

雪天盐业 (600929)

证券研究报告

2022年10月28日

高端战略推动量价齐升，协同发展拓宽业务覆盖

事件：公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入46.93亿元，与上年同期(调整后)相比增长53.44%；实现归母净利润6.17亿元，同比增长149.25%；实现扣非归母净利润6.35亿元，同比增长759.33%。其中，单三季度实现营业收入13.98亿元，与上年同期(调整后)相比增长27.84%；实现归母净利润1.56亿元，同比增长87.11%；实现扣非归母净利润1.58亿元，同比增长1172.44%。

小包盐高端战略稳步向好，盐化工产能释放各产品量价齐升。公司22Q3实现营收13.98亿元，同比增长27.84%。细分业务来看，公司22Q3各类盐共实现营业收入6.12亿元，同比增幅达52.97%，占比43.78%；烧碱实现营收1.59亿元，同比增长75.9%；纯碱实现营收3.47亿元。全国化节奏稳健，省外分公司销量持续大幅增长，单三季度省外营业收入达11.66亿元，同比增长180.57%，占比83.42%。22Q3公司业绩增长亮眼，主要系一则食用盐销售结构优化，均价提高，叠加省外市场拓展，销量增幅扩大显著。二则盐化工主要产品量价齐升，纯碱产品与电池材料企业展开合作测试，探索新能源发展机遇；年内烧碱产能通过技改将从20万吨提至24万吨，产能有望进一步释放。

主要产品量价齐升，推动利润显著上涨。公司22Q3归母净利润1.56亿元，同比上涨87.11%。22Q3实现毛利率35%，同比上升6.81pcts；归母净利率为11.15%，同比上升3.53pcts。公司盈利能力提升主要系收入增长、产品盈利能力提升所致。公司22Q3销售/管理/财务/研发费用率分别为5.81%/8.00%/5.14%/-0.03%，同比变动-6.76/-2.04/-2.75/-1.06pcts，相对保持稳定。21年公司完成湘渝盐化注入后，成本压力得以分摊。公司主要产品量价齐升，食用盐结构升级成效释放，盈利能力显著提升，利润空间逐步打开。

公司食用盐+盐化工双轮驱动，业务布局着眼长远。一方面，公司持续推进食用盐高端化销售，同时开展省内营销模式改革，省内深耕细作，省外快速打开空间，针对受众精准投放扩大品牌影响力；另一方面，公司盐化工通过收购等方式拓展业务，促进协同发展。目前纯碱供给端生产扩产存在限制，下游新能源需求缺口尚存，公司积极关注钠电池的产业进展，探索电池产业合作机会。此外，子公司湘衡盐化盐穴资源丰富，盐穴储能具有良好的开发前景。预判22年纯碱价格或维持高位震荡，烧碱、氯化铵等价格或高位持稳，公司增长态势稳健。

盈利预测：预计2022-2024年实现营收64.30/78.12/93.80亿元，同比+34.50%/+21.50%/+20.07%；归母净利润9.71/13.28/17.51亿元，同比+141.77%/+36.74%/+31.87%，EPS为0.66/0.90/1.19元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济周期、主要能源价格变动、业务拓展不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,164.48	4,780.26	6,429.61	7,811.91	9,379.55
增长率(%)	(4.73)	120.85	34.50	21.50	20.07
EBITDA(百万元)	505.73	1,083.30	1,685.40	2,074.52	2,567.75
归属母公司净利润(百万元)	145.35	401.71	971.23	1,328.01	1,751.22
增长率(%)	(1.12)	176.37	141.77	36.74	31.87
EPS(元/股)	0.10	0.27	0.66	0.90	1.19
市盈率(P/E)	84.10	30.43	12.59	9.20	6.98
市净率(P/B)	4.49	2.42	1.95	1.77	1.59
市销率(P/S)	5.65	2.56	1.90	1.56	1.30
EV/EBITDA	10.42	9.10	6.68	4.24	3.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学原料
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	7.91元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,474.48
流通A股股本(百万股)	1,042.73
A股总市值(百万元)	11,663.14
流通A股市值(百万元)	8,247.99
每股净资产(元)	4.11
资产负债率(%)	28.79
一年内最高/最低(元)	11.27/5.86

作者

吴文德	分析师
SAC执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	
刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
赵婕	联系人
zhaojie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《雪天盐业-半年报点评:双轮驱动业绩显著提升,布局长远多业务共同发力》2022-08-12
- 《雪天盐业-公司点评:量价齐升业绩高增亮眼,供需拉动有望维持强劲势头》2022-07-14
- 《雪天盐业-年报点评报告:需求景气量价齐升,湘渝盐化并入贡献显著增量》2022-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	483.42	713.04	944.62	3,828.43	4,215.41	营业收入	2,164.48	4,780.26	6,429.61	7,811.91	9,379.55
应收票据及应收账款	81.99	104.04	571.70	284.64	393.47	营业成本	1,482.48	3,353.36	4,065.79	4,839.37	5,635.75
预付账款	38.28	76.43	63.52	113.32	84.25	营业税金及附加	61.14	103.18	178.17	201.92	253.25
存货	215.96	557.37	657.79	667.14	841.86	销售费用	195.13	342.27	405.07	503.87	590.91
其他	643.82	1,463.89	1,194.88	1,285.83	1,359.08	管理费用	159.17	334.33	392.21	484.34	572.15
流动资产合计	1,463.47	2,914.76	3,432.51	6,179.36	6,894.08	研发费用	84.99	187.88	205.75	253.89	290.77
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	20.05	29.84	10.56	(11.55)	(21.94)
固定资产	1,805.81	3,183.60	2,706.11	2,228.61	1,751.12	资产/信用减值损失	(4.27)	4.67	(1.30)	(0.30)	1.03
在建工程	567.11	1,093.50	1,093.50	1,093.50	1,093.50	公允价值变动收益	3.77	18.12	(30.74)	15.37	0.00
无形资产	586.01	861.17	813.84	766.51	719.18	投资净收益	2.19	1.34	5.71	3.08	3.38
其他	149.98	323.21	299.43	305.17	295.37	其他	(22.81)	(97.42)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3,108.91	5,461.47	4,912.88	4,393.79	3,859.17	营业利润	182.65	502.70	1,145.75	1,558.22	2,063.06
资产总计	4,572.37	8,376.24	8,345.38	10,573.16	10,753.25	营业外收入	3.95	10.61	7.69	7.42	8.57
短期借款	277.65	201.69	0.00	208.84	174.34	营业外支出	6.01	42.72	20.18	22.97	28.62
应付票据及应付账款	309.35	885.12	288.20	1,229.04	571.21	利润总额	180.58	470.59	1,133.26	1,542.66	2,043.01
其他	344.92	923.33	985.46	1,194.31	1,221.64	所得税	24.28	29.56	70.26	96.27	127.48
流动负债合计	931.92	2,010.14	1,273.66	2,632.19	1,967.18	净利润	156.30	441.03	1,062.99	1,446.40	1,915.52
长期借款	0.00	96.50	48.25	72.38	60.31	少数股东损益	10.95	39.32	91.77	118.38	164.31
应付债券	611.97	635.66	415.88	554.50	535.34	归属于母公司净利润	145.35	401.71	971.23	1,328.01	1,751.22
其他	108.60	217.70	142.42	156.24	172.12	每股收益(元)	0.10	0.27	0.66	0.90	1.19
非流动负债合计	720.57	949.85	606.55	783.12	767.78	主要财务比率					
负债合计	1,713.30	3,176.98	1,880.21	3,415.31	2,734.96	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	138.77	155.64	208.13	263.15	337.87	成长能力					
股本	917.75	1,350.17	1,474.48	1,474.48	1,474.48	营业收入	-4.73%	120.85%	34.50%	21.50%	20.07%
资本公积	588.47	2,356.27	2,898.91	2,898.91	2,898.91	营业利润	-6.60%	175.23%	127.92%	36.00%	32.40%
留存收益	1,105.51	1,271.74	1,827.32	2,444.53	3,240.85	归属于母公司净利润	-1.12%	176.37%	141.77%	36.74%	31.87%
其他	108.57	65.44	56.33	76.78	66.18	获利能力					
股东权益合计	2,859.07	5,199.25	6,465.17	7,157.85	8,018.29	毛利率	31.51%	29.85%	36.76%	38.05%	39.91%
负债和股东权益总计	4,572.37	8,376.24	8,345.38	10,573.16	10,753.25	净利率	6.72%	8.40%	15.11%	17.00%	18.67%
现金流量表(百万元)						ROE	5.34%	7.96%	15.52%	19.26%	22.80%
净利润	156.30	441.03	971.23	1,328.01	1,751.22	ROIC	6.66%	17.29%	22.47%	27.41%	55.23%
折旧摊销	233.92	417.78	524.82	524.82	524.82	偿债能力					
财务费用	22.68	35.81	10.56	(11.55)	(21.94)	资产负债率	37.47%	37.93%	22.53%	32.30%	25.43%
投资损失	(2.19)	(1.34)	(5.71)	(3.08)	(3.38)	净负债率	14.24%	9.43%	-5.68%	-40.02%	-40.85%
营运资金变动	(368.32)	(484.00)	(963.79)	1,295.33	(974.84)	流动比率	1.47	1.31	2.69	2.35	3.50
其它	176.63	191.12	61.02	133.75	164.31	速动比率	1.26	1.06	2.18	2.09	3.08
经营活动现金流	219.01	600.40	598.13	3,267.29	1,440.19	营运能力					
资本支出	615.06	2,614.20	75.27	(13.82)	(15.88)	应收账款周转率	26.81	51.39	19.03	18.24	27.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	10.00	12.36	10.58	11.79	12.43
其他	(1,121.82)	(3,708.28)	(8.08)	(13.85)	19.26	总资产周转率	0.53	0.74	0.77	0.83	0.88
投资活动现金流	(506.76)	(1,094.08)	67.20	(27.66)	3.38	每股指标(元)					
债权融资	381.79	282.86	(636.67)	397.91	(1.50)	每股收益	0.10	0.27	0.66	0.90	1.19
股权融资	40.16	1,886.88	202.93	(753.72)	(1,055.08)	每股经营现金流	0.15	0.41	0.41	2.22	0.98
其他	144.54	(2,346.41)	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.84	3.42	4.24	4.68	5.21
筹资活动现金流	566.49	(176.67)	(433.74)	(355.82)	(1,056.58)	估值比率					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	84.10	30.43	12.59	9.20	6.98
现金净增加额	278.74	(670.35)	231.58	2,883.81	386.98	市净率	4.49	2.42	1.95	1.77	1.59
						EV/EBITDA	10.42	9.10	6.68	4.24	3.30
						EV/EBIT	19.16	14.73	9.70	5.67	4.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com