

高分红回报股东，扩能提供新增长动力

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报,实现营业收入62.62亿元,同比下降2.77%;归属于上市公司股东的净利润7.09亿元,同比下降7.86%。
- **产品结构持续优化,未来盈利中枢有望持续上移。** 公司持续优化产品结构,省内营销区域改革焕发活力,累计销售17.15万吨,同比增长31%,中高端盐销量同比增长33.8%,盈利能力有效提升,主场优势不断强化;省外市场销售小包盐29.33万吨,同比增长13%,同时营销渠道进一步做实,全国配送商数量同比增长超20%。从业绩来看,Q4环比Q3有明显改善,营收环比增长24.0%,归母净利润环比增长23.8%。全年分产品来看,公司各类盐实现营收23.6亿元,同比-11.19%,毛利率32.21%,同比减少2.33个百分点;烧碱类营收5.3亿元,同比-22.93%,毛利率17.50%,同比减少23.17个百分点;纯碱营收17.7亿元,同比-0.64%,毛利率41.93%,同比增加12.19个百分点;氯化铵营收8.2亿元,同比-2.24%,毛利率24.64%,同比减少22.30个百分点。其中烧碱类受到销售价格同比下滑影响,毛利率降幅较明显,氯化铵销售价格同比下降,导致毛利率同比下降,且本期外购9.26万吨农用化肥,营业成本同比增长,导致毛利率下降较为明显。受到主营产品毛利率下滑影响,公司23年业绩略微下滑。随着未来盐产品高端化,盈利能力有望增强。
- **产能持续扩张,打开成长空间。** 报告期内,湘渝盐化煤气化节能技术升级改造项目、湘澧盐化生态盐分级分筛车间建设项目、河北永大食盐提质改造项目、九二盐业园区热电联产项目及离子膜烧碱二期二阶段完善预留的4万吨/年项目等建成正式投产。其中湘渝盐化煤气化节能技术升级改造项目节能降耗效果明显,平均吨氨能耗同比下降约30%,低于行业标准和设计值,极大地降低了生产成本,技改后纯碱氯化铵双吨直接生产成本同比下降10%以上。九二盐业双氧水项目基本实现达产达效,产品质量指标均高于国标要求;湘渝盐化等四家盐化生产企业积极推动淘汰更换高耗能落后机电设备,预计年节约电费超千万元。此外,晶鑫科技成功并购长沙银腾,包装产业规模扩大;雪天盐碱新材料绿色低碳盐碱产业园项目前期立项工作基本完成,列入2024年湖南省十大产业项目;湘渝盐化100万吨联碱装置绿色固碳升级改造项目建设也在加快推进中。公司新布局产能逐步放量,产能的扩张将为公司业绩增长打开新空间。
- **高额分红重视股东回报。** 公司稳健的发展风格以及优秀的现金流表现(2021-2023年经营活动净收益/利润总额92.24%,103.91%,89.93%)是公司维持高额分红比例的底气。公司以2023年12月31日的总股本约16.59亿股为基数,向全体股东每10股派发人民币2.00元(含税),合计派发现金股利约3.32亿元,占当年度合并报表归属于上市公司普通股股东的净利润比例为46.82%。从2020-2023来看,公司年度现金分红比例高达50.51%,67.26%,47.92%,46.82%。公司高额分红,重视股东回报。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.52元、0.54元、0.55元,对应动态PE分别为12倍、11倍、11倍。公司新产能逐步放量,矿产资源丰富,维持“持有”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

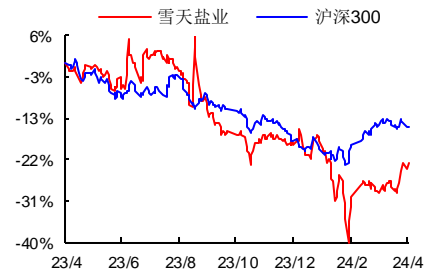
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	62.62	72.60	73.20	73.80
增长率	-2.77%	15.94%	0.83%	0.82%
归属母公司净利润(亿元)	7.09	8.61	9.03	9.14
增长率	-7.86%	21.44%	4.93%	1.21%
每股收益EPS(元)	0.43	0.52	0.54	0.55
净资产收益率ROE	8.92%	10.06%	9.69%	9.10%
PE	14	12	11	11
PB	1.32	1.20	1.10	1.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.59
流通A股(亿股)	12.38
52周内股价区间(元)	4.65-8.29
总市值(亿元)	100.71
总资产(亿元)	112.11
每股净资产(元)	4.61

相关研究

1. 雪天盐业(600929): 业绩回暖,“一体三翼”优化布局(2023-11-02)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司盐产品 2024-2026 年销量 500 万吨、550 万吨、600 万吨；价格综合历史数据，考虑到公司售价较高的高端小包装盐产品占比提高，判断 2024-2026 年均价为 550、560、570 元/吨，由于高端盐产品毛利率较高，预计 2024-2026 年毛利率为 34%。

假设 2：公司烧碱类产品 2024-2026 年销量 60 万吨；价格综合历史数据，考虑到下游经济复苏拉动的产品需求增加，判断 2024-2026 年均价分别为 900 元/吨，随着新产能工艺改善成本降低，毛利率为 20%、22%、25%。

假设 3：公司双氧水产品新产能建设完成，2024-2026 年销量 42 万吨；价格综合历史数据，判断 2024-2026 年均价为 1000 元/吨，毛利率为 30%。

假设 4：公司其他产品产量、价格和毛利率基本维持稳定

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
盐产品	收入	23.6	27.5	30.8	34.2
	增速		16.7%	12.0%	11.0%
	毛利率	32.2%	34.0%	34.0%	34.0%
烧碱类	收入	5.28	5.40	5.40	5.40
	增速		2.3%	0.0%	0.0%
	毛利率	17.4%	20.0%	22.0%	25.0%
纯碱	收入	17.68	14.70	14.70	14.70
	增速		-16.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	41.9%	35.0%	35.0%	35.0%
氯化铵	收入	8.23	8.55	8.55	8.55
	增速		3.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	24.7%	30.0%	30.0%	30.0%
双氧水	收入	1.20	4.20	4.20	4.20
	增速		250.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	32.5%	30.0%	30.0%	30.0%
芒硝	收入	1.15	1.25	1.25	1.25
	增速		8.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	46.9%	30.0%	33.0%	37.0%
其他主营业务	收入	5.50	5.50	5.50	5.50
	增速		0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	62.6	72.6	73.2	73.8
	增速		16.0%	0.8%	0.8%
	毛利率	30.6%	30.4%	30.6%	30.8%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 72.6 亿元（+15.9%）、73.2 亿元（+0.8%）和 73.8 亿元（+0.8%），归母净利润分别为 8.6 亿元（+21.4%）、9.0 亿元（+4.9%）、9.1 亿元（+1.2%），EPS 分别为 0.52 元、0.54 元、0.55 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、11 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选取了 2 家上市公司作为估值参考，其中云南能投具有食用盐生产业务，中盐化工具有纯碱业务。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002053.SZ	云南能投	101.7	11.1	0.45	0.83	0.98	1.18	18.4	13.3	11.3	9.4
600328.SH	中盐化工	120.7	8.2	0.62	0.76	1.07	1.20	6.2	10.8	7.7	6.8
平均值								12.3	12.0	9.5	8.1
600929.SH	雪天盐业	100.7	6.1	0.4	0.52	0.54	0.55	14.2	11.7	11.2	11.0

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 11.7 倍，行业平均值为 12 倍，公司新产能逐步放量，矿产资源丰富，维持“持有”评级。

风险提示

下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	62.62	72.60	73.20	73.80	净利润	7.30	9.03	9.41	9.55
营业成本	43.13	50.54	50.83	51.07	折旧与摊销	4.97	5.41	5.63	5.86
营业税金及附加	1.21	1.46	1.46	1.47	财务费用	-0.13	0.27	0.24	0.22
销售费用	4.12	4.57	4.25	4.35	资产减值损失	-0.15	-0.19	0.28	0.99
管理费用	3.98	4.07	3.66	3.32	经营营运资本变动	6.94	2.46	0.58	0.34
研发费用	2.30	2.69	2.64	2.21	其他	-8.48	0.24	1.68	-1.99
财务费用	-0.13	0.27	0.24	0.22	经营活动现金流净额	10.45	17.23	17.82	14.97
资产减值损失	-0.15	-0.19	0.28	0.99	资本支出	-5.44	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	其他	-3.72	-4.65	-2.94	-3.60
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.01	0.01	投资活动现金流净额	-9.16	-9.65	-8.94	-8.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.96	-1.64	0.00	0.00
营业利润	8.68	9.18	9.85	10.18	长期借款	-2.51	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	0.05	-0.16	-0.15	-0.13	股权融资	11.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	8.73	9.03	9.70	10.05	支付股利	-3.68	-1.42	-1.72	-1.81
所得税	1.44	0.00	0.29	0.50	其他	3.69	1.40	0.67	1.07
净利润	7.30	9.03	9.41	9.55	筹资活动现金流净额	10.10	-2.16	-1.56	-1.24
少数股东损益	0.21	0.42	0.38	0.40	现金流量净额	11.39	5.41	7.33	5.12
归属母公司股东净利润	7.09	8.61	9.03	9.14					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23.60	29.01	36.34	41.46	成长能力				
应收和预付款项	5.92	6.61	6.84	6.90	销售收入增长率	-2.77%	15.94%	0.83%	0.82%
存货	4.30	6.06	3.84	4.82	营业利润增长率	-14.63%	5.82%	7.33%	3.30%
其他流动资产	6.79	2.02	1.39	1.51	净利润增长率	-12.94%	23.71%	4.28%	1.42%
长期股权投资	1.23	1.23	1.23	1.23	EBITDA 增长率	-8.36%	9.99%	5.78%	3.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	55.57	56.36	57.93	58.27	毛利率	31.13%	30.38%	30.56%	30.80%
无形资产和开发支出	9.20	8.05	6.91	5.76	三费率	12.73%	15.98%	14.73%	13.69%
其他非流动资产	5.51	8.97	12.44	15.90	净利率	11.65%	12.43%	12.86%	12.93%
资产总计	112.11	118.31	126.91	135.85	ROE	8.92%	10.06%	9.69%	9.10%
短期借款	1.64	0.00	0.00	0.00	ROA	6.51%	7.63%	7.42%	7.03%
应付和预收款项	12.02	14.52	14.48	14.54	ROIC	11.49%	15.87%	17.36%	18.25%
长期借款	1.15	0.65	0.15	-0.35	EBITDA/销售收入	21.58%	20.48%	21.48%	22.03%
其他负债	15.54	13.43	15.13	16.73	营运能力				
负债合计	30.36	28.60	29.76	30.92	总资产周转率	0.61	0.63	0.60	0.56
股本	16.59	16.59	16.59	16.59	固定资产周转率	1.46	1.40	1.40	1.40
资本公积	39.98	39.98	39.98	39.98	应收账款周转率	61.64	74.65	67.53	68.36
留存收益	21.10	28.29	35.59	42.93	存货周转率	8.85	9.73	8.52	8.75
归属母公司股东权益	76.55	84.10	91.16	98.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.22%	—	—	—
少数股东权益	5.19	5.61	5.99	6.39	资本结构				
股东权益合计	81.74	89.71	97.15	104.94	资产负债率	27.08%	24.17%	23.45%	22.76%
负债和股东权益合计	112.11	118.31	126.91	135.85	带息债务/总负债	9.21%	2.28%	0.51%	-1.13%
					流动比率	1.48	1.75	1.91	2.12
					速动比率	1.33	1.51	1.76	1.93
					股利支付率	51.95%	16.47%	19.06%	19.76%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	13.51	14.87	15.72	16.26	每股收益	0.43	0.52	0.54	0.55
PE	14.21	11.70	11.15	11.02	每股净资产	4.61	5.07	5.49	5.94
PB	1.32	1.20	1.10	1.02	每股经营现金	0.63	1.04	1.07	0.90
PS	1.61	1.39	1.38	1.36	每股股利	0.22	0.09	0.10	0.11
EV/EBITDA	5.55	4.24	3.31	2.64					
股息率	3.66%	1.41%	1.71%	1.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
