

品种盐渠道布局再落一子，持续看好公司打造立体化农村电商

■事件一：公司公告与广盐集团及其控股子公司广盐股份签订战略入股意向协议书，新都化工或其指定控股子公司将以现金方式对广盐股份进行增资。

■事件二：全资子公司哈哈农庄与圆通速递签署战略合作框架协议。

■积极响应盐改政策，渠道布局再落一子：16年5月国务院出台《盐业体制改革方案》，核心内容为优化专营体制为核心，大力推进食盐供给侧结构性改革。其中对盐企的重要变化在于允许生产企业进入流通和销售领域，自主确定生产销售数量并建立销售渠道，以自有品牌开展跨区域经营，实现产销一体，或者委托有食盐批发资质的企业代理销售，我们认为盐企将三方面充分获益：1) 流通环节部分利润转移至生产端，生产企业利润空间增大；2) 激发产品创新，高端品种加速推行；3) 直接进入零售终端，可打造自有品牌。公司早于11年就开始积极备战盐改，从产能、渠道、产品线、品牌、营销等多个方面为品种盐业务进入食盐流通和销售领域做铺垫。此次战略入股响应了国家鼓励盐业公司推进国企改革的政策方向，同时也是公司渠道整合的又一重要举措。广盐股份在完成整合广盐集团核心业务和优质资产后将掌握绝对的销售渠道优势。公司此前与广盐集团及广盐股份已有长期合作基础，通过此次投资深化合作，将进一步实现资源整合与互补，发挥战略协同效应，进一步提升公司品种盐业务赢利能力。

■牵手圆通速递，持续打造立体化农村电商业务：15年公司顺应互联网+的大趋势，设立哈哈农庄切入农村电商领域，以自身积累的复合肥营销渠道为基础，以解决农村生产资料贵、理财增值难、娱乐方式少等三大刚需瓶颈。根据此次框架协议内容，公司拟与圆通速递就哈哈农庄体验店揽收派送快递业务进行深度合作，共同搭建县与乡镇、乡镇与乡镇之间快递物流网络，提高农村消费者体验。圆通为国内知名速递、物流公司，15年全年业务量行业排名第一，公司与其合作将充分发挥双方在渠道、管理、技术等方面的优势，致力于为农村消费者提供优质高效的专业快递服务，同时，有利于增强哈哈农庄用户粘性，提升哈哈农庄体验店的盈利能力，是公司打造立体化农村电商业务的重要布局。

■加强产品结构调整及品牌建设，复合肥业务有望后来者居上：复合肥是公司传统核心业务，目前拥有复合肥年产能440万吨，其中普通复合肥产能50万吨，硝基、缓控、水溶肥等新型复合肥合计390万吨。近几年公司顺应我国农业朝着高效环保方向发展的趋势，积极调整产品结构，向硝基复合肥、水溶肥等新型复合肥方向发展，同时加

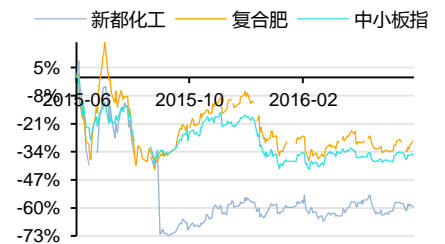
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**23元**
股价(2016-06-21) **15.24元**

交易数据

总市值(百万元)	15,393.92
流通市值(百万元)	6,056.52
总股本(百万股)	1,010.10
流通股本(百万股)	397.41
12个月价格区间	10.09/40.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.32	7.7	22.04
绝对收益	10.43	8.69	-9.78

王席鑫

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-35082937

孙琦祥

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-35082016

罗雅婷

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516060001
luoyt@essence.com.cn
021-35082781

肖晴

报告联系人
xiaqing@essence.com.cn
021-35082066

相关报告

新都化工：积极备战盐改，持续看好公司农村电商布局	2016-04-24
新都化工：哈哈农庄打造农村刚需消费品平台	2015-03-29

强品牌结构建设，逐步完善山东、河南等用肥大省的产能布局和渠道建设，公司复合肥业务已进入加速发展期，有望后来居上。

■ **盐改落地最受益标的，持续看好公司农村电商立体化布局：**盐改政策落地，公司作为产能、渠道、产品线、营销等方面布局最领先的制盐企业，将充分受益，有望分享食盐终端销售环节带来的巨大利润空间，同时持续看好公司在农村电商业务上的持续布局。我们预计公司16-18年的EPS分别为0.30、0.50和0.72元，维持买入-A评级，目标价23元。

■ **风险提示：**农村电商业务布局低于预期、复合肥业务销售不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,667.0	5,837.7	7,297.2	9,486.3	12,332.2
净利润	113.5	200.6	301.5	506.3	730.0
每股收益(元)	0.11	0.20	0.30	0.50	0.72
每股净资产(元)	2.30	2.95	3.07	3.32	3.70
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	135.4	76.6	51.0	30.4	21.1
市净率(倍)	6.6	5.2	5.0	4.6	4.1
净利润率	2.4%	3.4%	4.1%	5.3%	5.9%
净资产收益率	4.9%	6.7%	9.7%	15.1%	19.5%
股息收益率	0.4%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%
ROIC	8.2%	7.2%	10.4%	16.5%	21.4%

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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,667.0	5,837.7	7,297.2	9,486.3	12,332.2	成长性					
减:营业成本	3,843.1	4,808.0	5,969.1	7,589.0	9,865.8	营业收入增长率	21.3%	25.1%	25.0%	30.0%	30.0%
营业税费	19.2	22.0	2.9	3.8	18.8	营业利润增长率	47.1%	10.8%	119.6%	71.4%	35.6%
销售费用	159.6	216.5	233.5	326.6	425.5	净利润增长率	6.4%	76.7%	50.3%	67.9%	44.2%
管理费用	259.4	366.1	413.9	553.5	730.8	EBITDA 增长率	73.1%	18.4%	25.4%	31.6%	19.5%
财务费用	133.8	158.7	141.2	87.5	28.0	EBIT 增长率	55.6%	13.7%	68.5%	48.8%	26.7%
资产减值损失	24.5	19.4	-0.4	-0.3	6.2	NOPLAT 增长率	65.8%	14.5%	66.7%	48.8%	26.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.7%	16.1%	-6.3%	-2.4%	-10.5%
投资和汇兑收益	-4.5	-0.0	5.4	3.2	2.8	净资产增长率	4.3%	23.4%	7.3%	13.6%	16.4%
营业利润	222.9	247.0	542.3	929.3	1,259.9	利润率					
加:营业外净收支	25.5	78.1	11.5	13.9	34.5	毛利率	17.7%	17.6%	18.2%	20.0%	20.0%
利润总额	248.4	325.0	553.8	943.3	1,294.4	营业利润率	4.8%	4.2%	7.4%	9.8%	10.2%
减:所得税	61.4	78.7	138.5	235.8	323.6	净利润率	2.4%	3.4%	4.1%	5.3%	5.9%
净利润	113.5	200.6	301.5	506.3	730.0	EBITDA/营业收入	15.2%	14.4%	14.5%	14.6%	13.5%
						EBIT/营业收入	7.6%	6.9%	9.4%	10.7%	10.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	210	209	185	129	89
						流动资产周转天数	6	10	4	9	9
						流动负债周转天数	155	177	171	151	152
						应收帐款周转天数	15	25	17	19	20
						存货周转天数	68	74	72	69	70
						总资产周转天数	472	479	425	333	280
						投资资本周转天数	291	284	236	174	125
						投资回报率					
						ROE	4.9%	6.7%	9.7%	15.1%	19.5%
						ROA	2.8%	2.8%	5.0%	7.7%	9.7%
						ROIC	8.2%	7.2%	10.4%	16.5%	21.4%
						费用率					
						销售费用率	3.4%	3.7%	3.2%	3.4%	3.5%
						管理费用率	5.6%	6.3%	5.7%	5.8%	5.9%
						财务费用率	2.9%	2.7%	1.9%	0.9%	0.2%
						三费/营业收入	11.8%	12.7%	10.8%	10.2%	9.6%
						偿债能力					
						资产负债率	62.5%	65.2%	60.4%	58.9%	56.3%
						负债权益比	166.7%	187.0%	152.7%	143.1%	128.9%
						流动比率	0.72	0.76	0.82	1.02	1.23
						速动比率	0.39	0.46	0.45	0.55	0.66
						利息保障倍数	2.67	2.56	4.84	11.62	45.99
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	0.08	0.16	0.25	0.35
						分红比率	58.3%	40.3%	53.6%	50.7%	48.2%
						股息收益率	0.4%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	187.0	246.4	301.5	506.3	730.0	EPS(元)	0.11	0.20	0.30	0.50	0.72
加:折旧和摊销	369.7	454.0	371.3	371.3	371.3	BVPS(元)	2.30	2.95	3.07	3.32	3.70
资产减值准备	24.5	19.4	-	-	-	PE(X)	135.4	76.6	51.0	30.4	21.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	5.2	5.0	4.6	4.1
财务费用	131.9	168.9	141.2	87.5	28.0	P/FCF	135.7	104.8	-50.7	73.9	49.3
投资损失	4.5	0.0	-5.4	-3.2	-2.8	P/S	3.3	2.6	2.1	1.6	1.2
少数股东损益	73.5	45.8	113.8	201.1	240.8	EV/EBITDA	10.8	21.5	16.0	11.9	9.5
营运资金的变动	-482.7	-665.5	-64.3	-236.0	134.1	CAGR(%)	55.8%	57.9%	43.4%	55.8%	57.9%
经营活动产生现金流量	251.2	236.9	858.2	927.1	1,501.4	PEG	2.4	1.3	1.2	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-1,078.4	-898.2	25.7	-0.6	-1.4	ROIC/WACC	0.8	0.7	1.0	1.7	2.1
融资活动产生现金流量	757.2	790.1	-1,259.3	-751.5	-1,272.3	REP	2.2	5.1	3.5	2.2	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 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% 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%；
- 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、罗雅婷声明，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。

■ 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。

■ 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。

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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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