


2023年01月06日  
雪天盐业(600929.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

食品及饲料添加剂

投资评级 **买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价 **10.00元**  
股价(2023-01-05) **8.05元**

## 交易数据

总市值(百万元)	11,869.57
流通市值(百万元)	8,393.97
总股本(百万股)	1,474.48
流通股本(百万股)	1,042.73
12个月价格区间	6.1/10.86元

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.7	-6.7	24.4
绝对收益	-10.2	-2.4	5.9

张汪强 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

## 相关报告

食用盐高端战略持续发力，产业链布局逐步完善	2022-10-25
业绩符合预期，盐化工领域持续延伸	2022-04-26
高端盐龙头，食用盐和盐化工协同发展	2022-02-25

## 产品高端化持续推进，盐化工板块有效发力

■ **事件**：公司发布2022年年度业绩预增公告，预计全年实现归母净利润7.05亿元~8.05亿元，同比+76%~+100%。

■ **高端指标不断凸显，产品结构持续优化**：公司是我国盐行业龙头之一，主要产品为包含食盐、工业盐及畜牧盐等的各类盐产品、芒硝、烧碱、双氧水、纯碱、氯化铵等。公司矿产资源优势突出，当前拥有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业和湘渝盐化等四个重要生产企业采矿权。报告期公司稳健运行，在传统主业盐板块，公司在行业内率先提出高端战略，推出以“雪天”松态997为代表的高端系列产品，根据公告，报告期公司产品价格保持高位运行、产品结构进一步优化，为公司盈利能力增加带来有力支撑。此外公司持续以技术创新为支撑推动产品高端化，根据公告，当前增鲜控钠盐、聚优盐、锶盐等均已列入新品上市计划，未来随着公司产品高端指标不断凸显以及市场推广持续推进，公司盐产品平均价格有望持续提升，为业绩增加带来有力支撑。

■ **盐化工有效发力，产能释放带来增量**：除食用盐外，公司在盐化工领域的布局持续完善，根据公告，公司子公司九二盐业20万吨/年烧碱产能及18万吨/年双氧水产能逐步释放，当前已形成盐碱联产、热电联产的循环经济发展格局，并为公司业绩提升带来有力支撑，根据公司与永和股份签订的战略合作框架协议，未来九二盐业氯碱业务将努力促成产能扩产到50万吨/年以上，公司氯碱业务有望持续发展。此外，公司通过收购湘渝盐化当前已具备纯碱70万吨/年、氯化铵70万吨/年的生产能力，并于21H1启动合成氨工段的煤气化节能技术升级改造项目，2023年将全面投产，完成后预计将拥有双90万吨/年的生产能力，同时生产成本也将得到有效降低，未来随着公司盐化工板块发展持续推进，公司有望充分受益。

■ **投资建议**：我们预计公司2022年-2024年的净利润分别为7.88亿元、8.65亿元、10.13亿元，维持买入-A投资评级。

■ **风险提示**：在建项目落地不及预期；宏观环境不及预期。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,164.5	4,780.3	6,316.0	6,629.6	7,424.3
净利润	145.4	401.7	787.8	864.5	1,013.4
每股收益(元)	0.10	0.27	0.53	0.59	0.69
每股净资产(元)	1.84	3.42	4.25	4.73	5.29

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	81.7	29.5	15.1	13.7	11.7
市净率(倍)	4.4	2.4	1.9	1.7	1.5
净利润率	6.7%	8.4%	12.5%	13.0%	13.6%
净资产收益率	5.3%	8.0%	12.6%	12.4%	13.0%
股息收益率	0.6%	0.6%	1.2%	1.3%	1.6%
ROIC	6.7%	17.3%	17.2%	14.4%	16.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,164.5	4,780.3	6,316.0	6,629.6	7,424.3	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,482.5	3,353.4	4,039.5	4,182.2	4,628.5	营业收入增长率	-4.7%	120.9%	32.1%	5.0%	12.0%
营业税费	61.1	103.2	136.3	143.1	160.3	营业利润增长率	-6.6%	175.2%	90.8%	9.4%	16.7%
销售费用	195.1	342.3	454.8	484.0	556.8	净利润增长率	-1.1%	176.4%	96.1%	9.7%	17.2%
管理费用	159.2	334.3	454.8	484.0	542.0	EBITDA 增长率	0.7%	111.5%	69.2%	14.7%	16.0%
研发费用	85.0	187.9	252.6	271.8	319.2	EBIT 增长率	-10.8%	150.5%	105.2%	8.9%	14.4%
财务费用	20.0	29.8	17.7	13.9	-8.3	NOPLAT 增长率	-6.2%	184.5%	66.3%	8.9%	14.4%
资产减值损失	-2.4	2.8	2.8	2.8	2.8	投资资本增长率	9.5%	67.3%	29.8%	2.4%	8.0%
加: 公允价值变动收益	3.8	18.1	-	-	-	净资产增长率	9.5%	81.9%	23.4%	11.0%	11.6%
投资和汇兑收益	2.2	1.3	1.3	1.3	1.3						
营业利润	182.6	502.7	958.9	1,049.2	1,224.3	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-2.1	-32.1	-32.1	-32.1	-32.1	毛利率	31.5%	29.8%	36.0%	36.9%	37.7%
利润总额	180.6	470.6	926.8	1,017.1	1,192.2	营业利润率	8.4%	10.5%	15.2%	15.8%	16.5%
减: 所得税	24.3	29.6	139.0	152.6	178.8	净利润率	6.7%	8.4%	12.5%	13.0%	13.6%
净利润	145.4	401.7	787.8	864.5	1,013.4	EBITDA/营业收入	19.4%	18.6%	23.8%	26.0%	27.0%
						EBIT/营业收入	8.8%	10.0%	15.5%	16.0%	16.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资本周转天数	289	188	204	223	206
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动资本周转天数	15	-8	-6	-6	-8
货币资金	483.4	713.0	947.4	994.4	1,113.6	流动资产周转天数	200	165	169	170	160
交易性金融资产	242.8	680.7	680.7	680.7	680.7	应收账款周转天数	21	12	12	12	12
应收账款	140.2	174.9	241.4	195.6	293.8	存货周转天数	36	29	27	26	26
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	679	488	514	542	510
预付账款	38.3	76.4	61.8	81.3	77.0	投资资本周转天数	459	290	316	344	323
存货	216.0	557.4	374.2	590.3	477.1						
其他流动资产	342.9	712.3	712.3	712.3	712.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.3%	8.0%	12.6%	12.4%	13.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.4%	5.3%	8.2%	8.4%	9.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	6.7%	17.3%	17.2%	14.4%	16.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1,805.8	3,183.6	3,981.6	4,219.8	4,268.9	销售费用率	9.0%	7.2%	7.2%	7.3%	7.5%
在建工程	567.1	1,093.5	1,136.1	1,215.3	1,372.2	管理费用率	7.4%	7.0%	7.2%	7.3%	7.3%
无形资产	586.0	861.2	1,191.9	1,311.6	1,420.3	研发费用率	3.9%	3.9%	4.0%	4.1%	4.3%
其他非流动资产	150.0	323.2	316.3	309.3	302.4	财务费用率	0.9%	0.6%	0.3%	0.2%	-0.1%
资产总额	4,572.4	8,376.2	9,643.5	10,310.6	10,718.3	四费/营业收入	21.2%	18.7%	18.7%	18.9%	19.0%
短期债务	277.7	201.7	613.5	225.4	25.2	<b>偿债能力</b>					
应付账款	468.3	992.8	767.3	1,055.0	961.8	资产负债率	37.5%	37.9%	33.5%	30.9%	25.8%
应付票据	107.2	378.5	206.6	399.2	271.2	负债权益比	59.9%	61.1%	50.3%	44.7%	34.8%
其他流动负债	139.6	654.1	654.9	654.2	655.1	流动比率	1.47	1.31	1.35	1.39	1.75
长期借款	-	96.5	130.8	-	-	速动比率	1.26	1.06	1.18	1.14	1.50
其他非流动负债	720.6	853.4	853.4	853.4	853.4	利息保障倍数	9.48	15.95	55.22	76.62	-146.64
负债总额	1,713.3	3,177.0	3,226.5	3,187.1	2,766.6	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	138.8	155.6	155.6	155.6	155.6	DPS(元)	0.05	0.05	0.10	0.11	0.13
股本	917.8	1,350.2	1,474.5	1,474.5	1,474.5	分红比率	50.5%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%
留存收益	1,694.0	3,628.0	4,786.9	5,493.4	6,321.6	股息收益率	0.6%	0.6%	1.2%	1.3%	1.6%
股东权益	2,859.1	5,199.3	6,417.0	7,123.5	7,951.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.10	0.27	0.53	0.59	0.69
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	BVPS(元)	1.84	3.42	4.25	4.73	5.29
净利润	156.3	441.0	787.8	864.5	1,013.4	PE(X)	81.7	29.5	15.1	13.7	11.7
加: 折旧和摊销	233.9	417.8	528.7	662.9	785.3	PB(X)	4.4	2.4	1.9	1.7	1.5
资产减值准备	2.4	2.8	-	-	-	P/FCF	40.0	-9.7	-58.6	59.9	39.9
公允价值变动损失	-3.8	-18.1	-	-	-	P/S	5.5	2.5	1.9	1.8	1.6
财务费用	22.7	35.8	17.7	13.9	-8.3	EV/EBITDA	12.5	11.1	7.9	6.6	5.5
投资收益	-2.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	CAGR(%)	76.9%	32.0%	69.0%	76.9%	32.0%
少数股东损益	11.0	39.3	-	-	-	PEG	1.1	0.9	0.2	0.2	0.4
营运资金的变动	-308.1	-327.8	-258.3	296.6	-194.1	ROIC/WACC	0.8	2.2	2.1	1.8	2.0
经营活动产生现金流量	219.0	600.4	1,074.6	1,836.6	1,595.0	REP	2.2	0.9	0.9	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-506.8	-1,094.1	-1,698.7	-1,098.7	-1,098.7						
融资活动产生现金流量	566.5	-176.7	858.4	-690.9	-377.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034