东兴证券 DONGXING SECURITIES

矿酸肥一体化优势增强的磷复肥龙头

——司尔特（002538）调研快报

2013 年 5 月 27 日

推荐/首次

司尔特 | 调研快报

杨伟	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn 010-66554034	

事件：

近期赴公司调研，了解公司经营情况。

观点：

1. 募投项目投产奠定未来业绩增长基础

公司是安徽省磷复肥生产龙头企业，位列我国磷复肥行业十强。13 年 5 月募投项目 70 万吨/年氨化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目以及 35 万吨/年硫磺制酸及余热发电项目均已建成，在保留原厂 32 万吨产能的基础上，复合肥产能由 53 万吨增至 92 万吨，实际新增复合肥产能近 40 万吨，磷酸一铵新增产能 25 万吨。公司计划通过 2-3 年的快速发展，达到年产高浓度 NPK 复合肥 100 万吨、磷酸一铵 80 万吨、硫酸 100 万吨的生产能力。

产能快速投放是公司未来业绩持续增长的基础，如果公司计划如期达成，则磷复肥总产能相比 12 年增长 117%。我国复合化率至“十二五”末将达到 40%，按化肥总消费量年增 3%测算，复合肥未来三年年均增长 8%，而且行业产能集中度不高，在复合肥需求持续增长与产业集中度提高的趋势下，公司作为龙头企业将充分受益。

表 1：公司主要产品的产能变化情况（万吨）

年份	复合肥	磷酸一铵	硫酸
2012	53	30	25
2013	92	55	60
2015E	100	80	100

资料来源：公司公告，东兴证券整理

2.矿酸肥一体化优势明显，盈利能力增强

作为国内上市公司中具有代表性的矿酸肥一体化企业，公司依托当地的丰富硫铁矿资源，以硫铁矿制硫酸再制得磷复肥，可抵御原料价格波动带来的经营风险，同时销售副产品贡献的收益使公司磷复肥盈利能力明显高于同行。制酸工艺过程中可副产蒸汽与铁粉，蒸汽被用于余热发电，降低生产成本，按目前铁粉价格可覆盖硫铁矿 50%的成本，提高了公司的盈利水平；与同业公司相比，一体化优势还体现在简化了中间品的包装、运输、前处理等过程，循环利用效率高，实现节能降耗，符合化肥工业降低能源消耗、提高利用效率的发展趋势。以 12 年为例，公司销售毛利率为 18.3%，显著高于同行业 12%-14%的水平。

安徽地区硫铁矿资源丰富，公司于 11 年 6 月收购宣城市南牛矿业有限公司马尾山硫铁矿的采矿权，该矿已查明硫多金属矿石量 477.99 万吨，并于 12 年 2 月收到收到安徽省国土资源厅颁发的采矿许可证，生产规模为硫铁矿 6 万吨/年、高岭土 3 万吨/年，目前正进行矿山建设，逐步对上游资源的整合有利于公司盈利水平进一步提高。根据公司规划，未来有继续整合上游资源的可能。

3. 测土配方施肥提效增产，受益土地流转加快

测土配方施肥将成为公司的品牌优势，助力新增产能释放、市占率提高。我国测土配方施肥自 05 年开始启动，目前已基本覆盖所有农业县，推广范围涉及 13 亿亩耕地、1.8 亿农户，中央财政累计投入 66 亿元，充分表明国家对测土配方施肥的重视程度。测土配方可提高化肥利用率，实现作物产量与收入双增长，据农业部统计，小麦与玉米化肥利用率可提高 7.7%、9.4%，分别增产 3.7%、5.9%。按照每年发布的《国家支持粮食增产农民增收的政策措施》，我国测土配方施肥推广规模每年增加 1 亿亩、0.1 亿农户，按当前平均施肥水平测算，其消费规模年增加 400 万吨。

公司测土配方施肥研究周期长、起点高，自 1997 年就开始建设测土配方数据库，目前已基本在安徽、江西、湖南等地区实现全覆盖，未来将向山东江苏等地逐步完善。我国土地流转加快导致未来化肥消费主体中种田大户、农村合作社的占比提高，有利于测土配方施肥发挥提效增产的优势；由于测土配方对生产企业的规模与资金实力要求较高，因此公司等优势企业受益最大。

4. 公司未来可获得原厂搬迁带来的土地增值收益

公司募投项目已建成，未来将择时对原厂区进行搬迁工作，目前原厂区房屋建筑物、生产设备与土地账面净值为 4000 多万，随着当地城镇化不断推进，预计原厂搬迁可获得可观的土地增值收益，搬迁收入将被用于未来新厂区的建设与扩产等需求。

结论：

公司今年5月募投项目达产后产能大幅增加，为业绩增长奠定基础；目前处于磷复肥消费淡季，价格再跌的空间不大；安徽硫铁矿资源丰富，公司存整合上游资源预期；原厂搬迁将为公司带来可观土地增值收益。我们预计公司13-15年的每股收益分别为0.72元、0.93元、1.13元，对应PE为18倍、14倍、11倍，首次给予“推荐”评级。

风险提示:

原料价格大幅波动的风险；新增产能释放低于预期的风险

利润表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1719.77	1854.98	2152.60	2800.39	3252.43
营业成本	1416.29	1515.51	1747.08	2272.00	2637.67
营业费用	63.43	60.47	68.88	86.81	97.57
管理费用	61.75	71.43	77.49	98.01	107.33
财务费用	(7.57)	20.16	23.62	31.61	29.98
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	181.46	185.17	232.36	307.16	374.63

利润总额	190.67	202.02	251.36	327.16	394.63
所得税	28.72	31.34	38.99	50.74	61.21
净利润	161.94	170.68	212.38	276.41	333.42
归属母公司所有者的净利润	161.94	170.68	212.38	276.41	333.42
NOPLAT	147.69	173.48	216.28	286.22	341.85
每股收益	1.12	0.58	0.72	0.93	1.13
资产负债表（百万元）	**2011A**	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
货币资金	469.52	160.60	387.47	504.07	585.44
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	14.04	16.58	17.69	23.02	26.73
预付款项	561.78	532.66	532.66	532.66	532.66
存货	153.38	389.82	454.72	591.34	686.52
流动资产合计	1621.11	1258.83	1569.09	1878.96	2095.03
非流动资产	395.12	927.50	1034.27	1019.07	970.85
资产总计	2016.24	2186.32	2603.36	2898.03	3065.88
短期借款	290.00	320.00	558.80	610.09	504.16
应付帐款	94.42	127.61	129.24	168.07	195.12
预收款项	124.08	103.82	103.82	103.82	103.82
流动负债合计	556.24	584.98	844.86	934.98	856.10
非流动负债	30.80	31.06	31.06	31.06	31.06
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	1429.20	1570.29	1727.44	1931.99	2178.72
净营运资本	1064.87	673.84	724.23	943.98	1238.93
投入资本 *IC*	1249.69	1729.69	1898.77	2038.01	2097.45
现金流量表（百万元）	**2011A**	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
净利润	161.94	170.68	212.38	276.41	333.42
折旧摊销	40.74	37.01	120.25	141.43	148.22
净营运资金增加	1040.02	(391.03)	50.39	219.75	294.95
经营活动产生现金流	(425.44)	93.50	298.01	297.01	405.96
投资活动产生现金流	(212.76)	(388.05)	(230.58)	(128.23)	(102.00)
融资活动产生现金流	999.11	(12.35)	159.44	(52.18)	(222.60)
现金净增（减）	360.92	(306.90)	226.87	116.60	81.37

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。