

2023年03月21日

江盐集团（601065.SH）

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 本周五（3月24日）有一家主板上市公司“江盐集团”询价。
- ◆ **江盐集团（601065）**：公司是一家主要从事盐及盐化工产品研发、生产和销售的盐资源综合利用企业。公司2020-2022年分别实现营业收入12.95亿元/20.55亿元/29.36亿元，YOY依次为-6.25%/58.68%/42.86%，三年营业收入的年复合增速28.57%；实现归母净利润1.42亿元/1.82亿元/4.26亿元，YOY依次为253.68%/28.14%/133.92%，三年归母净利润的年复合增速119.68%。根据初步预测，2023年第一季度公司实现净利润在8,100-8,600万元之间，同比变动-2.09%-3.96%。
- ① **投资亮点**：1、公司位于盐资源大省江西省，充足的原料资源为公司发展提供了较好保障。江西省拥有丰富的井矿盐资源，井矿盐产能位居全国前列，其生产连续性、供应稳定性上均优于海盐；岩盐资源亦为江西省的重要矿产资源之一，其出采的盐原料各项质量指标均远高于国家标准，如清江岩盐矿床单矿层氯化钠平均品位最高达96.23%，而业内大部分矿层氯化钠平均品位在50%-80%之间。公司下属晶昊盐化和富达盐化均紧靠清江岩盐矿床，自有岩盐资源储量达6.40亿吨，且品位优质，为公司持续长远发展提供了坚实的资源保障。2、公司是江西省内盐工业龙头，为省内唯一的政府食盐储备单位以及唯一的纯碱生产企业。公司是江西省内唯一的省级盐业公司，实际控制人为江西省国资委。公司为省内盐业龙头，在食盐供应上，公司作为江西省内唯一的政府食盐储备单位主导着食盐市场发展，其省内食盐市占率在70%以上；在盐工业相关产品上，公司是省内唯一的纯碱生产企业，且为华东、华南地区的主要的纯碱供应商之一，截至最新，公司具备纯碱产能60万吨/年。
- ② **同行业上市公司对比**：公司专注于盐及盐化工领域；根据业务的相似性，选取苏盐井神、雪天盐业为江盐集团的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年第四季度至2022年第三季度行业平均收入规模67.67亿元、可比PE-TTM（算术平均）为11.44X，销售毛利率为33.07%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均，销售毛利率略高于行业平均水平。
- ◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,295.2	2,055.2	2,936.1
同比增长(%)	-6.25	58.68	42.86
营业利润(百万元)	185.2	216.2	514.1
同比增长(%)	184.02	16.76	137.81
净利润(百万元)	142.0	181.9	425.5

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	482.78
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

中重科技-新股专题覆盖报告（中重科技）
 -2023年第45期 - 总第242期 2023.3.20
 中信金属-新股专题覆盖报告（中信金属）
 -2023年第46期 - 总第243期 2023.3.20
 常青科技-新股专题覆盖报告（常青科技）
 -2023年第47期-总第244期 2023.3.20
 登康口腔-新股专题覆盖报告（登康口腔）
 -2023年第44期-总第241期 2023.3.20
 中电港-新股专题覆盖报告（中电港）-2023
 年第42期-总第239期 2023.3.20



同比增长(%)	253.68	28.14	133.92
每股收益(元)	0.31		

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、江盐集团	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2009 年-2021 年我国原盐产能趋势图	6
图 6: 2018 年以来我国食盐零售价格趋势图	6
图 7: 2011 年-2021 年我国纯碱产量趋势图	7
图 8: 2018 年以来全国纯碱市场交易价格走势图 (元/吨)	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、江盐集团

公司是江西省内最大的盐资源综合利用企业，主要从事盐及盐化工产品研发、生产和销售，主要产品包括食盐、工业盐、元明粉等盐产品以及纯碱、小苏打等盐化工产品。公司技术先进，已拥有“井冈”、“百仙”、“清江古海”等食盐市场知名品牌以及“瑞江”、“晶昊”等工业盐、小苏打、纯碱产品品牌。公司食盐产品不仅在省内市场占据主导地位，也覆盖国内多省，港台地区以及韩国、马来西亚等国家。

公司的产能规模、工艺水平居国内制盐行业前列，部分工艺技术如井下循环盐钙联产制碱工艺达到了国际先进水平。报告期内，公司紧抓国家能源供应结构调整机遇，利用临近纯碱下游产业集聚地的区位优势，在消化吸收“井下循环盐钙联产制碱工艺”的基础上，自主开发“一种氨碱法制碱混合液两相流注井采卤技术”等相关核心工艺、技术，提出井上井下循环盐钙联产制碱工艺新的技术路线，实现废水、废渣等资源综合循环利用，并形成年产纯碱 60 万吨的生产能力，成为江西省内唯一一家纯碱生产企业。

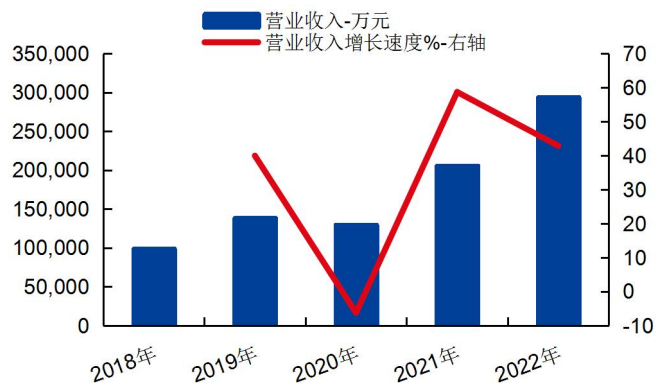
公司依托江西当地优质岩盐资源优势进行盐资源的综合开发利用，已逐步建成晶昊盐化、富达盐化两个现代化生产基地，形成富有明显特色、具有较强竞争力的制盐和盐化工两大核心业务板块。公司子公司晶昊盐化、富达盐化均通过国家高新技术企业认定；其拥有的江西省岩盐资源井上井下循环利用工程研究中心获批为江西省省级工程研究中心。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 12.95 亿元/20.55 亿元/29.36 亿元，YOY 依次为 -6.25%/58.68%/42.86%，三年营业收入的年复合增速 28.57%；实现归母净利润 1.42 亿元/1.82 亿元/4.26 亿元，YOY 依次为 253.68%/28.14%/133.92%，三年归母净利润的年复合增速 119.68%。

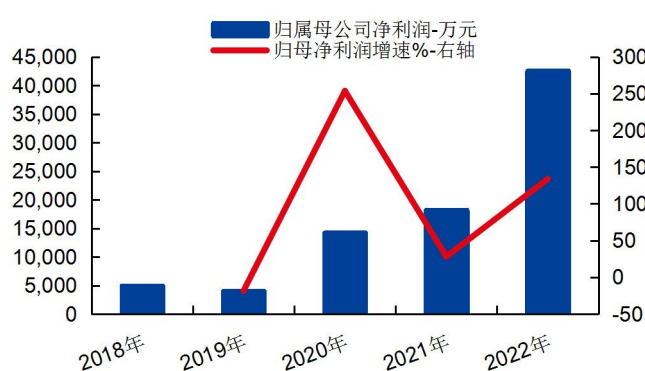
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为盐类(10.07 亿元，50.48%)、盐化工类(9.42 亿元，47.20%)、非盐商品销售(0.26 亿元，1.32%)、包装物(0.20 亿元，1.00%)。2019 年至 2022 年 1-6 月报告期间，盐类业务、盐化工业务是公司主要的收入来源，但盐化工业务的销售占比逐年上升，由 2019 年的 30.67%增至 47.20%。

图 1：公司收入规模及增速变化



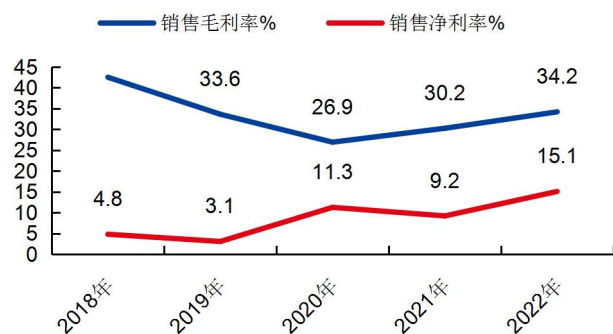
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



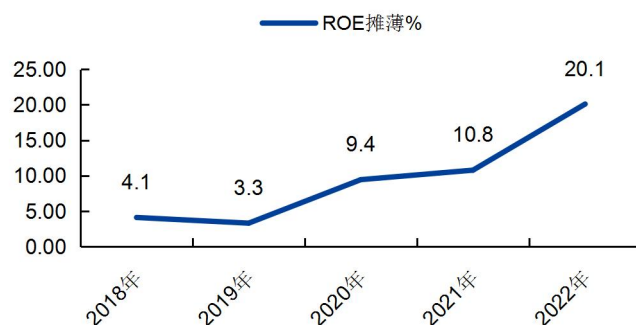
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主要产品包括食盐、工业盐等盐产品以及纯碱等盐化工产品。根据产品类别，公司分别归属于食用盐行业、工业盐行业以及纯碱行业。

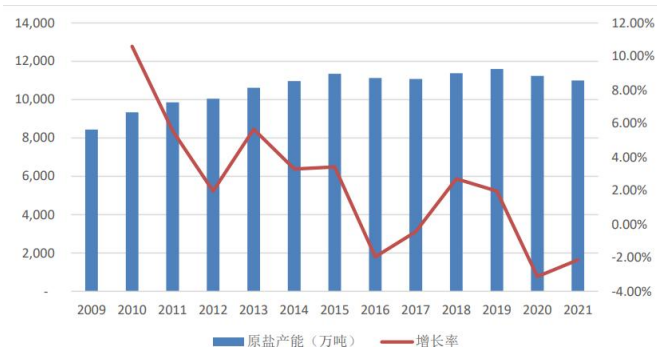
盐是化学工业的基础原料，广泛应用于化工、轻工、纺织印染、冶金、食品加工等国民经济的各个领域。按用途分类，盐产品可分为食盐、两碱用盐和小工业盐等。食盐是人们生活的必需品，其所含钠元素是人体生长发育中不可或缺的元素；两碱用盐是两碱行业的主要原材料，主要用于烧碱、纯碱的生产制造；小工业盐是除两碱用盐以外的工业盐，主要用于印染等行业。

1、食用盐行业

2017 年 1 月 1 日之前，我国食盐行业由国家专营管控，食盐销售采用专营管理方式，生产企业不能直接进入市场，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 日之后，我国在坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革，并未取消食盐专营，但生产企业可以直接进入流通渠道，各省级食盐批发企业可以开展跨省经营，同时放开食盐出厂、批发和零售价格，市场竞争相应有所加剧。

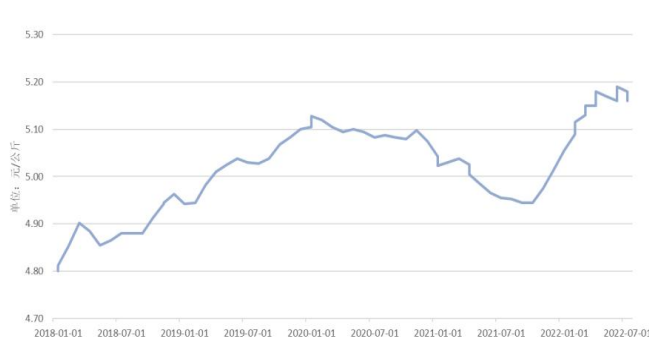
截至 2021 年底，国内原盐生产企业 200 多家，产能约 1.1 亿吨，产量 0.99 亿吨。2009 年以来，我国原盐产能增长 2,560 万吨，平均年增长为 2.53%。盐业体制改革后，食盐定价趋于市场化，在消化了盐改政策初期的影响因素后，随着市场竞争格局的逐步稳定，食盐零售价格亦随之呈现出稳中有升的趋势。

图 5：2009 年-2021 年我国原盐产能趋势图



资料来源：2021 中国盐业年鉴、中盐化工 2021 年年度报告，华金证券研究所

图 6：2018 年以来我国食盐零售价格趋势图



资料来源：wind，华金证券研究所

2、工业盐行业

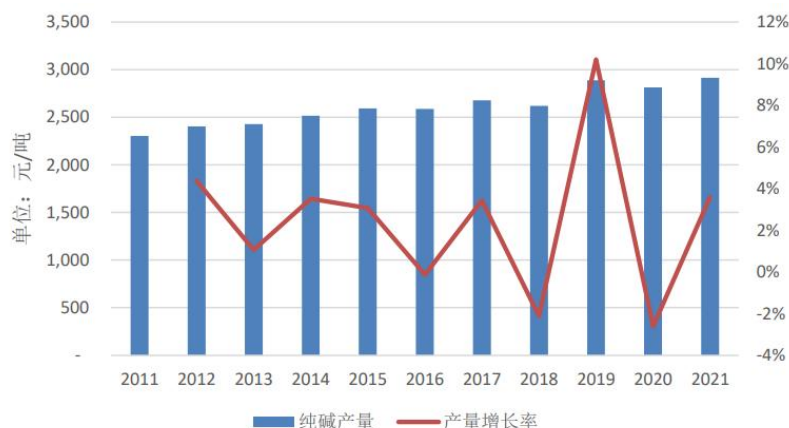
我国工业盐市场仍处于产能相对过剩的局面，工业盐作为一种工业用基础原材料，产品自身同质化程度较高。工业盐下游客户以两碱化工企业为主，需求量大，价格敏感度较高，两碱用盐占中国工业盐行业需求的 85% 左右，其余为印染、建筑、机械、石油工业等行业企业。

2011 年以来，由于宏观经济影响，国内两碱化工、印染等经济周期性较强的盐化工行业整体低迷，进入弱周期，国内工业盐行业相应受到影响。2021 年初以来，受供给侧结构性改革带来的落后产能退出及下游市场拉动影响，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、纯碱行业

2015 年至今，国内纯碱总产能变化不大，但行业集中度增加，拥有大型生产设备及环保装置的企业在市场波动中抗风险的能力增强；而中小产能企业面临的环保压力较大，存在被责令整改或者直接关停的风险。受产业政策影响，未来新建、扩建产能有限，行业准入门槛导致新建产能投资金额较大，预计未来行业内的企业将呈现集中度高，产能结构优化，产品质量高的局面。据国家统计局数据显示，2021 年度中国纯碱产量总计 2,913.30 万吨，比 2020 年的 2,812.40 万吨增长 3.59%。截止 2021 年底，国内具有 100 万吨以上（含）生产能力企业有 13 家，共计年产能 2,140 万吨。

图 7：2011 年-2021 年我国纯碱产量趋势图



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

2018 年纯碱产品的市场价处于高位，2019 年开始下行，2020 年在市场周期和新冠疫情双重影响下，市场价格大幅下调；2021 年随着疫情防控形势好转、全国大宗商品价格快速上涨以及下游光伏行业需求的带动，纯碱产品价格进入上涨周期。

图 8：2018 年以来全国纯碱市场交易价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司位于盐资源大省江西省，充足的原料资源为公司发展提供了较好保障。江西省拥有丰富的井矿盐资源，井矿盐产能位居全国前列，其生产连续性、供应稳定性上均优于海盐；岩盐资源亦为江西省的重要矿产资源之一，其出采的盐原料各项质量指标均远高于国家标准，如清江岩盐矿床单矿层氯化钠平均品位最高达 96.23%，而业内大部分矿层氯化钠平均品位在 50%-80% 之间。公司下属晶昊盐化和富达盐化均紧靠清江岩盐矿床，自有岩盐资源储量达 6.40 亿吨，且品位优质，为公司持续长远发展提供了坚实的资源保障。

2、公司是江西省内盐工业龙头，为省内唯一的政府食盐储备单位以及唯一的纯碱生产企业。公司是江西省内唯一的省级盐业公司，实际控制人为江西省国资委。公司为省内盐业龙头，在食盐供应上，公司作为江西省内唯一的政府食盐储备单位主导着食盐市场发展，其省内食盐市占率

在 70%以上；在盐工业相关产品上，公司是省内唯一的纯碱生产企业，且为华东、华南地区的主要的纯碱供应商之一，截至最新，公司具备纯碱产能 60 万吨/年。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目以及补充流动资金。

- 1、年产 60 万吨盐产品智能化技术升级改造工程**：本项目实施主体为发行人控股子公司富达盐化，拟以退城入园为契机，新建厂区并同时智能化技术升级改造工程。该项目拟采用“石灰-烟道气”卤水净化工艺、六效真空蒸发制盐工艺，可实现年产 60 万吨盐产品的规模；同时，利用 5G+工业互联网技术，采用分布式集散控制系统（DCS）对制盐生产过程进行自动化控制，实现数据互联互通和业务高效协同与智能化。本替代技改造工程完成后，将实现年产 60 万吨盐产品的规模。
- 2、年产 5.5 万吨高强硫酸钙综合利用工程**：本项目实施主体为发行人控股子公司晶昊盐化。晶昊盐化拟采用液相水热法工艺将纯碱车间产生的制碱淡钙液与盐硝车间的制盐排出母液反应生成的二水硫酸钙转化为 α -半水硫酸钙；采用热压法生产工艺制备硫酸钙晶须。项目建成后，将实现高强硫酸钙年产 5.5 万吨规模，其中 α -半水硫酸钙年产量 5 万吨，硫酸钙晶须年产量 5,000 吨，增强盐碱钙联合生产的可持续性。
- 3、营销网络升级及品牌推广项目**：本项目实施主体为发行人控股子公司华康公司。华康公司拟以公司现有的主要业务市场分布为依据，对现有的营销网络进行升级改造，包括推进其信息化建设，解决其仓储设施老旧技术落后资源浪费等问题并进行相关市场推广。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金 额(万元)	项目建设 期
1	年产 60 万吨盐产品智能化技术升级改造工程	56,686.88	50,000.00	18 个月
2	年产 5.5 万吨高强硫酸钙综合利用工程	15,337.19	15,337.19	14 个月
3	营销网络升级及品牌推广项目	8,643.99	8,643.99	36 个月
4	补充流动资金	21,000.00	21,000.00	--
	总计	101,668.06	94,981.18	--

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 29.36 亿元，同比增长 42.86%；实现归属于母公司净利润 4.26 亿元，同比增长 133.92%。结合市场需求与订单情况，公司初步预测，2023 年第一季度营业收入在 65,000-68,000 万元之间，同比变动-3.86%-0.57%；预计 2023 年第一季度净利润在 8,100-8,600 万元之间，同比变动-2.09%-3.96%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润在 8,000-8,500 万元之间，同比变动-2.29%-3.82%。

公司专注于盐及盐化工领域；根据业务的相似性，选取苏盐井神、雪天盐业为江盐集团的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年第四季度至 2022 年第三季度行业平均收入规模 67.67

亿元、可比 PE-TTM（算术平均）为 11.44X，销售毛利率为 33.07%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均，销售毛利率略高于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM (亿元)	收入增速 -TTM	归母净利 润-TTM (亿元)	净利润增 长率-TTM	销售毛利 率-TTM	ROE 摊 薄-TTM
603299.SH	苏盐井神	80.65	10.12	57.85	27.99%	7.97	270.79%	33.16%	15.94%
600929.SH	雪天盐业	119.58	12.76	77.49	219.32%	9.37	555.42%	32.98%	15.46%
601065.SH	江盐集团	/	/	29.36	42.86%	4.26	133.92%	34.19%	20.09%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：由于可比上市公司尚未披露 2022 年报，可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM 数据范围为 2021Q4-2022Q3；江盐集团的收入-TTM、净利润-TTM 数据为 2022 年全年数据。

（六）风险提示

产品价格波动的风险、原材料及能源价格波动的风险、毛利率波动风险、现有纯碱产能生产工艺来自苏盐井神及未来纯碱产能扩充不能取得授权的风险、房屋土地权属瑕疵的风险、盐业体制改革加剧市场竞争的风险、安全生产风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn