

买入 首次
新都化工 (002539)
2015年1月27日
股票价格

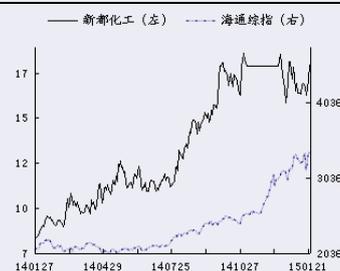
| | |
|----------|--------------|
| 1月27日收盘价 | 19.50元 |
| 12个月目标价 | 29.15元 |
| 52周内股价波动 | 6.64 -18.22元 |

主要估值指标

| | 2013 | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|
| 市盈率 | 73.85 | 60.13 | 31.85 |
| 市净率 | 3.45 | 2.29 | 2.26 |
| PEG | -5.75 | 2.64 | 0.36 |
| EV/EBITDA | 21.33 | 15.64 | 12.26 |

股本结构

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(万股) | 40404.00 |
| 流通A股(万股) | 13581.00 |
| B股/H股(万股) | 0.00/0.00 |

市场表现

相关研究

食品饮料行业高级分析师: 马浩博
SAC执业证书编号:
S0850513090003
mhb6614@htsec.com
021-23219822

食品饮料行业核心分析师: 闻宏伟
SAC执业证书编号:
S0850514030001
whw9587@htsec.com
010-58067941

15年调味品行业看盐改，龙头选新都化工

15年调味品行业最大的机会就是国家推动的盐改，食盐格局极为分散，新都化工有明显的先发优势。

主要财务数据及预测

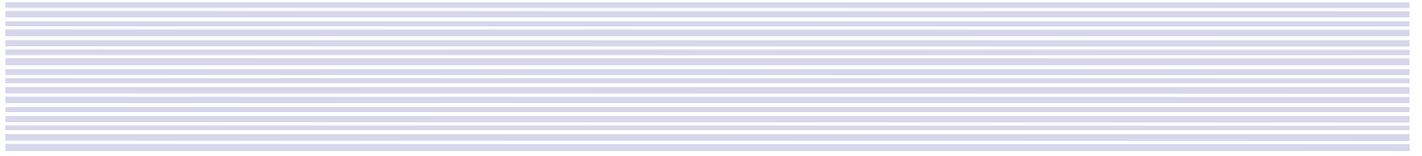
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润增长率(%) | -44.61 | -12.84 | 22.80 | 88.79 | 96.38 |
| 主营业务利润率(%) | 10.94 | 11.26 | 13.20 | 11.12 | 13.86 |
| 净资产收益率(%) | 5.43 | 4.67 | 3.81 | 7.09 | 13.54 |
| 每股经营性现金流(元) | -1.05 | 1.46 | 0.60 | 1.43 | 2.03 |
| 每股收益(元) | 0.37 | 0.26 | 0.32 | 0.61 | 1.20 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- 食盐是百姓的必选消费品，也是调味品中最基础的子领域，本文是一篇全面梳理食盐作为调味品的研究报告。
- 食品健康和诉求的提升让结构升级成为食盐行业发展的主推力，其中品种盐(除碘盐外)代表了产品升级的大方向，食盐行业规模约为800万吨，品种盐占20%，随着健康和食品安全诉求提升以及企业盈利驱动，预计品种盐在食盐中比例在三年内将提升至50%以上，提升空间巨大。品种盐仅考虑生产端，新都化工毛利率接近40%，如放开销售端预计毛利率超过50%，盈利能力强于其他调味品和大众食品。
- 根据发改委等相关部门信息，15年推出盐改方案属大概率事件，废除过去的产销分离和销售环节暴利势在必行(食用碘盐生产端出厂价500元/吨，终端价格4000元/吨)，盐改让销售环节可以逐步放开和自由竞争，给真正有能力的企业带来市场化的机会。盐改放开的销售环节收入约400-600亿，毛利320-520亿，我们认为18年之前最受益盐改的就是目前体制内的优秀企业。
- 新都化工目前是体制内最具备优势的企业: 1) 生产端壁垒。目前公司是业内规模最大、全国布局最全面的企业，品种盐中最大的两个品类海藻碘和低钠盐，公司在上游产能全国布局占行业20%+，形成有效壁垒。2) 销售端壁垒。公司与14家盐业公司合作，提前占领渠道资源。3) 公司增发正在推进，重点布局品种盐销售，大股东和平安创新等著名机构均大比例参与，增发价格15.5元跟目前股价较接近。4) 公司收购四川泡菜龙头新繁食品和郫县豆瓣酱企业望红食品，打出川味复合调味料组合拳抢占渠道资源。
- **盈利预测与投资建议。**2011-2013年益盐堂净利CAGR为79%，无盐改的中性情景下，我们预测食盐业务16年利润规模1.72亿(40%+)，给予16年30xPE，对应市值应为51亿。农化业务市值59亿，非盐调味品市值7亿，合计市值118亿，摊薄后对应目标价29.15元(摊薄前35.45元)。若考虑盐改，公司市值将有更大的空间。给予公司买入评级。
- **主要不确定因素。**盐改进度不达预期，食品安全。

目录

| | |
|---|----|
| 1. 结构升级和竞争格局优化是行业动力，食盐管理体制改革的行业变革契机..... | 4 |
| 1.1 食用盐销量稳定，未来靠结构升级推动行业发展..... | 4 |
| 1.2 消费升级和高利润率推动品种盐占比快速提升..... | 5 |
| 2. 食盐专营体制解析及盐改中的机会点..... | 6 |
| 2.1 食盐专营体制下的产业链和利润结构..... | 6 |
| 2.2 盐改改变行业竞争规则，从而改变行业利益分配格局..... | 8 |
| 3. 什么样的企业能在盐改中脱颖而出？..... | 10 |
| 4. 盐改后体制内的制盐企业如何面对传统调味品企业的冲击？..... | 11 |
| 4.1 生产端：生产牌照 18 年之前不会放开，上游资本开支巨大形成明显壁垒..... | 11 |
| 4.2 销售端：16-17 年生产企业进入流通，流通企业跨区域经营，存量企业率先抢占下游..... | 11 |
| 5. 公司未来发展重点是品种盐业务，农化亦有亮点..... | 12 |
| 5.1 品种盐业务连年接近 80%复合增长，生产端毛利率高达 42%..... | 12 |
| 5.2 借用强力的盐业公司渠道，布局下游川味复合调味品市场..... | 13 |
| 5.3 新都化工食盐业务值多少钱？..... | 14 |
| 5.4 全产业链复合肥龙头之一，15 年农化整体估值 40 亿..... | 17 |
| 5.5 增发在即，大股东认购+引入战投锁定三年..... | 19 |
| 6. 盈利预测与投资建议..... | 20 |
| 7. 不确定因素..... | 21 |
| 财务报表分析和预测..... | 22 |



图目录

| | |
|---|----|
| 图 1 中盐总公司品种盐产量增速明显高于加碘盐 | 4 |
| 图 2 中盐总公司品种盐批发总量占比逐步提升..... | 4 |
| 图 3 食盐专营制度下的产销分离..... | 7 |
| 图 4 食盐专营制度下的食盐产业链毛利分配..... | 8 |
| 图 5 食盐专营制度放开前后普通碘盐产业链毛利分配预测 | 9 |
| 图 6 益盐堂 2011 成立以来收入和利润快速增长 | 13 |
| 图 7 盐业务收入占比小，2013 年仅为 8.5%..... | 13 |
| 图 8 2013 年盐产品综合毛利率为 38%..... | 13 |
| 图 9 盐业务毛利占比逐年增大，2013 年达 22%..... | 13 |
| 图 10 2013 年复合肥收入占公司总收入的 65%..... | 18 |
| 图 11 2007-2013 年复合肥收入年均复合增长率 15.9%..... | 18 |
| 图 12 硝基复合肥扩产，产能占比大幅提升..... | 18 |
| 图 13 产品升级带动复合肥毛利率有效提升..... | 18 |
| 图 14 公司收入分布集在华中地区..... | 18 |
| 图 15 河南和山东是国内最大的两个复合肥消费省 | 18 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1 低钠盐和海藻碘盐或是未来重点发展品类..... | 5 |
| 表 2 1 号店高端食盐价格对比..... | 6 |
| 表 3 全国人口分布及食用盐销量..... | 7 |
| 表 4 盐业改革方案预计时间表..... | 9 |
| 表 5 食盐专营逐步放开后市场格局的演变预测..... | 9 |
| 表 6 2013 年食盐行业公司主要指标对比..... | 10 |
| 表 7 盐产品相关子公司及其产能..... | 11 |
| 表 8 公司积极布局全国盐业市场..... | 12 |
| 表 9 基础假设..... | 14 |
| 表 10 盐业政策不变下的盈利预测..... | 15 |
| 表 11 盐业政策重大调整下的盈利预测..... | 16 |
| 表 12 食盐和调味品公司估值表..... | 17 |
| 表 13 2014 年硝基复合肥产能布局河南和山东, 开拓北方市场..... | 19 |
| 表 14 农化可比公司估值表..... | 19 |
| 表 15 2014 定增补充流动资金, 引入机构投资者提升效率..... | 20 |
| 表 16 新都化工分业务盈利预测..... | 21 |
| 表 17 2016 年新都化工业务分拆估值..... | 21 |

1. 结构升级和竞争格局优化是行业动力，食盐管理体制改 革是行业变革契机

1.1 食用盐销量稳定，未来靠结构升级推动行业发展

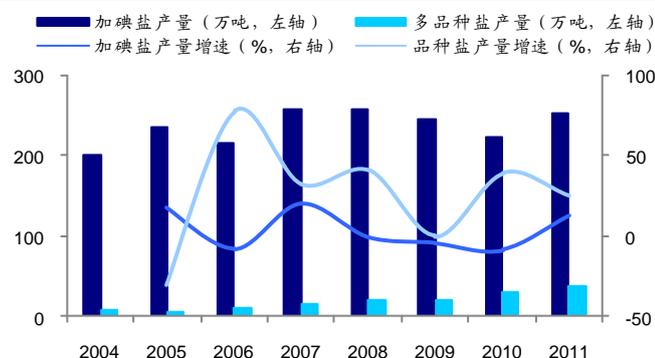
食盐消费量与人口数量有关，短期内我们预测人口数量增速放缓，故食用盐的消费量趋于稳定。但是随着消费升级（健康和美味诉求），品种盐将带动行业均价的大幅提升。

品种盐销量大幅提升，由最初的不足500吨发展到2012年的80万吨。品种盐经历了20多年的发展，由最初调味盐、强化营养盐等少数几个产品，发展为多达几百种的调味盐、营养盐、低钠盐、天然植物盐、绿色盐、特殊人群专用盐等六大品类。发展之初每年销量不足500吨，2008年多品种盐(包含洗浴用盐、营养盐、调味盐等)的产量约为12万吨，2012年全国品种盐销量达到80万吨，呈现飞速发展的态势。

食用品种盐占比仍有大幅提升空间。美国、日本等发达国家品种盐种类繁多。日本拥有2000多种食品品类，仅调味盐就有240种；而韩国对品种盐的功能研究最深入，开发了竹盐、蔬菜或植物品种盐等产品。我国品种盐的统计口径与国外完全不同；我国品种盐是指除普通碘盐之外的所有品种，目前我国品种盐销量占比为20%，预计三年内我国品种盐的比例将提升至50%。增速快有3方面原因：（1）国内对品种盐的定义，除普通碘盐外的小袋装食用盐均叫品种盐；（2）品种盐相对于普通碘盐，给盐业公司带来较大的收益，在盐改放开前，盐业公司购进和销售品种盐积极性高，同时带绿色标示的盐均归类为品种盐，盐厂生产绿标盐成本增加不多，效益好于普通碘盐，盐厂产品结构调整积极性高；（3）随着消费升级和健康意识的增强，品种盐市场需求旺盛前景广阔。

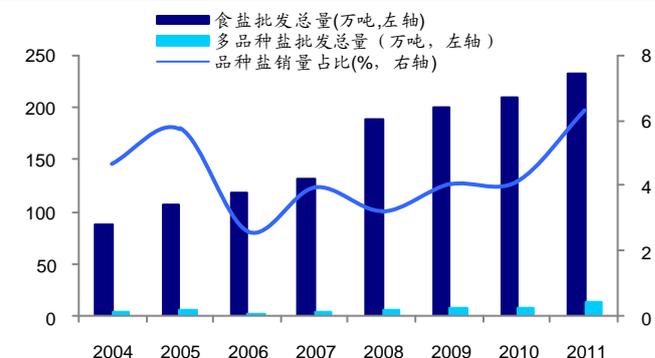
以中盐总公司为例，2004-2011年间，加碘盐的生产总量基本保持稳定，维持在200-260万吨之间，而品种盐的生产总量大幅提升，从2004年的9.34万吨提升至2011年的37.56万吨，年均复合增长率22%，增速明显高于普通加碘盐。从批发销量上看，2011年食盐批发总量为231万吨，其中品种盐批发总量为14.65万吨，占比6.3%，呈现逐步提升的态势。

图1 中盐总公司品种盐产量增速明显高于加碘盐



资料来源:《盐业与化工》2013年7月,海通证券研究所

图2 中盐总公司品种盐批发总量占比逐步提升



资料来源:《盐业与化工》2013年7月,海通证券研究所

低钠盐和海藻碘盐是未来3-5年内品种盐增长最迅猛的品类，目前品种盐中低钠盐和海藻碘盐分别占比约25%和45%。以新都化工子公司益盐堂为例，14年海藻碘盐同比增速80%+，低钠盐220%+，所以我们推断行业中这两种品类增速也较快。品种盐在中国的发展要符合国家给定的三个标准：1、根据GB14880《食品安全国家标准食品营养强化剂使用标准》，食盐允许添加的营养强化剂只有食用氯化钾，所以该标准下的品种盐发展方向只有低钠盐。2、根据GB26878《食品安全国家标准食用盐碘含量》标

准规定，海藻碘盐成为了品种盐可发展的方向。3、根据QB2020《调味盐》标准能发展出多样化的调味盐。以上三个发展方向中，调味盐由于中餐和西餐对于食用盐使用方法的巨大差异，短期内消费者接受程度差，所以，该类别的迅速发展需要市场的长期培育。而海藻碘盐和低钠盐已经在全国超过一半的省份进行了销售，市场接受程度高。所以，短期内，海藻碘盐和低钠盐是品种盐的绝对主流品种。

健康诉求提升，低钠盐未来想象空间大。纵观国际国内,低钠化已是全球趋势。据统计，我国高血压、心血管病人已达2.6亿，并呈逐年上升趋势。国家卫生部疾病防控中心、卫生部心血管防治研究中心发布的《盐与高血压》宣传读本中明确指出，高盐(高钠)饮食是高血压的重要危险因素，限钠补钾能够预防和控制高血压及其他心脑血管疾病。倡导全民少吃盐、食用低钠盐势在必行。益盐堂为顺应国际低钠化趋势、贯彻国家卫生部低钠化消费导向，自建全国最大的食用氯化钾生产基地，生产各类高品质低钠盐，占据行业领先地位。

食盐加碘是国策，海藻碘盐提供最优质的碘源。食盐加碘是国家政策。目前国家标准GB26878《食品安全国家标准食用碘含量》里规定允许添加的碘剂有碘酸钾、碘化钾、海藻碘。碘是人体必需的微量元素之一，选择好碘剂至关重要。海藻碘是从丰富的海洋藻类中提取天然海藻碘，含有80%无机碘和20%有机碘，兼含海藻多糖、甘露醇等的补碘剂，具有化学合成物质无法比拟的优越性。海藻碘与普通碘剂相比，它不受因蛋白质摄取不足而影响碘元素吸收的限制，更易被人体吸收，是一种理想的科学补碘产品。

表 1 低钠盐和海藻碘盐或是未来重点发展品类

| 品类 | 特点 | 功能 |
|------|-----------------------|------------|
| 低钠盐 | 添加 30%的氯化钾 | 钠钾平衡，降低高血压 |
| 海藻碘盐 | 含有 20%左右的有机碘和 18 种氨基酸 | 补充有机成分，易吸收 |

资料来源：中国盐业协会，海通证券研究所

1.2 消费升级和高利润率推动品种盐占比快速提升

食盐专营放开必将加剧普通加碘盐竞争，产品升级是龙头盐商的必然选择。食盐专营制度逐步放开后，普通加碘盐将面临更加激烈的竞争，但是依靠产品细分和品牌营销的中高端产品市场将进一步打开。从终端价格看，高端盐的售价明显高于普通碘盐，利润丰厚，存在较高的溢价，各大盐厂盐商为顺应消费升级争夺超额利润，必然会选择主动升级产品，推出种类丰富的品种盐，有效提升公司盈利能力。

目前市场上出现的高端盐品种还不多，根据1号店的产品数据，主要有低钠盐、钾盐、海藻盐、澳洲海盐、竹盐等品种盐，其零售价基本处于5000-15000元/吨之间，而少部分的高端食用盐零售价超过2万元/吨，与国家统计局公布的食盐零售价3990元/吨相比，存在明显溢价，且食用盐作为用量较小的必需品，价格弹性小，因而高端食用盐未来必将成为备受争抢的蓝海市场。

表 21 号店高端食盐价格对比

| 品牌 | 产品 | 规格 (g/袋) | 零售价 (元/袋) | 零售价折算(元/吨) |
|----|---------|----------|-----------|------------|
| 中盐 | 深井无碘盐 | 400 | 1.9 | 4750 |
| 中盐 | 海藻海盐 | 400 | 2.58 | 6450 |
| 中盐 | 天目海盐 | 400 | 2.7 | 6750 |
| 中盐 | 无碘海藻精制盐 | 400 | 2.8 | 7000 |
| 中盐 | 海藻精制加碘盐 | 400 | 2.8 | 7000 |
| 中盐 | 深岩富钾盐 | 300 | 2.2 | 7333 |
| 中盐 | 天山湖盐 | 300 | 2.4 | 8000 |
| 海星 | 无碘精制低钠盐 | 300 | 2.6 | 8667 |
| 中盐 | 日晒自然盐 | 250 | 2.6 | 10400 |
| 海星 | 钠钾调和盐 | 360 | 3.9 | 10833 |
| 中盐 | 加碘精制盐 | 300 | 3.3 | 11000 |
| 中盐 | 海藻盐 | 320 | 3.6 | 11250 |
| 中盐 | 澳洲天然海盐 | 320 | 3.8 | 11875 |
| 中盐 | 贡晶盐 | 250 | 3.5 | 14000 |
| 中盐 | 美鲜富竹盐 | 225 | 5.1 | 22667 |
| 中盐 | 无碘竹盐 | 225 | 5.1 | 22667 |
| 中盐 | 竹香低钠盐 | 225 | 6 | 26667 |

资料来源: 1 号店, 海通证券研究所

2. 食盐专营体制解析及盐改中的机会点

2.1 食盐专营体制下的产业链和利润结构

现行食盐专营制度包含“两个核心”和“三个许可证”。食盐专营自古就有,原先是为了收取盐税支撑国家财政;1994 年开始,我国以法律法规形式强化食盐专营制度,最根本的考虑是为了消除缺碘性危害。**食盐专营包括“两个核心”,即计划管理和食盐定价,食用盐的产销量和价格均需按计划执行;“三个许可证”,即食盐定点生产许可证、食盐批发许可证、食盐运输准运证,食用盐的生产—运输—销售都是专营。**食盐专营许可证由国家发展改革委统一定制,生产企业为定点生产,参与主体为国企,运输企业为持证经营,食用盐销售(批发)全部是省盐业公司在本省内销售,不可跨区域销售,省内食用盐企业不得跨区域购买。产销量需要依据计划安排,价格需要管理机构核准,生产企业按照收到的计划生产,批发企业每年要上报本省的食用盐需求计划。

专营体制各省盐业公司品牌形成省份割据,食盐没有全国性品牌。专营体制下,各省食盐品牌均为盐业公司品牌,中盐占比 13%,其他品牌市占率均未超过 7.9%,主要是由于政策限制不能跨区经营。

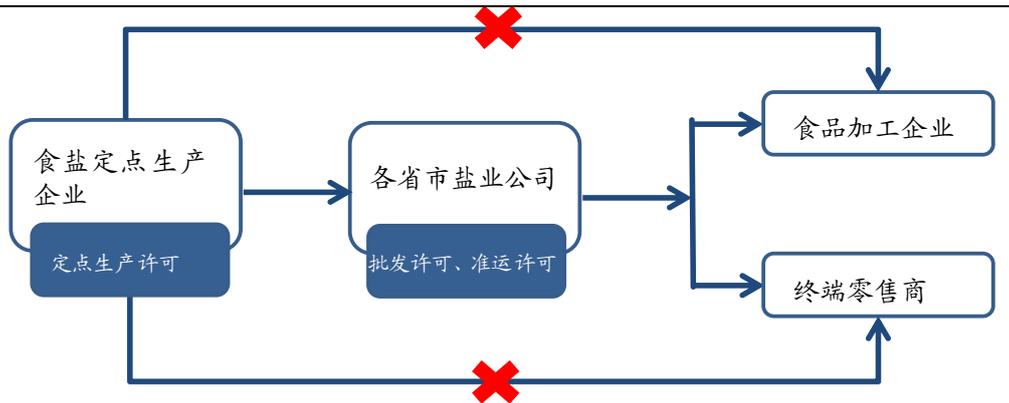
表 3 全国人口分布及食用盐销量

| 省份 | 品牌 | 人口(万人) | 食盐年销量(万吨) | 占比(%) | 省份 | 品牌 | 人口(万人) | 食盐年销量(万吨) | 占比(%) |
|-----|--------|--------|-----------|-------|-----|----|--------|-----------|--------|
| 广东 | 粤盐 | 10430 | 63.05 | 7.88 | 福建 | 晶华 | 3689 | 22.3 | 2.79 |
| 山东 | 鲁晶 | 9579 | 57.91 | 7.24 | 山西 | 雪花 | 3571 | 21.59 | 2.70 |
| 河南 | 卫群 | 9402 | 56.84 | 7.11 | 贵州 | 碧源 | 3475 | 21 | 2.63 |
| 四川 | 川晶 | 8042 | 48.61 | 6.08 | 重庆 | 晶心 | 2885 | 17.44 | 2.18 |
| 江苏 | 淮牌 | 7866 | 47.55 | 5.94 | 吉林 | 吉盐 | 2746 | 16.6 | 2.08 |
| 河北 | 海晶 | 7185 | 43.43 | 5.43 | 甘肃 | 中盐 | 2558 | 15.46 | 1.93 |
| 湖南 | 雪天 | 6668 | 40.31 | 5.04 | 内蒙古 | 中盐 | 2471 | 14.93 | 1.87 |
| 安徽 | 迎客松 | 5950 | 35.97 | 4.50 | 上海 | 中盐 | 2302 | 13.91 | 1.74 |
| 浙江 | 雪涛/蓝海星 | 5443 | 32.9 | 4.11 | 新疆 | 中盐 | 2104 | 12.72 | 1.59 |
| 湖北 | 云鹤 | 5362 | 32.41 | 4.05 | 北京 | 中盐 | 1961 | 11.86 | 1.48 |
| 广西 | 桂山 | 4603 | 27.82 | 3.48 | 天津 | 芦花 | 1294 | 7.82 | 0.98 |
| 云南 | 白象 | 4597 | 27.79 | 3.47 | 宁夏 | 中盐 | 630 | 3.81 | 0.48 |
| 江西 | 银洁 | 4457 | 26.94 | 3.37 | 青海 | 绿洁 | 563 | 3.4 | 0.43 |
| 辽宁 | 海花 | 4375 | 26.44 | 3.31 | 西藏 | 圣康 | 300 | 1.81 | 0.23 |
| 黑龙江 | 中盐 | 3831 | 23.16 | 2.90 | 海南 | 晶山 | 273 | 1.65 | 0.21 |
| 陕西 | 冰凌 | 3733 | 22.56 | 2.82 | 合计 | | 132345 | 800 | 100.00 |

资料来源: 中国盐业协会, 海通证券研究所

专营体制下, 盐业公司主导食盐产业链。在当前的食盐专营制度之下, 盐业公司既是食盐市场的管理者和计划分配者, 又是销售食盐的市场参与者, 承担了食盐的存储、运输和销售功能, 在整个行业中处于主导地位。食盐生产企业不能在终端销售, 只能将食盐按照出厂价出售给盐业公司, 盐业公司再按照批发价格转售给下游的企业。目前食盐终端分为两块, 一块是进入食品加工企业, 另外一块是进入商超或零售点, 无论是食品加工企业和商超、零售点都不能直接从制盐公司购买食盐, 必须从盐业公司购买食盐。

图 3 食盐专营制度下的产销分离

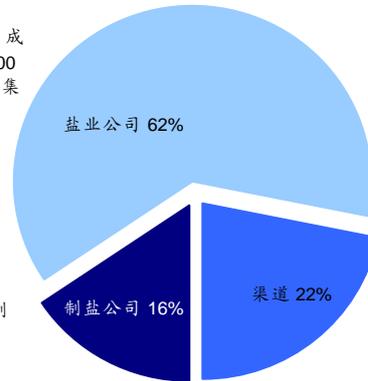


资料来源: 工信部, 海通证券研究所

图 4 食盐专营制度下的食盐产业链毛利分配

盐业公司负责分装、运输、仓储，成本 200-300 元/吨，批发价 1500-2000 元/吨，可获毛利 700-1200 元/吨，集中了食盐产业链的主要利润。

制盐公司负责制备精制食盐，精制盐成本 200 元/吨，加碘成本 20-30 元/吨，可获毛利 200-300 元/吨



零售商负责食盐零售，普通加碘终端售价 2500 元/吨以上，终端毛利 300-500 元/吨

资料来源：中国盐业协会，海通证券研究所

从全球来看，很多国家盐业实行市场化竞争，且集中度极高。日本从 1905 年实施《盐专卖法》到 1997 年废除该法公布实施《盐事业法》，再到 2005 年完全取消盐业规划，日本政府通过盐事业中心组合使用价格（统一收购价格等）、产量、市场结构设计（提高市场集中度）、产业机构设计（禁止产配销一体化）等规制手段，不断导入竞争机制，实现了盐的稳定供给；食盐消费价格的不断下调；盐业从被规制产业到一般产业的平稳过渡。**据 USGS 的 2011 年数据，日本共有 4 家以海水为原材料的制盐企业总计生产了 125 万吨。**美国没有专门的食盐专营的法规，盐业和其它工业一样，受《食品法》、《反垄断法》等法律的管制。制盐企业必须在美国食品医药管理局进行登记，盐业协会和政府相关部门制订各种用途的盐产品的技术指标和产品质量标准，并有专门机构对不同用途的盐的指标进行监督检查。由于严格的法制和成熟的市场体制，美国盐业的特点是经营高度集中。**根据美国地理调查（U.S. Geological Survey, USGS）2011 年的数据，美国共有 28 家盐业公司在 16 个州运行着 60 个制盐厂，共生产了 4400 万吨盐。其中产量超过 100 万吨的有 10 家制盐企业和 13 个制盐厂分别占总产量的 91%和 69%。**

2.2 盐改改变行业竞争规则，从而改变行业利益分配格局

盐改核心在于废止盐业专营，后续正式方案有望加速出台。2014 年 11 月，中国盐业协会披露，国家发展改革委主任办公会议已通过第七套盐业体制改革方案，并在各部委完成意见征求。方案的核心为 2016 年起废止盐业专营，放开所有盐产品价格。2014 年 12 月，工信部确认将取消食盐专营，抓好盐业体制改革将成为 2015 年工信部体改重点，盐业体制改革后，涉盐企业将可实现真正的自主经营和公平竞争。

国内盐业体制改革早在 2001 年就正式起步，期间推出先后制定了六个方案，但受到盐业公司等既得利益群体阻挠等种种因素影响，始终没有取得实质性进展。2014 年有所突破，主要表现为审批权的下放。

2014 年 1 月，工信部发出《工业和信息化部关于做好下放食盐定点生产企业审批工作的通告》，根据《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》，明确将食盐定点生产企业项目审批从工业和信息化部下放至省级人民政府盐业行政主管部门。

2014 年 4 月，发改委网站发布消息称“根据《国务院关于第六批取消和调整行政审批项目的决定》（国发[2012]52 号）和《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》（国发[2013]44 号），现决定废止《食盐专营许可证管理办法》（2006 年 4 月 28 日

国家发展和改革委员会令 第 45 号发布), 自公布之日起执行。此次废止《食盐专营许可证管理办法》, 表明食盐批发许可证和食盐准运证可能也将下发至省级政府。

拟出台的第七套改革方案分六个部分共 20 项内容, 核心为 2016 年起废止盐业专营, 放开所有盐产品价格, 2017 年起盐业全面按照新的方案实行。三年内仅对 98 家食盐定点生产企业和 30 家省级盐业公司放开市场。此次盐业改革方案在发改委主任办公会议获得通过, 并在各部委完成意见征求, 我们认为这基本代表着改革道路上的主要障碍已经完全消除, 后续正式方案的出台有望加速出台。

表 4 盐业改革方案预计时间表

| 时间 | 进程 | 具体措施 |
|---------------|------|-----------------------------|
| 2015 年 | 专营期 | 盐业保持专营, 生产、流通分开, 盐业公司垄断地位不变 |
| 2016 年-2017 年 | 过渡期 | 放开盐价, 生产企业进入流通, 流通企业跨区域经营 |
| 2018 年以后 | 全面放开 | 允许非体制内民营资本进入市场, 充分市场化竞争 |

资料来源: 工信部, 海通证券研究所

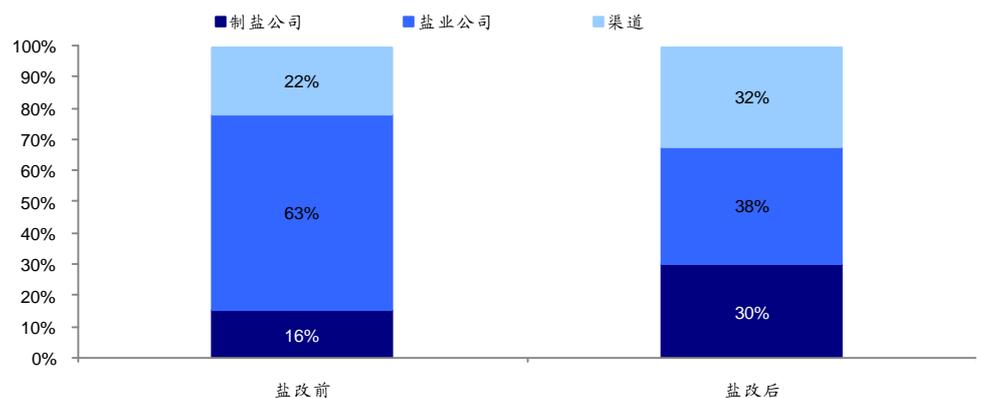
盐改提升行业集中度, 重新分配产业链利润, 利好盐业优势企业。行业格局的变化主要体现在: **一是生产端集中度有望进一步提升, 有利于全国食盐定点生产企业直接参与市场竞争, 培育生产企业自身的食盐品牌, 不断提高食盐分装能力, 具有地理、资源和产品开发优势的企业将处于有利地位;** **二是销售端释放渠道利润, 制盐企业产品有机会直接进入最终的食品加工企业和终端商超、零售点, 将大幅提高制盐企业的定价能力, 行业利润将在制盐企业、渠道商、终端销售商中重新分配, 拥有品牌和渠道优势的企业将大大受益。**食用盐行业在专营体制放开后基本都沿着**垄断(改革前)-分散(改革后)-集中(优胜劣汰)**的路径发展, 长期来看有利于龙头企业提升盈利能力。新都化工具备完善的产业链, 差异化品种盐研发技术领先, 加上自身机制灵活, 有机会在行业竞争中占得先机。

表 5 食盐专营逐步放开后市场格局的演变预测

| 参与方 | 演变预测 | 代表企业 |
|-------|---|--------|
| 制盐企业 | 可以自建品牌, 并扩张产能, 通过盐业公司渠道分销自己的产品, 也可以自建渠道; 产品可以直接进入销售市场参与竞争 | 新都化工 |
| 盐业公司 | 盐业公司将分化, 各省盐业公司将凭借自己渠道及品牌优势发展成为寡头, 没有竞争力的盐业公司将被淘汰 | 各省盐业公司 |
| 调味品公司 | 18 年之前没有机会进入食盐生产、批发领域 | 海天味业 |

资料来源: 海通证券研究所

图 5 食盐专营制度放开前后普通碘盐产业链毛利分配预测



资料来源: 中国盐业协会, 海通证券研究所

3. 什么样的企业能在盐改中脱颖而出?

体制内的龙头盐商将获优先机会,其他竞争者难以进入,存量竞争者能力差异较大,集中度有巨大提升空间。2012 年底工信部公布了 2013-2015 年度食盐定点生产企业名单,食盐的定点生产企业共 98 家,多品种食盐定点生产单位 30 家。即便是考虑盐改,18 年之前也不会有新的企业进入,依旧是一个存量竞争的市场。专营体制下,多数定点生产企业难以积累实力参与后续市场竞争,只有具备资金和研发实力的少数几家盐企和部分盐业公司才能从优胜劣汰的市场竞争中胜出,成为食盐行业的垄断寡头之一。

新都化工控股子公司益盐堂(应城)健康盐制盐有限公司 2014 年品种盐销量 25 万吨,位居全国单体企业品种盐销量之冠。益盐堂在 2014 年率先布局全国生产基地。除原有湖北基地以外,与各大盐业公司合作,已布局河南、广西、贵州、东北等基地,全国布局近基本成形;今年将继续完善。一旦食盐专营制度放开,体制内的食盐定点生产企业将获得优先机会,尤其利好有规模有品牌的龙头盐商,通过提前布局全国食盐市场,主动调整产品结构,成为食盐专营放开后的第一波受益方。

目前,A 股市场上,除了新都化工之外,云南盐化、兰太实业也是两家比较有实力的企业。通过对比分析,我们发现新都化工具有以下两个方面的优势:1)从整体效益看,2013 年新都的整体净利润和净利润率都处于优势地位,而云南盐化和兰太实业还处于亏损状态,这是由新都的民企性质决定的,体制灵活,管理和经营效率高,虽然毛利率不高(其他公司属于国企,有销售端优势,新都仅限于生产),但净利率处于领先地位;2)从食盐业务看,新都的主要特色在于高端品种盐占比高,并且拥有自己的自主品牌“益盐堂”,自上市之初就开始为盐业改革做准备,并与 14 个省的盐业公司建立合作关系,提前布局全国市场;而其他几家公司的生产还停留在普通加碘食盐甚至原盐加工之上,云南盐化 2013 年也推出了品种盐,但目前还处于初期推广阶段。从品牌、渠道、营销、资金等角度看,新都化工都具有先发优势,一旦专营制度放开之后,特别是流通领域的专营制度打破后,食盐产业链的利润在生产商、经销商和零售商之间重新分配,新都凭借其多方领先优势,实现从食盐制造商向产销一体的品牌高端食盐龙头转变,赚取产业链的丰厚利润。

表 6 2013 年食盐行业公司主要指标对比

| | 新都化工 | 云南盐化 | 兰太实业 |
|-----------|-----------------------------|----------------------|--------------|
| 企业类别 | 民营 | 国资 | 国资 |
| 原盐类别 | 井盐、海盐 | 井盐 | 湖盐 |
| 食盐产能(万吨) | 100(原盐) | 80 | 20 |
| 销量(万吨) | 19.85(品种盐) | 54 | 10-20(盐产品) |
| 食盐收入(亿元) | 2.36 | 9.18(盐硝合计) | 0.6-1.2 |
| 食盐毛利率(%) | 42.09 | 45(盐硝合计) | 25 |
| 整体净利润(亿元) | 1.41 | -0.03 | -0.88 |
| 整体净利率(%) | 3.66(农化业务净利率较低,食盐业务净利率 26%) | -0.14 | -0.41 |
| 特色 | 拥有自主品牌“益盐堂” | 云南省内唯一一家食盐产销一体化的盐业公司 | 大股东变更为中盐股份公司 |

资料来源:相关公司 2013 年年报,海通证券研究所

4. 盐改后体制内的制盐企业如何面对传统调味品企业的冲击?

4.1 生产端：生产牌照 18 年之前不会放开、上游资本开支巨大形成明显壁垒

1) **牌照 18 年之前属于存量市场，上文已经分析，目前调味品企业无法申请新牌照也没有动力去收购生产牌照**，目前生产端牌照价格不低，生产端企业估值 7-10 亿元，如果没有下游销售配套难以盈利，且有运输经济性限制，单纯布局一家生产企业无法面向全国销售。目前盐业公司（封装厂和销售企业，存量 30 个牌照）估值更高，由于盐业公司长期垄断经营，商务物业、仓储物流资产均较重，评估值将高达几十亿。对于任何一个调味品企业来讲，资本开支均巨大。同时体制内的企业也不愿意低价出售生产牌照，在 18 年之前都会充分享受体制内的利润。2) **品种盐生产需要较大资本开支匹配上游原料生产端布局，调味品企业目前均无优势**。原盐不存在生产壁垒，但高端食盐产品线丰富，海藻碘盐和低钠盐是未来品种盐占比前二的两个方向。以新都化工为例：益盐堂 2011 年推出海藻碘盐、低钠盐等符合国家品种盐发展方向的差异化品种，益盐堂在 2014 年率先布局全国生产基地。除原有湖北基地以外，与各大盐业公司合作，已布局河南、广西、贵州、东北基地，全国布局近基本成形；今年将继续完善。**同时自建 4 万吨食用氯化钾生产线，行业产能占比 30%，保证低钠盐所需钾原料的稳定低价供应**。益盐堂下辖海藻碘公司益新九洋拥有目前全国唯一一张海藻碘食品添加剂证照，**形成明显生产端壁垒，拥有行业话语权**。

表 7 盐产品相关子公司及其产能

| 子公司名称 | 公司产能 |
|----------------------|--|
| 孝感广盐华源制盐有限公司（应城盐业公司） | 年产精制盐 100 万吨 |
| 益盐堂（应城）健康盐制盐有限公司 | 年产小包装多品种盐 30 万吨，年产 4 万吨食用氯化钾 |
| 威海益新九洋海藻科技有限公司 | 开发生产海藻碘浓缩液 |
| 益盐堂（宁陵）健康盐有限公司 | 年产小包装多品种盐 6 万吨； |
| 益盐堂（大连）健康盐有限公司 | 建设 10 万吨澳洲海盐分销、研发和生产基地以及高品质食用盐的研发和生产基地 |
| 贵州盐业集团商贸有限责任公司 | 盐及非盐商品批发 |
| 广西益盐堂健康盐有限公司 | 建设 50 万吨海盐生产基地及仓储物流中心 |

资料来源：2013 年年报及相关公告，海通证券研究所

4.2 销售端：16-17 年生产企业进入流通，流通企业跨区域经营，存量企业率先抢占下游

我们判断：一线城市，如：北京、上海属于自由竞争区域生产企业需要整合强有力的经销商共同开发这个区域，但是其他周边区域属于资源抢占式布局。由于我国长期存在盐业专营垄断，各省的盐业公司都布局了位置最好的码头，拥有普通调味品经销商难以企及的仓储、物流硬件配置；而且，盐业公司配送体系由省至地市至县直达乡镇，形成了完整的网络。越是经济欠发达地区，盐业公司相对于社会经销商越有竞争优势。而调味品企业 18 年之后才开始渠道布局。**以新都为例：借力盐业公司，率先布局全国性渠道**。政策放开初期各省盐业公司受制于原有体制限制，省外市场开拓难有明显进展，但是公司通过与盐业公司渠道合作的布局，可充分利用资本优势、产品优势及民企灵活的机制，目前，公司已于 14 个省份的盐业公司保持了合作关系，均已成立合资公司，新都化工为大股东，2015 年专营期内与战略合作的盐业公司共同做强渠道。市场经济发达的区域，社会经销商实力强，益盐堂将借道收购的调味品企业在 2015 年布局渠道。

表 8 公司积极布局全国盐业市场

| 公告日期 | 公告标题 |
|------------|---|
| 2014-8-21 | 与河南省卫群多品种盐公司、河南德先食品有限公司签署投资宁陵益盐堂多品种盐分装基地 |
| 2014-10-30 | 与吉林盐业签署投资新设公司设立海盐研发、生产基地框架协议 |
| 2014-12-31 | 应城益盐堂公司与贵盐集团就贵盐商贸增资扩股 |
| 2014-12-31 | 应城益盐堂公司与吉林盐业运销、山月贸易及北味依商贸合作设立益盐堂(大连)健康盐有限公司 |
| 2014-12-31 | 应城益盐堂公司与银鹏多品种盐、端盈商贸合作设立广西益盐堂健康盐有限公司 |

资料来源: wind, 海通证券研究所

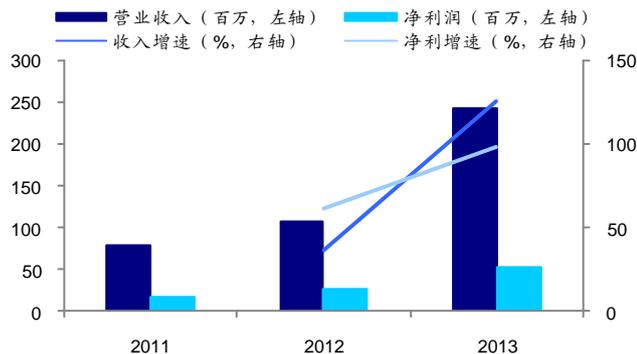
新都化工是国内少数率先打造品种盐品牌的公司之一。一方面,公司与盐业公司合作,利用盐业公司的品牌效应,走联合品牌道路,目前品种盐产品已成功进入湖北、广西、广东等 14 个省、300 多个地级市市场,市场开发成效显著。专营制度放开初期,盐业公司的品牌效应很强,胜过任何制盐企业的品牌,而新都作为实力强质量高的制盐企业,必将成为盐业公司心仪的合作伙伴,从而强强联手推出联合品牌。另一方面,注重大力培育自主品牌,成功将“益盐堂”品牌产品推向黑龙江、内蒙古、河北、山西、广西等省市场

为日后专营放开拥有独立的品牌打下基础。18 年之后传统调味品企业都会加入品种盐的竞争,对行业提升结构和做大规模有帮助,届时市场规模够大,新都化工有先发优势,短期不存在恶性价战的可能。

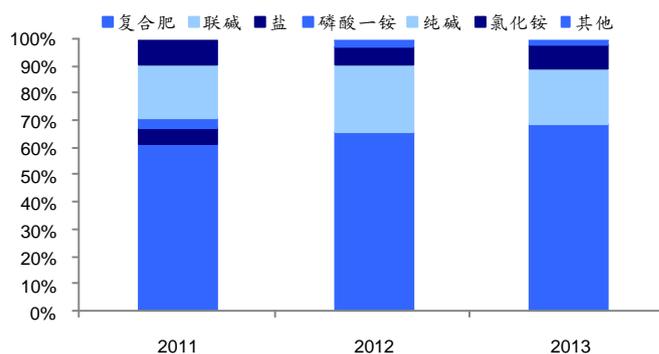
5. 公司未来发展重点是品种盐业务,农化亦有亮点

5.1 品种盐业务连年接近 80%复合增长,生产端毛利率高达 42%

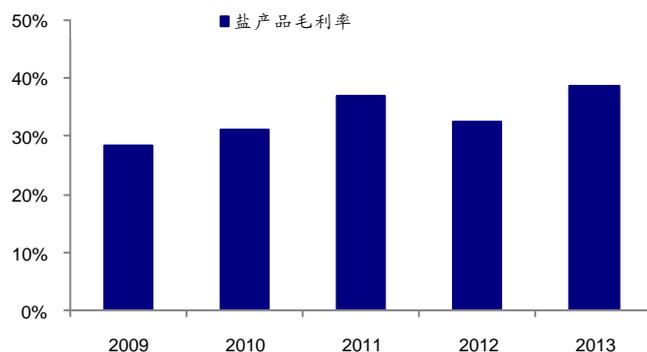
品种盐发展迅猛,已成公司利润重要增长点之一。公司 2011 年才设立益盐堂公司,但发展迅猛,其品种盐已成功进入湖北、广西、广东等 14 省,300 多个地级市,并成功打响了“益盐堂”品牌。益盐堂快速发展,净利润从 2011 年的 1682 万快速增长到 2013 年的 5399 万,复合增长率达到了 79%。由于品种盐毛利率远高于复合肥和纯碱业务,因此其已成为公司利润的重要来源之一。2013 年盐产品综合毛利率 38%,其中品种盐毛利率高达 42%,工业盐毛利率只有 29%,收入占比不足 10%的盐产品业务贡献了 22% 的毛利。2013 年品种盐销量近 20 万吨,预计今年仍将保持一个较快的增速。

图 6 益盐堂 2011 成立以来收入和利润快速增长


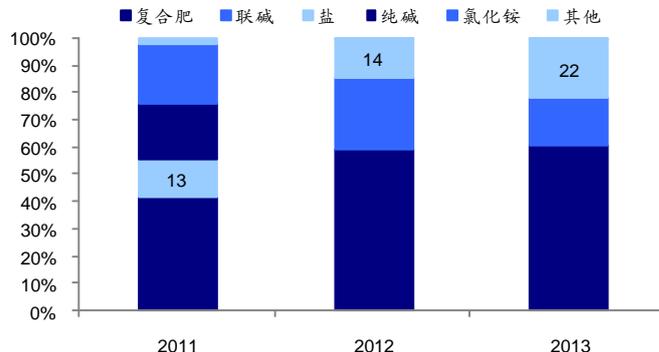
资料来源：2011-2013 年年报，海通证券研究所

图 7 盐业务收入占比小，2013 年仅为 8.5%


资料来源：2011-2013 年年报，海通证券研究所

图 8 2013 年盐产品综合毛利率为 38%


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 9 盐业务毛利占比逐年增大，2013 年达 22%


资料来源：2011-2013 年年报，海通证券研究所

5.2 借用强力的盐业公司渠道，布局下游川味复合调味品市场

川味调味品市场空间巨大，延伸品种盐产业链。川菜是全国四大菜系中最受欢迎的菜系，其普及速度以每年 20%~25% 的速度递增，川菜调味品市场规模庞大，同时川菜也是中国八大菜系中少数可以做成复合调味料进行推广的菜系，市场空间巨大。目前国内调味品行业渠道中，餐饮、家庭和工业渠道各占 40%、30% 和 30%。食盐是调味品制造的重要原材料，进入调味品市场可以延伸品种盐产业链，实现协同发展。同时，凭借益盐堂与全国多家盐业公司良好的合作关系，与盐业公司共同应用盐业渠道平台销售调味品；既能走出一条与其他调味品企业不同的快速发展渠道的道路；又能应用同渠道的调味品增加盐业渠道的粘性。

收购四川泡菜龙头新繁食品 and 四川望红豆瓣酱，打造川味调味品行业龙头。新都化工拟斥资 3000 万成立全资子公司成都益盐堂调味品有限公司，由益盐堂调味品公司对调味品业务进行统一管理，有效推进公司调味品业务的营销、研发及投资工作。同时，益盐堂调味品公司出资 2159 万元收购成都新繁食品 95% 的股权，迈出食用盐下游产业链延伸的重要一步。公司还将继续寻找调味品行业的并购机会，重点沿着发展川味调味品的路线不断发展壮大公司调味品新业务，打造川味调味品行业龙头。

新繁食品是一家主营酱腌菜、豆制品、调味料等调味品生产销售的食品类快消品企

业。“新繁”牌泡菜品质优秀，在四川泡菜领域的品牌知名度高。但受资金制约，销售收入长期停滞不前以及融资成本过高导致其财务负担过重，使得新繁食品目前处于亏损状态。公司控股新繁食品后将进行整合，并借助品种盐渠道带动其销售。预计 2015 年将实现销售收入 8600 万元，净利润 900 万元。收购豆瓣酱：公司目前已和郫县豆瓣酱代表企业之一四川望红食品有限公司签订股权转让框架协议，拟受让 80% 的股权，15 年也会增加盈利点。

公司调味品业务 15 年将实现并表，预计 16-17 年可实现翻番增长。公司收购新繁食品和望红食品之后，15 年可实现 1.5 亿收入，16-17 年公司依托盐业公司所拥有的覆盖力最全面的渠道，可实现大面积铺货，带动调味品收入快速增长。

5.3 新都化工食盐业务值多少钱？

表 9 基础假设

| | 说明 |
|-------|--|
| 假设条件 | 分为有盐改和无盐改两种，无盐改企业按照历史经营数据进行预测，行业无变化。有盐改行业发生变化。两种假设下又分别有三种情景，分别是悲观、中性和乐观，是按照新都化工出厂价格进行区分。 |
| 品种盐均价 | 价格测算按终端零售价倒推，按 0.3、0.4、0.5 的比例测算悲观、中性和乐观情景，即盐改后新都化工出厂价为终端价格的 30%、40% 和 50%（目前出厂价/终端价为 22%），假设终端价格每年降 5%。（但盐改放开后利益再分配，制造企业加入销售后盈利能力大幅提升，出产价占终端比例也随之提高，同时随着品种盐结构升级，终端均价上涨为大概率，且调味品行业结构升级趋势加速，价格战历史少有）。 |
| 毛利率 | 海藻碘盐毛利 40%，自产海藻碘盐的毛利率增加 7%，合计 47%。低钠盐毛利 34%，自产低钠盐的毛利率增加 13%，合计 47%，均保持稳定。 |
| 期间费用 | 费率合计 25%（主要考虑盐改后销售费用中广告宣传费增加），海天味业 2013 年费率仅为 16%；中炬高新、涪陵榨菜、恒顺醋业费率分别为 19%，20%，32%（恒顺财务费用过高导致）；天味食品 2013 年费率 16%，所以该假设偏保守。 |
| 销量 | 考虑到新都化工生产海藻碘盐独特的技术优势和氯化钾上游产能占比的优势，我们认为在盐改放开后，公司的海藻碘盐和低钠盐的销量将逐年看涨。 |

资料来源：wind，海通证券研究所

情景 1：15 年不会出台盐改相关国家政策

2011-2013 年益盐堂净利 CAGR 为 79%，悲观情景下，我们预测 15 年利润规模 1.22 亿，同比增 37%，给予 15 年 30xPE，对应市值应为 37 亿。农化业务市值 40 亿（见下文），非盐调味品市值 3 亿，**合计市值 80 亿，跟增发后的 70 亿市值还有 14% 空间，有足够的安全边际。**

表 10 盐业政策不变下的盈利预测

| 预测态度 | 项目 | 盐业政策不变 | | | | | |
|---------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 悲观预测 | 高端品种盐销量(万吨) | 9 | 18 | 24 | 30 | 35 | 39 |
| | 普通品种盐(万吨) | 12 | 7 | 9 | 11 | 10 | 12 |
| | 品种盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 40 | 45 | 51 |
| | 普通加碘盐销量(万吨) | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 14 |
| | 食用盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 40 | 50 | 65 |
| | 品种盐销量同比(%) | | 25 | 32 | 21 | 13 | 13 |
| | 高端盐吨价(元/吨) | 1050 | 1450 | 1500 | 1600 | 1700 | 1800 |
| | 同比(%) | | 38 | 3 | 7 | 6 | 6 |
| | 普通品种盐吨价(元/吨) | 1020 | 1150 | 1200 | 1250 | 1250 | 1250 |
| | 同比(%) | | 13 | 4 | 4 | 0 | 0 |
| | 普通盐吨价(元/吨) | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| | 同比(%) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 收入合计(百万元) | 207 | 341 | 469 | 603 | 770 | 992 |
| | 同比(%) | | 65 | 37 | 29 | 28 | 29 |
| | 毛利率(%) | 46 | 49 | 49 | 46 | 50 | 50 |
| | 净利率(%) | 23 | 26 | 26 | 27 | 28 | 28 |
| | 净利润(百万元) | 48 | 89 | 122 | 163 | 216 | 278 |
| | 同比(%) | | 87 | 37 | 34 | 32 | 29 |
| | PE(X) | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 市值(亿元) | 14 | 27 | 37 | 49 | 65 | 83 | |
| 中性预测 | 高端品种盐销量(万吨) | 9 | 18 | 24 | 32 | 38 | 46 |
| | 普通品种盐(万吨) | 12 | 7 | 9 | 11 | 10 | 12 |
| | 品种盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 42 | 48 | 58 |
| | 普通加碘盐销量(万吨) | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 14 |
| | 食用盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 42 | 53 | 72 |
| | 品种盐销量同比(%) | | 25 | 32 | 27 | 14 | 21 |
| | 高端盐吨价(元/吨) | 1050 | 1450 | 1500 | 1600 | 1700 | 1800 |
| | 同比(%) | | 0 | 3 | 7 | 6 | 6 |
| | 普通品种盐吨价(元/吨) | 1020 | 1150 | 1200 | 1250 | 1250 | 1250 |
| | 同比(%) | | 13 | 4 | 4 | 0 | 0 |
| | 普通盐吨价(元/吨) | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| | 同比(%) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 收入合计(百万元) | 207 | 341 | 469 | 635 | 821 | 1118 |
| | 同比(%) | | 65 | 37 | 36 | 29 | 36 |
| | 毛利率(%) | 46 | 49 | 49 | 46 | 50 | 50 |
| | 净利率(%) | 23 | 26 | 26 | 27 | 28 | 28 |
| | 净利润(百万元) | 48 | 89 | 122 | 172 | 230 | 313 |
| | 同比(%) | | 87 | 37 | 41 | 34 | 36 |
| | PE(X) | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 市值(亿元) | 14 | 27 | 37 | 51 | 69 | 94 | |
| 乐观预测 | 高端品种盐销量(万吨) | 9 | 18 | 24 | 32 | 40 | 48 |
| | 普通品种盐(万吨) | 12 | 7 | 9 | 11 | 12 | 12 |
| | 品种盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 42 | 52 | 60 |
| | 普通加碘盐销量(万吨) | 0 | 0 | 0 | 0 | 8 | 18 |
| | 食用盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 42 | 60 | 78 |
| | 品种盐销量同比(%) | | 25 | 32 | 27 | 24 | 15 |
| | 高端盐吨价(元/吨) | 1050 | 1450 | 1500 | 1600 | 1700 | 1800 |
| | 同比(%) | | 0 | 3 | 7 | 6 | 6 |
| | 普通品种盐吨价(元/吨) | 1020 | 1150 | 1200 | 1250 | 1250 | 1250 |
| | 同比(%) | | 13 | 4 | 4 | 0 | 0 |
| | 普通盐吨价(元/吨) | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| | 同比(%) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 收入合计(百万元) | 207 | 341 | 469 | 635 | 910 | 1194 |
| | 同比(%) | | 65 | 37 | 36 | 43 | 31 |
| | 毛利率(%) | 46 | 49 | 49 | 46 | 50 | 50 |
| | 净利率(%) | 23 | 26 | 26 | 27 | 28 | 28 |
| | 净利润(百万元) | 48 | 89 | 122 | 172 | 255 | 334 |
| | 同比(%) | | 87 | 37 | 41 | 49 | 31 |
| | PE(X) | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 市值(亿元) | 14 | 27 | 37 | 51 | 76 | 100 | |

资料来源: wind, 海通证券研究所

情景 2: 盐改 15 年推出国家政策, 16 年盐改执行, 16 年悲观情景下, 净利润 2.02 亿元, 给 25xPE, 食盐业务市值为 50 亿, 调味品和化工业务市值分别为 7 亿和 59 亿, 合计 116 亿市值, 跟增发后的 70 亿市值比较还有 66% 空间。

中性情境下, 净利润 2.83 亿元, 给 16 年 25xPE, 食盐业务市值 71 亿, 调味品和化工业务市值分别为 7 亿和 59 亿, 合计 137 亿市值, 跟增发后的 70 亿市值比较还有 96% 空间。

表 11 盐业政策重大调整下的盈利预测

| 预测态度 | 项目 | 盐业政策重大调整 | | | | | |
|----------|--------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 悲观预测 | 高端品种盐销量(万吨) | 9 | 18 | 24 | 35 | 44 | 56 |
| | 普通品种盐(万吨) | 12 | 7 | 9 | 5 | 6 | 8 |
| | 品种盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 40 | 50 | 64 |
| | 普通加碘盐销量(万吨) | 0 | 0 | 0 | 20 | 24 | 27 |
| | 食用盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 60 | 74 | 91 |
| | 品种盐销量同比(%) | | 25 | 32 | 21 | 26 | 28 |
| | 高端盐吨价(元/吨) | 1050 | 1400 | 1500 | 1989 | 2065 | 2122 |
| | 同比(%) | | 33 | 7 | 33 | 4 | 3 |
| | 普通品种盐吨价(元/吨) | 1020 | 1150 | 1200 | 1300 | 1350 | 1400 |
| | 同比(%) | | 13 | 4 | 8 | 4 | 4 |
| | 普通盐吨价(元/吨) | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| | 同比(%) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 收入合计(百万元) | 207 | 332 | 469 | 961 | 1234 | 1579 |
| | 同比(%) | | 61 | 41 | 105 | 28 | 28 |
| | 毛利率(%) | 50 | 49 | 49 | 46 | 46 | 46 |
| | 净利率(%) | 23 | 26 | 26 | 21 | 21 | 21 |
| 净利润(百万元) | 48 | 86 | 122 | 202 | 259 | 332 | |
| 同比(%) | 0 | 82 | 41 | 66 | 28 | 28 | |
| PE(X) | 30 | 30 | 30 | 25 | 26 | 27 | |
| 市值(亿元) | 14 | 26 | 37 | 50 | 67 | 90 | |
| 中性预测 | 高端品种盐销量(万吨) | 9 | 18 | 24 | 45 | 58 | 75 |
| | 普通品种盐(万吨) | 12 | 7 | 9 | 5 | 6 | 6 |
| | 品种盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 50 | 64 | 81 |
| | 普通加碘盐销量(万吨) | 0 | 0 | 0 | 15 | 19 | 19 |
| | 食用盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 65 | 83 | 100 |
| | 品种盐销量同比(%) | | 25 | 32 | 51 | 29 | 26 |
| | 高端盐吨价(元/吨) | 1050 | 1400 | 1600 | 2539 | 2618 | 2627 |
| | 同比(%) | | 33 | 14 | 59 | 3 | 0 |
| | 普通品种盐吨价(元/吨) | 1020 | 1150 | 1200 | 1250 | 1300 | 1350 |
| | 同比(%) | | 13 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| | 普通盐吨价(元/吨) | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| | 同比(%) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 收入合计(百万元) | 207 | 332 | 493 | 1348 | 1792 | 2242 |
| | 同比(%) | 0 | 61 | 48 | 174 | 33 | 25 |
| | 毛利率(%) | 50 | 49 | 49 | 46 | 46 | 46 |
| | 净利率(%) | 23 | 26 | 26 | 21 | 21 | 21 |
| 净利润(百万元) | 48 | 86 | 128 | 283 | 376 | 471 | |
| 同比(%) | 0 | 82 | 48 | 121 | 33 | 25 | |
| PE(X) | 30 | 30 | 30 | 25 | 26 | 27 | |
| 市值(亿元) | 14 | 26 | 38 | 71 | 98 | 127 | |
| 乐观预测 | 高端品种盐销量(万吨) | 9 | 18 | 24 | 52 | 72 | 91 |
| | 普通品种盐(万吨) | 12 | 7 | 9 | 5 | 4 | 4 |
| | 品种盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 57 | 76 | 95 |
| | 普通加碘盐销量(万吨) | 0 | 0 | 0 | 17 | 21 | 26 |
| | 食用盐销量合计(万吨) | 20 | 25 | 33 | 74 | 97 | 121 |
| | 品种盐销量同比(%) | | 25 | 32 | 72 | 33 | 25 |
| | 高端盐吨价(元/吨) | 1050 | 1450 | 1600 | 3132 | 3200 | 3200 |
| | 同比(%) | | 38 | 10 | 96 | 2 | 0 |
| | 普通品种盐吨价(元/吨) | 1020 | 1150 | 1200 | 1250 | 1300 | 1350 |
| | 同比(%) | | 13 | 4 | 4 | 4 | 4 |

| | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| 普通盐吨价(元/吨) | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 同比(%) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入合计(百万元) | 207 | 341 | 493 | 1853 | 2550 | 3210 |
| 同比(%) | | 65 | 45 | 276 | 38 | 26 |
| 毛利率(%) | 50 | 49 | 49 | 46 | 46 | 46 |
| 净利率(%) | 23 | 26 | 26 | 21 | 21 | 21 |
| 净利润(百万元) | 48 | 89 | 128 | 389 | 536 | 674 |
| 同比(%) | 0 | 87 | 45 | 204 | 38 | 26 |
| PE(X) | 30 | 30 | 30 | 25 | 26 | 27 |
| 市值(亿元) | 14 | 27 | 38 | 97 | 139 | 182 |

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 12 食盐和调味品公司估值表

| 代码 | 名称 | 股价(元) | EPS(元) | | | PE | | | 2014E 收入(亿元) | 市值(亿元) | 市销率 2014E |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------------|--------|-----------|
| | | | 2013 | 2014E | 2015E | 2013 | 2014E | 2015E | | | |
| 600328.SH | 兰太实业 | 9.87 | 0.10 | 0.19 | 0.27 | 94.26 | 47.20 | 33.71 | 20.65 | 33.86 | 1.64 |
| 002053.SZ | 云南盐化 | 17.93 | 0.20 | 0.10 | 0.15 | 77.70 | 152.59 | 101.89 | 18.17 | 32.41 | 1.78 |
| 600409.SH | 三友化工 | 7.17 | 0.24 | 0.32 | 0.44 | 25.06 | 18.93 | 13.79 | 125.91 | 125.46 | 1.00 |
| 食盐公司平均 | | | | | | 65.67 | 72.91 | 49.80 | | | 1.47 |
| 603288.SH | 海天味业 | 46.59 | 2.26 | 1.36 | 1.65 | 18.4 | 30.67 | 25.21 | 98.15 | 695.96 | 7.09 |
| 600872.SH | 中炬高新 | 11.83 | 0.27 | 0.37 | 0.48 | 43.34 | 31.48 | 24.03 | 26.88 | 94.08 | 3.50 |
| 600205.SH | 恒顺醋业 | 25.41 | 0.15 | 0.28 | 0.42 | 112.22 | 62.09 | 41.06 | 12.32 | 55.39 | 4.50 |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 28.80 | 0.91 | 0.82 | 1.00 | 31.74 | 35.16 | 28.71 | 9.82 | 58.03 | 5.91 |
| 002650.SZ | 加加食品 | 12.22 | 0.70 | 0.35 | 0.45 | 16.15 | 32.30 | 25.45 | 17.27 | 56.31 | 3.26 |
| 调味品公司平均 | | | | | | 44.37 | 38.34 | 28.89 | | | 4.85 |

资料来源: wind, 海通证券研究所(根据 2015.1.27 收盘价计算)

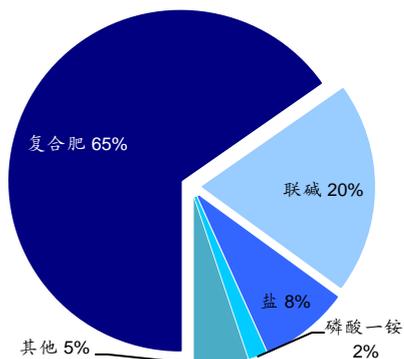
5.4 全产业链复合肥龙头之一, 15 年农化整体估值 40 亿

复合肥业务是公司的传统核心业务, 拥有三条完整产业链。公司以生产和销售多系列、多品种复合肥及围绕复合肥产业链深度开发为主营业务, 目前拥有原盐→纯碱→硝钠及亚硝钠, 原盐→氯化铵→氯基复合肥, 硝酸+合成氨→硝酸铵→硝基复合肥三条完整的产业链。2013 年复合肥业务实现收入 25.2 亿元, 占公司总收入的 65%, 实现毛利 3.4 亿元, 占公司总体毛利的 57%, 毛利率 13.4%, 2007-2013 年年均复合增长率达 15.9%。

硝基复合肥扩产促进结构升级, 提升整体毛利率。公司以国家产业政策为立足点, 以化肥行业发展趋势为出发点, 围绕硝基肥、缓控释肥、水溶肥等新型复合肥进行了一系列的产品结构性调整, 近年公司建成或在建的多条新型复合肥生产线, 新型复合肥产能急速提升, 预计未来复合肥产品销售收入仍将稳步提升。其中硝基复合肥技术及原料优势使得公司成为硝基复合肥的行业领导者, 全产业链优势明显, 能够有效的降低生产成本, 增强复合肥产品的核心竞争力。

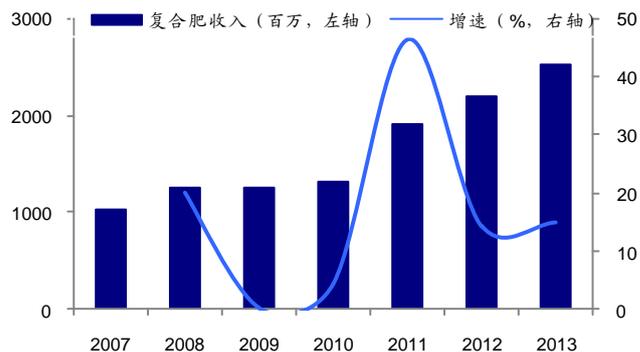
2013 年公司复合肥产能达到 243 万吨, 相比 2012 年增加了 58.82%, 在复合肥上市公司中排名第三, 仅次于金正大和史丹利。新建产能投产后, 公司复合肥总产能将达到 448 万吨, 硝基复合肥产能将达 235 万吨, 占总产能的 53%, 是绝对的硝基复合肥龙头, 产品结构转向以硝基复合肥和水溶肥为重点, 从而带动整体毛利率的提升。

图 10 2013 年复合肥收入占公司总收入的 65%



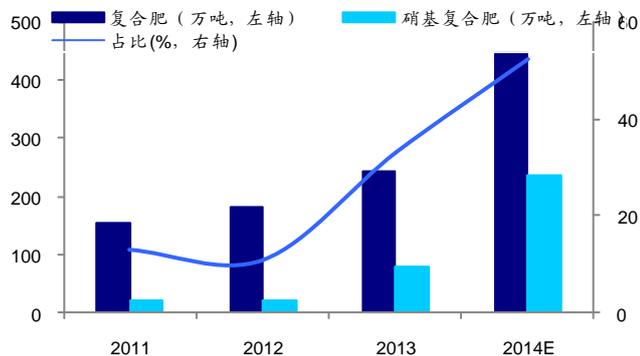
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 11 2007-2013 年复合肥收入年均复合增长率 15.9%



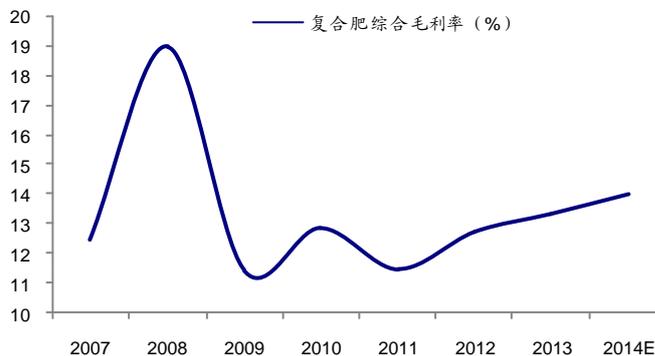
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 12 硝基复合肥扩产, 产能占比大幅提升



资料来源: 2011-2013 年年报, 海通证券研究所

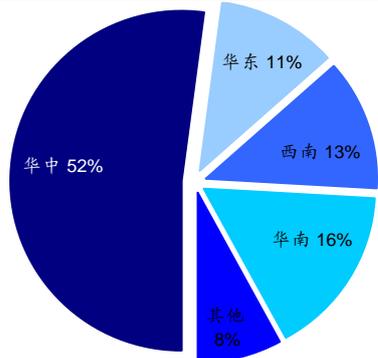
图 13 产品升级带动复合肥毛利率有效提升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

大力开拓北方市场, 复合肥未来仍将保持良好增长态势。2013 年我国粮食格局从“南粮北调”转变为了“北粮南运”, 北方省份粮食总产量占全国总产量的比例不断提升, 全国粮食产量格局悄然变化。自 2014 年起, 公司在北方市场产能布局的陆续投产将大大弥补北方产能不足的缺陷, 公司未来将围绕“进军和拓展北方”的方针大力制定营销策略、开发营销资源, 稳步实施公司进军北方市场的战略目标, 扩大公司在北方粮食主产区的市场份额, 逐步实现公司在全国粮食新格局下的合理布局, 预计未来复合肥业务仍将保持 15% 的增长态势。

图 14 公司收入分布集在华中地区



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 15 河南和山东是国内最大的两个复合肥消费省



资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

表 13 2014 年硝基复合肥产能布局河南和山东, 开拓北方市场

| 地区 | 品种及产能 | 建设情况 |
|------|----------------|----------------|
| 四川眉山 | 20 万吨硝基复合肥 | 2012 年投产 |
| | 35 万吨硝基水溶复合肥 | 2014 年 12 月试生产 |
| | 10 万吨缓控释复合肥 | |
| 湖北应城 | 60 万吨硝基复合肥 | 2013 年 11 月投产 |
| 湖北宜城 | 30 万吨氨化缓控释复合肥 | 2013 年上半年投产 |
| 河南宁陵 | 20 万吨硝基高塔水溶复合肥 | 2014 年 2 月底已投产 |
| | 40 万吨转鼓造粒硝基复合肥 | |
| | 10 万吨双膜肥 | |
| | 10 万吨缓控释包硫复合肥 | |
| 山东平原 | 20 万吨硝基高塔复合肥 | 2014 年 3 月试生产 |
| | 20 万吨缓控释双膜肥 | |
| | 40 万吨硝基转鼓造粒复合肥 | 2014 年 7 月试生产 |
| | 20 万吨硝基高塔水溶复合肥 | |
| 贵州遵义 | 60 万吨长效缓释复合肥 | 二期 前期建设 |

资料来源: 2013 年年报, 海通证券研究所

公司的 6 万吨黄磷产能预计 14 年底达产, 凭借低电价和水路运输黄磷的运费优势, 预计有望实现 2000 元/吨的毛利。我们预测 15 年公司复合肥、联碱、黄磷和磷酸一铵业务合计实现净利润 1.6 亿元, 根据万得一致预期, 2015 年农化行业上市公司平均估值 21X, 考虑公司未来实现复合肥产能翻番, 并且产业结构向更高毛利的硝基复合肥和水溶性肥料调整, 给予农化业务 25X 估值, 对应市值 40 亿元。

表 14 农化可比公司估值表

| 代码 | 名称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE | | | 2014E 收入 (亿元) | 市值 (亿元) | 市销率 2014E |
|-----------|------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|---------|--------------|
| | | | 2013 | 2014E | 2015E | 2013 | 2014E | 2015E | | | |
| 002470.SZ | 金正大 | 33.69 | 0.95 | 1.13 | 1.48 | 30.45 | 25.58 | 19.46 | 137.40 | 229.58 | 1.67 |
| 002588.SZ | 史丹利 | 40.25 | 1.81 | 1.71 | 2.10 | 20.55 | 21.67 | 17.72 | 55.79 | 111.93 | 2.01 |
| 002170.SZ | 芭田股份 | 11.49 | 0.16 | 0.24 | 0.35 | 58.29 | 39.52 | 26.85 | 23.59 | 87.54 | 3.71 |
| 002538.SZ | 司尔特 | 19.47 | 0.38 | 0.50 | 0.83 | 43.40 | 32.94 | 19.63 | 24.18 | 51.21 | 2.12 |
| 农化行业公司平均 | | | | | | 38.17 | 29.93 | 20.92 | | | 2.38 |

资料来源: wind, 海通证券研究所 (根据 2015.1.27 收盘价计算)

5.5 增发在即, 大股东认购+引入战投锁定三年

大股东参与认购彰显对公司未来经营的信心。2014 年定增项目已通过董事会审议通过, 拟向控股股东宋睿、机构投资者平安创新等 5 位发行对象定向增发不超过 7500 万股, 发行价格 15.5 元/股, 目前股价跟发行价格接近。募集资金总额不超过 11.3 亿元 (含发行费用), 全部用于补充流动资金。

公司此次补充流动资金主要用于三个方面: 1) 新型复合肥产能的扩张 (14 年 170 万吨, 14-15 年 90 万吨)、北方市场的营销以及品牌建设、复合肥产业链的衍生包括 6 万吨黄磷项目和利川鄂州示范基地等; 2) 品种盐产能扩展, 继续复制和盐业公司合作的模式, 抢占品种盐渠道资源, 进军调味品市场, 重点是川味调味品市场, 预计将继续采取合作或收购的模式; 3) 公司可能按约定购回 12 年 3 月发行的公司债券, 需要准备一定现金。

表 15 2014 定增补充流动资金，引入机构投资者提升效率

| 发行对象 | 认购股数 (万股) | 认购金额 (万元) |
|------|-----------|-----------|
| 宋睿 | 2200 | 34100 |
| 平安创新 | 2000 | 31000 |
| 招商基金 | 1300 | 20150 |
| 博时基金 | 1000 | 15500 |
| 光大永明 | 800 | 12400 |
| 合计 | 7300 | 113150 |

资料来源：定增公告，海通证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

(1) 公司积极拓展高端品种盐和川味调味品业务，预期未来业绩将实现爆发式增长，有望成为品种盐和川味调味品的龙头企业；同时，化肥化工业务产能扩张，并且产业结构向更高毛利的硝基复合肥和水溶性肥料调整，预期未来仍将保持稳定增长。考虑 15 年调味品业务、黄磷业务并表，我们预计 2014-2016 年的公司收入增速分别为 17%、51%和 24%。

(2) 高端品种盐盈利能力强，毛利率维持 40%以上，未来通过产品升级不断提升毛利率，随着食盐产品的放量销售和全国市场的开拓，公司整体盈利能力将会有所提升，预计公司 2014-2016 年综合毛利率将分别为 19%、17%和 20%。

(3) 未来拓展品种盐的销售，公司采取和各省盐业公司建立合资公司，建设品种盐生产基地，以提升销量。我们预计未来三年公司的销售费用率有所降低，分别为 6.5%、5.5%和 5%，管理费用率将保持稳定，分别为 5.5%，5.5%，5.5%。

(4) 公司目前是体制内最具备优势的企业，拥有生产端壁垒和销售端壁垒，并且公司与 14 家盐业公司合作，同时打出川味复合调味料组合拳抢占渠道资源，不排除公司继续收购其他品类加强渠道的可能。我们看好公司食盐业务和调味品业务的收入快速增长，考虑 15 年增发摊薄后，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别 0.32、0.61 和 1.20 元。

(5) 2011-2013 年益盐堂净利 CAGR 为 79%，无盐改的中性情景下，我们预测食盐业务 16 年利润规模 1.72 亿 (40%+)，给予 16 年 30xPE，对应市值应为 52 亿。农化业务市值 59 亿，非盐调味品市值 7 亿，合计市值 118 亿，摊薄后对应目标价 29.15 元 (摊薄前 35.45 元)。若考虑盐改，公司市值将有更大的空间。给予公司买入评级。

表 16 新都化工分业务盈利预测

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 食盐业务 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 192.09 | 207.27 | 315.97 | 341.00 | 469.00 | 635.00 |
| yoy (%) | | 7.90 | 52.44 | 7.92 | 37.54 | 35.39 |
| 成本(百万元) | 121.02 | 139.63 | 193.81 | 137.72 | 254.77 | 283.99 |
| 毛利(百万元) | 71.07 | 67.64 | 122.16 | 203.28 | 214.24 | 351.01 |
| 毛利率 (%) | 37.00 | 32.63 | 38.66 | 40.00 | 44.00 | 55.28 |
| 非盐调味品业务 | | | | | | |
| 收入(百万元) | | | | | 154 | 306 |
| yoy (%) | | | | | | 98.72 |
| 成本(百万元) | | | | | 99.98 | 106.99 |
| 毛利(百万元) | | | | | 53.84 | 116.15 |
| 毛利率 (%) | | | | | 35.00 | 38.00 |
| 化肥化工业务 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 2,961.78 | 3,154.17 | 3,379.83 | 3,992.72 | 5,921.62 | 7,151.88 |
| yoy (%) | | 6.50 | 7.15 | 18.13 | 48.31 | 20.78 |
| 成本(百万元) | 2,504.98 | 2,750.00 | 2,945.95 | 3,380.64 | 5,054.52 | 6,072.45 |
| 毛利(百万元) | 456.80 | 404.17 | 433.88 | 612.08 | 867.10 | 1,079.43 |
| 毛利率 (%) | 15.42 | 12.81 | 12.84 | 15.33 | 14.64 | 15.09 |
| 合计 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 3153.87 | 3361.44 | 3695.80 | 4333.72 | 6544.44 | 8092.55 |
| yoy (%) | | 6.58 | 9.95 | 17.26 | 51.01 | 23.66 |
| 成本(百万元) | 2626.00 | 2889.63 | 3139.76 | 3518.36 | 5409.27 | 6463.43 |
| 毛利(百万元) | 527.87 | 471.81 | 556.04 | 815.36 | 1135.18 | 1629.12 |
| 毛利率 (%) | 16.74 | 14.04 | 15.05 | 18.81 | 17.35 | 20.13 |

资料来源: 2011-2013 年年报, 海通证券研究所

表 17 新都化工业务分拆估值

| | 2016年净利润(亿元) | PE | 对应市值(亿元) |
|---------|--------------|----|----------|
| 食盐业务 | 1.72 | 30 | 51.6 |
| 非盐调味品业务 | 1.59 | 30 | 7.32 |
| 化肥化工业务 | 2.35 | 25 | 58.86 |
| 合计 | | | 117.78 |
| 股本(亿股) | | | 4.04 |
| 目标价格(元) | | | 29.15 |

资料来源: 2013 年年报, 海通证券研究所

7. 不确定因素

食盐专营制度改革进度不达预期, 食品安全问题。

财务报表分析和预测

| 价值评估(倍) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 73.85 | 60.13 | 31.85 | 16.22 |
| P/B | 3.45 | 2.29 | 2.26 | 2.20 |
| P/S | 2.05 | 1.75 | 1.16 | 0.93 |
| EV/EBITDA | 21.33 | 15.64 | 12.26 | 7.96 |

| 偿债能力指标 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债比率 | 1.39 | 1.02 | 1.25 | 1.33 |
| 借款/股东权益 | 0.68 | 0.52 | 0.49 | 0.44 |
| 已获利息倍数 | 3.35 | 5.60 | 7.82 | 14.72 |
| 流动比率 | 0.78 | 1.17 | 1.08 | 1.05 |
| 速动比率 | 0.46 | 0.81 | 0.65 | 0.59 |
| 现金比率 | 0.15 | 0.49 | 0.28 | 0.18 |

| 盈利能力指标(%) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 15.34 | 18.81 | 17.35 | 20.13 |
| 息税摊销折旧利润率 | 11.26 | 13.20 | 11.12 | 13.86 |
| 净利润率 | 2.77 | 2.90 | 3.63 | 5.76 |
| 净资产收益率 | 4.67 | 3.81 | 7.09 | 13.54 |
| 资产回报率 | 1.92 | 1.85 | 3.10 | 5.72 |
| 投资回报率 | 4.84 | 5.12 | 6.38 | 11.35 |

| 经营效率指标 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 应收帐款周转率 | 16.50 | 14.60 | 14.60 | 14.60 |
| 存货周转率 | 4.36 | 3.94 | 3.86 | 3.84 |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.64 | 0.86 | 0.99 |
| 固定资产周转率 | 1.28 | 1.37 | 1.92 | 2.24 |

| 盈利增长(%) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入增长率 | 12.38 | 17.26 | 51.01 | 23.66 |
| 营业利润增长率 | 50.64 | 45.35 | 54.29 | 109.26 |
| EBIT 增长率 | 23.92 | 17.99 | 36.86 | 88.13 |
| EBITDA 增长率 | 25.89 | 39.98 | 26.23 | 52.47 |
| 净利润增长率 | -12.84 | 22.80 | 88.79 | 96.38 |

| 利润表(百万) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3848.72 | 4513.03 | 6815.22 | 8427.39 |
| 营业成本 | 3258.51 | 3663.94 | 5633.08 | 6730.86 |
| 营业利润 | 151.49 | 220.19 | 339.72 | 710.91 |
| 营业费用 | 120.40 | 248.22 | 374.84 | 463.51 |
| 管理费用 | 199.63 | 293.35 | 374.84 | 421.37 |
| 利润总额 | 199.57 | 267.39 | 356.92 | 700.91 |
| EBIT | 252.26 | 284.97 | 398.39 | 769.51 |
| 折旧摊销 | 181.10 | 310.81 | 359.64 | 398.16 |
| EBITDA | 433.36 | 595.78 | 758.04 | 1167.67 |
| 投资收益 | -11.09 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| 营业外收支净额 | 48.08 | 47.20 | 17.20 | -10.00 |
| 所得税 | 58.59 | 80.22 | 107.08 | 210.27 |
| 少数股东损益 | 34.29 | 56.15 | 2.50 | 4.91 |
| 归母净利润 | 106.69 | 131.02 | 247.35 | 485.73 |
| 基本每股收益(元) | 0.26 | 0.32 | 0.61 | 1.20 |

| 资产负债表(百万) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 353.95 | 1273.77 | 951.71 | 682.50 |
| 应收款项 | 233.19 | 309.11 | 466.80 | 577.22 |
| 存货 | 747.23 | 931.07 | 1460.34 | 1752.75 |
| 流动资产 | 1789.22 | 3055.52 | 3696.67 | 4023.75 |
| 固定资产 | 3006.57 | 3288.51 | 3544.37 | 3761.80 |
| 总资产 | 5567.90 | 7093.43 | 7967.73 | 8489.54 |
| 应付帐款 | 776.94 | 837.96 | 1314.30 | 1577.48 |
| 流动负债 | 2284.82 | 2621.41 | 3425.74 | 3829.42 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期负债 | 884.37 | 904.37 | 924.37 | 944.37 |
| 总负债 | 3169.18 | 3525.78 | 4350.11 | 4773.79 |
| 少数股东权益 | 114.89 | 126.12 | 126.62 | 127.60 |
| 股东权益 | 2283.83 | 3441.53 | 3491.00 | 3588.15 |
| 付息负债 | 1544.61 | 1794.61 | 1694.61 | 1594.61 |
| 每股净资产(元) | 5.65 | 8.52 | 8.64 | 8.88 |

| 现金流量表(百万) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 106.69 | 131.02 | 247.35 | 485.73 |
| 折旧摊销 | 181.10 | 310.81 | 359.64 | 398.16 |
| 营运资金变动 | 322.70 | -219.93 | -36.67 | -70.50 |
| 经营活动现金流 | 290.53 | 243.14 | 575.82 | 819.37 |
| 固定资产投资 | 815.72 | 600.00 | 600.00 | 600.00 |
| 无形资产投资 | 183.28 | -22.71 | -22.71 | -22.71 |
| 投资活动现金流 | -558.46 | -600.00 | -600.00 | -600.00 |
| 公司自由现金流 | -133.72 | -309.64 | 1.84 | 266.32 |
| 股权自由现金流 | 262.43 | -98.12 | -135.87 | 128.65 |
| 债务变化 | 215.48 | 250.00 | -100.00 | -100.00 |
| 股票发行 | 0.40 | 1131.50 | 0.00 | 0.00 |
| 融资活动现金流 | 22.41 | 1276.68 | -297.88 | -488.58 |
| 现金净流量 | -245.51 | 919.82 | -322.06 | -269.21 |
| 每股经营现金流(元) | 1.46 | 0.60 | 1.43 | 2.03 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所(按照 2015.1.27 收盘价计算估值)

信息披露

分析师声明

马浩博、闻宏伟：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展

投资评级说明

| 类别 | 评级 | 说明 |
|--------------|----|--------------------------|
| 1. 投资评级的比较标准 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上; |
| | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间; |
| | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间; |
| | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间; |
| | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。 |
| 2. 投资建议的评级标准 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; |
| | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间; |
| | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021) 23219403

luying@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586

gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021) 23212042

jc9001@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422

kjjiang@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042
顾潇啸(021)23219394
联系人
王丹(021) 23219885
于博(021) 23219820

jc9001@htsec.com
gxx8737@htsec.com
wd9624@htsec.com
yb9744@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042
李宁(021)23219431
周霞(021)23219807
联系人
张卿云(021)23219445
朱征星(021)23219981

jc9001@htsec.com
lin@htsec.com
zx6701@htsec.com
zqy9731@htsec.com
zzx9770@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴(021)23219449
郑雅斌(021)23219395
冯佳睿(021)23219732
朱剑涛(021)23219745
张欣慰(021)23219370
曾逸名(021)23219773
纪锡靓(021)23219948
联系人
杜昊(021)23219760
余浩淼(021) 23219883
沈泽承(021) 23212067
袁林肯(021)23212230

wuxx@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zym6586@htsec.com
jxj8404@htsec.com
dg9378@htsec.com
yhm9591@htsec.com
szc9633@htsec.com
ylq9619@htsec.com

金融产品研究团队

单开佳(021)23219448
倪韵婷(021)23219419
罗震(021)23219326
唐洋运(021)23219004
孙志远(021)23219443
陈亮(021)23219914
陈瑶(021)23219645
伍彦妮(021)23219774
桑柳玉(021)23219686
陈韵骋(021)23219444
田本俊(021)23212001
联系人
冯力(021)23219819
宋家骥(021)23212231

shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
cyc6613@htsec.com
tbj8936@htsec.com
fl9584@htsec.com
sjj9710@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658
汤慧(021)23219733
王旭(021)23219396
刘瑞(021)23219635
李珂(021)23219821
张华恩(021)23212212

xyg6052@htsec.com
tangh@htsec.com
wx5937@htsec.com
lr6185@htsec.com
lk6604@htsec.com
zhe9642@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420
何继红(021)23219674
孔维娜(021)23219223

ymniu@htsec.com
hejh@htsec.com
kongwn@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434
陈久红(021)23219393
吴一萍(021)23219387
朱蕾(021)23219946
周洪荣(021)23219953

lml@htsec.com
chenjiuhong@htsec.com
wuyiping@htsec.com
zl8316@htsec.com
zhr8381@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399
李宏科(021)23219671
路颖(021)23219403
潘鹤(021)23219423

wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com
luying@htsec.com
panh@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404
王晓林(021)23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

非银行金融行业

丁文韬(021)23219944
吴绪越(021)23219947
王维逸(021)23212209

dwt8223@htsec.com
wxy8318@htsec.com
wwy9630@htsec.com

电力设备及新能源行业

周旭辉(021)23219406
牛品(021)23219390
房青(021)23219692
徐柏乔(021)23219171

zxh9573@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com
xbq6583@htsec.com

有色金属行业

钟奇(021)23219962
施毅(021)23219480
刘博(021)23219401

zq8487@htsec.com
sy8486@htsec.com
liub5226@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391

liuyq@htsec.com

机械行业

龙华(021)23219411
徐志国(010)58067934
熊哲颖(021)23219407
联系人
韩鹏程(021)23219963
赵晨(010)58067988

longh@htsec.com
xzg9608@htsec.com
xzy5559@htsec.com
hpc9804@htsec.com
zc9848@htsec.com

医药行业

周锐(0755)82780398
余文心(0755)82780398
刘宇(021)23219608
王威(0755)82780398
郑琴(021)23219808

zr9459@htsec.com
ywx9460@htsec.com
liuy4986@htsec.com
ww9461@htsec.com
zq6670@htsec.com

建筑工程行业

赵健(021)23219472
张显宁(021)23219813
联系人
金川(021)23219957

zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
jc9771@htsec.com

计算机行业

陈美凤(021)23219409
蒋科(021)23219474
王秀钢(010)58067934

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com
wxg8866@htsec.com

房地产业

涂力磊(021)23219747
谢盐(021)23219436
贾亚童(021)23219421

tl15535@htsec.com
xiey@htsec.com
jiayt@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941
马浩博(021)23219822
联系人
成珊(021)23212207

whw9587@htsec.com
mhb6614@htsec.com
cs9703@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569
廖瀚博(0755)82900477

dx9618@htsec.com
lhb9781@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405
夏木(021)23219748
联系人
陈雪丽(021)23219164

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com
cxl9730@htsec.com

社会服务业

林周勇(021)23219389

lzy6050@htsec.com

| | | |
|--|---|--|
| 银行业 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383 lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com | 基础化工行业 曹小飞(021)23219267 张瑞(021)23219634 caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com | 建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 周煜(021)23219972 qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com |
| 交通运输行业 虞楠(021)23219382 姜明(021)23212111 yun@htsec.com jm9176@htsec.com | 家电行业 陈子仪(021)23219244 宋伟(021)23219949 chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com | 通信行业 徐力(010)58067940 xl9312@htsec.com |
| 纺织服装行业 焦娟(021)23219356 唐苓(021)23212208 jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com | 电子行业 董瑞斌(021)23219816 陈平(021)23219646 drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com | 造纸轻工行业 曾知(021)23219473 zz9612@htsec.com |
| 互联网及传媒行业 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210 zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com | 煤炭行业 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com | 公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259 zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com |

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理
 (021)63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com
 张杨 (021)23219442 zy9937@htsec.com
 杨洋 (021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com