

苏盐井神是江苏省盐及盐化工领先企业。于2015年上市，主要从事盐矿的开采、盐及盐化工产品的生产与销售，主营产品包括食盐、两碱工业盐、小工业盐和纯碱。产能包括制盐生产能力500万吨（食盐120万吨）、纯碱60万吨、元明粉50万吨、氯化钙35万吨。2022年，公司生产食盐116万吨、工业盐578万吨、纯碱73万吨、元明粉27万吨、氯化钙30万吨。公司2022年实现营业总收入59.69亿元，同比增长25.37%，实现归母净利润8.04亿元，同比增长140.47%。

盐业区域龙头格局形成，公司区域优势明显。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；工业盐是烧碱、纯碱、印染等行业生产必须的原材料。目前我国注册的盐企大约有290家，其中食盐定点生产企业达131家，食盐上市企业主要有苏盐井神、鲁银投资以及云南能投。从行业市场占比方面看，我国盐业企业具有数量多、规模小、分布零散、实力整体较弱的特点，行业市场集中度较低。2021年鲁银投资食盐产品市场占比为11.74%，苏盐井神食盐产品市场占比为9.4%，云南能投食盐产品市场占比为2.69%，行业内区域龙头格局逐步形成。公司是国内最大的食盐生产企业之一，地处交通便利、人口密集的华东地带，区域优势明显。

纯碱高景气运行，盐化一体企业具成本优势。经多年落后产能出清，纯碱行业产能整体保持平稳下产能利用率回升至较高水平，2021-2023年行业经历了高景气运行的三年，纯碱生产企业盈利能力大幅提升。当前，纯碱行业有望迎来新一轮的供给新增，一方面是旧有产能搬迁，另一方面是远兴能源500万吨天然碱法纯碱的逐步投放，加上其他在建项目预计2023年全年合计将新增670万吨。天然碱法纯碱具有明显低成本优势，且新增产能较多，预计行业紧张的供需关系将得到缓解，料纯碱价格长期会有所回落。公司具备纯碱产能60万吨，盐生产能力500万吨，随着盐价逐步抬升，公司具有“井下循环盐钙联产制碱”的工艺优势、全卤制碱的资源优势及水运物流的运输优势等综合叠加，吨碱制造成本比同类企业相对较低，盈利能力在行业内处于领先水平。

投资建议：公司具备盐化产业链一体化优势，食盐行业格局稳中向好，有利于公司长期平稳发展，我们预计，2023-2025年公司归母净利润分别为6.72/6.55/7.48亿元，对应EPS分别为0.86/0.84/0.96元/股，对应2023年5月26日股价的PE为11/11/10倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：盐行业竞争加剧的风险；能源价格波动的风险；下游需求不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5969	5722	5598	5737
增长率(%)	25.4	-4.1	-2.2	2.5
归属母公司股东净利润(百万元)	804	672	655	748
增长率(%)	140.5	-16.4	-2.5	14.2
每股收益(元)	1.03	0.86	0.84	0.96
PE	9	11	11	10
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年5月26日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

9.33元


分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李家豪

执业证书：S0100122060011

电话：15919000973

邮箱：lijiahao@mszq.com

相关研究

1. 化工行业2023年度投资策略：守得云开见月明，百花齐放总是春-2023/01/04
2. 把握确定性，拥抱新技术——化工行业2022年度中期投资策略-2022/07/11

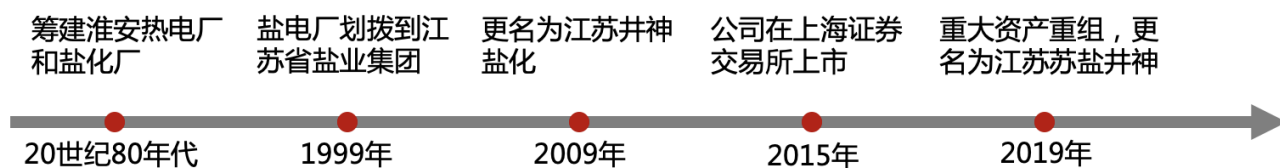
目录

1 江苏省域盐及盐化工行业巨头	3
2 盐行业：食盐市场化趋势不改，盐行业多区域龙头格局形成	6
3 纯碱：新能源推动需求继续增长，供给进入新一轮扩产期	10
4 依托资源区位优势，盐化一体纵向布局	12
5 盈利预测与投资建议	14
5.1 盈利预测假设与业务拆分	14
5.2 估值分析及投资建议	15
6 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 江苏省域盐及盐化工行业巨头

苏盐井神是江苏省盐业集团有限责任公司控股的子公司，于 2015 年上市，主要从事盐矿的开采、盐及盐化工产品的生产与销售，主营产品包括食盐、两碱工业盐、小工业盐和纯碱。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司盐及盐化工生产能力全国居前，连续多年入选中国制盐行业十强企业。公司拥有 8 个井矿盐采矿权，保有资源储量逾 120 亿吨，储量丰富、品质优良、矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高，年许可开采量约 1200 万吨；盐及盐资源加工产品年总产量超 800 万吨，位居全国盐行业前列，其中制盐生产能力 500 万吨（其中食盐 120 万吨）、纯碱 60 万吨、芒硝 50 万吨、氯化钙 35 万吨。

公司主要产品包括盐类（食盐、两碱工业盐、小工业盐）、纯碱、元明粉、氯化钙，其中制盐生产能力 500 万吨（食盐 120 万吨）、纯碱 60 万吨、元明粉 50 万吨、氯化钙 35 万吨。2022 年，公司生产食盐 116 万吨、工业盐 578 万吨、纯碱 73 万吨、元明粉 27 万吨、氯化钙 30 万吨。

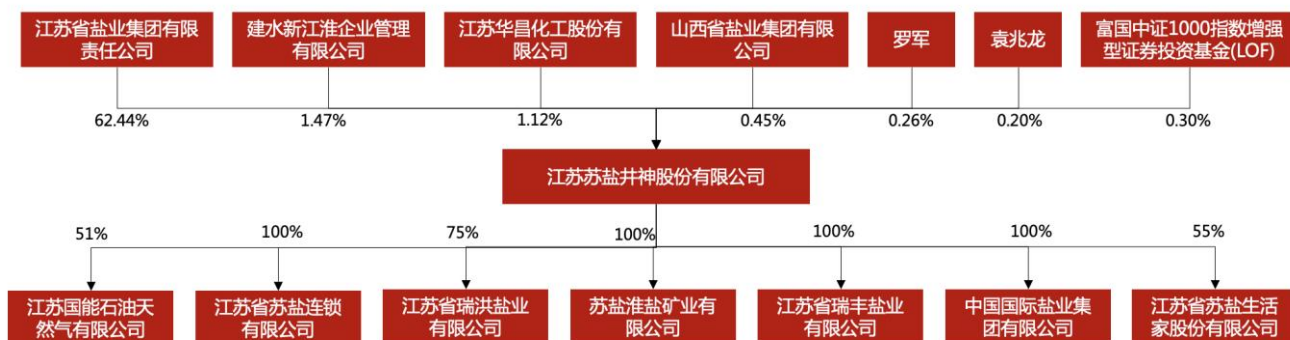
表1：公司主营产品

产品	用途	产能, 万吨/年	2022 年产量, 万吨
食盐	日常生活中不可或缺的调味品，主要用于食品、酿造腌制、调味料、食品加工等	500 万吨（食盐 120 万吨）	116
小工业盐	主要用于印染、制革、建筑、化工、机械等行业		578
两碱用盐	用于纯碱、氯碱行业		
元明粉	主要应用于洗涤剂、硫化碱、印染、玻璃、造纸、纺织、制革、冶金、合成纤维等工业	50	27
纯碱	主要用于玻璃、冶金、日化、医药等行业	60	73
氯化钙		35	30

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

公司最大股东为江苏省盐业集团有限责任公司，持股 62.44%，其他股东分散且持股较少。主要的控股子公司有 11 家，其中 6 家为全资子公司。

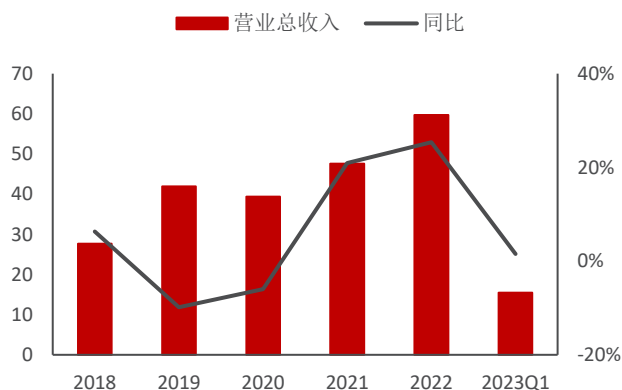
图2：公司股权穿透图（截至2023年一季度）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

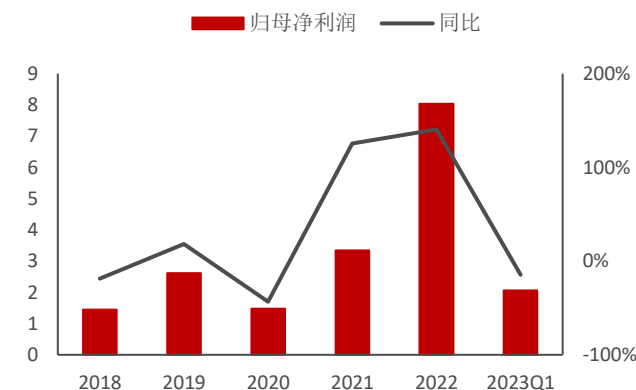
营收规模稳中向上，盈利能力大幅提升。公司营收规模从2018年的27.6亿元上升到2022年的59.7亿元，CAGR为21.2%，其中在经历2019年公司的重大资产重组后，公司的营业收入实现台阶式提升至41.9亿元，2019-2022年期间一直维持稳中向上的态势。公司归母净利润从2018年的1.5亿元上升到2022年的8.0亿元，CAGR为53.5%，2019年之前公司归母净利润一直维持在2亿元以下，由于2019年公司的资产重组，归母净利润也有小幅度上涨至2.6亿元，2020年稍有回落，随着盐行业和纯碱行业高景气运行，21-22年公司利润快速增长。

图3：2018-2023Q1 收入（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

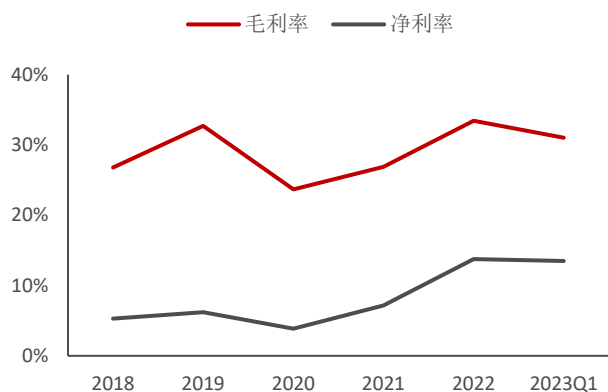
图4：2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

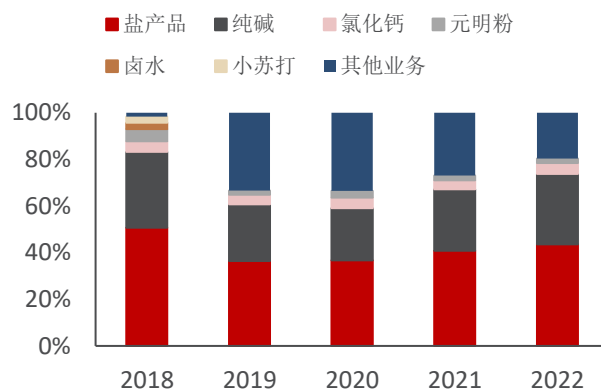
在毛利率和净利率方面，2018-2020年期间，公司的毛利率一直维持在30%左右波动，净利率在5%左右波动，在近三年维持上升态势，2022年的毛利率和净利率分别达到33%和14%。业务结构上，盐产品和纯碱业务的收入稳中有增，占总收入占比分别维持在40%和30%左右，2019年重大资产重组后其他业务板块占比大幅提升，其他业务收入在总收入中占比为20-30%。

图5: 销售毛利率和销售净利率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 2018-2022 年收入结构情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 盐行业：食盐市场化趋势不改，盐行业多区域龙头格局形成

按用途分类，盐产品可分为食盐、两碱工业盐和小工业盐。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；两碱工业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；小工业盐是除两碱工业盐以外的工业盐，主要用于印染等行业。

两碱工业盐、小工业盐的产销量主要取决于两碱行业等下游的运行情况，周期性较为明显。食用盐为居民日常生活的必需品，产销量相对稳定，除冬季因居民腌制食品促使食盐需求量在此期间上升外，需求周期性较弱。但由于减盐运动的推进以及人口规模整体稳定，国内食盐消费总量稳定在 1000 万吨左右，并有缓慢下降的趋势。从产品价格来看，盐改之后，食盐批发价格大幅下降，但商超终端食盐价格基本保持稳定，利润从批发企业转移到了零售企业。总体上国内现有食盐产能大于消费需求，存在一定程度的供大于求，因此产销一体、渠道掌控能力较强的企业应对挑战的能力更强。

近年来，随着盐改的进行，盐企之间的竞争加剧。2016 年 4 月 22 日，国务院实施了《盐业体制改革方案》(国发[2016]25 号)，在坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革，在两年的过渡期内主要取消了食盐产销区域限制，允许省级食盐批发企业、食盐定点生产企业开展跨省自主经营，促使食盐销售定价更趋市场化。盐改的实施为我国食盐行业及业内各企业发展带来了显著影响，为了抢占市场，各大盐企成为食用盐产品研发的主力军，对产品开发力度不断增大，使之朝着“天然绿色、生态健康、功能细分”等方向发展，各盐企之间的差异化竞争愈发激烈。

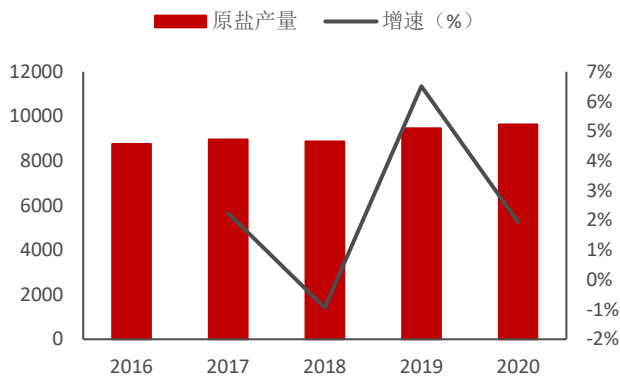
图7：食盐上下游关系



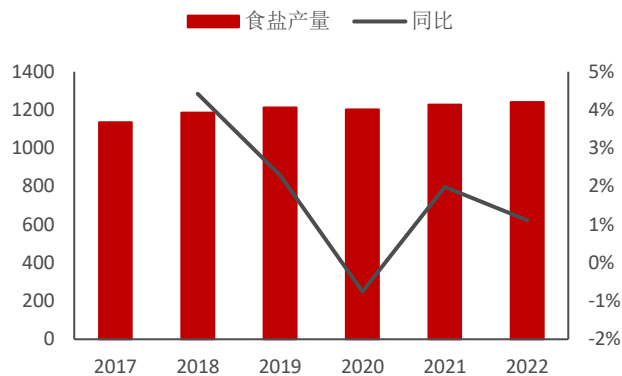
资料来源：民生证券研究院

原盐供给侧改革成效显著，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板方面均取得积极成果。截至“十三五”末，国内原盐产能 12000 万吨，原盐消费量 10591 万吨，产能的消费保障率为 113%，比期初下降了 9%，产能富余率接近 10%。期末原盐产量 9640 万吨，产能利用率 80%，比期初提高了 2%。截至 2022 年，我

国原盐产能进一步下降到 11585 万吨，产量为 8390 万吨。随着我国社会经济的发展，我国在制盐工艺方面有了很大进步，食盐产量整体保持稳中有增，2022 年我国食用盐产量为 1241 万吨，同比增长 1.12%。

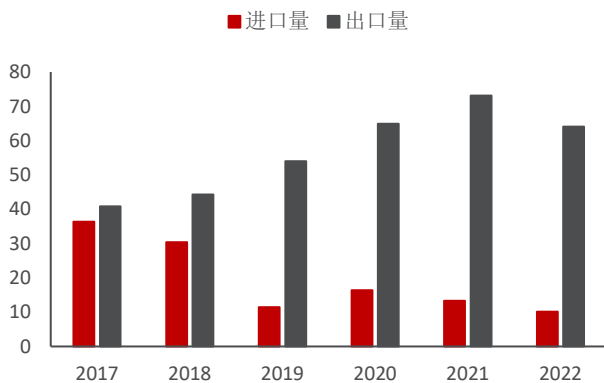
图8：2016-2020 年中国原盐产量 (万吨)


资料来源：《盐行业“十四五”发展指导意见》，民生证券研究院

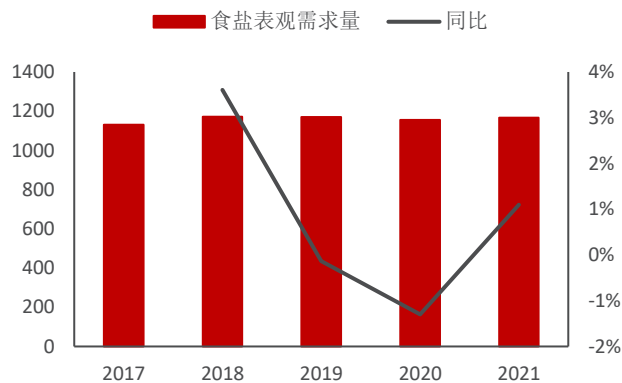
图9：2017-2022 年中国食盐产量 (万吨)


资料来源：中商情报网，民生证券研究院

我国食盐产品在国际贸易中以出口为主，进口较少，近年来，我国食用盐出口量有显著增加，进口量有明显减少。随着居民生活条件的提升，人们对于健康饮食要求标准逐渐提高，中高端食盐的需求大增。近年来，我国食盐表观需求量维持在 1150 万吨左右。

图10：2017-2022 年中国食盐进出口量 (万吨)


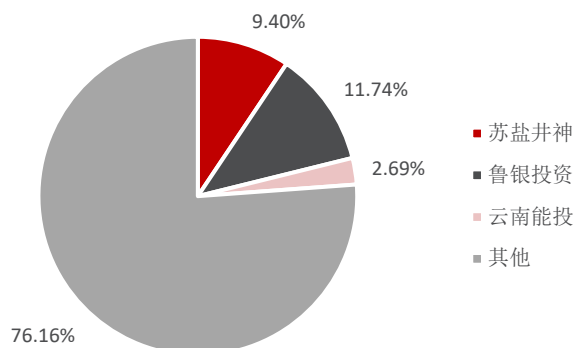
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2017-2021 年中国食盐需求量 (万吨)


资料来源：华经情报网，民生证券研究院

目前我国注册的盐企大约有 290 家，其中食盐定点生产企业达 131 家，食盐上市企业主要有苏盐井神、鲁银投资以及云南能投。从行业市场占比方面看，我国盐业企业具有数量多、规模小、分布零散、实力整体较弱的特点，行业市场集中度较低。2021 年鲁银投资食盐产品市场占比为 11.74%，苏盐井神食盐产品市场占比为 9.4%，云南能投食盐产品市场占比为 2.69%。

图12: 2021 年我国食盐市场占比

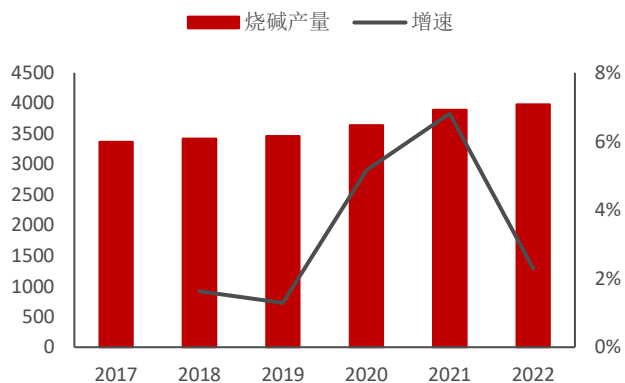


资料来源: 华经情报网, 民生证券研究院

工业盐是化学工业的最基本原料之一, 被称为“化学工业之母”。基本化学工业主要产品中的盐酸、烧碱、纯碱、氯化铵和氯气等主要是以工业盐为原料生产的。工业盐按照用途可分为两碱用盐和小工业盐, 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, 主要应用于漂染、制革、冶金、制冰冷藏、陶瓷玻璃、医药等行业。

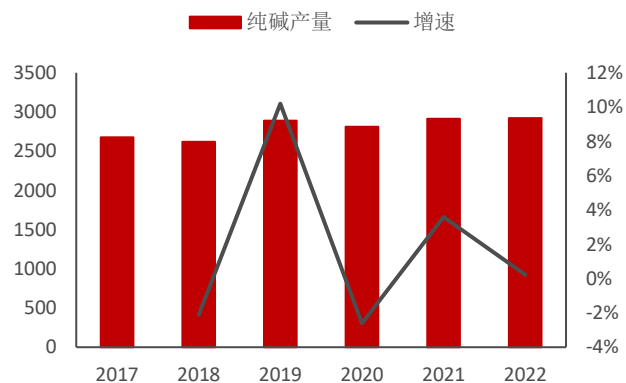
盐作为化学工业的基础原料, 下游客户主要以两碱化工企业为主。烧碱是一种国民经济基础性化工原料, 为氯碱工业核心产品, 用途十分广泛, 主要用于生产纸浆、氧化铝、肥皂、染料、水处理等。近年来我国烧碱产量持续增长, 主要原因为下游氧化铝、粘胶纤维、造纸等行业需求量增加。纯碱也叫苏打, 是一种重要的无机化工原料, 按其密度和堆积的不同可分为轻质纯碱和重质纯碱。重质纯碱主要用于生产平板玻璃和光伏玻璃, 而轻质纯碱用途广泛, 主要用于化工、冶金、国防、纺织、印染、食品等。近年来我国烧碱产量波动上涨, 主要因为光伏玻璃对纯碱用量增加。

图13: 2017-2022 年中国烧碱产量 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

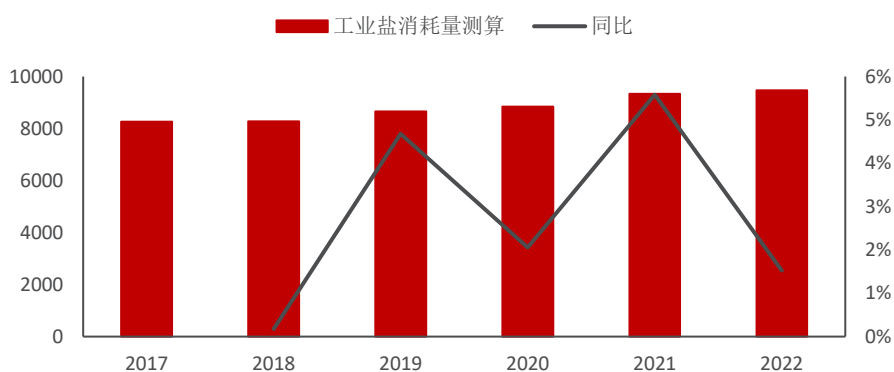
图14: 2017-2022 年中国纯碱产量 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

根据百川盈孚,工业盐制纯碱、烧碱的化学反应关系进行折算,生产一吨烧碱需要工业盐约 1.5 吨,生产一吨纯碱需要工业盐约 1.2 吨,因此通过两碱行业产量推算我国两碱用工业盐行业消耗量。从测算结果可以看到,随着我国两碱行业的发展,我国两碱用工业盐消耗量逐年上升,从 2017 年的 8260 万吨上升至 2022 年的 9475 万吨,年复合增速为 2.8%,同时叠加我国对食用盐以及饲料盐的需求量,我国整体盐类产品需求量巨大。

图15: 2017-2022 年中国两碱用工业盐消耗量测算 (万吨)

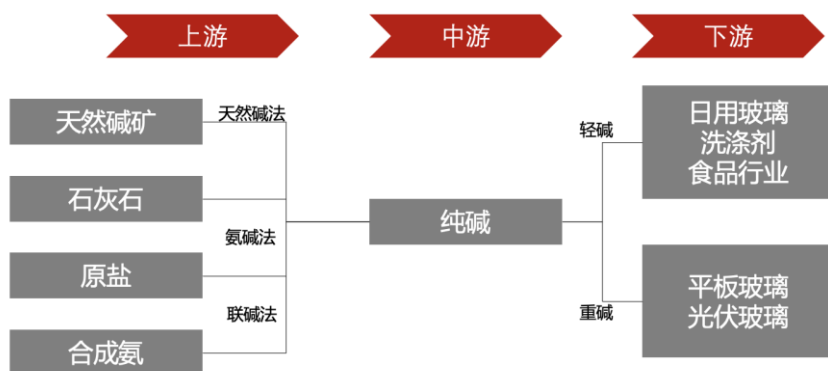


资料来源: 百川盈孚, wind, 民生证券研究院测算

3 纯碱：新能源推动需求继续增长，供给进入新一轮扩产期

纯碱行业属于中游行业，上游原材料主要是煤炭、天然气、原盐、石灰石等，下游的需求主要是日用玻璃、平板玻璃、光伏玻璃、洗涤剂、食品添加剂等领域。

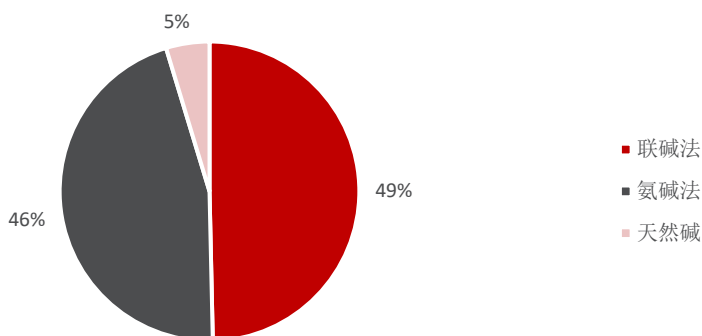
图16：纯碱上下游关系



资料来源：民生证券研究院

目前纯碱的生产方法可分为天然碱法和化学合成法两种，其中化学合成法又可分为联碱法和氨碱法两种。在美国等天然碱富集的国家主要以天然碱法生产纯碱，在我国，由于天然碱资源缺乏，天然碱法产能较少，化学合成法占据我国纯碱生产工艺的 95%。

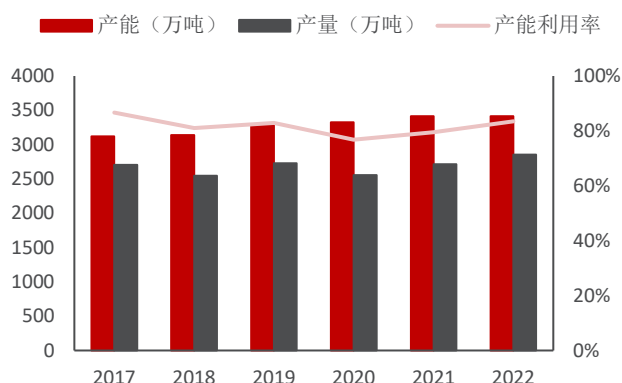
图17：2022 年我国纯碱生产工艺产能分布



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

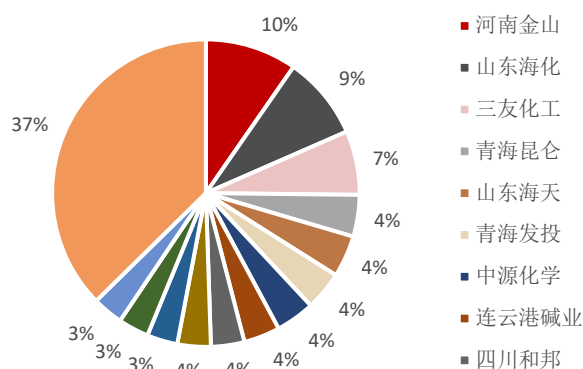
近年来我国纯碱产能水平一直维持在 3000 万吨左右，随着落后产能淘汰，环保及能耗压力下新增产能难以立项，开工率持续处于较高水平 (80%-90%)。2022 年我国共有纯碱生产企业 40 余家，产能 3416 万吨，实际产量为 2852 万吨，产能利用率 83.49%。

图18: 2017-2022 年中国纯碱产能及产量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图19: 2022 年中国纯碱产能分布

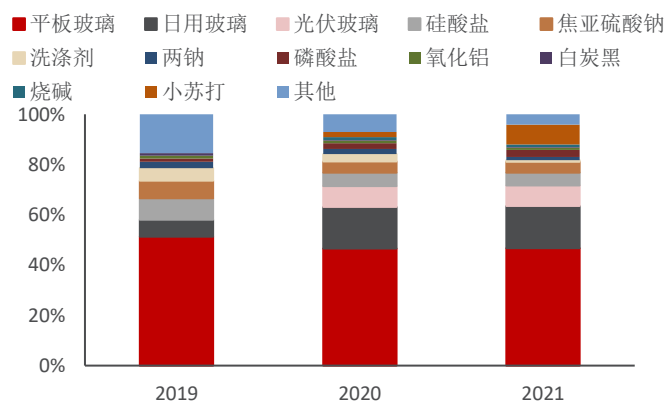


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

纯碱作为高能耗行业, 供给端受到严格的政策约束, 根据节能降碳的转型要求, 未来一些低效产能或将逐步退出市场, 未来新增产能以天然碱为主, 竞争格局有望重塑。远兴能源一期天然碱项目 500 万吨将于 2023 年 6 月陆续投产入市, 除此之外, 新增产能还有安徽红四方 20 万吨、重庆湘渝 20 万吨、连云港德邦 60 万吨、河南金大地 70 万吨。纯碱行业产能将大幅提升, 且天然碱占比逐步提高, 目前我国天然碱产能仅为 180 万吨, 远兴能源天然碱陆续入市后, 天然碱总量大幅上涨。由于天然碱在生产成本、环保问题上相比合成碱具有明显优势, 同时伴随着严重的环境污染, 合成法将面临产能淘汰的可能性。

目前我国纯碱需求量在 2800 万吨左右, 近年来保持稳中有增。玻璃行业作为纯碱最主要的下游产业, 消费量占纯碱产量 70%左右。在碳达峰、碳中和国家战略的背景下, 全国新增多条光伏玻璃生产线, 预计未来中国纯碱需求量会有较大提升。

图20: 2019-2021 年纯碱需求结构变化

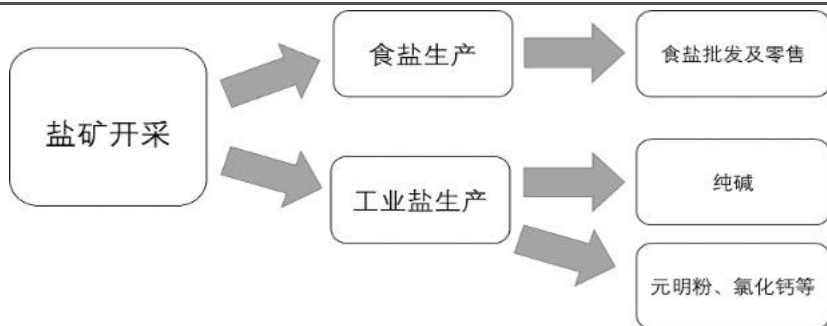


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

4 依托资源区位优势，盐化一体纵向布局

循环经济优势。公司以“岩盐资源综合利用、循环经济技术创新”为核心的产业体系，具有显著的循环经济优势。自主研发的井下循环制纯碱工艺，被工信部列为唯一鼓励推广的纯碱生产工艺，已授权许可给业内其他企业使用，在行业内得到推广应用。公司顺应国家鼓励支持企业大力推进地下储气库扩容改造和新建项目的新形势，加强技术研发和项目建设，“苏盐井神楚州张兴储气库一期项目”已正式立项开工建设，标志着公司开启了以盐腔综合开发利用为新增长点的循环经济产业模式。公司是全国盐行业中首家采用充填开采技术的企业，为解决矿盐采空区地质隐患治理提供了成功的示范，获得国家自然资源部的充分肯定。

图21：盐化一体产业布局



资料来源：民生证券研究院

矿产资源优势。公司拥有储量丰富、品质优良、矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高的矿产资源，张兴盐矿、下关盐矿、蒋南盐矿、石塘盐矿等八个矿区采矿权共计保有资源储量矿石量 121.40 亿吨，NaCl 量 70.94 亿吨，伴生 Na₂SO₄ 量 11.05 亿吨，许可生产规模 1194 万吨/年。充裕的盐矿资源保障了盐及盐化工产品所需卤水的持续供给，在国内盐行业具有较大优势。公司精选高品位矿区专用于食盐生产，确保了食盐产品的优良品质。

区位运输优势。公司地处经济活跃的华东地区，是纯碱、氯碱等化工产业的重要生产区域，盐及盐化工产品市场需求量大，具有较好的区位优势。小工业盐、两碱工业盐及元明具有一定的销售半径，相对其他运输方式，公司采用水运方式，销售半径更长、成本更低。公司地处江苏省淮安市，在京杭大运河建有自备码头，通江达海。京沪、同三、宁连等多条高速公路在境内交汇，新长铁路境内贯通，水陆联运十分便利，为公司参与市场竞争创造了得天独厚的条件。

图22：公司周边盐化工产业区位优势



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设:

1) 随着品牌高端化和产品结构的优化,食盐价格逐年上升,假设 23-25 年食盐销售均价为 697、711、725 元/吨,毛利率水平为 32%、36%和 37%;工业盐景气度与下游两碱行业相关性较大,随着煤炭成本回落和纯碱景气回落,预计销售均价将有所回落,假设 23-25 年工业盐销售均价为 320、300、300 元/吨,毛利率水平为 39%、45%和 45%。

2) 随着国内天然碱产能建设和其他纯碱搬迁项目的逐步落地,新增产能冲击下预计纯碱价格逐步回落,假设 23-25 年纯碱市场均价为 2300、2000 和 1900 元/吨。

3) 公司氯化钙产品成本优势突出,下游应用需求稳定,预计公司产品保持满产满销,随着煤炭成本的回落,预计氯化钙价格有所下降。预计 23-25 年氯化钙销售均价分别为 800、750、700 元/吨。

表2: 主营业务收入预测 (亿元)

		2022A	2023E	2024E	2025E
盐产品	收入	25.99	25.99	26.26	27.74
	yoy	34%	0%	1%	6%
	毛利	8.63	9.62	11.03	11.75
	毛利率	33%	37%	42%	42%
纯碱	收入	18.02	15.47	13.27	12.61
	yoy	44%	-14%	-14%	-5%
	毛利	7.43	5.26	3.20	3.61
	毛利率	41%	34%	24%	29%
氯化钙	收入	2.81	2.24	2.25	2.10
	yoy	50%	-20%	0%	-7%
	毛利	1.61	1.03	0.95	0.80
	毛利率	57%	46%	42%	38%
元明粉	收入	1.19	1.25	1.31	1.38
	yoy	29%	5%	5%	5%
	毛利	0.32	0.34	0.35	0.37
	毛利率	27%	27%	27%	27%
其他	收入	11.69	12.27	12.89	13.53
	yoy	-9%	5%	5%	5%
	毛利	1.98	2.09	2.32	2.71
	毛利率	17%	17%	18%	20%
合计	收入	59.69	57.22	55.98	57.37

yoy	25%	-4%	-2%	2%
毛利	19.96	18.33	17.85	19.25
毛利率	33%	32%	32%	34%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

5.2 估值分析及投资建议

公司所在行业为盐和盐化工行业, 拥有上游盐矿生产能力和下游纯碱、氯化钙、元明粉等产品。我们选取同样以盐化一体为生产模式的企业雪天盐业、中盐化工和云南能投作为可比公司, 2023-2025 年 PE 均值为 13/10/9 倍。我们预计, 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.72/6.55/7.48 亿元, 对应 EPS 分别为 0.86/0.84/0.96 元/股, 对应 2023 年 5 月 26 日股价的 PE 为 11/11/10 倍, 23 年 PE 略低于同行均值, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表3: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600929.SH	雪天盐业	7.6	0.75	0.94	0.84	10	8	9
600328.SH	中盐化工	12.23	1.36	1.44	1.52	9	8	8
002053.SZ	云南能投	10.78	0.53	0.86	1.06	20	13	10
可比公司估值						13	10	9
603299.SH	苏盐井神	9.33	0.86	0.84	0.96	11	11	10

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 5 月 26 日

6 风险提示

1) 盐行业竞争加剧的风险。食盐市场竞争愈发激烈，毛利空间易受到挤压。需要企业充分发挥产销一体优势，进一步加强产销协调、渠道建设和销售资源整合，多渠道巩固内、外市场份额。

2) 能源价格波动的风险。煤炭为公司生产盐及盐化工产品所需的主要能源，其价格波动对公司产品毛利率水平具有较大影响。

3) 下游需求不及预期的风险。如果未来宏观经济的不确定因素导致经济复苏不达预期、下游需求不旺，则将影响公司业绩的持续增长。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5969	5722	5598	5737
营业成本	3973	3889	3813	3812
营业税金及附加	136	129	126	129
销售费用	409	430	421	431
管理费用	295	313	306	314
研发费用	167	149	146	150
EBIT	1058	911	883	1000
财务费用	34	66	60	59
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
营业利润	1039	852	831	949
营业外收支	-20	0	0	0
利润总额	1019	852	831	949
所得税	198	165	161	184
净利润	821	686	669	764
归属于母公司净利润	804	672	655	748
EBITDA	1495	1384	1399	1564

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2281	2671	2746	3206
应收账款及票据	204	196	192	196
预付款项	36	35	35	35
存货	645	631	619	619
其他流动资产	1761	1723	1704	1725
流动资产合计	4927	5256	5295	5781
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3316	3511	3688	3844
无形资产	639	638	635	633
非流动资产合计	4794	4971	5029	5080
资产合计	9722	10227	10323	10861
短期借款	712	712	712	712
应付账款及票据	1193	1167	1145	1144
其他流动负债	812	1008	694	696
流动负债合计	2717	2888	2551	2553
长期借款	1585	1500	1500	1500
其他长期负债	74	79	79	79
非流动负债合计	1659	1580	1580	1580
负债合计	4375	4468	4130	4133
股本	782	782	782	782
少数股东权益	293	308	322	339
股东权益合计	5347	5759	6193	6728
负债和股东权益合计	9722	10227	10323	10861

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.37	-4.14	-2.17	2.47
EBIT 增长率	127.86	-13.94	-3.03	13.25
净利润增长率	140.47	-16.44	-2.49	14.22
盈利能力 (%)				
毛利率	33.44	32.03	31.89	33.55
净利润率	13.47	11.74	11.70	13.04
总资产收益率 ROA	8.27	6.57	6.35	6.89
净资产收益率 ROE	15.91	12.32	11.16	11.71
偿债能力				
流动比率	1.81	1.82	2.08	2.26
速动比率	1.54	1.57	1.80	1.99
现金比率	0.84	0.92	1.08	1.26
资产负债率 (%)	45.00	43.69	40.01	38.05
经营效率				
应收账款周转天数	12.50	12.50	12.50	12.50
存货周转天数	59.24	59.24	59.24	59.24
总资产周转率	0.67	0.57	0.54	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	0.86	0.84	0.96
每股净资产	6.46	6.97	7.51	8.17
每股经营现金流	1.46	1.61	1.62	1.78
每股股利	0.36	0.30	0.29	0.34
估值分析				
PE	9	11	11	10
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.97	5.18	4.86	4.05
股息收益率 (%)	3.86	3.22	3.14	3.59

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	821	686	669	764
折旧和摊销	436	473	515	564
营运资金变动	-173	20	1	-23
经营活动现金流	1143	1257	1271	1389
资本开支	-338	-629	-563	-605
投资	-435	0	0	0
投资活动现金流	-760	-630	-563	-605
股权募资	188	0	0	0
债务募资	825	129	-302	0
筹资活动现金流	853	-237	-633	-325
现金净流量	1236	390	75	460

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权穿透图 (截至 2023 年一季报)	4
图 3: 2018-2023Q1 收入 (亿元) 及增速.....	4
图 4: 2018-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及增速.....	4
图 5: 销售毛利率和销售净利率情况.....	5
图 6: 2018-2022 年收入结构情况.....	5
图 7: 食盐上下游关系.....	6
图 8: 2016-2020 年中国原盐产量 (万吨)	7
图 9: 2017-2022 年中国食盐产量 (万吨)	7
图 10: 2017-2022 年中国食盐进出口量 (万吨)	7
图 11: 2017-2021 年中国食盐需求量 (万吨)	7
图 12: 2021 年我国食盐市场占比.....	8
图 13: 2017-2022 年中国烧碱产量 (万吨)	8
图 14: 2017-2022 年中国纯碱产量 (万吨)	8
图 15: 2017-2022 年中国两碱用工业盐消耗量测算 (万吨)	9
图 16: 纯碱上下游关系.....	10
图 17: 2022 年我国纯碱生产工艺产能分布.....	10
图 18: 2017-2022 年中国纯碱产能及产量 (万吨)	11
图 19: 2022 年中国纯碱产能分布.....	11
图 20: 2019-2021 年纯碱需求结构变化.....	11
图 21: 盐化一体产业布局.....	12
图 22: 公司周边盐化工产业区位优势.....	13

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司主营产品.....	3
表 2: 主营业务收入预测 (亿元)	14
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026