

强烈推荐-A (首次)

司尔特 002538.SZ

目标估值: 0.00-0.00 元

当前股价: 10.53 元

2017年03月20日

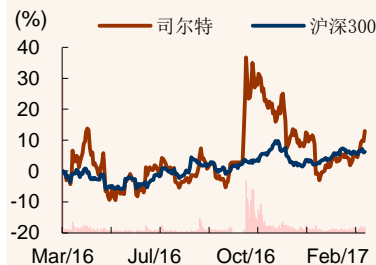
复合肥产能扩张加速, “磷复肥+医疗健康” 双主业可期

基础数据

上证综指	3251
总股本(万股)	71812
已上市流通股(万股)	69966
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	25.8%
主要股东	安徽省宁国市农业生
主要股东持股比例	34.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	12	19
相对表现	5	6	8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《司尔特(002538)一三季度业绩翻番, 成长性突出》2015-10-27
- 2、《司尔特(002538)一业绩迎爆发, 成长在加速》2015-08-19
- 3、《司尔特(002538)一广度深度双发力, 服务电商两相宜》2015-06-11

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn

S1090516110001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

联系人

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

公司主业为磷复肥, 通过上游磷矿和硫铁矿资源一体化后毛利率大幅提升, 两年内复合肥产能翻倍增长, 内生增速行业最高; 同时 16 年 10 月实际控制人变更后有望挺进医疗健康行业, 打造“磷复肥+医疗健康”双主业, 首次给予“强烈推荐-A”投资评级。预计公司 2017~18 年 EPS 为 0.48/0.58 元, 同比增速为 39%/21%, 对应 2017 年 PE 为 22 倍。

- 未来两年内复合肥产能翻倍增长, 随产能持续优化吨盈利水平逐年提升。1) 公司 2016 年底复合肥产能 152 万吨, 预计 2017~18 年产能同比提升 40%、33%至 212、282 万吨。随着参股上游磷矿公司贵州路发, MAP 生产成本下降, 复合肥盈利能力逐年提升。2) 公司重点布局河南市场, 由区域性公司转型为全国性复合肥公司。河南市场潜力巨大, 年需求化肥实物量 1600 万吨以上, 由于司尔特化肥质量上乘、价格比两大龙头低近 20%, 有望在河南市场大幅推广。3) 粮食价格当前处于历史低位, 未来价格如若回升则每亩化肥施用量也会增加, 高效复合肥使用意愿强于单质肥。
- 公司打通上游硫铁矿和磷矿资源, 成本优势突出。1) 公司目前主要外购硫铁矿进行制酸, 待宣城马尾山 38 万吨硫铁矿产能 2017 年正式投运后硫酸 70% 可自制, 成本进一步下降。2) 公司目前磷矿石外购, 大部分采购自贵州路发, 品位约 31~33%, 公司 MAP 完全成本预计 1792 元/吨, 未来如控股贵州路发, 则磷矿可完全自给, 单吨成本将继续下降。
- 外延预期强烈, 控股股东易主, 未来有望打造“化肥+医疗”双主业。2016 年 10 月宁国农资将控股权转让给国购产业控股, 实际控制人变更为袁启宏, 转让价格 8.88 元/股, 金额 15.8 亿元。鉴于司尔特 2016 年 5 月出资 3 亿元与天津长城基金共同成立 3.5 亿元的健康医疗产业基金, 未来公司与国购投资在医疗健康领域的合作有望大幅超预期。
- 首次给予“强烈推荐-A”投资评级。预计公司 2017~18 年 EPS 为 0.48/0.58 元, 对应 2017 年 PE 为 22 倍, 现价接近股权转让价格 8.8 元/股, 安全边际强。
- 风险提示: 产品价格下滑、路发收购进度低预期、项目建设进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2378	2974	2866	3723	4620
同比增长		7%	25%	-4%	30%
营业利润(百万元)	148	256	272	408	497
同比增长		45%	73%	6%	50%
净利润(百万元)	144	247	250	347	418
同比增长		29%	71%	1%	39%
每股收益(元)	0.49	0.34	0.35	0.48	0.58
PE	21.6	30.7	30.2	21.7	18.1
PB	1.8	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司上下游一体化完整，产能扩张加速.....	4
二、复合肥产能大幅释放保障内生利润高速增长 .....	5
1. 本部基地产能持续优化，吨盈利逐年提升 .....	5
2. 河南市场潜力巨大，公司重点布局河南市场，由区域性公司转型为全国性复合肥公司 .....	5
3. 测土配方肥受青睐，独有营销模式优势渐显 .....	6
4. 高效复合肥使用意愿强于单质肥，复合化率仍将稳步提升 .....	7
三、公司打通上游硫铁矿和磷矿资源，成本优势突出 .....	9
1. 自行开采硫铁矿大幅降低硫酸成本 .....	9
2. 磷矿部分自给后磷酸一铵毛利率大幅提升，成本大幅下降 .....	9
3. 磷肥行业有望底部回暖 .....	11
四、外延预期强烈，控股股东易主，未来有望打造“化肥+医疗”双主业 .....	13
1. 大股东更换为国购产业控股，实际控制人袁启宏擅长资本运作 .....	13
2. 国购投资旗下资产丰富，未来优质医疗资源整合可期 .....	14
五、盈利预测与投资建议：强烈推荐，现价买入！ .....	17
1. 盈利预测与估值 .....	17
2. 投资建议：强烈推荐，现价买入！ .....	18

## 图表目录

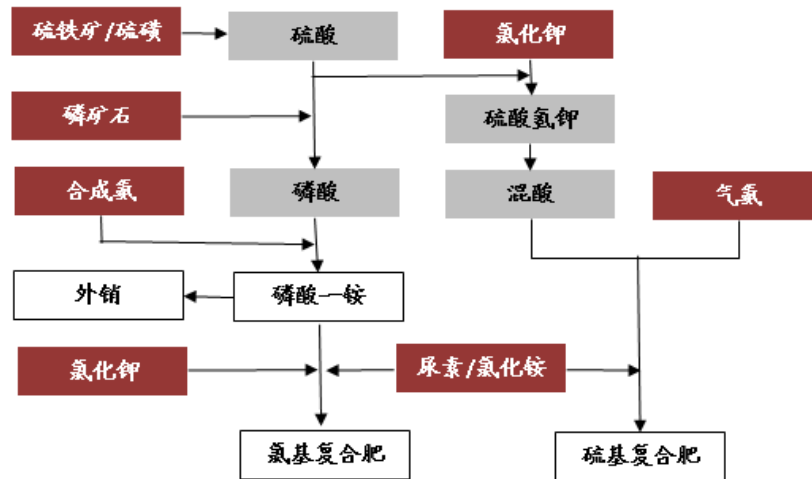
图 1：公司产品上下游产业链图 .....	4
图 2：复合肥上市公司单吨销售价格（元/吨） .....	6
图 3：测土配方原理 .....	7
图 4：我国复合化率统计 .....	8
图 5：大豆每亩化肥折纯施用量与大豆价格 .....	9
图 6：玉米每亩化肥折纯施用量与玉米价格 .....	9
图 7：磷酸一铵公司 2011-2016H1 毛利率 .....	10
图 8：磷酸一铵价格走势（元/吨） .....	10
图 9：磷酸二胺价格和价差走势（元/吨） .....	10
图 10：磷矿石价格走势（元/吨） .....	10

图 11: 磷矿石产量.....	11
图 12: 我国磷肥出口量及同比增速.....	11
图 13: 全球 MAP 新增产能情况 (万吨) .....	12
图 14: 全球 DAP 新增产能情况 (万吨) .....	12
图 15: 全球主要农产品价格走势 (美元/公吨) .....	12
图 16: 磷酸一铵和磷酸二铵行业开工率.....	13
图 17: 2015 年 DAP 产能集中度 .....	13
图 18: 2015 年 MAP 产能集中度.....	13
图 19: 司尔特股权结构图 (转让前和转让后) .....	14
图 20: 司尔特历史 PE Band .....	19
图 21: 司尔特历史 PB Band .....	19
表 1: 产能明细一览.....	4
表 2: 司尔特复合肥吨毛利.....	5
表 3: 复合肥上市公司重点布局区域 .....	6
表 4: 测土配方优点.....	7
表 5: 复合肥和单质肥优缺点对比.....	8
表 6: 司尔特 MAP 单吨成本测算 .....	9
表 7: 公司磷矿石采购量及采购均价 .....	10
表 8: 袁启宏个人工作经历 .....	14
表 9: 国购投资旗下公司统计 .....	14
表 10: 国购 2017 年来参股上市公司一览.....	17
表 11: 利润预测简表 .....	17
表 12: 销售收入结构预测.....	18
表 13: 可比公司估值表 (截至 2017 年 3 月 20 日收盘) .....	18
附: 财务预测表 .....	20

## 一、公司上下游一体化完整，产能扩张加速

公司主营产品为磷复肥、专用测土配方肥及生态肥料，已成为安徽省最大的磷复肥生产和出口基地、中国磷复肥行业十强企业，目前拥有安徽宁国、宣城、亳州、江西四大化肥生产基地与宣城马尾巴硫铁矿山、贵州开阳磷矿山。

图 1：公司产品上下游产业链图



资料来源：公司公告、招商证券

复合肥扩产加速，收购路发剩余 35% 股权将彻底打通上游磷矿资源。截至 2016 年底，公司拥有复合肥产能 152 万吨（氯基 72 万吨、硫基 20 万吨、硝基 60 万吨）、MAP 产能 75 万吨（其中 20 万吨自用，55 万吨外销）。2017 年预计新增的产能主要为 70 万吨新型复合肥；此外，贵州路发拥有 100 万吨磷矿石、25 万吨 MAP 和 35 万吨 DAP 产能，2017 年公司大概率收购路发剩余 35% 股权持股 55%，实现并表。

表 1：产能明细一览

分类	产品产能 (万吨)	宁国基地	宣城基地	亳州基地	江西基地	贵州路发	马尾巴	2016 年末产能合计	2017 年产能 (考虑路发并表)
终端产品	复合肥	82	100 (其中 20 万吨预计 2017 年投产, 70 万吨 2018 年投产)	60	40 (预计 2017 年 12 月底投产)			152	212
	MAP	45	30			25		75	100
	DAP					35			35
	硫酸钾	4						4	4
上游矿资源	磷矿石					100			100
	硫铁矿						38		38 (已建成, 2017 年择机投产)
中间产品	硫酸	60 (35 万吨自用)	25 (全部自用)			98		85	183

资料来源：公司公告、招商证券

## 二、复合肥产能大幅释放保障内生利润高速增长

### 1. 本部基地产能持续优化，吨盈利逐年提升

公司 2016 年底复合肥产能 152 万吨，市占率 3%，预计 2017~18 年产能同比提升 40%、33%至 212、282 万吨。公司的复合肥全部使用自产的 MAP，随着参股上游磷矿公司贵州路发，MAP 生产成本大幅下降，复合肥盈利能力逐年提升，2015 年来吨毛利稳定在 400 元以上，相比以往平均水平 380 元提升 8%。

表 2: 司尔特复合肥吨毛利

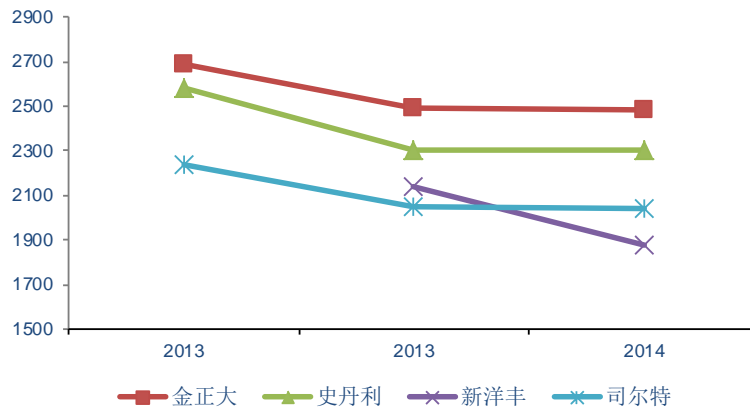
复合肥	2013	2014	2015	2016E	2017E
收入 (亿元)	12.9	13.3	15.7	16.4	19.3
毛利 (亿元)	2.2	2.3	3.2	3.3	3.9
毛利率	17%	18%	20%	20%	20%
销量 (万吨)	58	65	77	81	92
单价 (元/吨)	2236	2052	2038	2008	2096
吨毛利 (元/吨)	390	360	412	408	425
开工率	66%	75%	87%	57%	49%

资料来源: Wind、公司年报、招商证券

### 2. 河南市场潜力巨大，公司重点布局河南市场，由区域性公司转型为全国复合肥公司

河南市场潜力巨大，年需求化肥实物量 1600 万吨以上，司尔特有望抢占先机。1) 河南是全国重要的农业和粮食生产大省，耕地面积 1.22 亿亩，粮棉油等主要农产品产量均居全国前列，是全国重要的优质农产品生产基地。2015 年河南粮食总产量达到 1213 亿斤，首次突破 1200 亿斤，实现十二连增；蔬菜、水果总产量稳定在 7500 万吨、900 万吨左右，位居全国前列；高标准粮田累计建成 5075 万亩，主要农作物耕、种、收综合机械化水平达到 77.5%。2) 随着司尔特亳州基地的投产，河南市场成为司尔特销售的重中之重。据新闻报道，近两年司尔特位于河南的销售团队从原来的十几人发展到一百多人，素质明显提升。3) 司尔特肥料性价比高，受广大河南农户好评。金正和史丹利目前在河南省每年复合肥销量均不超过 50 万吨，市占率低，河南省复合肥需求量大、可拓展的市场广阔。司尔特肥料质量上乘、利用率高、增产效果佳，而单吨售价平均比金正和史丹利低 400 多元，性价比极高，受到河南农户的欢迎和好评。

图 2: 复合肥上市公司单吨销售价格 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

表 3: 复合肥上市公司重点布局区域

上市公司	分公司所在省市
新洋丰	湖北荆门、宜昌、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江、吉林扶余
金正大	山东临沭、山东菏泽、安徽长丰、河南郸城、河南驻马店、辽宁铁岭、贵州瓮安、云南晋宁、山东德州、广东英德、新疆阿克苏、湖北潜江
史丹利	山东临沭、山东平原、山东德州、吉林省吉林市、吉林扶余、广西贵港市、湖北当阳、河南遂平、河南宁陵、江西丰城、甘肃定西
司尔特	安徽宁国、贵州、亳州、江西吉安、河南

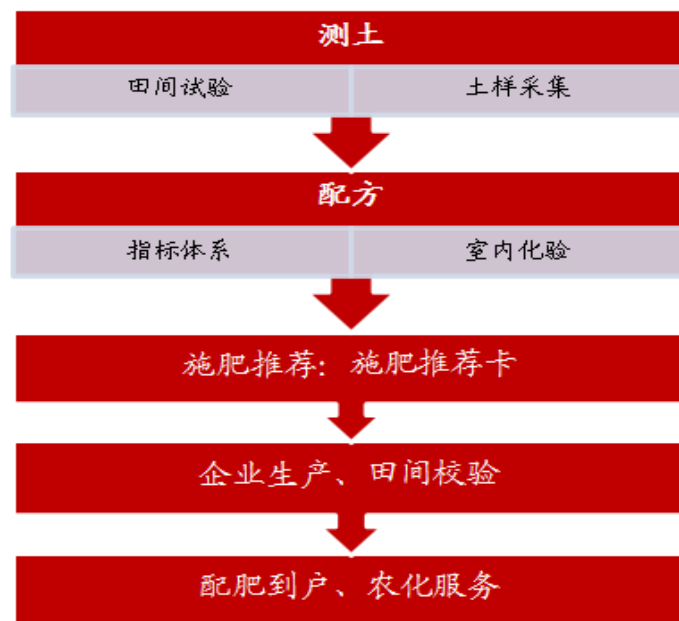
资料来源: 公司公告、招商证券

### 3. 测土配方肥受青睐，独有营销模式优势渐显

公司是农业部认定的首批全国测土配方肥定点生产企业，早在 2011 年即与中国农业大学联合组建了全国首家“测土配方施肥研究基地”，并开始践行测土配方施肥技术，建立试验示范网络。2011 年来，公司与全国各地市 280 多个农业土肥部门紧密合作，研发新配方 50 多个，培训农户 2 万人次，覆盖面积 6000 多万亩。以安徽、江西和湖南为基础，不断扩大山东、江苏、河南等周边地区的市场份额，逐步形成了公司独有的营销模式，进一步提高了测土配方肥的施用面积。

测土配方有助于农业“减肥”，提升肥料利用率降低化肥总体使用量。司尔特基于“大数据”分析结果，结合作物需肥规律、土壤供肥性能和肥料效应，提供个性化的农作物施肥方案提高肥料利用率、作物品质和产量。施用司尔特测土配方肥的效果都显著高于农民习惯施肥，其中水稻增产 5%~15%、玉米增产 8%~10%、棉花增产 5%~16%、小麦增产 10%~20%、油菜增产 25%~30%，平均节肥 2~6.5kg/亩。

图 3: 测土配方原理



资料来源: 中国知网、招商证券

表 4: 测土配方优点

测土配方	传统施肥
<p><b>1) 减少肥料的浪费, 节约成本:</b> 不同的农作物对各种养分需求数量不同。通过测土, 可以避免盲目施肥, 减少肥料的浪费。</p> <p><b>2) 提高作物产量:</b> 测土配方施肥满足了农作物对各种养分的需求, 农作物生长健壮, 抗病性、抗逆性增强, 产量一般可提高 10% 左右。</p> <p><b>3) 提高农产品品质:</b> 肥料养分全面, 用量合理, 可减少氮肥在土壤中的积累, 降低农产品硝酸盐等有害物质的含量。根据不同作物对不同肥料的需求特点而进行施肥, 可有效改善农产品的品质。</p> <p><b>4) 提高耕地质量:</b> 在开展测土配方工作中, 各级农业部门积极引导农民积存农家肥, 实施秸秆还田等技术, 提高有机肥的利用水平, 使土壤养分结构得到改善, 耕地质量明显提高。</p> <p><b>5) 提高科学施肥水平:</b> 测土配方施肥采取“测土到田, 配方到厂, 供肥到点, 指导到户”, 为农民提供一条龙服务, 有效地满足不同地方、不同种植规模科学施肥的要求。</p> <p><b>6) 改变传统施肥观念:</b> 测土配方施肥的开展, 可以改变农民过去传统施肥观念。在施肥方法上, 由撒施、表施向深施和因土、作物需要施肥的方向转变, 减少施肥盲目性, 提高科学性。</p>	<p><b>1) 成本较高, 浪费严重:</b> 传统施肥强调“重施氮肥、磷肥, 忽视钾肥、微肥, 轻视有机肥”, 偏施、滥施现象比较普遍, 导致肥料利用率下降, 农业生产成本增加。</p> <p><b>2) 作物产量相对较低:</b> 传统施肥容易造成农作物生长势减弱, 抗逆能力下降, 受病虫害、旱涝冻害等自然灾害威胁加重, 产量降低。</p> <p><b>3) 作物品质较低:</b> 传统施肥模式下施肥结构不合理, 造成农作物营养不平衡, 农产品品质下降, 效益下降。</p> <p><b>4) 耕地质量较低:</b> 过量施肥和施肥比例不合理导致土壤养分流失严重, 耕地质量下降。其中的化学物质和有机废弃物对农田、水体和大气的污染严重, 破坏生态环境平衡。</p> <p><b>5) 施肥不合理:</b> 传统施肥缺乏科学指导, 导致农民对土壤结构的破坏严重, 土壤肥力下降, 土壤板结、酸化, 土壤中有机质含量下降, 环境污染加重, 严重阻碍了农业的可持续发展。</p> <p><b>6) 传统观念导致盲目施肥:</b> “施肥越多越好”、“肥大水勤, 不用问人”。</p>

资料来源: 中国知网、招商证券

#### 4. 高效复合肥使用意愿强于单质肥, 复合化率仍将稳步提升

粮食价格当前处于历史低位, 预计下半年有望回升。随粮价上涨, 每亩化肥施用量也会

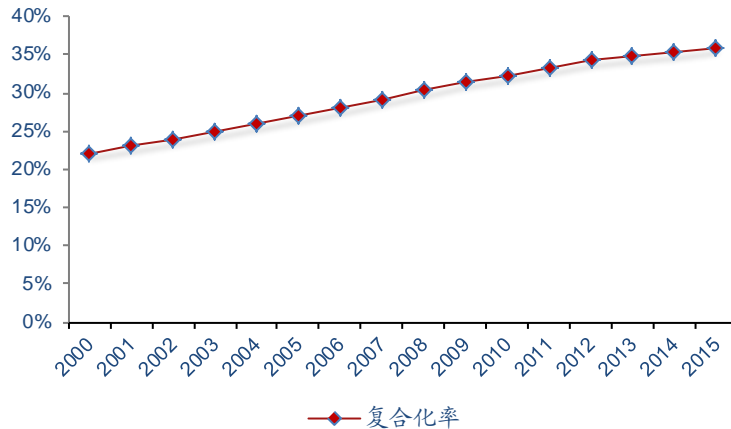
增加，高效复合肥使用意愿强于单质肥。同时，农民种植积极性提高，施肥的意愿也会随之增强。1980 年国内复合化率仅为 2.1%，经过 30 年的发展，截止 2014 年底复合化率已提升至 35.3%，但相比世界复合化率达 50%、发达国家复合化率达 80% 的现状相比，差距仍然巨大。随着农业现代化的推进、农村种植结构的升级，预期未来复合化率将不断提升。

表 5: 复合肥和单质肥优缺点对比

种类	优点	缺点	不足之解决方案
复合肥	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.养分全面，含量高。一次施肥，可供给氮磷钾三种元素中的两种或三种</li> <li>2.结构均匀，物理性状好。吸湿性小，便于储存和施用，更适合于机械化施肥</li> <li>3.低碳环保。氮含量 15%-25%，减轻单纯氮肥造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等影响</li> <li>4.降低成本。副成分少，有效成分高，节省包装和储运费用</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.养分比例相对固定，难以满足各类土壤和作物要求</li> <li>2.养分所处位置和释放速度很难完全符合作物某一时期的特殊要求</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.辅以单质肥，作为补充</li> <li>2.开发出各类作物专用肥</li> <li>3.大力发展缓控释肥</li> </ol>
单质肥	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.可满足一些作物对某养分的特殊需要，亦可作为复合肥补充</li> <li>2.售价便宜</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.养分不够全面</li> <li>2.需多次施肥，施工成本高</li> <li>3.高氮肥易致土壤板结、肥力下降等</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.提高复合肥施用比例</li> </ol>

资料来源：产业信息网、招商证券

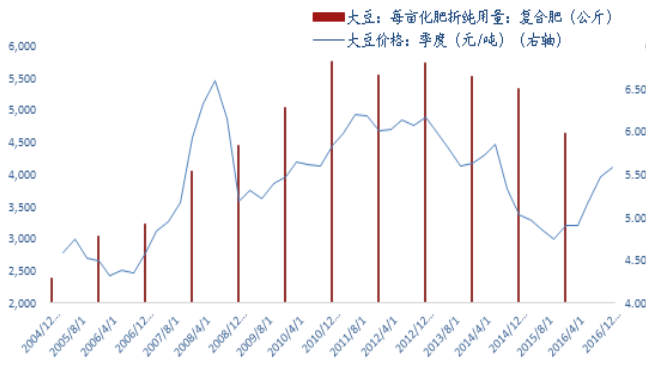
图 4: 我国复合化率统计



资料来源：产业信息网、招商证券

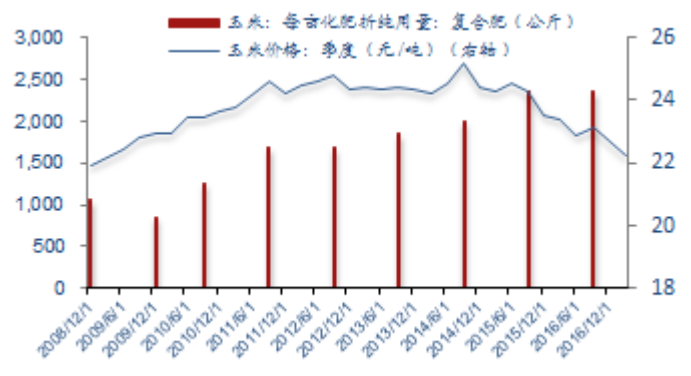


图 5: 大豆每亩化肥折纯施用量与大豆价格



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 玉米每亩化肥折纯施用量与玉米价格



资料来源: Wind、招商证券

### 三、公司打通上游硫铁矿和磷矿资源，成本优势突出

#### 1. 自行开采硫铁矿大幅降低硫酸成本

公司目前主要外购硫铁矿进行制酸，待宣城马尾巴山 38 万吨硫铁矿产能 2017 年正式投运后硫酸 70%可自制，成本进一步下降。1) 硫铁矿制硫酸每吨成本约 180 元，比硫磺制酸成本低 200 元/吨。据测算，公司单吨 MAP 对硫酸的单耗是 1.35 吨，预计公司 2016 年 MAP 产量约 90 万吨，对应硫酸需求量约 120 万吨，硫磺制酸装置运行后，硫铁矿制硫酸产能达 88 万吨。2) 外购硫磺制酸 35 万吨。因硫磺制酸成本较高，我们测算其成本在 400 元/吨以上，因此前期公司这套装置没有开车，15 年新的 MAP 产能投产后才开起来。

表 6: 司尔特 MAP 单吨成本测算

MAP 成本构成	单耗 (吨)	原料价格 (元/吨)	单吨成本
磷矿石	1.6	470	752
硫酸	1.35	260	351
液氨	0.1	2560	256
其他			230
<b>生产成本合计</b>			<b>1589</b>
MAP 售价			2030
毛利			441
毛利率			22%
期间费用	按照收入 10%计算		203
<b>完全成本</b>			<b>1792</b>
净利润			238
净利润率			12%

资料来源: 公司项目可研报告，招商证券

#### 2. 磷矿部分自给后磷酸一铵毛利率大幅提升，成本大幅下降

公司目前磷矿石外购，大部分采购自贵州路发，品位约 31~33%，加运费到厂价约 470 元/吨。我们按吨耗磷矿石 1.6 吨测算，公司 MAP 生产成本约 1589 元/吨，完全成本预计 1792 元/吨，单吨净利约 238 元。未来如控股贵州路发，则磷矿可完全自给，单吨

成本将继续下降。

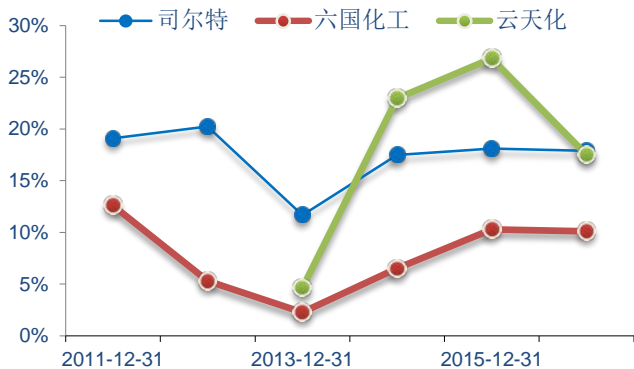
贵州路发在永温磷矿有探矿权，并于 16 年取得采矿权。该地区磷矿石可采储量达到 1 亿元以上，矿石品位 30% 以上。规划产能 400 万吨，年产量 100 万吨，与原有矿场合计产量 200 万吨，预计年净利润可达 2 亿元以上。

表 7: 公司磷矿石采购量及采购均价

磷矿石	2011	2012	2013	2014	2015
数量 (万吨)	60.1	57.9	100.3	179.1	125.3
金额 (亿元)	3.3	3.8	5.6	8.6	5.9
平均单价 (元/吨)	541.2	658.9	558.5	480.1	469.3
占采购比重	25.81%	27.53%	30.61%	40.01%	26.64%

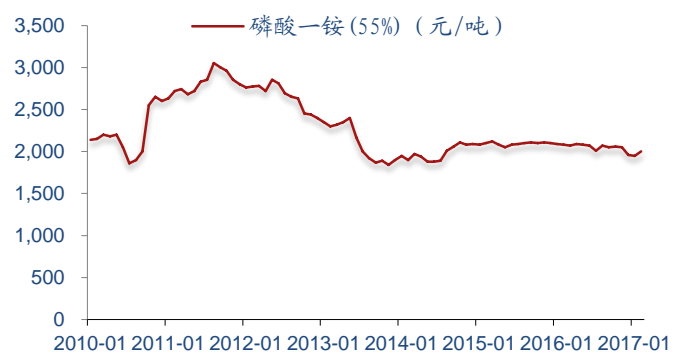
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 磷酸一铵公司 2011-2016H1 毛利率



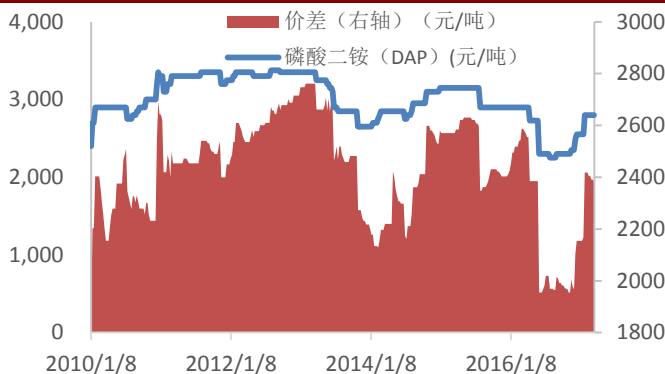
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 磷酸一铵价格走势 (元/吨)



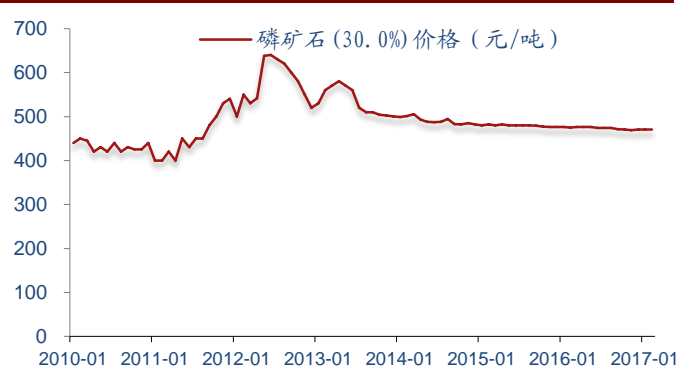
资料来源: Wind、招商证券

图 9: 磷酸二胺价格和价差走势 (元/吨)



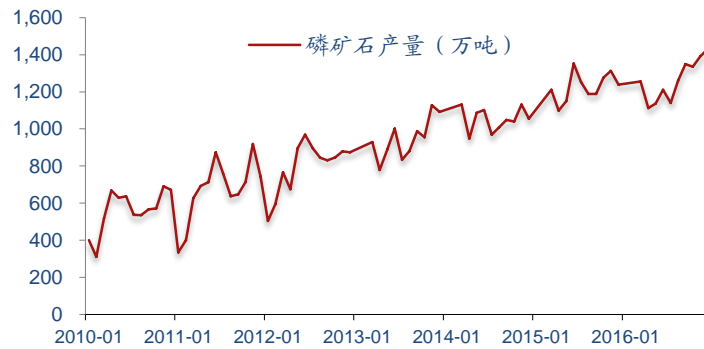
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 磷矿石价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

图 11: 磷矿石产量

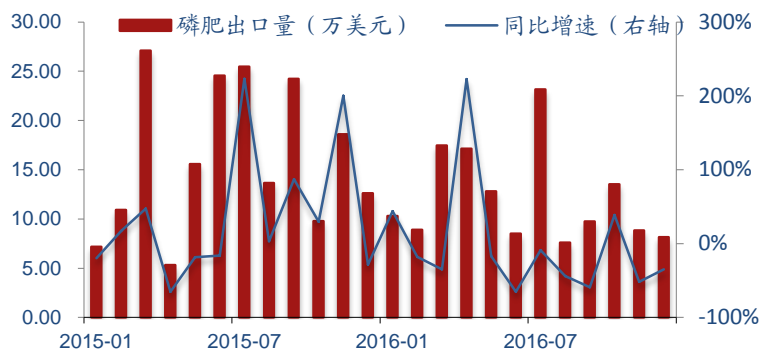


资料来源: Wind、招商证券

### 3. 磷肥行业有望底部回暖

**出口关税取消有望提升出口销量。**2017 年我国磷肥出口关税继续被放宽, 取消重钙、普钙等磷肥出口关税, 取消磷酸一铵、磷酸二铵、氮磷二元肥等复合肥出口关税, 氮磷钾三元复合肥出口关税从 30% 下调至 20%。税收政策的放松, 加上人民币贬值的影响, 中国磷肥出口将能在现行价格基础上下降 160 元/吨左右, 有助于提升 2017 年我国磷肥出口量, 提高出口竞争力。

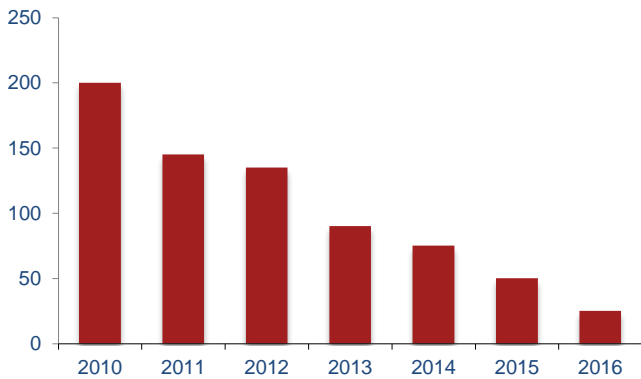
图 12: 我国磷肥出口量及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

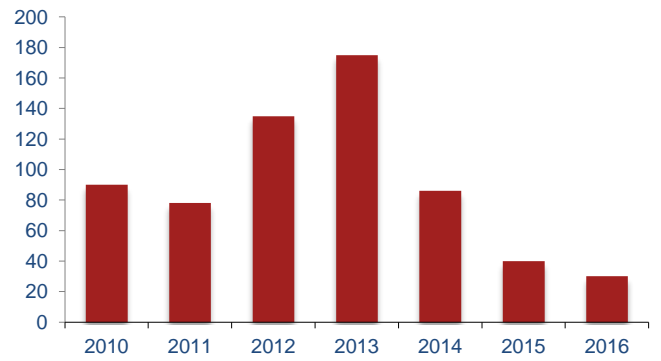
**全球磷肥新增产能减少, 供给收缩有望缓解产能过剩压力。**截至 2015 年底, 全球约有 279 万吨磷肥产能永久关停, 另有 250 万吨左右磷肥产能暂时关停或停产。近几年全球磷酸一铵和磷酸二铵新增产能逐步下滑, 2016 年全球磷酸一铵和磷酸二铵新增产能均不到 30 万吨, 预计 2017 年全球新增产能将进一步减少。据 CRU 和 Mosaic 预测, 2017 年全球磷酸盐出货量与 2016 年相比或略有增长。就国内磷复肥产能情况而言, 根据磷复肥行业“十三五”发展思路, 到 2020 年我国磷复肥总产能将控制在 2200 万吨, 五年内淘汰落后产能 300 万吨, 未来磷复肥产能有望实现零增长。

图 13: 全球 MAP 新增产能情况 (万吨)



资料来源: 中国产业信息网、招商证券

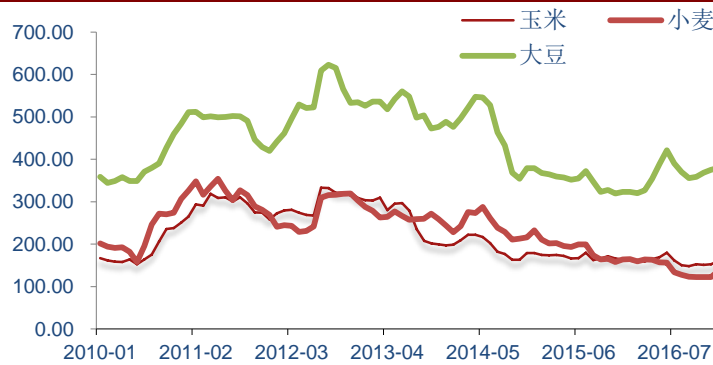
图 14: 全球 DAP 新增产能情况 (万吨)



资料来源: 中国产业信息网、招商证券

**粮食价格处于历史底部, 未来有望回升。**目前粮食价格均处于历史低位, 距历史最高价仍有很大差距。2016 年 9 月, 玉米价格为 148 美元/公吨, 创 2010 年以来历史新低, 之后玉米价回升至 2017 年 1 月的 160 美元/公吨, 但仍处于低位, 距历史最高价 300 多美元/公吨仍有很大差距, 未来价格上涨为必然趋势。粮食价格上涨将会提高农民种植积极性, 从而拉动磷肥需求。

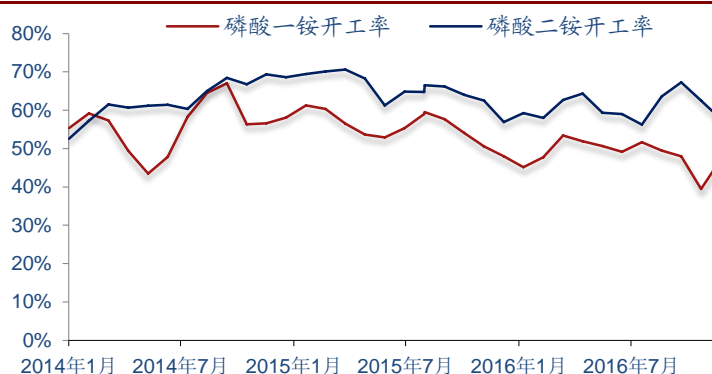
图 15: 全球主要农产品价格走势 (美元/公吨)



资料来源: Wind、招商证券

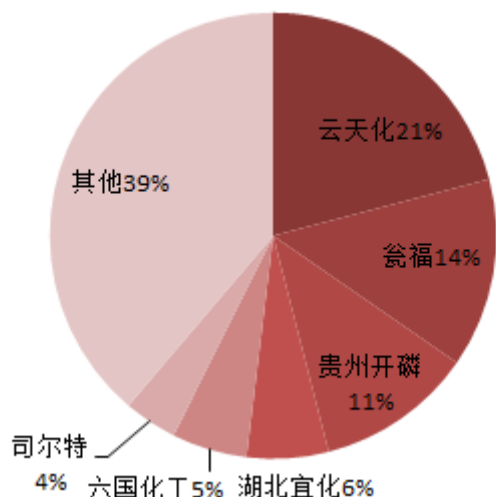
**环保趋严提升行业集中度。**2016 下半年的环保检查主要集中在湖北、云南、贵州、四川等省份, 达不到环保要求的中小型企业纷纷停车, 行业集中度提高。位居全国磷肥产量之首的湖北省的磷肥企业大量停产, 目前磷酸一铵停车的产能近 300 万吨, 占到总产能的 15%左右。2016 年我国磷酸一铵平均开工率为 48.5%, 磷酸二铵开工率为 60.7%, 位于历史较低水平。

图 16: 磷酸一铵和磷酸二铵行业开工率



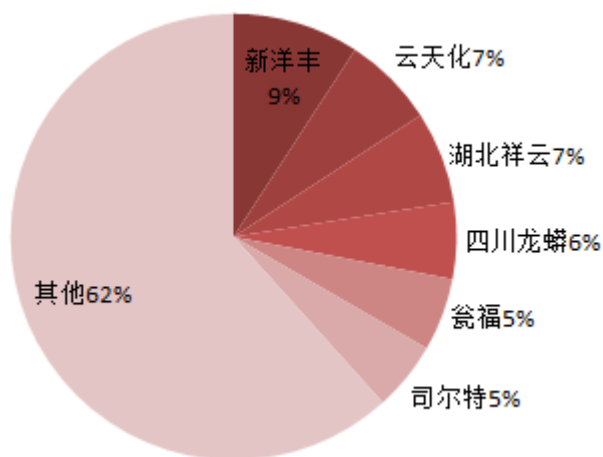
资料来源: 百川咨询、招商证券

图 17: 2015 年 DAP 产能集中度



资料来源: 中国产业信息网、招商证券

图 18: 2015 年 MAP 产能集中度



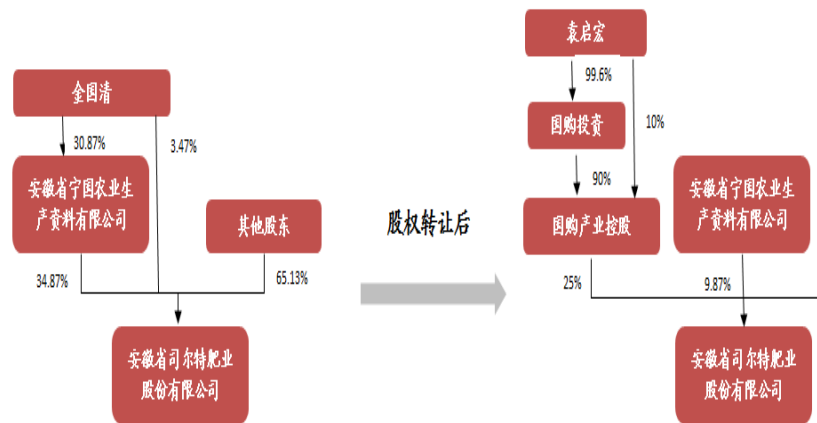
资料来源: 中国产业信息网、招商证券

## 四、外延预期强烈，控股股东易主，未来有望打造“化肥+医疗”双主业

### 1. 大股东更换为国购产业控股，实际控制人袁启宏擅长资本运作

2016 年 10 月 21 日，公司控股股东宁国市农业生产资料有限公司将控股权转让给国购产业控股，转让价格 8.88 元/股，转让数量 1.8 亿股（占公司总股本的 25%），转让金额共计 15.8 亿元，均以现金交割并在 16 年 12 月 6 日完成股份转让过户登记。未来公司第一大股东变为国购产业控股，实际控制人为袁启宏。袁启宏于 1970 年 7 月出生，安徽宣城人，大专学历，安徽国购投资集团董事长。十一届省人大代表，省工商联直属商会常务副会长，合肥市蜀山区政协副主席，区工商联主席。

图 19: 司尔特股权结构图 (转让前和转让后)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 袁启宏个人工作经历

任职时间	所在公司	职位	备注
1992.08-1998.09	海南三佳实业投资公司	副总经理	
1998.09-2005.11	合肥华源物业发展有限责任公司	总经理	先后开发了和平广场配套楼天和大厦、省科技大厦及奥林花园一二三期工程, 成功引进世界 500 强法国国家乐福企业入驻合肥
2005.11-至今	安徽国购投资集团	董事长	多次增资或参控股上市公司, 唯一的控股公司是司尔特

资料来源: 网络资料、招商证券

## 2. 国购投资旗下资产丰富, 未来优质医疗资源整合可期

国购投资是产业控股的控股股东, 经营范围主要包括房地产项目投资、科技项目投资、高新技术投资、基础建设投资、实业投资; 企业收购兼并及资产重组, 2015 年收入 62 亿元, 净利润 5 亿元, 总资产 347 亿元。国购投资旗下子公司及孙公司共计 47 家, 涉及行业包括房地产、商贸物流、医疗健康、高端智能装备、动漫文化等。鉴于司尔特 2016 年 5 月出资 3 亿元与天津长城基金共同成立 3.5 亿元的健康医疗产业基金, 未来公司与国购投资在医疗健康领域的合作有望大幅超预期。

表 9: 国购投资旗下公司统计

序号	公司名称	所属行业	所在地	国购控股及其一致行动人持股比例	注册资本(百万元)	经营范围
1	合肥华源物业发展有限责任公司	房地产	安徽	100%	1003	房地产开发; 投资管理、商业经营管理与咨询等
2	宿州国购广场商业投资有限公司	房地产	安徽	100%	100	商业项目投资及运营管理, 房地产开发, 房屋销售等
3	安徽蓝鼎置地集团有限公司	房地产	安徽	11.12%	1800	房地产开发与销售, 物业管理, 建材销售
4	安徽国购健康产业投资有限	医疗	安徽	100%	100	健康产业投资, 医院管理咨询, 健康咨询等

敬请阅读末页的重要说明

公司

5	上海蓝虹国冀资产管理有限 公司	房地产	上海	100%	10	资产管理, 房地产投资管理, 项目投资咨询等
6	上海国购资产管理有限 公司	金融	上海	100%	30	资产管理, 投资咨询, 投资管理等
7	合肥国购商业发展有限 公司	房地产	安徽	100%	100	房地产开发、房屋出租, 商业投资、经营等
8	安徽中安国购投资发展有限 公司	房地产	安徽	100%	60	房地产开发、房屋出租, 商业投资、经营等
9	国购集团有限 公司	房地产	安徽	100%	85 百万美元	专业承包, 房地产开发, 物业管理等
10	长安动漫产业集团绿建建设 有限公司	传媒	北京	98%	200	制作发行动画片、专题片、电视综艺等
11	国购产业控股有限 公司	金融	上海	90%	500	实业投资, 创业投资, 投资管理等
12	安徽国购投资管理有限 公司	金融	安徽	100%	250	投资管理、商业经营管理与咨询、营销策划等
13	安徽国购医疗产业投资有限 公司	医疗	安徽	100%	50	医疗产业投资、咨询和管理; 资产管理和服务
14	郎溪国购置业有限 公司	房地产	安徽	100%	100	房地产开发、房屋出租、销售及代理等
15	郎溪国购广场商业发展有限 公司	房地产	安徽	100%	150	商业用房开发、房地产开发, 销售策划等
16	郎溪国购投资发展有限 公司	房地产	安徽	100%	50	商业用房开发、房地产开发, 销售策划等
17	宣城国购置业有限 公司	房地产	安徽	100%	80	房地产开发, 商业投资、商业管理咨询等
18	安徽国购科技投资股份有限 公司	智能科技	安徽	100%	21	科技项目、高新技术及实业项目与基础建设投资, 公司理财服务等
19	蚌埠国购商业投资发展有限 公司	房地产	安徽	100%	100	房地产投资, 商业运营管理, 物业管理地产开发等
20	淮北国购汽车产业园投资发 展有限公司	房地产	安徽	100%	50	房地产开发、投资兴办商贸实体、企业营销策划等
21	淮北市国购商业运营管理有 限公司	房地产	安徽	100%	110	房地产开发、销售房地产策划、房屋出租等
22	安徽国购国际贸易有限 公司	化工	安徽	100%	10	包装材料、化工产品及原材料(除危险品)、针纺织品等
23	亳州市国购置业有限 公司	房地产	安徽	100%	100	房地产开发销售, 企业并购, 资产重组, 商业投资
24	国购发展有限		安徽	100%	500 百万美	

公司					元	
25	长安动漫产业集团合肥投资建设有限公司	传媒	安徽	100%	200	文化动漫游戏及相关产业投资, 商品房销售等
26	安徽蓝鼎伯廷酒店有限公司	旅游酒店	安徽	100%	56.3	住宿、洗衣服务、中西餐等
27	合肥蓝鼎国际酒店有限公司	旅游酒店	安徽	100%	30	日用百货、酒店投资、旅游服务等
28	合肥中筑置业发展有限公司	房地产	安徽	100%	50	房地产开发及销售, 物业管理, 建材销售
29	无为慧成房地产开发有限公司	房地产	安徽	100%	10	房地产开发、销售、物业管理等
30	安徽蓝盛置地发展有限公司	房地产	安徽	100%	100	房地产开发、销售; 物业管理; 建材销售
31	安徽蓝盛置地发展有限公司	房地产	安徽	100%	100	房地产开发、销售; 物业管理; 建材销售
32	无为蓝鼎国际酒店有限公司	旅游酒店	安徽	100%	10	仅供办理企业筹建相关业务, 不得开展经营活动
33	无为天筑房地产开发有限公司	房地产	安徽	100%	50	房地产开发、销售; 物业管理(凭资质经营)
34	无为蓝鼎购物中心有限公司	房地产	安徽	100%	20	服装、鞋帕销售, 房屋租赁, 房地产开发等
35	合肥京商融合置地有限公司	房地产	安徽	100%	500	房地产开发及销售; 物业服务; 商业运营管理
36	安徽诚和物业服务服务有限公司	商业服务	安徽	100%	50	物业管理, 房屋租赁, 家政服务
37	安徽国购商业运营管理集团有限公司	商业服务	安徽	100%	10	商业管理、商业策划, 企业信息咨询与服务等
38	芜湖国购现代物流有限公司	物流	安徽	100%	100	现代物流、仓储、电子商务设施的投资、开发、收购及运营管理等
39	巢湖市宏光矿业有限公司	建筑	安徽	100%	35	建筑石料用灰岩开采、加工、销售, 园林绿化等
40	安徽国购机器人产业控股有限公司	智能机器人	安徽	100%	1000	机器人及智能装备产业的投资、开发、设计、销售等
41	亳州市国购发展有限公司	房地产	安徽	100%	135	房地产开发、房屋出租、销售及代理等
42	宣城国购广场开发有限公司	房地产	安徽	100%	400	房地产开发、房屋出租、销售及代理等
43	国购投资国际有限公司	金融	安徽	100%	500 百万美元	
44	芜湖国购汽车物流产业园投资发展有限公司	汽车	安徽	100%	200	汽车产业园投资, 汽车租赁, 汽车零配件销售等



45	铜陵国购科技投资有限公司	智能科技	安徽	100%	50	科技产业投资, 投资管理, 智能装备产业的投资、开发等
46	无为蓝鼎房地产开发有限公司	房地产	安徽	100%	100	房地产开发、销售, 物业管理等
47	合肥观湖大酒店投资有限公司	旅游酒店	安徽	100%	10	酒店投资, 日用百货、工艺品、文化用品销售等

资料来源: 公司公告、招商证券

表 10: 国购 2017 年来参股上市公司一览

时间	公司名称	购买方式	持股比例	收购金额 (亿元)	经营范围	2015 年收入 (百万元)	2015 净利润 (百万元)
2017/2/4	东凌国际	二级市场增持	5%	5	油脂压榨、粮食贸易、基础物流等	11154	43
2017/1/24	安凯客车	参与增发	6.64%	3.5	客车、底盘生产、销售; 汽车配件销售、汽车设计、维修、咨询、试验等	4022	11

资料来源: 公司公告、招商证券

## 五、盈利预测与投资建议：强烈推荐，现价买入！

### 1. 盈利预测与估值

预计公司 2017~18 年净利润为 3.5/4.2 亿元，同比增速为 39%/21%，远高于行业平均增速。最新收盘价对应 2017 年 PE 为 22 倍，略低于行业平均水平。粮食价格处于历史低位，涨价预期强，复合肥行业当前安全边际强，有望下半年迎来春天。预计 2017 年净利润中，复合肥 1.7 亿、MAP1.4 亿、其他收益 0.3 亿，分别占比 49%、41%、10%。

表 11: 利润预测简表

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2974	2866	3723	4620
营业成本	2421	2315	2931	3646
营业税金及附加	7	7	9	11
营业费用	127	126	168	208
管理费用	122	112	149	185
财务费用	38	36	55	69
资产减值损失	3	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	5	0	0
<b>营业利润</b>	<b>256</b>	<b>272</b>	<b>408</b>	<b>497</b>
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>277</b>	<b>294</b>	<b>430</b>	<b>519</b>
所得税	30	44	64	79
净利润	247	250	365	440
少数股东损益	0	0	18	22
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>247</b>	<b>250</b>	<b>347</b>	<b>418</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.35</b>	<b>0.48</b>	<b>0.58</b>

资料来源: Wind、招商证券

表 12: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>2974</b>	<b>2866</b>	<b>3723</b>	<b>4620</b>
氯基复合肥产品	1082	1131	1308	1676
磷酸一铵	1311	1190	1405	1475
硫基复合肥	488	505	623	782
其他	88	40	388	688
<b>收入增长率</b>	<b>25%</b>	<b>-4%</b>	<b>30%</b>	<b>24%</b>
氯基复合肥产品	23%	5%	16%	28%
磷酸一铵	41%	-9%	18%	5%
硫基复合肥	9%	3%	23%	25%
其他	-19%	-54%	869%	77%
<b>毛利率</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>
氯基复合肥产品	19%	19%	18%	18%
磷酸一铵	18%	18%	23%	23%
硫基复合肥	24%	24%	25%	25%
其他	-7%	10%	20%	20%

资料来源: Wind、招商证券

## 2. 投资建议: 强烈推荐, 现价买入!

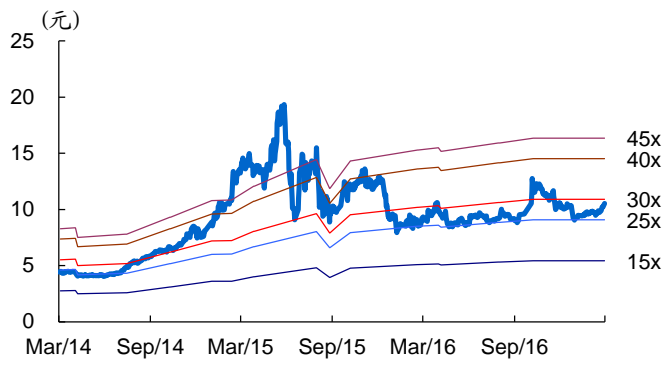
强烈推荐, 现价买入! 安全边际强, 接近股权转让成本价 8.8 元/股, 内生增长确定 (产能扩张、成本下降), 化肥行业有望底部回暖; 大股东变更带来医疗健康第二主业的整合预期, 未来“化肥+医疗”双主业齐头并进。

表 13: 可比公司估值表 (截至 2017 年 3 月 20 日收盘)

公司	EPS				盈利增长率				PE				PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
	15	16E	17E	18E	15	16E	17E	18E	15	16E	17E	18E			
新洋丰	0.57	0.56	0.60	0.70	31%	-2%	7%	17%	17	17	16	14	4.1	20%	127
金正大	0.35	0.37	0.41	0.48	28%	4%	11%	17%	21	20	18	15	3.2	15%	233
史丹利	0.53	0.50	0.54	0.60	25%	-6%	8%	11%	20	21	20	18	4.1	19%	123
芭田股份	0.18	0.23	0.28	0.35	-15%	29%	22%	25%	52	40	33	26	4.4	9%	82
司尔特	0.34	0.35	0.48	0.56	71%	2%	37%	17%	31	30	22	19	2.1	10%	76
平均					28%	6%	17%	17%	28	26	22	18	3.6	15%	

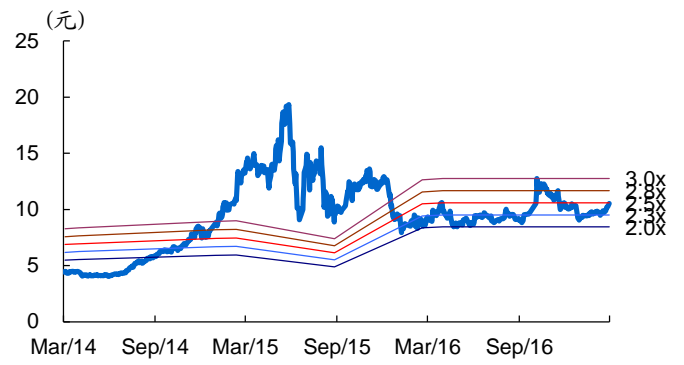
资料来源: Wind、招商证券

图 20: 司尔特历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 21: 司尔特历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2124	2329	3040	3410	4104
现金	350	705	808	550	550
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	259	159	192	249	310
应收款项	15	28	499	648	805
其它应收款	40	49	47	61	76
存货	768	735	1120	1418	1764
其他	691	654	374	483	600
<b>非流动资产</b>	1256	1776	2617	2750	2888
长期股权投资	0	404	404	404	404
固定资产	862	876	1474	1439	1477
无形资产	180	243	219	197	177
其他	214	253	520	710	830
<b>资产总计</b>	<b>3379</b>	<b>4106</b>	<b>5657</b>	<b>6161</b>	<b>6992</b>
<b>流动负债</b>	1273	460	1513	1652	2048
短期借款	540	0	700	636	797
应付账款	94	100	380	481	598
预收账款	190	116	37	47	58
其他	449	244	397	488	595
<b>长期负债</b>	339	633	883	883	983
长期借款	0	0	250	250	350
其他	339	633	633	633	633
<b>负债合计</b>	<b>1613</b>	<b>1094</b>	<b>2397</b>	<b>2535</b>	<b>3031</b>
股本	296	718	716	716	717
资本公积金	768	1374	1374	1374	1374
留存收益	703	920	1170	1517	1830
少数股东权益	0	0	0	18	40
归属于母公司所有者权益	1767	3012	3260	3607	3921
<b>负债及权益合计</b>	<b>3379</b>	<b>4106</b>	<b>5657</b>	<b>6160</b>	<b>6992</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	32	428	161	181	232
净利润	144	247	250	347	418
折旧摊销	94	102	123	187	181
财务费用	46	42	36	55	69
投资收益	0	(0)	(5)	0	0
营运资金变动	(250)	39	(599)	(536)	(575)
其它	(2)	(2)	356	129	139
<b>投资活动现金流</b>	(228)	(525)	(975)	(320)	(320)
资本支出	(228)	(189)	(950)	(320)	(320)
其他投资	0	(336)	(25)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	114	701	917	(119)	88
借款变动	(142)	(583)	950	(64)	261
普通股增加	0	422	(2)	0	0
资本公积增加	0	606	0	0	0
股利分配	(6)	0	0	0	(104)
其他	261	256	(31)	(55)	(69)
<b>现金净增加额</b>	<b>(83)</b>	<b>604</b>	<b>103</b>	<b>(258)</b>	<b>0</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2378	2974	2866	3723	4620
营业成本	1967	2421	2315	2931	3646
营业税金及附加	2	7	7	9	11
营业费用	103	127	126	168	208
管理费用	116	122	112	149	185
财务费用	45	38	36	55	69
资产减值损失	(1)	3	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	5	0	0
<b>营业利润</b>	148	256	272	408	497
营业外收入	22	22	22	22	22
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	170	277	294	430	519
所得税	26	30	44	64	79
<b>净利润</b>	144	247	250	365	440
少数股东损益	0	0	0	18	22
<b>归属于母公司净利润</b>	144	247	250	347	418
<b>EPS (元)</b>	0.49	0.34	0.35	0.48	0.58

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	7%	25%	-4%	30%	24%
营业利润	45%	73%	6%	50%	22%
净利润	29%	71%	1%	39%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.3%	18.6%	19.2%	21.3%	21.1%
净利率	6.1%	8.3%	8.7%	9.3%	9.0%
ROE	8.2%	8.2%	7.7%	9.6%	10.7%
ROIC	7.1%	8.7%	6.2%	8.7%	9.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.7%	26.6%	42.4%	41.2%	43.3%
净负债比率	16.0%	0.0%	16.8%	14.4%	16.4%
流动比率	1.7	5.1	2.0	2.1	2.0
速动比率	1.1	3.5	1.3	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.4	3.2	2.5	2.3	2.3
应收帐款周转率	73.2	139.7	10.9	6.5	6.4
应付帐款周转率	17.9	25.0	9.7	6.8	6.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.49	0.34	0.35	0.48	0.58
每股经营现金	0.11	0.60	0.22	0.25	0.32
每股净资产	5.97	4.19	4.55	5.04	5.47
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.15	0.17
<b>估值比率</b>					
PE	21.6	30.7	30.2	21.7	18.1
PB	1.8	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.6	14.9	13.5	9.0	7.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。