



## Q2 业绩同比增长，海内外市场同步拓展

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24 年 H1 实现营业收入 30.18 亿元, 同比增长 2.71%; 归属于上市公司股东的净利润 3.29 亿元, 同比下降 1.30%; 其中 Q2 实现营业收入 14.62 亿元, 同比增长 1.75%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.42 亿元, 同比增长 12.16%。
- 产业结构优化, 未来盈利中枢有望持续上移。** 从业绩来看, 24 年上半年同比有所改善。分产品来看, 公司各类盐实现营收 11.6 亿元, 同比+0.78%; 烧碱类营收 2.8 亿元, 同比+6.74%; 纯碱营收 7.4 亿元, 同比-11.45%; 氯化铵营收 5.1 亿元, 同比 73.67%。单 Q2 看, 营收同比持续改善。Q2 分产品看, 各类盐实现营收 5.6 亿元, 同比-4.9%; 烧碱类营收 1.4 亿元, 同比+6.03%; 纯碱营收 3.9 亿元, 同比-8.57%; 氯化铵营收 2.1 亿元, 同比 151.64%。其中纯碱类受到销售价格同比下滑影响, 营收同比减少, 氯化铵受到出口需求增加影响, 营收增加。公司盐矿生产基地贴近西南、华南等消费市场, 较其他北方纯碱企业具有明显竞争优势。且随着未来高端化盐产品的不断推广, 盈利能力有望增强。
- 拓展海内外市场, 打开成长空间。** 2024 年上半年, 公司盐化产品累计销售 397.9 万吨, 同比增长 5.18%; 其中小包盐销量同比增长 16.4%。分市场来看, 公司省内小包盐销售同比增长 18.29%, 中高端盐销量同比增长 16.05%, 公司在省内充分发挥主场优势, 盈利能力有效提升; 省外业务方面, 公司省外市场小包盐销售同比增长 16.46%, 营销渠道持续拓展, 24 年上半年全国新增配送商 300 余个。海外市场方面, 小包盐当地版本持续突破, 缅甸版、老挝版已经进入市场销售并取得良好反馈, 菲律宾、加拿大版本正在设计中, 新加坡市场的开拓正在合作洽谈中, 大包盐已进入日本市场。公司高端盐产品在海内外市场的持续突破, 有望推动公司业绩进一步增长。
- 完善原料、应用全产业链建设, 产能布局日益完善。** 公司已由单纯的盐业向盐产业集群转变, 食盐、工业盐、日化用盐、芒硝、纯碱、氯化铵、烧碱、双氧水等业务板块协调发展, 形成了盐硝联产、盐碱联产、热电联产循环经济发展格局。2024 年上半年, 子公司雪天盐碱新材料绿色低碳盐碱产业园项目作为“2024 年湖南省十大产业项目”之一成功立项, 引领湖南省盐化产业转型升级, 推动省内石化盐化融合; 湘渝盐化联碱 100 万吨扩能项目加紧实施且年内建成, 并推进索特 MVR 制盐扩产项目。与此同时, 战新产业不断突破, 参股企业美特新材料 5000 吨钴酸锂扩产项目已全面投产, 锂电池正极材料产能由 2500 吨扩张至 7500 吨; 正极材料中试线项目开工建设; 湘渝盐化 1 万吨电池级纯碱有序实施。产业链的逐步完善有利于公司多元发展, 有效发挥资源优势。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.47 元、0.52 元、0.55 元, 对应动态 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 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	67.10	70.40	73.80
增长率	-2.77%	7.15%	4.92%	4.83%
归属母公司净利润 (亿元)	7.09	7.76	8.56	9.14
增长率	-7.86%	9.48%	10.32%	6.76%
每股收益 EPS (元)	0.43	0.47	0.52	0.55
净资产收益率 ROE	8.92%	9.16%	9.30%	9.19%
PE	12	11	10	9
PB	1.13	1.04	0.96	0.89

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)	12.41
52 周内股价区间(元)	4.65-8.29
总市值(亿元)	86.77
总资产(亿元)	116.37
每股净资产(元)	4.82

### 相关研究

- 雪天盐业 (600929): 高分红回报股东, 扩能提供新增长动力 (2024-04-11)
- 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：公司纯碱产品受到天然碱放量影响，售价和毛利率均小幅下降，2024-2026 年均价为 2100 元/吨，毛利率 35%。

假设 5：氯化铵产品受到需求增加影响，2024-2026 年均价为 950 元/吨，毛利率受到公司工艺提升降本影响，为 30%。

假设 6：芒硝产品售价基本稳定，2024-2026 年均价为 500 元/吨，毛利率受工艺改进影响小幅提升，为 30%。

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	26.1%	30.0%	30.0%	30.0%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
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	67.1	70.4	73.8
	增速		7.2%	4.9%	4.8%
	毛利率	30.6%	30.1%	30.4%	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 67.1 亿元（+7.2%）、70.4 亿元（+4.9%）和 73.8 亿元（+4.8%），归母净利润分别为 7.8 亿元（+9.5%）、8.6 亿元（+10.3%）、9.1 亿元（+6.8%），EPS 分别为 0.47 元、0.52 元、0.55 元，对应动态 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 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	99.1	10.8	0.45	0.82	0.98	1.16	23.7	13.1	11.0	9.3
600328.SH	中盐化工	112.3	7.6	0.62	0.82	1.00	1.14	12.2	9.3	7.6	6.7
平均值								18.0	11.2	9.3	8.0
600929.SH	雪天盐业	86.8	5.2	0.43	0.47	0.52	0.55	14.2	11.2	10.1	9.5

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2025 年估值为 10.1 倍，行业平均值为 9.3 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	67.10	70.40	73.80	净利润	7.30	8.14	8.92	9.54
营业成本	43.13	46.90	49.00	51.07	折旧与摊销	4.97	5.41	5.63	5.86
营业税金及附加	1.21	1.35	1.41	1.47	财务费用	-0.13	0.27	0.24	0.22
销售费用	4.12	4.23	4.08	4.35	资产减值损失	-0.15	-0.19	0.28	0.99
管理费用	3.98	3.76	3.52	3.32	经营营运资本变动	6.82	1.75	0.94	0.74
研发费用	2.30	2.48	2.53	2.21	其他	-8.36	0.18	1.63	-1.95
财务费用	-0.13	0.27	0.24	0.22	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>10.45</b>	<b>15.55</b>	<b>17.63</b>	<b>15.40</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9.16</b>	<b>-9.65</b>	<b>-8.94</b>	<b>-8.60</b>
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.96	-0.34	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>8.68</b>	<b>8.29</b>	<b>9.35</b>	<b>10.18</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>8.73</b>	<b>8.14</b>	<b>9.20</b>	<b>10.04</b>	支付股利	-3.68	-1.42	-1.55	-1.71
所得税	1.44	0.00	0.28	0.50	其他	3.69	1.40	0.67	1.07
净利润	7.30	8.14	8.92	9.54	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>10.10</b>	<b>-0.86</b>	<b>-1.39</b>	<b>-1.15</b>
少数股东损益	0.21	0.38	0.36	0.40	<b>现金流量净额</b>	<b>11.39</b>	<b>5.04</b>	<b>7.31</b>	<b>5.66</b>
归属母公司股东净利润	7.09	7.76	8.56	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	28.63	35.94	41.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5.92	6.11	6.58	6.90	销售收入增长率	-2.77%	7.15%	4.92%	4.83%
存货	4.30	5.62	3.71	4.87	营业利润增长率	-14.63%	-4.43%	12.72%	8.86%
其他流动资产	6.79	1.95	1.36	1.51	净利润增长率	-12.94%	11.53%	9.63%	6.98%
长期股权投资	1.23	1.23	1.23	1.23	EBITDA 增长率	-8.36%	3.41%	8.89%	6.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	55.57	56.36	57.93	58.27	毛利率	31.13%	30.10%	30.40%	30.80%
无形资产和开发支出	9.20	8.05	6.91	5.76	三费率	12.73%	16.01%	14.74%	13.69%
其他非流动资产	5.51	8.97	12.44	15.90	净利率	11.65%	12.13%	12.67%	12.93%
<b>资产总计</b>	<b>112.11</b>	<b>116.94</b>	<b>126.09</b>	<b>136.03</b>	ROE	8.92%	9.16%	9.30%	9.19%
短期借款	1.64	1.30	1.30	1.30	ROA	6.51%	6.96%	7.07%	7.01%
应付和预收款项	12.02	13.47	13.96	14.54	ROIC	11.49%	14.35%	16.42%	18.20%
长期借款	1.15	0.65	0.15	-0.35	EBITDA/销售收入	21.58%	20.83%	21.62%	22.03%
其他负债	15.54	12.70	14.74	16.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>30.36</b>	<b>28.12</b>	<b>30.15</b>	<b>32.22</b>	总资产周转率	0.61	0.59	0.58	0.56
股本	16.59	16.59	16.59	16.59	固定资产周转率	1.46	1.30	1.35	1.40
资本公积	39.98	39.98	39.98	39.98	应收账款周转率	61.64	72.08	68.89	69.68
留存收益	21.10	27.44	34.45	41.87	存货周转率	8.74	9.26	8.58	8.78
归属母公司股东权益	76.55	83.25	90.01	97.48	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	5.57	5.93	6.33	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>81.74</b>	<b>88.82</b>	<b>95.94</b>	<b>103.82</b>	资产负债率	27.08%	24.04%	23.91%	23.68%
负债和股东权益合计	112.11	116.94	126.09	136.03	带息债务/总负债	9.21%	6.94%	4.82%	2.95%
					流动比率	1.48	1.73	1.85	2.02
					速动比率	1.33	1.50	1.70	1.84
					股利支付率	51.95%	18.27%	18.13%	18.73%
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	13.51	13.98	15.22	16.26	每股收益	0.43	0.47	0.52	0.55
PE	12.24	11.18	10.14	9.50	每股净资产	4.61	5.02	5.43	5.88
PB	1.13	1.04	0.96	0.89	每股经营现金	0.63	0.94	1.06	0.93
PS	1.39	1.29	1.23	1.18	每股股利	0.22	0.09	0.09	0.10
EV/EBITDA	4.52	3.63	2.62	1.85					
股息率	4.24%	1.63%	1.79%	1.97%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

## 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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	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
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---