

雪天盐业（600929）

量价齐升业绩高增亮眼，供需拉动有望维持强劲势头

事件：公司发布半年度业绩预增公告，预计 2022H1 实现归母净利润 4.08-4.85 亿元，与上年同期（2021 年半年报法定披露数据）相比增长 492%-604%；与上年同期（经重述后）相比增长 152%-200%。预计 2022H1 实现扣非净利润 4.24-5.01 亿元，与上年同期（2021 年半年报法定披露数据）相比增长 589%-715%；与上年同期（经重述后）相比增长 589%-715%。

主要业务量价齐升产销两旺，拉动利润高速增长。本期业绩大幅增长的主要原因系：一方面，盐化工业务主要产品量价齐增，产销两旺，盈利能力同比提升。公司在 2021 年收购湘渝盐化将其业务并入体内，受益于下游新能源需求旺盛推动及纯碱供给端限制，纯碱价格自 21 年 3 月起涨幅高扬，经历过小幅回落后，近期价格持续走高；九二盐业烧碱二期项目逐步投产，22 年会逐步发挥量产效应；化肥供应紧张，氯化铵需求旺盛价格走高。另一方面，食用盐业务稳步扩大，高端战略逐步发力。松熊 997 去年上市，2021 年销售约四万吨，已广泛覆盖了市场，一线城市或年轻群体高端需求空间大。伴随高端产品占比提升，将进一步拉升公司产品结构及盈利能力。

盐化工板块纯碱价格有望维持高位震荡，烧碱等项目量价有望贡献增量。目前来看，纯碱的供需关系继续保持紧张，下游锂电池、日用玻璃、光伏玻璃等需求继续增加，而生产供给端受到双控政策及环保政策等限制，增量有限。公司目前纯碱年产能 70 万吨，预计明年提升至 90 万吨，未来不排除整合周边存量产能进一步提高规模效应。烧碱及双氧水方面，21 年九二盐业技改扩能，氯平衡问题成为制约产能发挥的瓶颈，目前该问题已经理顺，堵点打通，烧碱和双氧水产线已实现满负荷运行，下半年有望贡献新的较大增量。未来盐化工板块，公司有望通过收购等方式进一步拓展业务领域，协同发展。

食用盐业务高端化持续推进、成效显著，复合调味品积极布局。目前来看，伴随公司食盐总销量和中高端盐的销量稳步上升，食用盐整体均价同比上涨 10%左右。目前食盐行业品牌化程度低、同质化程度高，面临中高端产品结构性短缺。公司通过进行大型商超、线上渠道等布局，推动结构升级，进一步拓展省外销售区域。同时，公司积极布局复合调味品，产品设计、品类定位、渠道拓展、营销方案等已准备成熟，预期今年把渠道打开，三年以内拟形成 5 个亿的产值。

盈利预测：由于公司主要产品产销两旺量价齐增，预计 2022-2024 年营收由 56.86/66.61/77.38 亿元上调至 59.14/69.25/80.41 亿元，同比增速 23.71%/17.10%/16.12%。净利润由 5.03/6.14/7.43 亿元上调至 8.74/11.61/14.90 亿元，同比增速 117.45%/32.93%/28.31%，EPS 为 0.59/0.79/1.01 元/股。维持公司“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、业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露的半年报为准

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	5,913.53	6,924.69	8,041.29
增长率(%)	(4.73)	120.85	23.71	17.10	16.12
EBITDA(百万元)	505.73	1,083.30	1,583.80	1,898.23	2,276.20
净利润(百万元)	145.35	401.71	873.52	1,161.21	1,489.99
增长率(%)	(1.12)	176.37	117.45	32.93	28.31
EPS(元/股)	0.10	0.27	0.59	0.79	1.01
市盈率(P/E)	91.60	33.14	15.24	11.47	8.94
市净率(P/B)	4.89	2.64	2.35	2.14	1.93
市销率(P/S)	6.15	2.79	2.25	1.92	1.66
EV/EBITDA	10.42	9.10	8.18	5.60	4.58

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	9.03 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)	13,314.56
流通 A 股市值(百万元)	9,415.85
每股净资产(元)	3.76
资产负债率(%)	35.32
一年内最高/最低(元)	10.21/5.86

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-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
- 《雪天盐业-公司点评:湘渝盐化收购获批，纯碱景气贡献可观利润增量》2021-12-21
- 《雪天盐业-季报点评:全国化扩张成效显著，湘渝盐化收购有序推进》2021-11-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	483.42	713.04	473.08	3,078.88	3,351.97	营业收入	2,164.48	4,780.26	5,913.53	6,924.69	8,041.29
应收票据及应收账款	81.99	104.04	517.46	252.31	329.04	营业成本	1,482.48	3,353.36	3,746.12	4,292.45	4,832.61
预付账款	38.28	76.43	52.52	104.34	65.08	营业税金及附加	61.14	103.18	163.87	178.99	217.11
存货	215.96	557.37	562.25	612.95	681.01	销售费用	195.13	342.27	372.55	446.64	506.60
其他	643.82	1,463.89	1,179.16	1,272.73	1,332.06	管理费用	159.17	334.33	360.73	429.33	490.52
流动资产合计	1,463.47	2,914.76	2,784.47	5,321.21	5,759.16	研发费用	84.99	187.88	189.23	225.05	249.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	20.05	29.84	22.97	5.92	(8.74)
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	1,031.74	1,364.45	1,758.30
资产总计	4,572.37	8,376.24	7,697.35	9,715.00	9,618.33	营业外收入	3.95	10.61	7.69	7.42	8.57
短期借款	277.65	201.69	146.99	208.84	211.08	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	195.95	1,149.82	393.88	利润总额	180.58	470.59	1,019.24	1,348.90	1,738.25
其他	344.92	923.33	886.50	1,103.62	1,045.49	所得税	24.28	29.56	63.19	84.18	108.47
流动负债合计	931.92	2,010.14	1,229.44	2,462.28	1,650.45	净利润	156.30	441.03	956.05	1,264.72	1,629.78
长期借款	0.00	96.50	48.25	72.38	60.31	少数股东损益	10.95	39.32	82.54	103.51	139.80
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	873.52	1,161.21	1,489.99
其他	108.60	217.70	142.42	156.24	172.12	每股收益(元)	0.10	0.27	0.59	0.79	1.01
非流动负债合计	720.57	949.85	606.55	783.12	767.78						
负债合计	1,713.30	3,176.98	1,835.99	3,245.40	2,418.23	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	138.77	155.64	202.85	250.96	314.53	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%	23.71%	17.10%	16.12%
资本公积	588.47	2,356.27	2,356.27	2,356.27	2,356.27	营业利润	-6.60%	175.23%	105.24%	32.25%	28.87%
留存收益	1,105.51	1,271.74	1,771.42	2,311.11	2,988.64	归属于母公司净利润	-1.12%	176.37%	117.45%	32.93%	28.31%
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	5,861.36	6,469.60	7,200.10	毛利率	31.51%	29.85%	36.65%	38.01%	39.90%
负债和股东权益总计	4,572.37	8,376.24	7,697.35	9,715.00	9,618.33	净利率	6.72%	8.40%	14.77%	16.77%	18.53%
						ROE	5.34%	7.96%	15.44%	18.67%	21.64%
						ROIC	6.66%	17.29%	20.49%	24.22%	46.52%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	37.47%	37.93%	23.85%	33.41%	25.14%
净利润	156.30	441.03	873.52	1,161.21	1,489.99	净负债率	14.24%	9.43%	4.28%	-32.70%	-32.99%
折旧摊销	233.92	417.78	524.82	524.82	524.82	流动比率	1.47	1.31	2.26	2.16	3.49
财务费用	22.68	35.81	22.97	5.92	(8.74)	速动比率	1.26	1.06	1.81	1.91	3.08
投资损失	(2.19)	(1.34)	(5.71)	(3.08)	(3.38)	营运能力					
营运资金变动	(368.32)	(484.00)	(978.50)	1,248.74	(995.55)	应收账款周转率	26.81	51.39	19.03	17.99	27.66
其它	176.63	191.12	51.79	118.88	139.80	存货周转率	10.00	12.36	10.56	11.78	12.43
经营活动现金流	219.01	600.40	488.89	3,056.50	1,146.95	总资产周转率	0.53	0.74	0.74	0.80	0.83
资本支出	615.06	2,614.20	75.27	(13.82)	(15.88)	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.10	0.27	0.59	0.79	1.01
其他	(1,121.82)	(3,708.28)	(8.08)	(13.85)	19.26	每股经营现金流	0.15	0.41	0.33	2.07	0.78
投资活动现金流	(506.76)	(1,094.08)	67.20	(27.66)	3.38	每股净资产	1.84	3.42	3.84	4.22	4.67
债权融资	381.79	282.86	(502.09)	233.44	22.05	估值比率					
股权融资	40.16	1,886.88	(293.95)	(656.48)	(899.28)	市盈率	91.60	33.14	15.24	11.47	8.94
其他	144.54	(2,346.41)	0.00	0.00	0.00	市净率	4.89	2.64	2.35	2.14	1.93
筹资活动现金流	566.49	(176.67)	(796.04)	(423.04)	(877.23)	EV/EBITDA	10.42	9.10	8.18	5.60	4.58
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.16	14.73	12.24	7.73	5.96
现金净增加额	278.74	(670.35)	(239.95)	2,605.79	273.09						

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com