

公司点评

雪天盐业 (600929)

食品饮料 | 调味发酵品

食盐市场焕发新机，两轮驱动初显成长

2021年11月01日

评级 谨慎推荐

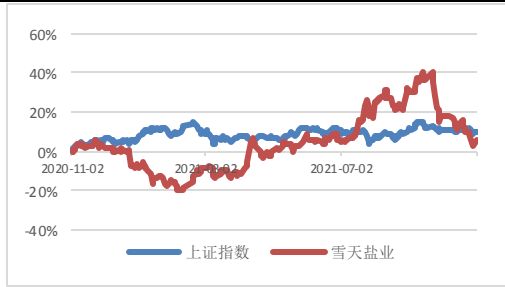
评级变动 首次

合理区间 6.3-8.1元

交易数据

当前价格(元)	6.22
52周价格区间(元)	4.79-8.70
总市值(百万)	5,796
流通市值(百万)	5,708
总股本(万股)	93,190
流通股(万股)	91,775

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
上证指数	-0.87	4.81	9.24
雪天盐业	-15.24	-13.25	-4.74

周策 分析师
执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com 0731-84779582

杨苑 研究助理
yangyuan@cfzq.com 0731-84403490

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	2272.01	2164.48	2380.93	2619.02	2880.92
净利润(百万元)	136.26	131.15	104.01	167.04	243.89
每股收益(元)	0.15	0.14	0.11	0.18	0.26
每股净资产(元)	2.66	2.92	3.00	3.13	3.33
P/E	42.54	44.20	55.73	34.70	23.77
P/B	2.34	2.13	2.07	1.99	1.87

资料来源: iFind, 财信证券

投资要点:

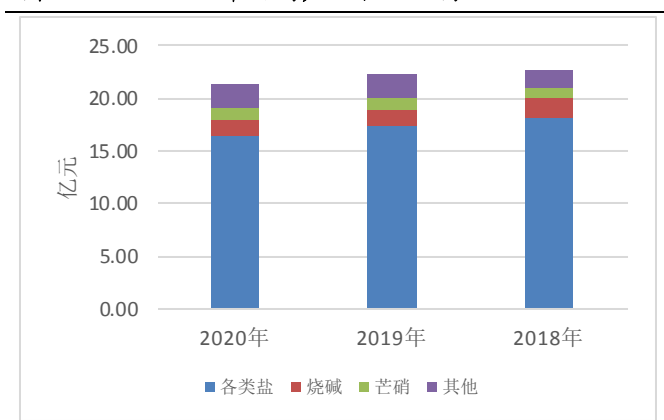
- 公司是由轻盐集团、轻盐创投、湘江投资、贵州盐业、江苏盐业、广西盐业、湖南发展投资集团有限公司、湖南财信在2011年共同发起设立。公司是湖南省内最大的食盐、两碱用盐及小工业盐生产企业。公司凭借长期以来形成的较高市场占有率建立了覆盖全省的销售渠道。目前,公司拥有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、河北永大、雪天技术、湘渝盐化(暂托管,拟收购)六家国家食盐定点生产企业,在保持省内稳固市场地位的同时亦在华南、华北、西南地区建立了良好的销售渠道并形成了一定的市场基础。
- 食用盐市场在2017年之前实施严格的区域专营制,2017年开始国家放开所有盐的价格管制,取消食盐准运证,给予行业新的发展机会。公司在今年4月推出高端小包装盐松态997系列产品,树立食用盐品质标杆,标志着高端化战略迈入新台阶。当前松态997已在省内形成动销,并逐步有序在全国进行铺货,带动公司食用盐中高端产品占比进一步提升并推升吨价。
- 公司把氯碱行业也作为重要的拓展方向。子公司九二盐矿近几年持续加大氯碱产能建设,目前已形成8万吨/年的离子膜烧碱产能,30万吨/年烧碱二期工程及18万吨/年双氧水产能。另一方面公司拟以19.28亿元收购湘渝盐化100%股权,湘渝盐化拥有纯碱产能70万吨/年、氯化铵产能70万吨/年、子公司索特盐化拥有年产100万吨的井矿盐产能。产业链的延伸助推传统盐产业向产业集群的转变,进一步提升公司整体盈利能力和抗风险能力。
- 预计公司2021-2023年营业收入分别为23.8、26.2、28.8亿元,实现归属净利润分别为1.04、1.67、2.43亿元,对应EPS分别为0.11、0.18、0.26元,PE估值分别为55.73、34.70、23.77倍。考虑到公司是行业内领先做中高端食用盐转型的企业,前期的沉没成本影响了当前业绩水平,并且未来中高端食用盐市场将给公司提供较高的利润弹性,综合考虑给予公司2022年35-45倍PE估值,公司合理股价区间为6.30-8.10元/股,首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 氯碱行业景气下行风险;中高端食用盐产品推广不及预期。

1 传统国企焕发新活力

公司是由轻盐集团、轻盐创投、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、湖南财信在2011年共同发起设立。公司是湖南省内最大的食盐、两碱用盐及小工业盐生产企业。公司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。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，于2014年对外收购了九二盐业、2020年受让河北永大42.14%的股权，扩大了公司业务范围。目前，公司拥有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、河北永大、雪天技术、湘渝盐化（暂托管，拟收购）六家国家食盐定点生产企业，在保持省内稳固市场地位的同时亦在华南、华北、西南地区建立了良好的销售渠道并形成了一定的市场基础。

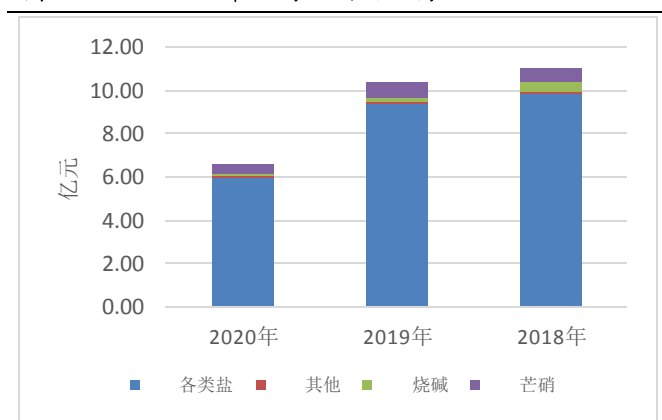
2021年前三季度公司实现营业收入17.24亿元，同比增长17.93%；实现归母净利润8179.09万元，同比下滑2.84%。盐业务是公司主要收入和利润来源，盐的收入占到公司总收入75%，而贡献的毛利润占比达到87%。公司的盐业务主要分为工业盐、食用盐两类，其中食用盐又分为大包盐和小包盐。前三季度公司实现各类盐销售收入12.62亿元，其中食用盐收入占比略高于工业盐。工业盐主要用于烧碱、纯碱的生产，由于我国盐资源丰富，工业盐一直处于供给饱和的状态，盈利能力逊于食用盐业务。食用盐市场在2017年之前实施严格的区域专营制，2017年开始国家放开所有盐的价格管制，取消食盐准运证，允许现有食盐定点生产企业进入流通领域，给予行业新的发展机会。

图 1：2018-2020 年公司产品收入结构



资料来源：iFind，财信证券

图 2：2018-2020 年公司毛利润结构

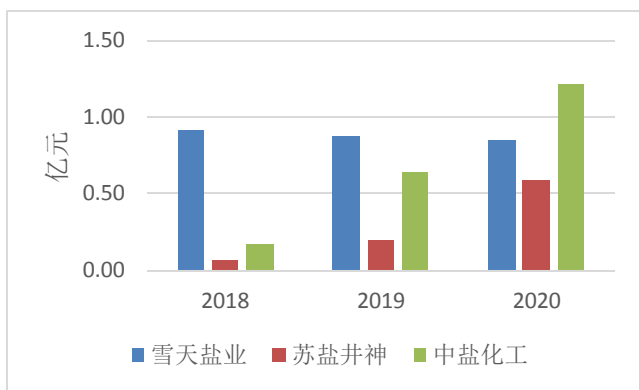


资料来源：iFind，财信证券

2 两轮驱动之一：食用盐高端化战略稳步推进

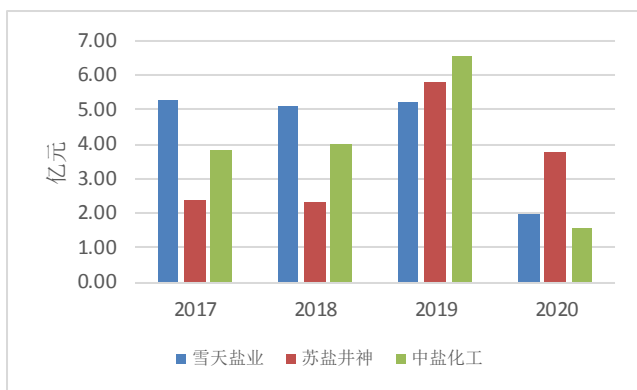
公司对于盐业市场化发展趋势意识超前，领先行业进行食用盐高端化、全国化的战略部署，并在产品、渠道、品牌等多方面推进战略实施。在渠道建设、推广费用、研发方面提前布局。研发费用和销售费用方面，公司一直坚持高研发支出，为高端食用盐产品的发展打下了坚实基础。销售费用上，相比行业其他龙头公司，公司的销售费用支出维持较高水平，体现了公司产品转型的决心。

图 3：原盐行业主要上市企业研发支出



资料来源：iFind，财信证券

图 4：原盐行业主要上市企业销售费用支出



资料来源：iFind，财信证券

产品方面，4月推出高端小包装盐松态 997 系列产品，树立食用盐品质标杆，标志着高端化战略迈入新台阶。当前松态 997 已在省内形成动销，并逐步有序在全国进行铺货，带动公司食用盐中高端产品占比进一步提升并推升吨价；公司产品储备丰富，未来将有更多高端产品逐步面市，产品矩阵趋于完善，以充分满足不同层次的消费需求。品牌方面，近年来公司加大对于品牌宣传的投入，通过多渠道广告投放、综艺赞助、明星代言等方式提升品牌知名度和影响力，省内市场雪天具有绝对的品牌优势，省外市场的营销推广工作持续推进。渠道方面，公司在湖南省内实现了深度覆盖，销售终端网点已超过 15.8 万个；近年来加快省外市场拓展步伐，已在全国各省建立起 25 家销售分公司，并通过省外分公司建立终端 1.5 万余个，省外市场仍有广阔的挖掘空间；销售团队实行市场化薪酬制度，有助于激发销售人员积极性；同时公司持续招募优质经销商扩充经销商队伍，加快提升省外市场渗透率。展望未来，随着品牌势能增强以及渠道能力提升，公司中高端食用盐产品逐步在省外形成动销，以及省内中高端产品占比进一步提升，有望从量、价两方面带动食用盐业务的营收增长与毛利率提升；目前公司仍处于打造品牌与渠道能力的关键时期，预计短期内费用投放维持平稳略升的节奏，费用投放效率的提高将带动费用率逐步下行，长期营销费用有望收缩，贡献较大业绩弹性。

3 两轮驱动之二：向下游氯碱产能延伸，赶上景气周期

随着近些年氯碱行业竞争格局改善，景气度不断上升。公司把氯碱行业也作为重要的拓展方向。子公司九二盐矿近几年持续加大氯碱产能建设，目前已形成 8 万吨/年的离子膜烧碱产能，30 万吨/年烧碱二期工程及 18 万吨/年双氧水产能，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，进一步提升公司整体盈利能力和抗风险能力。

另一方面公司拟以 19.28 亿元收购湘渝盐化 100% 股权，湘渝盐化拥有纯碱产能 70 万吨/年、氯化铵产能 70 万吨/年、子公司索特盐化拥有年产 100 万吨的井矿盐产能。近年来纯碱行业受国家政策限制，供需结构不断改善，并且下游受光伏玻璃和动力电池碳酸锂材料的需求拉动，行业进入了长期的景气上行周期。我们认为公司对湘渝盐化的收购一方面大幅提升了公司业绩水平，为公司战略发展提供内生动力；另一方面也有助于公司高端食用盐业务在西南地区的发展。

4 盈利预测

由于公司对湘渝盐化的收购暂未落地，我们暂不考虑湘渝对于公司业绩的贡献。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 23.8、26.2、28.8 亿元，实现归属净利润分别为 1.04、1.67、2.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.11、0.18、0.26 元，PE 估值分别为 55.73、34.70、23.77 倍。考虑到公司是行业内领先做中高端食用盐转型的企业，前期的沉没成本影响了当前业绩水平，并且未来中高端食用盐市场将给公司提供较高的利润弹性，综合考虑给予公司 2022 年 35-45 倍 PE 估值，公司合理股价区间为 6.30-8.10 元/股，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2272.01	2164.48	2380.93	2619.02	2880.92	费用率					
减:营业成本	1218.39	1482.48	1714.27	1833.31	1959.03	毛利率	0.46	0.32	0.28	0.30	0.32
营业税金及附加	75.66	61.14	74.94	82.43	90.68	三费/销售收入	0.32	0.17	0.19	0.18	0.18
加						EBIT/销售收入	0.09	0.08	0.08	0.10	0.12
销售费用	522.74	195.13	214.28	235.71	259.28	销售净利率	0.07	0.07	0.05	0.07	0.10
管理费用	172.84	159.17	190.47	209.52	230.47	投资回报率					
财务费用	24.67	20.05	50.16	36.77	17.21	ROE	0.06	0.05	0.04	0.06	0.08
资产减值损失	-3.74	-2.43	0.00	0.00	0.00	ROA	0.06	0.04	0.04	0.06	0.08
加:投资收益	13.60	2.19	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.06	0.05	0.05	0.06	0.10
公允价值变动	1.02	3.77	0.00	0.00	0.00	增长率					
损益						销售收入增长率	-0.01	-0.05	0.10	0.10	0.10
其他经营损益	-95.89	-91.69	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-0.14	-0.10	0.05	0.38	0.32
营业利润	180.17	163.22	136.80	221.27	324.26	EBITDA 增长率	-0.07	0.02	1.61	0.14	-0.11
加:其他非经营	-3.30	-2.06	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-0.09	-0.07	-0.17	0.61	0.46
损益						总资产增长率	-0.05	0.29	-0.02	-0.05	0.00
利润总额	176.88	161.15	136.80	221.27	324.26	股东权益增长率	0.04	0.10	0.03	0.04	0.06
减:所得税	24.32	19.06	18.34	31.01	46.46	营运资本增长率	-0.31	-0.30	0.59	-0.18	0.48
净利润	152.55	142.10	118.47	190.26	277.80	资本结构					
减:少数股东损	16.29	10.95	14.46	23.22	33.91	资产负债率	0.26	0.41	0.37	0.30	0.25
益						投资资本/总资产	0.85	0.82	0.93	0.74	0.69
归母净利润	136.26	131.15	104.01	167.04	243.89	带息债务/总负债	0.49	0.51	0.76	0.50	0.60
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.14	1.13	1.70	3.60	6.73
货币资金	135.13	425.20	952.37	1568.13	2043.40	速动比率	0.76	0.79	1.54	3.36	6.37
应收和预付款	130.39	178.44	260.19	220.64	306.45	股利支付率	0.32	0.12	0.26	0.26	0.26
项						收益留存率	0.68	0.88	0.74	0.74	0.74
存货	216.73	215.96	0.00	0.00	0.00	营运能力					
其他流动资产	216.36	386.75	386.75	386.75	386.75	总资产周转率	0.68	0.50	0.57	0.65	0.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	1.36	1.20	1.52	2.44	4.74
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	28.58	26.40	9.7	22.8	10.3
固定资产	1974.72	2372.91	1963.88	1274.84	808.28	存货周转率	5.62	6.86	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
无形资产	604.61	598.32	520.79	443.27	365.74	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非流动资产	46.99	111.87	110.72	109.58	108.44	EPS	0.15	0.14	0.11	0.18	0.26
资产总计	3324.91	4289.45	4194.71	4003.20	4019.05	BPS	2.66	2.92	3.00	3.13	3.33
短期借款	218.00	277.65	566.42	0.00	0.00						
应付和预收款	323.47	780.42	376.06	604.63	406.80						
项											
长期借款	202.00	611.97	611.97	611.97	611.97						
其他负债	105.24	70.27	0.00	0.00	0.00						
负债合计	848.71	1740.31	1554.45	1216.60	1018.77						

股本	917.75	917.75	917.75	917.75	917.75	PE	42.54	44.20	55.73	34.70	23.77
资本公积	588.47	588.47	588.47	588.47	588.47	PEG	6.06	1.92	N/A	N/A	N/A
留存收益	970.75	1214.08	1290.74	1413.86	1593.63	PB	2.34	2.13	2.07	1.99	1.87
母公司股东权益	2476.97	2720.30	2796.96	2920.08	3099.85	PS	2.55	2.68	2.43	2.21	2.01
少数股东权益	134.61	138.77	153.23	176.46	210.36	PCF	20.50	26.32	7.47	3.97	7.68
权益合计	2611.58	2859.07	2950.20	3096.54	3310.22	EBIT	197.41	178.19	186.96	258.04	341.46
负债和权益合计	3460.29	4599.39	4504.64	4313.14	4328.99	EV/EBIT	30.72	36.45	36.36	22.22	15.81
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EV/EBITDA	14.95	15.76	6.32	4.68	4.97
经营性现金净流量	282.70	220.19	775.65	1460.68	754.42	EV/NOPLAT	35.31	42.02	42.19	25.88	18.46
投资性现金净流量	-264.27	-506.76	-397.82	-197.82	-197.82	EV/IC	2.14	1.85	1.75	1.95	1.94
筹资性现金净流量	-94.57	566.49	149.34	-647.11	-81.33	ROIC-WACC	0.06	0.05	0.04	0.04	0.08

资料来源: iFind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438