

2025 年 08 月 01 日

苏盐井神(603299.SH)

——优质盐化工区域龙头，盐穴储能价值或严重低估

投资要点：

- **盐业龙头深耕“盐+储能”，低负债高现金流盈利稳定。**公司为华东盐业龙头，实控人江苏省国资委，核心业务为盐及盐化工，并深耕盐穴综合利用进入建设落地期。公司盐产品主要为食盐及工业盐，盐化工产品主要为纯碱，合计贡献 85% 的营收毛利，近三年产品顺价稳定，并受益煤炭价格下行，归母净利润/经营性现金流净额/货币资金稳定在 7/13/25 亿元中枢，2022–2024 年负债率持续下降，2024 年有息负债率仅 12%。公司盐穴综合利用方向为盐穴储天然气、盐穴压缩空气储能、盐穴储小分子气体，在能源安全及碳中和背景下，均具备积极的发展前景，其中盐穴储天然气业务进入建设落地期，“盐+储能”双轮驱动，未来 5 年有望持续贡献显著业绩增量。
- **盐碱钙一体化发展，盐产品顺价稳定仍有增量。**公司盐产品在煤炭价格高涨时期顺价稳定，当前受益于煤炭价格下行带来的成本下降，盈利可保持相对稳定，2024 年实现盐产品/碱产品/钙产品销量 774/76/32 万吨，且未来盐产品销量仍有较大增长空间，公司于 2025 年 4 月 29 日公告拟定增不超过 18 亿元发展储气库卤水制盐项目，预计增加 300 万吨/年固体盐、150 万方/年液体盐产量，2030 年公司盐及盐化工产品有望实现 1200 万吨产能。此外，公司独创井下循环制碱技术，是氨碱法的升级改造，生产纯碱的同时实现氯化钠和氯化钙的高效利用，碱渣填腔不仅实现环保处置，还有效规避地下盐腔带来的地质安全隐患，具备盐碱钙一体化绿色发展优势。
- **江苏天然气需求居全国首位，季节性调峰储气需求旺盛。**国内天然气作为供暖的重要能源，存在显著的季节性需求差异，旺季为 11 月至次年 3 月，淡季为 4 月至 9 月，且天然气在淡旺季存在较明显价差。为应对季节性波动，缓解冬季采暖用气需求激增的供需紧张，同时保障国内民生、工业用气安全，对天然气进行一定比例的储备十分必要。据国际天然气信息中心数据，截至 2023 年底，全国天然气储气库和液化天然气(LNG)罐的总储气能力为 378 亿方，占 2023 年天然气消费量的 9.6%，主流发达国家储气水平可达 10%–20%，我国储气量仍有提升空间，盐穴储气可充分补足国内储气需求。公司盐穴储气库作为稀缺的天然气存储资源，具备天然气季节性调峰能力，且处在国内天然气消费需求最大的江苏省，公司可在淡季低价购气并注入储气库存储，在旺季从储气库采气并以相对高价出售，从而赚取价差，公司储气库商业模式的底层支撑既是需求季节性不均，又是稀缺盐穴储气资源的价值实现。
- **盐穴储气业务高速发展，库容增量有望助公司进入持续增长期。**公司目前规划建设 2 大储气库项目，其中张兴储气库 31 亿方库容（预计 2030 年前全部投产）、杨槐储气库 50 亿方库容（计划 2025 完成可行性研究），且预计张兴储气库或在 2030 年前额外增加约 20 亿方库容建设，从而有望实现 2030 年约 50 亿方库容，叠加杨槐储气库未来投产，公司或将实现 100 亿方库容远景目标。张兴储气库 2022 年开始建设，预计即将进入大规模运营业绩释放期，截至 2025 年 6 月张兴储气库已具备库容能力 6.1 亿方，据我们保守测算，截至 2030 年，若张兴储气库实现约 50 亿方库容规模，有望实现 4.1 亿元归母净利润增量，若截至 2035 年公司实现 100 亿方的库

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邱达治

SAC: S1350525050001

qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 31 日

收盘价(元)	10.48
一年内最高/最低(元)	12.86/8.82
总市值(百万元)	8,191.78
流通市值(百万元)	8,145.55
总股本(百万股)	781.66
资产负债率(%)	37.23
每股净资产(元/股)	7.97

资料来源：聚源数据

容规模，则有望助力公司进入维持 10 年的业绩增长期，2035 年或将实现 10.2 亿元的归母净利润增量。

- **压缩空气储能及小分子气体存储项目快速推进，持续开拓盐穴资源利用领域。**2024 年 1 月，公司拟与国信集团、淮安产投成立合资公司，合作建设压缩空气储能项目，公司出资 4.25 亿元，持股 34%，该项目一期 300 兆瓦机组已于 2025 年 7 月并网发电。此外，2025 年 1 月，公司与广钢气体签署小分子气体储备中心项目合作协议，3 月 27 日，项目正式开工建设，按照“2025 年签约、2025 年开工、2025 年达注气条件”的“三个当年”目标，目前项目正在有序推进中。公司坚持以盐穴利用推动新业务发展壮大，持续深耕“盐+储能”产业链，探索盐穴资源利用领域，挖掘盐穴利用价值，打造第二增长曲线。
- **盈利预测与评级：**公司传统业务具备成本优势；**盐穴储气等综合利用手段，为公司打开第二成长曲线，从周期化工领域进入公用事业运营领域，且具备持续增长空间，天花板较高，有望给公司带来业绩和估值的双增。**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 7.1、9.2、11.3 亿元，当前股价对应 PE 为 11.6、8.9、7.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**盐产品价格超预期下跌，纯碱价格超预期下跌，盐穴储气项目建设不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,682	5,344	5,560	6,728	7,727
同比增长率（%）	-4.80%	-5.95%	4.03%	21.02%	14.84%
归母净利润（百万元）	738	769	705	917	1,130
同比增长率（%）	-8.15%	4.15%	-8.28%	29.97%	23.27%
每股收益（元/股）	0.94	0.98	0.90	1.17	1.45
ROE（%）	13.31%	12.70%	10.95%	13.20%	14.93%
市盈率（P/E）	11.09	10.65	11.61	8.94	7.25

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,606	2,087	2,340	2,695
应收票据及账款	805	875	1,059	1,217
预付账款	24	28	34	39
其他应收款	19	19	23	27
存货	452	535	637	718
其他流动资产	101	81	99	113
流动资产总计	4,007	3,625	4,193	4,808
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	3,080	3,200	3,521	4,033
在建工程	1,440	1,666	1,660	1,420
无形资产	642	642	663	684
长期待摊费用	7	5	3	1
其他非流动资产	470	467	442	416
非流动资产合计	5,809	6,150	6,458	6,724
资产总计	9,817	9,776	10,651	11,532
短期借款	265	0	0	0
应付票据及账款	1,354	1,253	1,494	1,683
其他流动负债	1,051	1,037	1,238	1,400
流动负债合计	2,670	2,290	2,732	3,083
长期借款	651	593	510	402
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	690	631	548	441
负债合计	3,360	2,921	3,280	3,524
股本	782	782	782	782
资本公积	1,728	1,728	1,728	1,728
留存收益	3,543	3,931	4,435	5,056
归属母公司权益	6,053	6,441	6,945	7,566
少数股东权益	403	413	426	442
股东权益合计	6,457	6,854	7,371	8,008
负债和股东权益合计	9,817	9,776	10,651	11,532

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	780	593	808	1,024
折旧与摊销	389	404	437	480
财务费用	-11	28	19	13
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	104	-252	128	91
其他经营现金流	26	103	103	103
经营性现金净流量	1,283	871	1,489	1,705
投资性现金净流量	-442	-721	-721	-721
筹资性现金净流量	-1,322	-669	-515	-630
现金流量净额	-479	-519	254	355

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,344	5,560	6,728	7,727
营业成本	3,440	3,662	4,365	4,918
税金及附加	122	127	153	176
销售费用	432	434	518	579
管理费用	330	344	404	477
研发费用	239	249	296	332
财务费用	-11	28	19	13
资产减值损失	-3	-3	-4	-4
信用减值损失	-8	-9	-10	-10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	42	42	42	42
其他收益	99	99	99	99
营业利润	928	851	1,105	1,362
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	6	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	926	850	1,104	1,361
所得税	147	134	175	215
净利润	780	715	929	1,146
少数股东损益	11	10	13	16
归属母公司股东净利润	769	705	917	1,130
EPS(元)	0.98	0.90	1.17	1.45

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.95%	4.03%	21.02%	14.84%
营业利润增长率	2.37%	-8.27%	29.93%	23.24%
归母净利润增长率	4.15%	-8.28%	29.97%	23.27%
经营现金流增长率	-1.10%	-32.13%	71.03%	14.51%
盈利能力				
毛利率	35.63%	34.13%	35.13%	36.35%
净利率	14.59%	12.86%	13.81%	14.83%
ROE	12.70%	10.95%	13.20%	14.93%
ROA	7.83%	7.22%	8.61%	9.80%
估值倍数				
P/E	10.65	11.61	8.94	7.25
P/S	1.53	1.47	1.22	1.06
P/B	1.35	1.27	1.18	1.08
股息率	4.23%	3.88%	5.04%	6.21%
EV/EBITDA	6	6	5	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。