盐化工产品市场需求旺盛。盐化工产业与针纺织、电子、医药等工业门类相比较，其产业链长、关联度大、技术密集、产品附加值高、带动能力强且财税贡献突出。盐化工产业未来发展将延长现有产业链，向高附加值精细化工产品方向寻求突破。同时在供给侧改革、节能减排、国际化经营的推动下，未来盐化工还将有很大的发展空间，据中研网预计，2022年中国盐化工市场规模将达到约4600亿元。

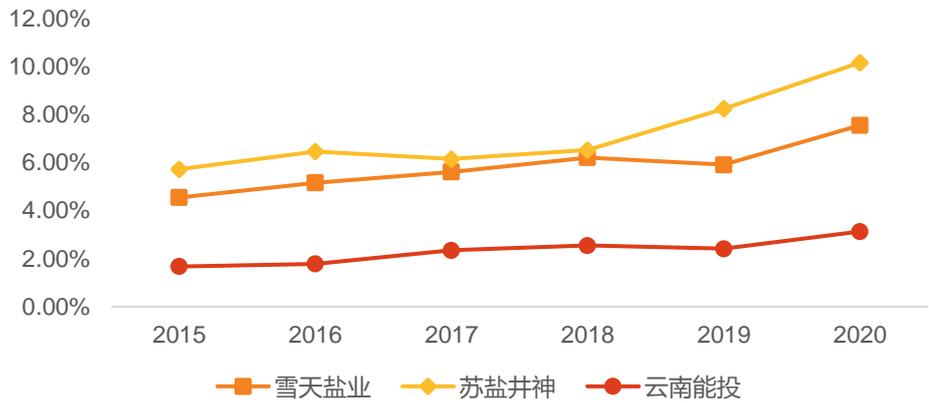
3.1.2. 盐化工行业格局逐渐成熟，行业整合改善高质量发展

行业壁垒明显，市场准入门槛加强。相关政策促进行业内企业兼并重组，小规模企业发展空间小。企业生产过程中需要使用大量的土地资源，以及先进的工艺技术，同时需要确保制盐原材料的供应，否则将影响自身的产量，进而降低企业的盈利能力。此外进入行业需要大规模的资金，新建制盐项目往往需要在建设初期便投入大型制盐生产装置，后期还有安全、环保等大量资金需求，从而对潜在投资者构成较高的资金壁垒。

环保成本不断加大，小规模企业未来发展堪忧。国内产业政策在节能环保方面对行业发展的调控和限制措施日益严格，包括行业准入、落后产能淘汰、清洁生产、安全等一系列政策的调整都加强了行业门槛。行业龙头企业已经建立一整套环境保护相关制度并得到有效执行，引进了一系列先进的环保设备，经技术处理后的“三废”排放符合国家和地方环境排放标准。但随着我国环境保护力度的不断加强，可能在未来出台更为严格的环保标准，提出更高的环保要求，不断加大的环保成本会使得行业内小规模企业无力负担，未来发展堪忧。

行业集中度不断提升，整体向高质量整合转变。2006年我国制盐企业高达800余家，平均产能5万吨左右，低产能小企业大量存在，制盐企业集中度低，整合步履艰难，众多分散的小企业工艺技术落后、产品质量低劣、管理水平低下、资源浪费严重。多、小、弱、散、乱的企业组织结构严重束缚了制盐企业整体素质的提升和核心竞争力的增强，与国外先进制盐国家和企业形成很大反差。2016年工信部发布《轻工业发展规划（2016-2020年）》，该规划指出要进一步引导企业建立现代企业制度，促进兼并重组，提高行业集中度和竞争力。一方面通过行业标准制定限制、淘汰小规模企业，另一方面地方大型制盐企业通过兼并、改造中小型盐厂，制盐工业结构调整取得实质性进展，形成多家具有核心竞争力的大型盐业企业集团，逐步提高了制盐产业集中度。截至2014年底，行业内前20大生产企业产能占全国总产能的比例已由2004年底的不足50%提高至65.93%，根据环保政策的趋紧，我们判断未来行业集中度将会进一步提升。

图 42：三大制盐企业市场份额变化

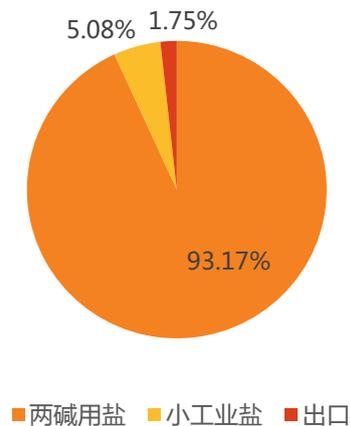


资料来源：公司公告，苏盐井神公告，云南能投公告，天风证券研究所

3.1.3. 下游两碱行业呈上行态势，向下游延伸期待更广阔利润空间

两碱行业（纯碱、氯碱）是工业盐的主要消费方向，对工业盐市场具有重要影响。我国的原盐消费去向显示，70%左右的原盐用于盐化工工业用盐，其余则用于食用及其他用途。而工业用盐主要用于制造纯碱和氯碱。两碱用盐占中国工业盐行业需求的约 93.17%，小工业盐及出口占比很低。工业盐市场已形成以两碱行业为消费龙头、下游产品快速发展的盐化工产业格局。

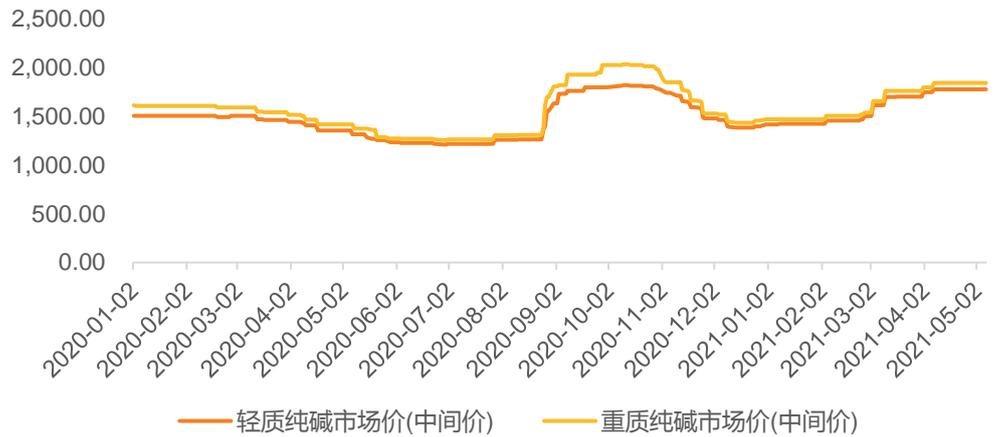
图 43：2018 年工业盐产品需求结构图



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

我国纯碱产能全球占比可观，是纯碱净出口国，价格中枢受下游影响，震荡上行。至 2019 年，全球纯碱产能约 7000 万吨/年，其中我国产能约 3340 万吨/年，占比近 48%。2019 年国内纯碱产量 2767 万吨，同比增长 5.6%。我国是纯碱净出口国，2019 年全年出口 143.4 万吨，同比增长 4.0%。价格方面，2016 年后纯碱价格受到下游需求复苏的影响，价格中枢从底部震荡上行，维持在 1800-2000 元/吨的水平。

图 44：国内轻质、重质纯碱价格变动情况（元/吨）

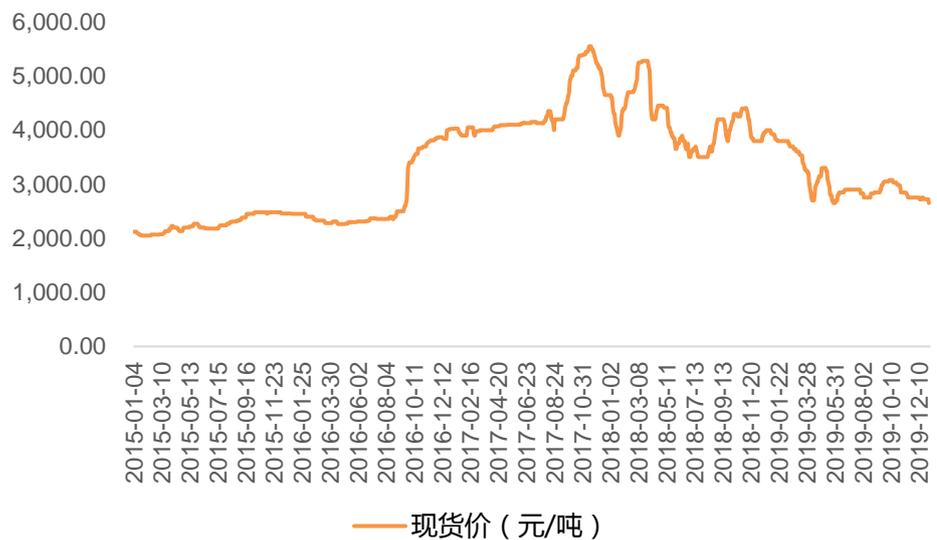


资料来源：Wind，天风证券研究所

我国氯碱工业快速扩张，在全球市场上占据重要地位，受外部因素影响，价格中枢下行。在氯碱方面，以中国为代表的新兴国家氯碱行业依托本地经济发展和市场需求，规模实力快速扩张，并已迅速成为全球氯碱工业中的重要成员之一。截至 2019 年底，我国烧碱总产能共计 4,380 万吨，较前一年新增 165.5 万吨，退出 44 万吨，产能净增长 121.5 万吨。价格方面，随着氧化铝行业盈利状况趋差，其他下游行业需求持续平淡，中美贸易摩擦不断升级，我国烧碱市场均价震荡下滑。2019 年末，我国烧碱（99%）现货价已经为 2650 元/吨。

综合来看，纯碱价格水平呈上行态势；烧碱价格虽走跌，但是随着宏观经济形势的好转，烧碱价格会有很大的上行空间。因此，两碱行业仍具有很大的利润空间。

图 45：国内烧碱（99%）现货价格变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

两碱行业未来可期，助力盐化工持续健康发展。随着疫情的缓解，纯碱价格呈现回升态势，未来将进一步加强技术创新，同时内外联动实现产业转型升级。烧碱行业并购进程加快，全产业链布局成为未来发展方向。2020 年落后产能退出及下游市场拉动，使得两碱行业开工率提高，行业集中度不断提升，带动了工业盐市场的快速回暖，预计两碱行业在一定时期内将维持高位盘整态势，为工业盐市场提供利好支撑。

3.2. 致力碳中和，以钠离子为核心探索新能源发展路径

3.2.1. 锂电+光伏并驾齐驱拉动盐化工发展

“碳达峰、碳中和”要求能源转型，中国能源持续性降本。对煤电的约束，起到推动光伏、风电、储能等新能源的作用。碳成本内部化后，综合电价整体提升，制造业会有一定压力，能源降本尤为重要，新能源逐渐成为核心。

新能源热潮下激发锂电储能需求，纯碱在锂离子电池制程中作用关键。全球新能源车需求高增速提升，“碳中和”背景下国内外可再生电源占比提升，锂电储能配套需求正日益显现。“出行移动式电源+储能固定式电源”快速发展对上游锂原料提出“保供”需求，上游资源战略地位后进一步凸显。作为锂离子电池的正极必需材料碳酸锂需求迅速增加，纯碱在碳酸锂的制程中必不可少。沉淀法制碳酸锂是最早研究并在工业上应用的方法，该方法是将工业纯碱加入浓缩的盐湖卤水中使锂以碳酸锂形式析出。据 Genesis Energy 预测 2025 年及 2030 年全球对于碳酸锂当量的需求量有望分别达到 114 万吨以及 300 万吨，折纯碱需求 228 万吨和 600 万吨，且未来存进一步超预期可能。

图 46：纯碱沉淀法制造碳酸锂



资料来源：《一步法从盐湖锂镁渣制电池级碳酸锂工艺研究》作者：赖学明，天风证券研究所

锂电和光伏是两大未来全球纯碱需求拉动来源，展望未来，中性测算光伏和锂电行业 2030 年有望形成约千万吨以上的纯碱大需求增量。

国务院 2020 年 10 月发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》中提到，“到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右”。2020 年，我国乘用车销量达到 2014 万辆，新能源汽车销量达到 132 万辆，后者占乘用车销量的 6.5%。我们预测 2020-2025 年我国乘用车销量 CAGR 约为 3.4%，即到 2025 年我国乘用车销量将达到约 2479 万辆，届时我国新能源汽车销量将达到约 496 万辆，是 2020 年的 4 倍左右，2020-2025 年均增长率在 30% 左右。

图 47：2015-2020 年中国新能源汽车产销量



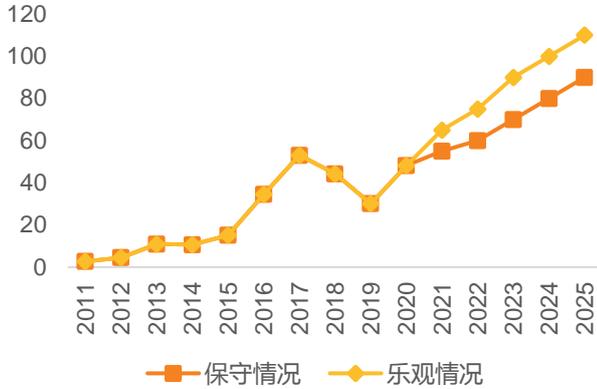
资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

政策支持，光伏玻璃产业迎来扩产，纯碱需求有望持续超预期。光伏发电作为我国实现能源转型的重要途径，在各个省份“十四五”规划中占据重要地位。截止目前，已经有 21 个省公布了十四五能源规划，其中 16 个省份明确了超 258GW 以上光伏等可再生能源新增装机目标。随着工信部在《水泥玻璃行业产能置换实施方法》中明确表示新上

光伏玻璃项目不再要求产能置换，光伏玻璃产业迎来扩产。

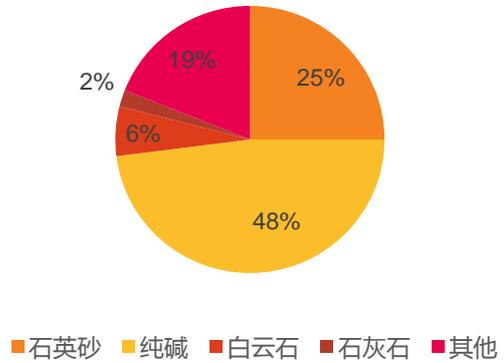
光伏玻璃需求拉动，看好纯碱未来 1-2 年景气度。2020 年我国纯碱总产能 3317 万吨，同比增长 2.2%，下游约 60%用于玻璃行业。随着全球光伏装机量不断增长以及双玻组件渗透率的提高，我们认为纯碱未来 2 年供需格局逐渐转好，有望进入景气上行周期。

图 48：2011-2025 我国光伏新增装机预测（单位：万千瓦）



资料来源：中国光伏行业协会，天风证券研究所

图 49：光伏玻璃直接材料质量结构



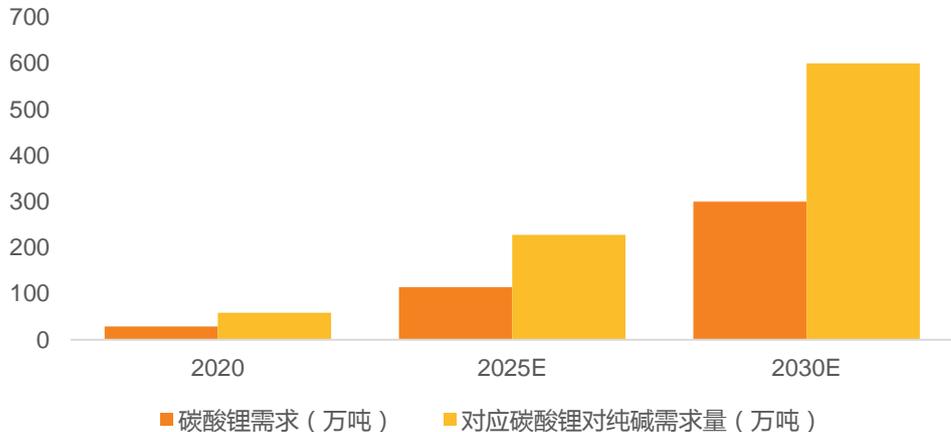
资料来源：《光伏玻璃生产的几个主要工艺问题》，作者：马彦平，天风证券研究所

综合供需两方面因素，未来全球纯碱行业有望在新能源带动下迎来长周期景气。基于中国 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和目标，未来国家对清洁能源发展的重视将进一步利好锂电行业和光伏行业的发展，从而在相当长的时间内提振对纯碱的需求，带动相关盐化工行业的发展。

供应减少、需求增加，纯碱价格进入上涨周期。锂电和光伏是两大未来全球纯碱需求拉动来源，国内方面，我们认为从历史经验看大涨条件已经具备，Wind 最新数据显示：6 月份纯碱均价 1907 元/吨，同比上涨 29.7%，环比上涨 2.9%，1-6 月累计价格涨幅为 29.6%，后续有望冲击历史高位水平 2400 元/吨。海外方面，随着需求增长和中国出口减少，叠加海外天然碱资本开支推迟，根据美国天然碱协会（ANSAC），继 3 月份提高纯碱出口价格以后，其将对纯碱出口价格进一步提高 25.00 美元/吨。

未来碳酸锂有望为纯碱带来显著需求增量。据 Genesis Energy，2025 年及 2030 年全球对于碳酸锂当量的需求量有望分别达到 114.0 万吨以及 300.0 万吨，折纯碱形成显著需求 228.0 万吨和 600.0 万吨。

图 50：未来全球碳酸锂需求量及对纯碱需求预测



资料来源：Genesis Energy，天风证券研究所注：碳酸锂产量按当量（LCE）计

3.2.2. 行业大背景下公司盐化工业务发展潜力充足

雪天盐业主要产品包括食盐、工业盐、纯碱等，生产工艺成熟、产品丰富。雪天盐业采用先进技术制取合成氨，对现有生产装置进行节能升级改造。雪天盐业采用联碱法生产纯碱和氯化铵，其中合成氨是生产纯碱的重要原料。合成氨生产技术和能耗水平直接决定联碱产品的生产成本，技改项目投产后，可以减少“三废”排放和能耗，降低生产成本，对企业贯彻国家 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的战略目标具有积极作用。

表 7：纯碱制备工艺对比

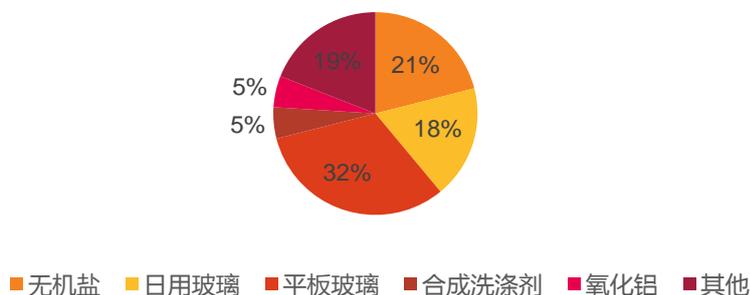
	天然碱法	氨碱法	联碱法
原料	天然碱矿	食盐、石灰石、焦炭和氨	食盐、氨和二氧化碳
燃料煤（吨/吨）	-	0.37 吨	0.245 吨
副产物	无	废液（含大量氯化钙、氯化钠）	氯化铵（副产品）
优点	成本低，产品质量好	原料价格低，产品纯度高	原料利用率高，副产品有较高价值
缺点	受限于天然碱矿资源	原材料利用率低，废液中含有大量氯化钙，有一定的环境成本	产品质量较差，母液内部循环，硫酸根随纯碱析出，硫酸盐含量无法控制

资料来源：中国报告网，天风证券研究所

雪天盐业若收购湘渝盐化后，将延伸公司产业链，产生循环经济优势。公司拟收购的湘渝盐化拥有年产 100 万吨井矿盐、70 万吨纯碱、70 万吨氯化铵的生产能力，并拥有与其配套的 2×300MW 自备热电站，形成了以食盐、纯碱、氯化铵为最终产品，热气为副产品的一体化产业联动式生产模式。若雪天盐业成功收购湘渝盐化，雪天丰富的原盐资源可与湘渝盐化成熟的产业链产生较好的协同效应，具有较明显的循环经济优势。

随着环保政策趋严以及我国“碳中和”目标的达成，大概率仅天然碱产能有望逐步扩张。2020 年 6 月 10 日，国家工信部发文称为深化“放管服”改革精神，对《纯碱行业准入条件》予以废止，此前对新增产能形成约束的政策约束条件有所放缓。但另一方面，随着近期国家对于“碳中和”目标的大力推进，纯碱工业作为生产过程耗能较高且排放物会对环境造成污染的行业，未来产能准入大概率也将受到一定约束且存在逐步退出趋势，我们认为雪天盐业未来具有向此方向发展的潜力。

图 51：2012 年纯碱下游消费量占比



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

4. 盈利预测

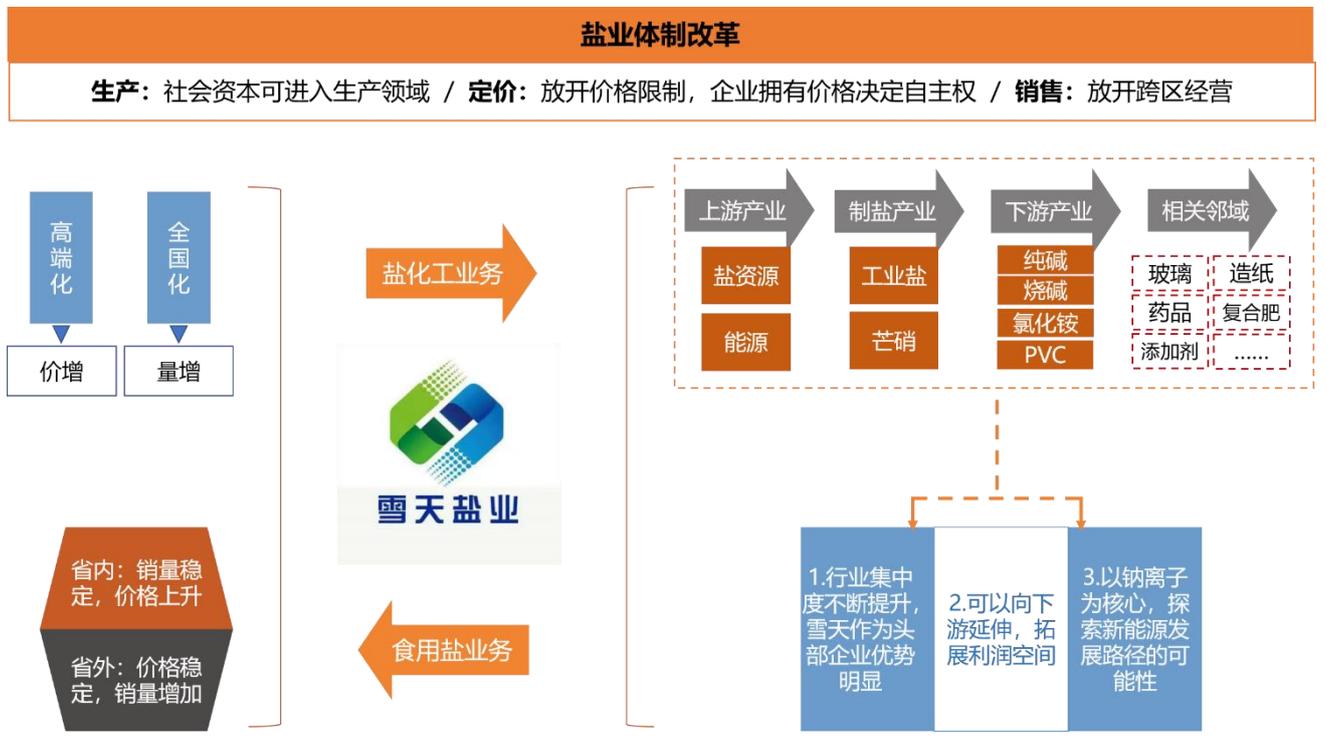
雪天盐业是国内盐行业龙头，食用盐+盐化工双轮驱动，推动公司高质量发展。

- 食用盐业务高端化+全国化，量价增长空间大。看价格，盐业改革放开盐产品价格市

场定价机制，公司高端副品牌松鹤 997 推出开启食盐高端升级之路。看增量，公司在湖南省内影响力持续加强，加快终端渠道布局；食用盐跨区经营放开后，公司有节奏地打开省外市场，加快产能布局，全国化趋势明显。

- 盐化工产业链长，业务拓展空间大。第一，盐行业持续健康发展，市场集中度提升；第二，盐化工下游产业链长，下游延伸利润空间较大；第三，“碳中和”背景下新能源需求大，锂电和光伏成为两大发展趋势，为盐化工行业创造需求。

图 52：雪天盐业投资逻辑图



资料来源：天风证券研究所

收入预测：由于公司食用盐业务高端化+全国化推动下量价增长，工业盐波动中增长，预测公司 2021-2023 年盐产品营业收入增速分别为 12.59%/16.99%/18.23%；两碱及盐化工行业在疫情影响缓解下开工恢复，价格反弹，需求快速增长，预测公司 2021-2023 年烧碱类及芒硝营收增速分别为 48.75%/49.09%/44.67%及 13.36%/14.10%/12.74%。公司整体 2021-2023 年实现营业收入 25.24/30.38/36.69 亿元，同比增速 16.60%/20.38%/20.77%。

图 53：收入预测表（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2302.82	2272.01	2164.48	2523.87	3038.32	3669.24
<i>YOY</i>	4.48%	-1.34%	-4.73%	16.60%	20.38%	20.77%
盐产品	1818.34	1738.44	1637.74	1843.90	2157.10	2550.41
<i>YOY</i>	2.85%	-4.39%	-5.79%	12.59%	16.99%	18.23%
烧碱类	176.56	156.19	159.66	237.49	354.09	512.26
<i>YOY</i>	36.48%	-11.54%	2.22%	48.75%	49.09%	44.67%
芒硝	111.64	111.2	103.35	117.16	133.68	150.71
<i>YOY</i>	20.94%	-0.39%	-7.06%	13.36%	14.10%	12.74%
其他主营业务	167.33	232.1	235.53	292.06	354.54	409.94
<i>YOY</i>	1586.79%	38.71%	1.48%	24.00%	21.40%	15.62%
其他业务	28.95	34.08	28.19	33.26	38.92	45.92
<i>YOY</i>	24.25%	17.72%	-17.28%	18.00%	17.00%	18.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

成本及费用预测：我们判断由于今年原材料成本压力及产品结构调整等影响，毛利率略

有所波动，预测公司 2021-2023 年毛利率分别为 33.75%/33.97%/33.90%，整体保持相对稳定。费用率方面，公司整体费用支出相对稳定，预测公司 2021-2023 年销售费用率 9.13%/9.39%/9.47%，管理费用率 7.38%/7.61%/7.79%，研发费用率 3.83%/3.98%/4.02%。

图 54：毛利率预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	48.65%	46.37%	31.51%	33.75%	33.97%	33.90%
盐产品	54.23%	54.09%	36.28%	33.96%	34.93%	35.52%
烧碱类	25.98%	9.30%	9.24%	28.00%	27.00%	25.20%
芒硝	62.14%	63.23%	47.20%	39.50%	38.90%	38.20%
其他主营业务	1.92%	4.46%	3.01%	3.13%	3.02%	3.06%
其他业务	54.30%	53.05%	61.48%	56.28%	54.00%	55.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 55：费用率预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税金及附加/营业收入	3.29%	3.33%	2.82%	2.94%	3.26%	3.39%
销售费用/营业收入	22.08%	23.01%	9.02%	9.13%	9.39%	9.47%
管理费用/营业收入	7.79%	7.61%	7.35%	7.38%	7.61%	7.79%
研发费用/营业收入	3.96%	3.87%	3.93%	3.83%	3.98%	4.02%
财务费用/营业收入	1.13%	1.09%	0.93%	1.05%	1.02%	1.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利预测：

公司本年度计划收购湘渝盐化，如收购按预期完成，将会为公司提供一定利润增量。不考虑收购影响，预测公司 2021-2023 年实现利润 1.79/2.21/2.71 亿元，同比增速 23.14%/23.40%/22.90%。如按期收购湘渝盐化，由于盐化工行业景气度提升，下游需求快速增长，预测 2021-2023 年湘渝盐化实现营收 16.21/18.48/20.88 亿元，同比增速 17.50%/14.00%/ 13.00%。按照湘渝盐化 2020 年净利率水平，预测 2021-2023 年实现净利润 2.45/2.79/3.12 亿元，同比增速 14.82%/13.85%/11.88%。

图 56：湘渝盐化业绩预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1684.377	1677.547	1379.333	1620.72	1847.62	2087.81
YOY		-0.41%	-17.78%	17.50%	14.00%	13.00%
净利率	-13.89%	4.65%	15.47%	15.12%	15.10%	14.95%
净利润 (百万元)	-234.002	78.0896	213.4255	245.052	278.99	312.127
YOY		-133.37%	173.31%	14.82%	13.85%	11.88%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们采用分部估值法，对食用盐业务及盐化工业务进行分部估值。假设两部分业务费用投放率相似，故按照毛利润占比情况推算净利润比例。

由于食用盐属于调味品行业，且公司属于行业龙头品牌，故选取调味品行业龙头公司作为可比公司；盐化工行业上市公司较少，选择与公司业务布局类似的两家公司作为可比对标。根据可比公司平均估值水平，我们给予公司 22 年食用盐业务 36x PE，盐化工行业 18x PE，收购前目标市值 65 亿元；如按预期收购湘渝盐化后，备考市值 128 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 57：分部备考净利润预测表（单位：百万元）

	2021E	2022E	2023E
营业收入	4144.58	4885.94	5757.05
——食用盐	1180.54	1457.14	1810.44
——盐化工	2964.04	3428.80	3946.61
营业成本	2834.10	3342.14	3949.41
——食用盐	654.02	806.53	1010.22
——盐化工	2180.07	2535.61	2939.18
毛利润	1310.49	1543.80	1807.64
——食用盐	526.52	650.61	800.21
——盐化工	783.97	893.19	1007.43
毛利润占比			
——食用盐	40.18%	42.14%	44.27%
——盐化工	59.82%	57.86%	55.73%
净利润	424.04	499.86	583.56
——食用盐	170.37	210.66	258.33
——盐化工	253.67	289.20	325.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 58：可比公司估值表（参考 Wind 一致预期）

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价 7/27	EPS					PE				
				2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
002053.SZ	云南能投	6,407	8.42	0.35	0.30	0.37	0.42	0.46	24	28	23	20	18
600328.SH	中盐化工	16,003	16.71	1.07	0.60	1.29	1.40	1.53	16	28	13	12	11
	平均值			0.71	0.45	0.83	0.91	0.99	20	28	18	16	15

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价 7/27	EPS					PE				
				2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
603288.SH	海天味业	476,442	113.10	1.98	1.98	1.79	2.12	2.50	57	57	63	53	45
600872.SH	中炬高新	29,364	36.86	0.90	1.12	1.25	1.51	1.83	41	33	30	24	20
002507.SZ	涪陵榨菜	26,451	29.80	0.77	0.98	0.97	1.23	1.50	39	30	31	24	20
	平均值			1.22	1.36	1.34	1.62	1.94	46	40	41	34	28

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

盐业体制改革风险：行业政策不断调整和完善，未来市场竞争更加激烈，随着盐改过渡期正式结束，食盐市场已进入更激烈的市场竞争状态，产销企业面临巨大的生存发展考验，未来食盐市场竞争程度将持续提高，食盐价格波动加大，对公司的经营业绩可能造成一定影响。

宏观经济周期性风险：公司主要产品工业盐为下游盐化工行业的基础材料，其市场需求主要受盐化工行业发展情况的影响，与宏观经济联系密切，具有明显的周期性。

主要能源价格波动风险：煤炭为公司生产盐及盐化工产品所需的主要能源。2020 年，煤炭成本在公司主营业务成本中占比较高，因此其价格波动对公司产品毛利率水平具有重大影响。未来若煤炭价格大幅上涨，将导致公司主营业务成本增加。

安全环保风险：生产过程中会产生废水、废气、废渣等污染物，可能对环境造成一定的污染，部分生产工序为高温、高压环境，易引发安全事故。公司已建立一套环境保护、安全保障制度并执行，但国家环保督察日趋严格，若公司未能及时满足新标准，企业发展将受到限制。

业务拓展不及预期：公司拟收购公司湘渝盐化目前主要产品包括纯碱、氯化铵和盐，下游客户主要集中在光伏、化工、轻工、锂电等行业。其市场需求受上述下游行业发展景气度的影响，具有明显的周期性，下游需求波动较大。若下游产业发生波动，或下游光

伏、锂电等下游业务拓展不及预期，将影响湘渝盐化相关产品的市场销售，对公司的经营业绩产生不利影响。

湘渝盐化收购未完成：本报告目标估值以收购完成湘渝盐化为前提，收购还需公司股东大会等内部程序审议通过并经相关部门批准，该事项及最终取得批准的时间仍存在不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	186.44	483.42	201.91	377.27	374.30
应收票据及应收账款	79.49	81.99	389.02	150.06	212.38
预付账款	22.50	38.28	16.35	51.69	35.28
存货	216.73	215.96	378.11	304.91	549.58
其他	430.94	643.82	428.23	550.75	528.08
流动资产合计	936.10	1,463.47	1,413.61	1,434.67	1,699.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,667.16	1,805.81	1,960.75	2,038.23	2,056.23
在建工程	307.56	567.11	376.26	273.76	194.26
无形资产	592.30	586.01	559.15	532.29	505.43
其他	92.48	149.98	119.35	115.47	125.28
非流动资产合计	2,659.49	3,108.91	3,015.51	2,959.75	2,881.19
资产总计	3,595.60	4,572.37	4,429.12	4,394.42	4,580.81
短期借款	218.00	277.65	642.26	0.00	0.00
应付票据及应付账款	129.14	309.35	107.09	400.24	244.65
其他	333.90	405.73	450.58	526.78	577.86
流动负债合计	681.04	992.73	1,199.93	927.02	822.51
长期借款	202.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	611.97	203.99	271.99	362.65
其他	100.97	108.60	113.88	107.82	110.10
非流动负债合计	302.97	720.57	317.87	379.80	472.75
负债合计	984.01	1,713.30	1,517.80	1,306.82	1,295.26
少数股东权益	134.61	138.77	161.03	183.88	211.30
股本	917.75	917.75	931.88	931.88	931.88
资本公积	588.47	588.47	588.47	588.47	588.47
留存收益	1,564.23	1,693.98	1,818.42	1,971.84	2,142.37
其他	(593.48)	(479.90)	(588.47)	(588.47)	(588.47)
股东权益合计	2,611.58	2,859.07	2,911.33	3,087.60	3,285.56
负债和股东权益总计	3,595.60	4,572.37	4,429.12	4,394.42	4,580.81

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	163.29	156.30	178.98	220.86	271.43
折旧摊销	208.35	233.92	122.76	131.89	138.36
财务费用	22.65	22.68	24.14	16.00	(6.38)
投资损失	(13.60)	(2.19)	(6.13)	(6.13)	(6.13)
营运资金变动	(37.30)	(307.51)	(546.58)	612.91	(376.44)
其它	(64.84)	115.82	25.82	26.32	30.79
经营活动现金流	278.56	219.01	(201.01)	1,001.85	51.64
资本支出	527.36	615.06	54.73	86.06	47.72
长期投资	(14.99)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(776.63)	(1,121.82)	(15.16)	(211.99)	(93.62)
投资活动现金流	(264.27)	(506.76)	39.56	(125.93)	(45.90)
债权融资	488.80	890.64	944.87	328.13	414.58
股权融资	(38.98)	94.48	(117.63)	(15.05)	7.33
其他	(544.39)	(418.63)	(947.31)	(1,013.64)	(430.61)
筹资活动现金流	(94.57)	566.49	(120.07)	(700.56)	(8.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(80.28)	278.74	(281.51)	175.36	(2.96)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,272.01	2,164.48	2,523.87	3,038.32	3,669.24
营业成本	1,218.39	1,482.48	1,672.04	2,006.31	2,425.30
营业税金及附加	75.66	61.14	74.20	99.05	124.39
营业费用	522.74	195.13	230.43	285.30	347.48
管理费用	172.84	159.17	186.26	231.22	285.83
研发费用	87.87	84.99	96.66	120.93	147.50
财务费用	24.67	20.05	24.14	16.00	(6.38)
资产减值损失	(3.74)	(2.43)	5.41	(0.25)	0.91
公允价值变动收益	1.02	3.77	2.40	3.08	2.74
投资净收益	13.60	2.19	6.13	6.13	6.13
其他	(36.59)	(24.65)	(17.05)	(18.42)	(17.73)
营业利润	195.54	182.65	243.24	288.99	353.07
营业外收入	8.52	3.95	4.79	5.75	4.83
营业外支出	11.81	6.01	9.91	9.24	8.39
利润总额	192.25	180.58	238.12	285.50	349.52
所得税	28.95	24.28	35.72	41.40	50.04
净利润	163.29	156.30	202.40	244.09	299.48
少数股东损益	16.29	10.95	23.43	23.24	28.05
归属于母公司净利润	147.00	145.35	178.98	220.86	271.43
每股收益(元)	0.16	0.16	0.19	0.24	0.29

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.34%	-4.73%	16.60%	20.38%	20.77%
营业利润	-14.09%	-6.60%	33.18%	18.81%	22.18%
归属于母公司净利润	3.25%	-1.12%	23.14%	23.40%	22.90%
获利能力					
毛利率	46.37%	31.51%	33.75%	33.97%	33.90%
净利率	6.47%	6.72%	7.09%	7.27%	7.40%
ROE	5.93%	5.34%	6.51%	7.61%	8.83%
ROIC	7.01%	6.66%	7.88%	7.67%	10.84%
偿债能力					
资产负债率	27.37%	37.47%	34.27%	29.74%	28.28%
净负债率	11.58%	14.24%	25.52%	-1.59%	1.23%
流动比率	1.37	1.47	1.18	1.55	2.07
速动比率	1.06	1.26	0.86	1.22	1.40
营运能力					
应收账款周转率	9.91	26.81	10.72	11.27	20.25
存货周转率	9.97	10.00	8.50	8.90	8.59
总资产周转率	0.63	0.53	0.56	0.69	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.16	0.19	0.24	0.29
每股经营现金流	0.30	0.24	-0.22	1.08	0.06
每股净资产	2.66	2.92	2.95	3.12	3.30
估值比率					
市盈率	48.18	48.73	39.57	32.07	26.09
市净率	2.86	2.60	2.58	2.44	2.30
EV/EBITDA	12.22	10.42	19.82	15.84	14.48
EV/EBIT	20.55	19.16	28.92	22.68	20.27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com