

公司点评

雪天盐业 (600929)

食品饮料 | 调味发酵品

收购湘渝盐化增厚业绩，食用盐高端化战略稳步推进

2021年12月29日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 7.0-8.1 元

交易数据

当前价格 (元)	7.32
52 周价格区间 (元)	4.73-8.70
总市值 (百万)	6821.49
流通市值 (百万)	6718.13
总股本 (万股)	93189.74
流通股 (万股)	91777.74

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
雪天盐业	-2.92	-0.95	33.33
沪深 300	2.56	1.61	-4.90

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

杨苑

yangyuan@hncasing.com

分析师

0731-84779582

研究助理

0731-84403490

相关报告

1 《雪天盐业：雪天盐业 (600929.SH) 公司点评：食盐市场焕发新机，两轮驱动初显成长》
2021-11-03

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	2272.01	2164.48	4761.85	5238.04	6023.74
净利润 (百万元)	136.26	131.15	484.81	558.56	574.19
每股收益 (元)	0.15	0.14	0.36	0.42	0.43
每股净资产 (元)	2.66	2.92	3.73	4.04	4.36
P/E	50.06	52.01	20.14	17.48	17.00
P/B	2.75	2.51	1.96	1.81	1.68

资料来源: iFind, 财信证券

投资要点:

- **事件：发行股份购买资产暨关联交易标的资产完成过户。**12月17日雪天盐业公告称拟发行股份收购湘渝盐化100%股权，方案已获得证监会审核批复。本次交易中，公司总共发行4.16亿股，股票发行价格确定为4.63元/股，向交易对方轻盐集团、轻盐晟富基金和华菱津杉发行股份购买湘渝盐化100%股权，目标资产交易对价为19.27亿元。本次公司拟收购的湘渝盐化拥有年产100万吨的井矿盐、纯碱70万吨/年、氯化铵70万吨/年的生产能力，同时公司正在做产能技改建设，未来有望进一步提升公司纯碱产能规模。12月28日公司公告重庆湘渝盐化100%股权已完成过户手续及相应工商变更登记。
- **纯碱行业较高景气增厚公司业绩，为其他业务的扩张提供有力支撑。**2021年是纯碱行业景气周期启动的一年，参考同行业其他公司的盈利水平，预计湘渝盐业全年可为公司贡献3-4亿的归母净利润，成为公司业绩增长的重要来源。我们预计受碳中和政策的影响，纯碱行业的需求有望保持边际增长，而供给端新增产能释放要到2023年，在未来2年时间里，纯碱行业的景气度将维持较高的水平。公司通过收购湘渝盐业，可享受未来纯碱行业景气所带来的丰厚利润以及充沛的现金流，为公司其他业务的扩张提供有力的资金保障。
- **食用盐高端化战略稳步推进，未来盐业务有望释放业绩弹性。**今年4月公司推出高端小包装盐松态997系列产品，松态997使用天然饮用水源采卤，采用陶瓷膜纳米技术过滤杂质，全过程不添加抗结剂、絮凝剂、阻垢剂等，产品纯度达到99.7%，树立食用盐行业品质标杆。目前松态997在品牌与渠道优势突出的省内市场动销情况良好，并逐步完成在其他省外市场的铺货，当前产品销量4000余吨，尚未充分利用规划产能。消费升级浪潮下，消费者对食盐品质的追求提升，但对单价低、消费金额占比较小的食用盐价格相对不敏感，为公司高端化战略的推进奠定了市场基础。公司领先于行业在品牌宣传与消费者教育上发力，雪天盐的品牌知名度与影响力逐步提升，随着省内市场持续深耕以及省外市场进一步打开，预计未来高端产品销量有较大提升空间。高端产品出厂价较常规食盐产品的增幅在一倍以上，未来高端产品的放量将显著提升小包装食盐吨价，贡献业绩弹性。食品工业盐

方面，公司持续加大与下游食品生产企业的合作力度，近期与头部调味品企业加加食品签订战略合作框架协议，有利于公司食盐销量的提升以及双方渠道网络优势的互补。此外，近期南方地区迎冰雪天气，促进公司融雪盐销量增长 8000 余吨。

- **盐穴资源开发空间广阔。**盐穴的综合利用开发是国家支持、行业内重点关注的发展方向，目前行业内已有中盐集团做了相关的实验项目，并已在今年成功运行。公司也具备好的资源，旗下拥有四大井矿盐企业，规模较大，开采时间也较长，因此具备较丰富的盐穴资源，如公司旗下的湘衡盐化，1969 年建矿，其目前每年产能达到 260 万吨以上，其每年新增盐穴空间仍在持续增加。衡阳盐穴综合利用开发也列入了湖南省十四五重点规划项目，政府支持推进项目。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到资产收购对公司业绩的影响，我们调整公司盈利预测。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 47.6/52.4/60.2 亿元，实现归属净利润分别为 4.8/5.6/5.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.36/0.42/0.43 元（发行股份摊薄后）。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，未来中高端食用盐市场的发展将为公司提供较高的利润弹性，预计 22 年盐业务贡献利润约 1.6 亿，给予公司盐业务 22 年 34-38 倍 PE；预计 22 年化工业务贡献利润约 4 亿，考虑到公司化工业务的盈利能力与抗风险能力较强，给予化工业务 22 年 10-12 倍 PE，综合两部分业务给予目标市值区间 94-109 亿（含新发行股份），对应股价合理区间为 7.0-8.1 元/股，维持“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；渠道建设不及预期。

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	4761.85	5238.04	6023.74	费用率					
减:营业成本	1218.39	1482.48	3095.20	3394.25	4035.91	毛利率	0.46	0.32	0.35	0.35	0.33
营业税金及附加	75.66	61.14	149.88	164.86	189.59	三费/销售收入	0.32	0.17	0.18	0.18	0.17
销售费用	522.74	195.13	428.57	471.42	542.14	EBIT/销售收入	0.09	0.08	0.15	0.15	0.13
管理费用	172.84	159.17	380.95	419.04	481.90	销售净利率	0.07	0.07	0.12	0.12	0.11
财务费用	24.67	20.05	60.16	42.54	7.35	投资回报率					
资产减值损失	-3.74	-2.43	0.00	0.00	0.00	ROE	0.06	0.05	0.10	0.10	0.10
加:投资收益	13.60	2.19	0.00	0.00	0.00	ROA	0.06	0.04	0.09	0.12	0.11
公允价值变动损益	1.02	3.77	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.06	0.05	0.17	0.10	0.11
其他经营损益	-95.89	-91.69	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	180.17	163.22	647.09	745.91	766.86	销售收入增长率	-0.01	-0.05	1.20	0.10	0.15
加:其他非经营损益	-3.30	-2.06	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-0.14	-0.10	2.97	0.11	-0.02
利润总额	176.88	161.15	647.09	745.91	766.86	EBITDA 增长率	-0.07	0.02	2.87	0.10	-0.13
减:所得税	24.32	19.06	94.88	109.70	112.85	净利润增长率	-0.09	-0.07	2.89	0.15	0.03
净利润	152.55	142.10	552.21	636.21	654.01	总资产增长率	-0.05	0.29	0.74	-0.11	0.11
减:少数股东损益	16.29	10.95	67.40	77.65	79.83	股东权益增长率	0.04	0.10	0.83	0.08	0.08
归母净利润	136.26	131.15	484.81	558.56	574.19	营运资本增长率	-0.31	-0.30	2.28	-0.08	0.36
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	135.13	425.20	1904.74	2244.65	2944.34	资产负债率	0.26	0.41	0.35	0.19	0.20
应收和预付款项	130.39	178.44	688.25	264.77	835.41	投资资本/总资产	0.85	0.82	0.91	0.89	0.82
存货	216.73	215.96	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.49	0.51	0.73	0.49	0.41
其他流动资产	216.36	386.75	386.75	386.75	386.75	流动比率	1.14	1.13	1.50	4.46	4.79
长期股权投资	0.00	0.00	1900.00	1900.00	1900.00	速动比率	0.76	0.79	1.43	4.24	4.62
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.32	0.12	0.26	0.26	0.26
固定资产	1974.72	2372.91	1963.88	1274.84	808.28	收益留存率	0.68	0.88	0.74	0.74	0.74
无形资产	604.61	598.32	520.79	443.27	365.74	营运能力					
其他非流动资产	46.99	111.87	110.72	109.58	108.44	总资产周转率	0.68	0.50	0.64	0.79	0.82
资产总计	3324.91	4289.45	7475.13	6623.86	7348.95	固定资产周转率	1.36	1.20	3.04	4.87	9.90
短期借款	218.00	277.65	1275.50	0.00	0.00	应收账款周转率	28.58	26.40	8.3	35.6	8.9
应付和预收款项	323.47	780.42	713.78	648.65	870.70	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	202.00	611.97	611.97	611.97	611.97	EPS	0.15	0.14	0.36	0.42	0.43
其他负债	105.24	70.27	0.00	0.00	0.00	BPS	2.66	2.92	3.73	4.04	4.36
负债合计	848.71	1740.31	2601.25	1260.62	1482.67	PE	50.06	52.01	20.14	17.48	17.00
股本	917.75	917.75	1333.75	1333.75	1333.75	PEG	0.83	0.82	N/A	N/A	N/A
资本公积	588.47	588.47	2072.47	2072.47	2072.47	PB	2.75	2.51	1.96	1.81	1.68
母公司股东权益	2476.97	2720.30	4977.65	5389.35	5812.57	PS	3.00	3.15	2.05	1.86	1.62
少数股东权益	134.61	138.77	206.18	283.83	363.65	PCF	24.13	30.98	8.65	4.88	9.25
权益合计	2611.58	2859.07	5183.82	5673.18	6176.22	EBIT	197.41	178.19	707.26	788.46	774.20
负债和权益合计	3460.29	4599.39	7785.07	6933.80	7658.89	EV/EBIT	35.84	42.11	16.42	13.02	12.87
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EV/EBITDA	17.44	18.21	7.28	5.85	6.56
经营性现金净流量	282.70	220.19	1129.06	2002.63	1055.82	EV/NOPLAT	41.18	48.55	19.25	15.27	15.09
投资性现金净流量	-264.27	-506.76	-2297.82	-197.82	-197.82	EV/IC	2.50	2.14	1.70	1.74	1.66
筹资性现金净流量	-94.57	566.49	2648.30	-1464.90	-158.31	ROIC-WACC	0.06	0.05	0.16	0.08	0.10

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：stock.hnchasing.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