公司研究报告 ● 石油化工行业 2014 年 11 月 26 日

# 磷肥景气、项目逐步释放 公司经营迎拐点

## 司尔特（002538.SZ）

**推荐** 维持评级

### 投资要点：

- **矿肥一体化复合肥公司，新增项目逐步投放**

  在复合肥企业中，公司的特点在于上游资源的配套，在化工行业景气低点时，不利于优势发挥，一旦行业回暖，一体化的综合优势将相当明显。公司未来也将加大对上游资源的整合力度，特别明年投放的硫铁矿有望超预期兑现盈利。

  公司新增项目逐步投放，包括 70 万吨/年氨化造粒缓释复合肥、4 万吨硫酸钾、20 万吨磷酸一铵及硫铁矿项目，每个项目的预期盈利都很好，业绩增长可期。

- **磷肥迎景气，公司弹性巨大**

  全球磷肥需求增速加快，而海外新增供给集中在 2017 年，供需形势好转，开工率有望持续上行至 85%；近年来国内磷肥集中度大幅提升，新增产能放缓明显，环保政策趋严（特别是磷石膏的处理）影响中小产能开工，看好磷肥景气持续。2015 年公司磷酸一铵产能将达 70 万吨/年，每提价 100 元/吨，增厚业绩 0.2 元，价格弹性巨大。

- **加强渠道建设，测土配方助力**

  复合肥销售方面，公司将大力推进渠道下沉建设，逐步改进现有的营销模式和政策，以符合未来农资领域发展之需求。利用测土配方积累的数据信息、经验优势，向整建制推进，逐步扩大家庭农场、种粮大户、专业合作社施用测土配方肥的比重。该业务将会有比较大的改善空间。

- **磷复肥行业景气，新增项目逐步释放，公司盈利迎来拐点。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.51 元、0.95 元和 1.44 元，对应目前股价 PE 为 28.2x、15.1x 和 9.99x，年复合增速高达 68.0%，给予推荐评级。**

- **主要风险因素：**（1）农产品价格持续下滑；（2）复合肥销售受阻。

### 主要财务指标

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1855 | 2224 | 2428 | 2946 | 3950 |
| 归属净利润(百万元) | 171 | 112 | 151 | 281 | 425 |
| 摊薄 EPS(元) | 0.58 | 0.38 | 0.51 | 0.95 | 1.44 |
| PE(X) | 24.7 | 37.7 | 27.8 | 15.0 | 9.9 |
| PB(X) | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 2.1 | 1.7 |

*资料来源：公司公告，中国银河证券研究部*

### 分析师

裘孝锋
☎：（8621）2025 2676
✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511050001

王 强
☎：（8621）2025 2621
✉：wangqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511080002

胡 昂
☎：（8621）2025 2671
✉：huang@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130512070003

| 市场数据 | 时间 2014.11.25 |
|---|---|
| A 股收盘价(元) | 14.38 |
| A 股一年内最高价(元) | 14.44 |
| A 股一年内最低价(元) | 8.19 |
| 上证指数 | 2568 |
| 市净率 | 2.45 |
| 总股本（亿股） | 2.96 |
| 实际流通 A 股（亿股） | 2.84 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 40.55 |

## 投资概要：

**驱动因素、关键假设及主要预测：**

**1、 矿肥一体化复合肥公司，新增项目逐步投放**

在复合肥企业中，公司的特点在于上游资源的配套，在化工行业景气低点时，不利于优势发挥，一旦行业回暖，一体化的综合优势将相当明显。公司未来也将加大对上游资源的整合力度，特别明年投放的硫铁矿有望超预期兑现盈利。

公司新增项目逐步投放，包括70万吨/年氨化造粒缓释复合肥、4万吨硫酸钾、20万吨磷酸一铵及硫铁矿项目，每个项目的预期盈利都很好，业绩增长可期。

**2、 磷肥迎景气，公司弹性巨大**

全球磷肥需求增速加快，而海外新增供给要到17年，供需形势好转，开工率有望持续上行至85%；国内磷肥集中度大幅提升，新增产能放缓，环保政策趋严（特别是磷石膏的处理）影响中小产能开工，看好磷肥景气持续。2015年公司磷酸一铵产能将达70万吨/年，每提价100元/吨，增厚业绩0.2元，价格弹性巨大。

**3、 加强渠道建设，测土配方助力**

复合肥销售方面，公司将大力推进渠道下沉建设，逐步改进现有的营销模式和政策，以符合未来农资领域发展之需求。利用测土配方积累的数据信息、经验优势，向整建制推进，逐步扩大家庭农场、种粮大户、专业合作社施用测土配方肥的比重。该业务将有比较大的改善空间。

**我们与市场不同的观点：**

化肥价格与农产品价格趋势一致，处于近些年来的低点，底部确认。全球磷肥供需形势好转，开工率稳步上行，在化肥中率先复苏，我们判断景气有望延续。15年关税政策调整已成定局，将取消淡旺季差别税，有利于国内企业出口量和价的实现。2015年公司磷酸一铵产能将达70万吨/年，每提价100元/吨，增厚业绩0.2元，价格弹性巨大。

新增产能陆续释放，盈利增长可期。特别是公司逐步改进现有的营销模式和政策，以符合农资行业未来发展之需求，复合肥销售业务将有比较大的改善空间。

**估值与投资建议：**

磷复肥行业景气，新增项目逐步释放，公司盈利迎来拐点。我们预计公司14-16年EPS分别为0.51元、0.95元和1.44元，对应目前股价PE为28.2x、15.1x和9.99x，年复合增速高达68.0%，给予推荐评级。

**股价表现的催化剂：**

（1）磷酸一铵提价；（2）新增项目达产。

**主要风险因素：**

（1）农产品价格继续下滑；（2）复合肥销售受阻

# 目 录

图 目 录 ..... 4
表 目 录 ..... 5
**一、矿肥一体化复合肥企业 ..... 1**
**二、磷复肥景气，公司弹性大 ..... 4**
（一）磷肥增速一枝独秀，全球开工率将上行 ..... 4
（二）国内集中度提升，新增产能放缓 ..... 8
（三）公司磷酸一铵弹性大 ..... 12
**三、加强渠道建设，测土配方助力 ..... 13**
**四、新增项目逐步释放 ..... 15**
**五、盈利预测与投资建议 ..... 16**

# 图 目 录

图 1：公司一体化产业链 ..... 1
图 2：收入构成 ..... 2
图 3：毛利构成 ..... 2
图 4：公司产品毛利率情况 ..... 2
图 5：股权结构 ..... 3
图 6：全球人口仍快速增长 ..... 4
图 7：北美玉米、大豆每英亩利润仍处于历史高位 ..... 4
图 8：全球农产品产量继续保持增长 ..... 4
图 9：北美作物磷肥需求构成 ..... 5
图 10：拉美作物磷肥需求构成 ..... 5
图 11：中国作物磷肥需求构成 ..... 5
图 12：印度作物磷肥需求构成 ..... 5
图 13：2012-2030 农作物产量平均年增长率 ..... 6
图 14：磷肥需求增长加速 ..... 6
图 15：全球磷肥产量靠中国 ..... 7
图 16：全球产能释放高峰期在 16、17 年 ..... 7
图 17：全球磷酸盐开工有望稳在 85%上下 ..... 8
图 18：中国历年磷肥出口量（百万吨） ..... 9
图 19：我国磷肥表观消费量和施用量 ..... 9
图 20：高浓度磷肥占比提升 ..... 9
图 21：我国磷肥企业数不断减少 ..... 10
图 22：DAP、MAP 新增产能放缓 ..... 11
图 23：DAP、MAP 价格走势 ..... 12
图 24：2013 年分区域销售收入 ..... 13
图 25：复合肥销售稳步增长 ..... 13

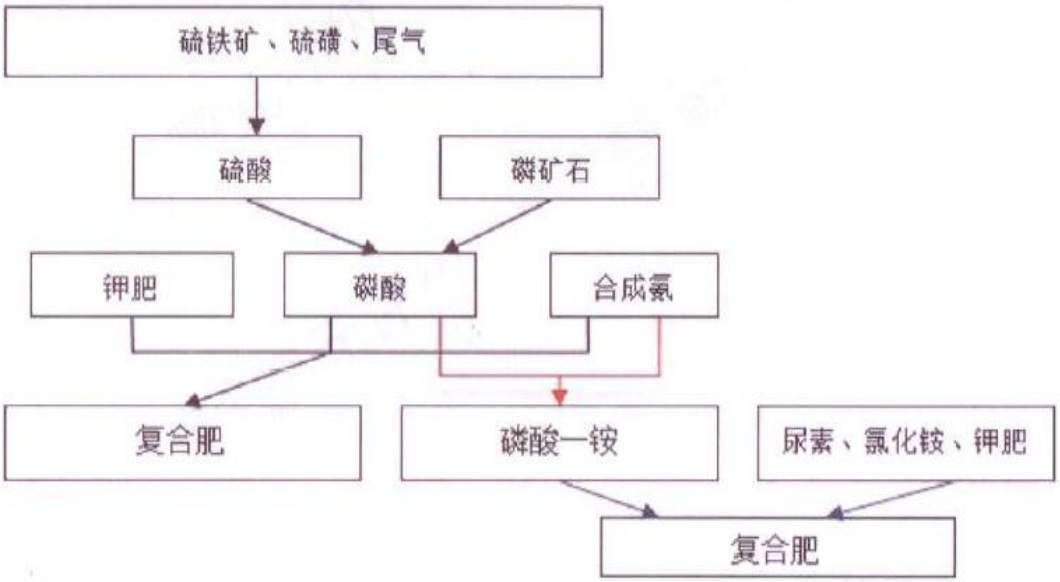
# 表 目 录

表 1：公司产品产能情况 ..... 1
表 2：复合肥企业综合毛利率对比 ..... 2
表 3：磷肥出口关税变化 ..... 10
表 4：主营业务预测 ..... 16

# 一、矿肥一体化复合肥企业

司尔特主要从事复合肥料及专用肥料研发、生产、销售，已建立起从硫铁矿制酸、自产磷肥至各种高浓度缓释 NPK 复合肥一体化产业链，并拥有独立完整的研发、供应、销售及配套农化服务体系。当前已具备年产 92 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥、55 万吨磷酸一铵以及 90 万吨硫酸、30 万吨磷酸的生产能力。

**图 1：公司一体化产业链**




*资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部*

**表 1：公司产品产能情况**

| 产品 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|
| 氯基复合肥 | 43 | 72 | 72 |
| 硫基复合肥 | 10 | 20 | 20 |
| 磷酸一铵 | 30 | 55 | 55（新增 15 万吨即将投产） |
| 硫铁矿制酸 | | | 50 |
| 硫磺制酸 | | | 35 |

*资料来源：公司公告及调研*

公司的主营收入主要来源于氯基复合肥、硫基复合肥及磷酸一铵的销售，2013 年三者占比高达 92.5%。随着公司产能规模的释放，近年来营业收入呈快速增长的态势，2011-2013 年年复合增长率 13.7%；未来几年，公司将加大上游硫、磷资源的整合力度，持续改进营销模式，收入有望保持更快速度增长。

从利润构成上，以 2013 年为例，氯基复合肥、硫基复合肥及磷酸一铵分别占比 40.3%、24.9%和 26.2%。

**图 2：收入构成**

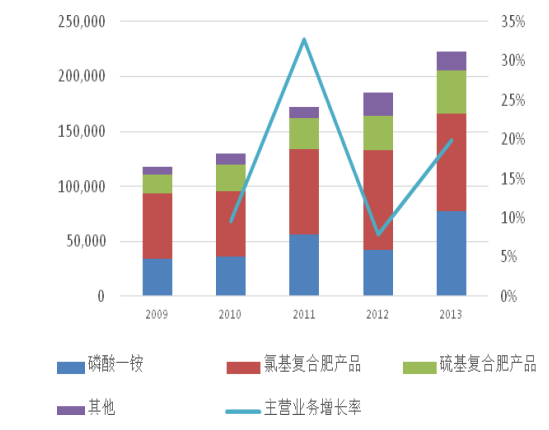
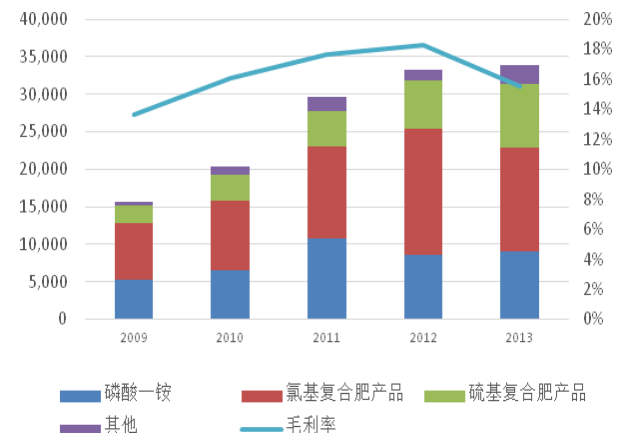



**图 3：毛利构成**




*数据来源：wind，中国银河证券研究部*

## 一体化造就综合成本优势

相比其他复合肥企业，公司拥有更为完善的一体化产业链，配套硫铁矿制酸、磷酸一铵，综合成本优势明显，表现出良好的综合毛利率水平。

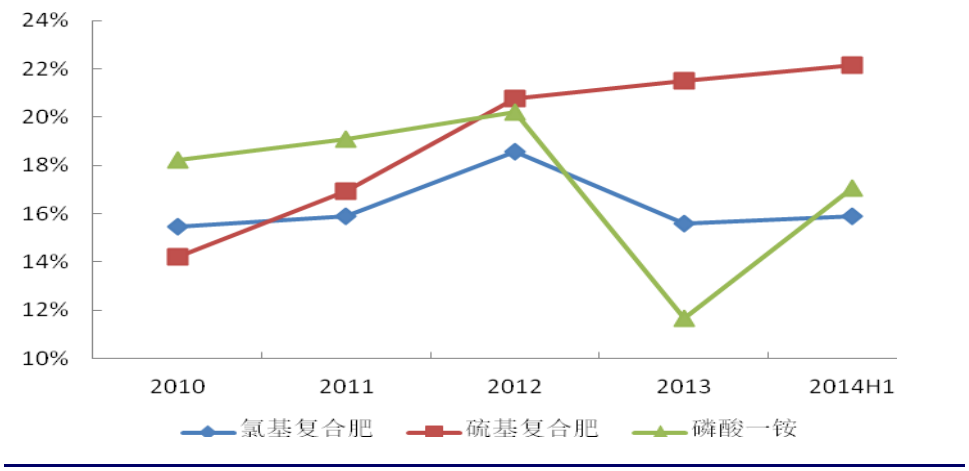
**表 2：复合肥企业综合毛利率对比**

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|---|
| 金正大 | 12.62% | 13.18% | 12.32% | 14.76% |
| 史丹利 | 16.82% | 13.05% | 14.27% | 19.40% |
| 芭田股份 | 17.34% | 13.92% | 12.88% | 16.82% |
| 新都化工 | 16.79% | 16.55% | 13.54% | 15.34% |
| **司尔特** | **16.04%** | **17.65%** | **18.30%** | **15.56%** |

*资料来源：wind，中国银河证券研究部*

分产品毛利率方面，氯基复合肥业务相对稳定，磷酸一铵和硫基复合肥波动相对较大。

**图 4：公司产品毛利率情况**

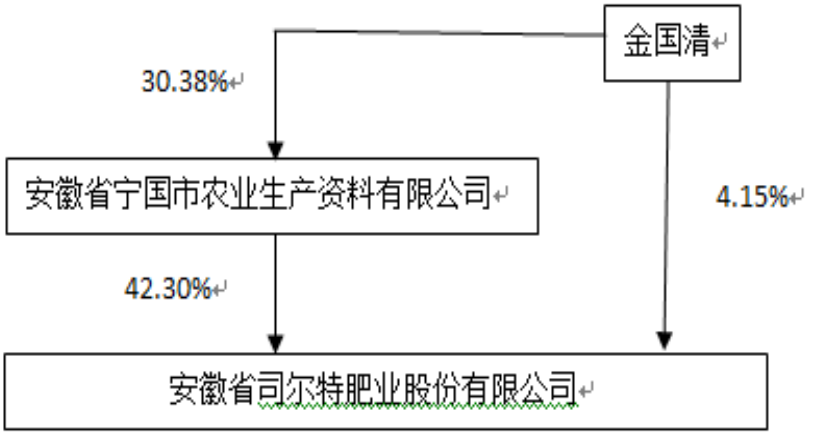



*资料来源：wind，中国银河证券研究部*

**股权结构**

董事长金国清是公司实际控制人，其持有宁国农资 30.38%的股权，并直接持有上市公司 4.15%的股权。

**图 5：股权结构**




*资料来源：公司公告，中国银河证券研究部*

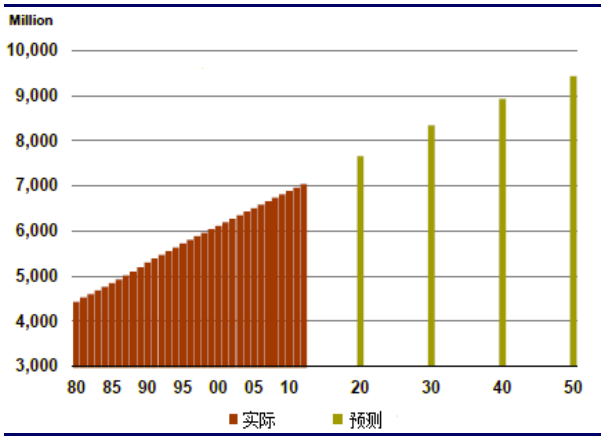
# 二、磷复肥景气，公司弹性大

## （一）磷肥增速一枝独秀，全球开工率将上行

### 全球化肥需求将稳步增长

人口增长和收入提升将带动谷物、油籽等农作物的需求，进而推动种植面积的增长。预计全球人口将由 13 年的 71.2 亿增长至 2050 年的 94.3 亿。北美地区每英亩玉米大豆利润较 12/13 年有下降，但仍处于历史高位，农民种植积极性仍旧很高。

**图 6：全球人口仍快速增长**




*资料来源：Global Insight and Mosaic，USDA, Agrium*

**图 7：北美玉米、大豆每英亩利润仍处于历史高位**

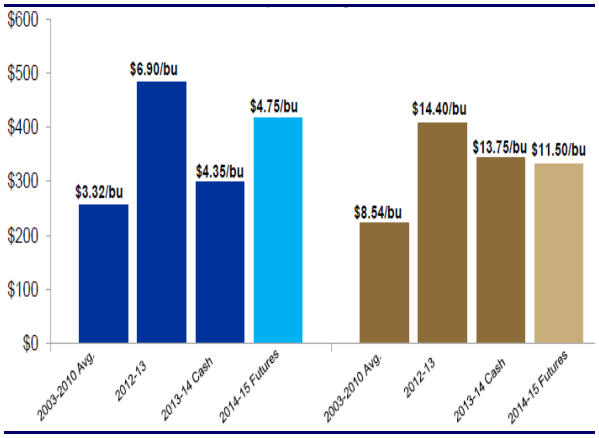
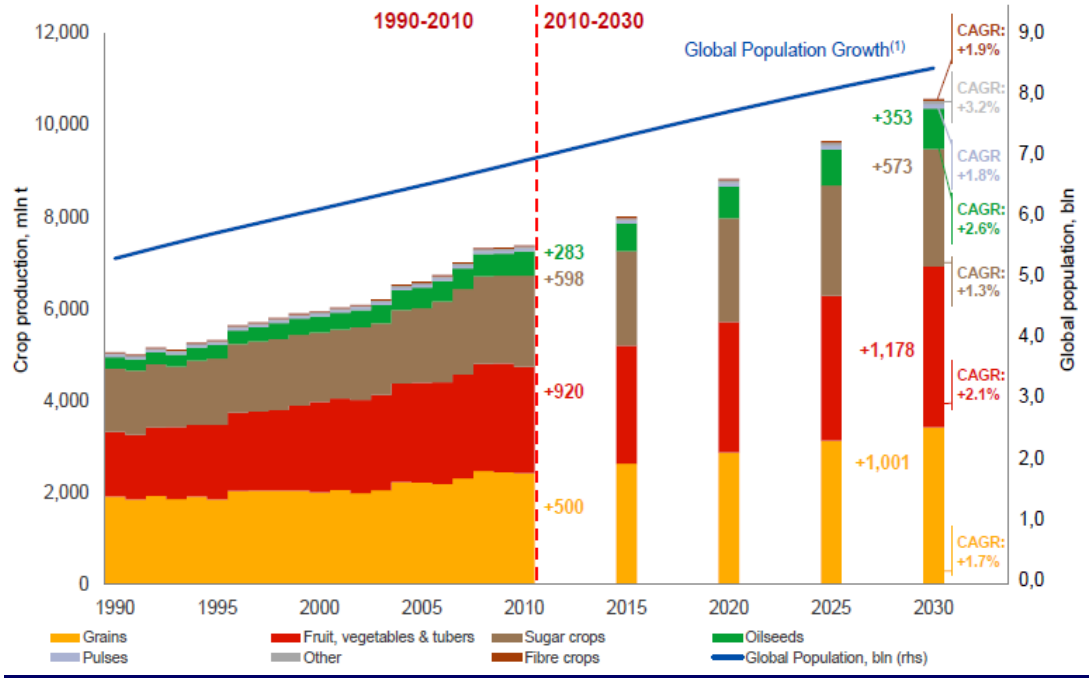



**图 8：全球农产品产量继续保持增长**




*资料来源：integer，PhosAgro*

农作物种植面积增长以及农产品产量持续提升，未来全球化肥需求仍保持稳步增长态势。

## 磷肥需求增速加快

北美、拉美地区农作物中的耗磷大户是玉米及大豆，两者磷肥需求占比高达 50%和58%，印度及中国耗磷大户则是蔬菜水果、大米和小麦，磷肥需求占比分别为 65%和 56%。

**图 9：北美作物磷肥需求构成**

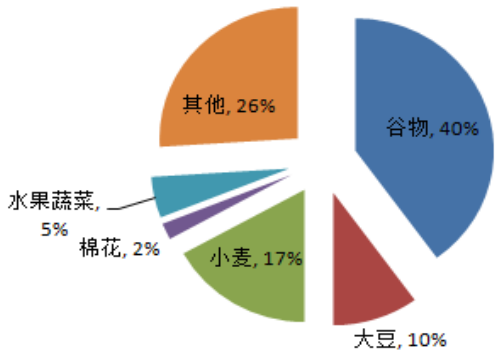
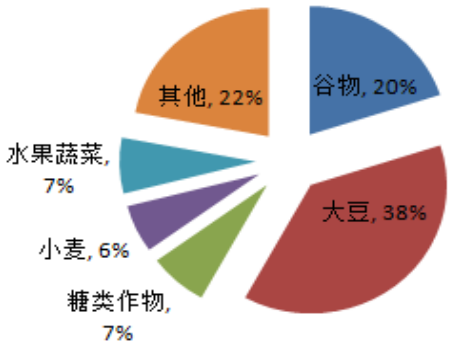



**图 10：拉美作物磷肥需求构成**




*资料来源：中国银河证券研究部*

**图 11：中国作物磷肥需求构成**

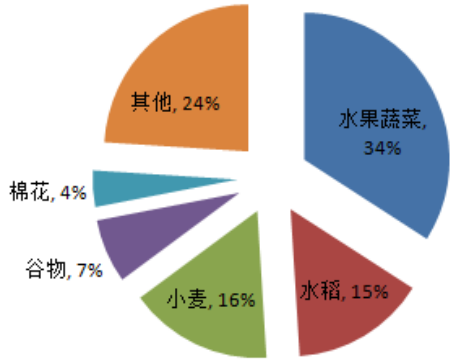
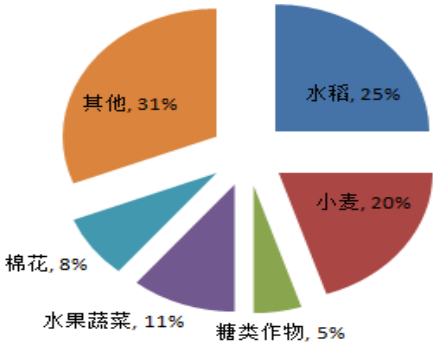


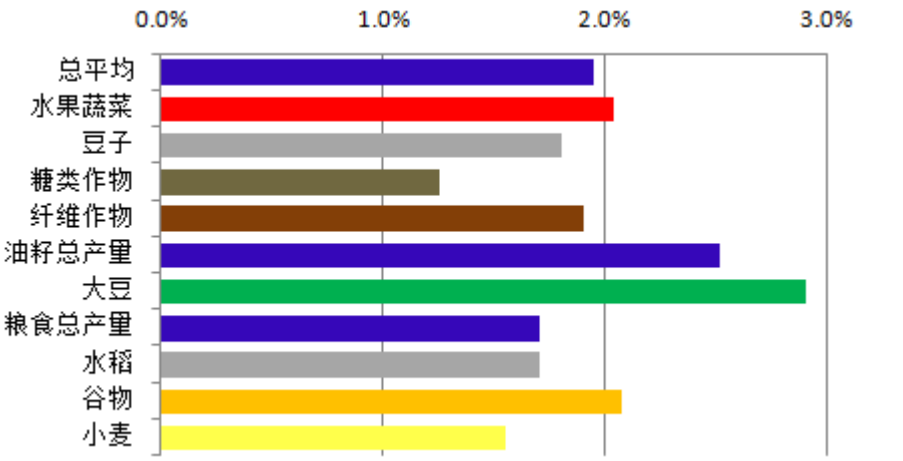

**图 12：印度作物磷肥需求构成**




*资料来源：中国银河证券研究部*

未来 20 年中，主要农作物的产量增速将发生变化，化肥需求格局(N、P、K 比例构成)也将随之改变。大豆、玉米、油籽及蔬果这些主要磷养分消费品种将保持更高的复合增速，因此在三大肥料中磷肥消费绝对量将保持更快速度增长，其在三大肥料中的消耗占比也将逐步提升。

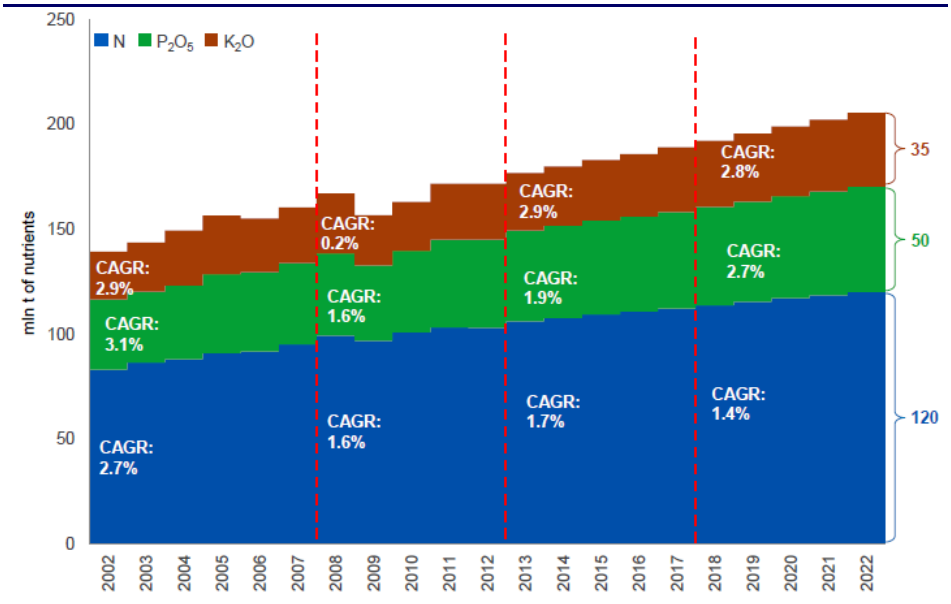
**图 13：2012-2030 农作物产量平均年增长率**




*资料来源：USDA, IFAO*

据 integer 及 PhosAgro 预计，2013-2017 年全球磷养分需求年均复合增速为 1.9%，而 2018-2022 年全球磷养分需求年均复合增速更是高达 2.7%。

**图 14：磷肥需求增长加速**

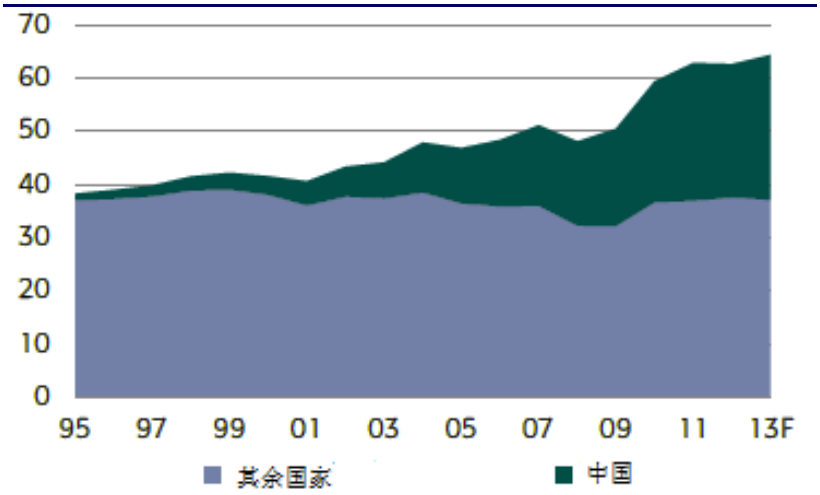



*资料来源：integer, PhosAgro*

## 摩洛哥、沙特项目集中于 16、17 年

前十年全球磷肥产量增量主要来自于中国，而当前中国产能增长基本结束，未来几年摩洛哥和沙特将接过接力棒，引领磷肥供给增长。

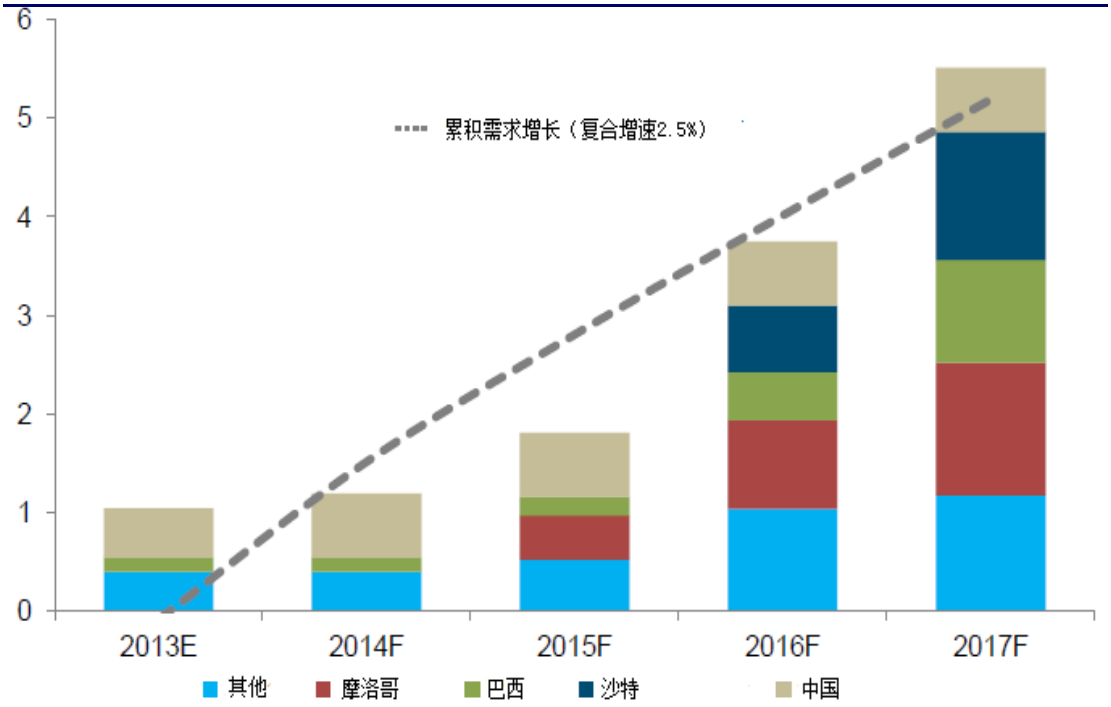
**图 15：全球磷肥产量靠中国**




*资料来源：Fertecon, IFA&Mosaic*

凭借着低成本竞争优势，摩洛哥、沙特磷酸项目异军突起，但大部分在建和意向项目集中于 16~17 年，13-15 年新增项目偏少，如果综合考虑装置的建设速度、开工及运行能力等实际情况，产能投放进度是低于预期的。

**图 16：全球产能释放高峰期在 16、17 年**

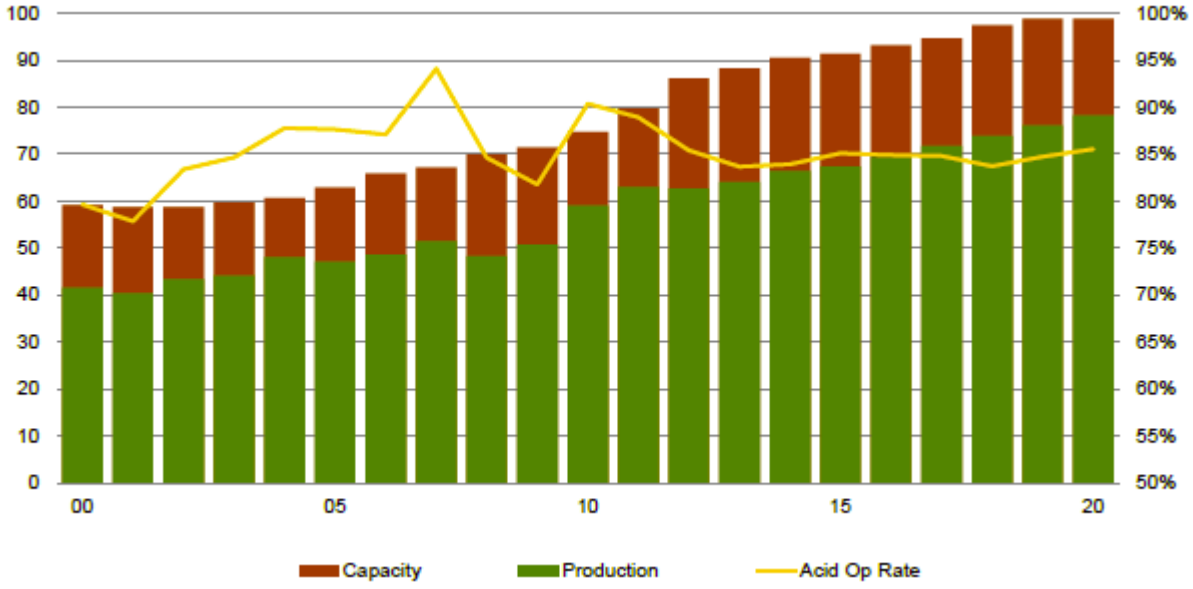



*资料来源：Mosaic*

### 全球磷肥开工率将上行，未来十年有望稳定在 85%左右

基于对全球磷酸盐需求和供给的预测和判断，美盛预计 2014-2020 年期间世界磷酸的开工率将稳定在 85%上下，其中 2014-2016 开工率呈上行趋势。

**图 17：全球磷酸盐开工有望稳在 85%上下**




*资料来源：CRU,Mosaic*

全球磷肥需求增速加快而 13-15 年新增产能偏少，磷肥底部反弹，预计全球磷肥市场有望重新迎来新一轮景气。

## （二）国内集中度提升，新增产能放缓

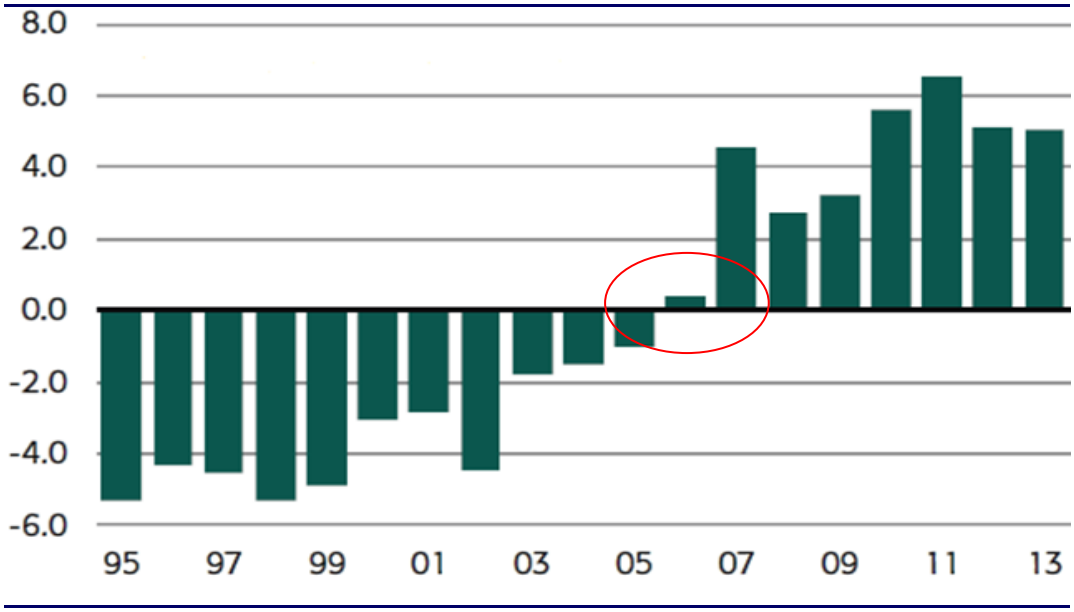
### 高浓度磷肥占比提升

2014 年 1-6 月，全国磷肥累计产量 777.64 万吨(折纯)，2013 年同期磷肥产量 1006.33 万吨（折纯），同比下滑 22.73%。而 2014 年 1-6 月，DAP 累计产量（实物量）841.45 万吨，同比下滑 3.15%，MAP 累计产量（实物量）989.93 万吨，同比增加 15.30%。高浓度磷肥产量总体增长的背景下，磷肥产量出现大幅下滑，说明低浓度磷肥产量急剧下降。我们认为一方面是高浓度肥料对低浓度肥料的替代，另一方面鉴于化肥铁路运费不断上调缩短了低浓度磷肥运输半径、拉低了竞争力。在磷肥的应用中，DAP、MAP 的占比逐步提升的趋势较为明显，中国高浓度磷复肥占比由 2002 年 35%提高到 2012 年 86%。

### 需求稳定，磷肥集中度高

我国磷肥工业快速发展，随着装备、技术国产化，产能产量均快速扩张，至 2006 年基本实现产销平衡，一举由磷肥净进口国转变为出口大国。

**图 18：中国历年磷肥出口量（百万吨）**




*资料来源：Mosaic*

近些年我国磷肥需求较为稳定，基本在 1200-1300 万吨（折纯）。

我国磷肥产业呈现区域化特征，装置向资源产地集中趋势愈发明显，云贵川鄂四省产量约占总产量的 80%。由于产能过剩问题突出，通过兼并整合，磷肥行业逐渐向集约化、大型化发展，产业集中度不断提高，前 10 家 DAP、MAP 厂商分别占总产能的 80%和 55%。

**图 19：我国磷肥表观消费量和施用量**

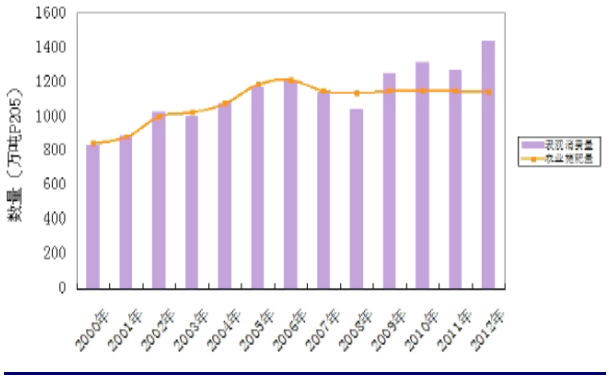
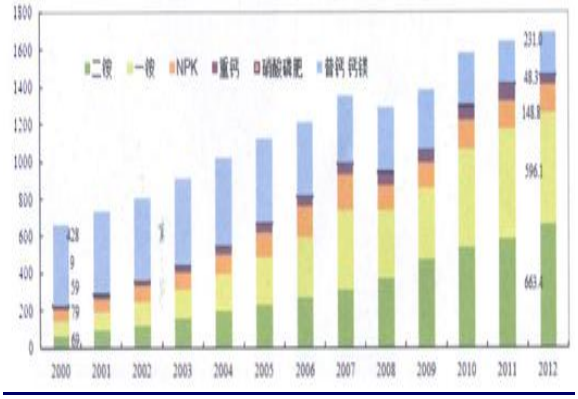


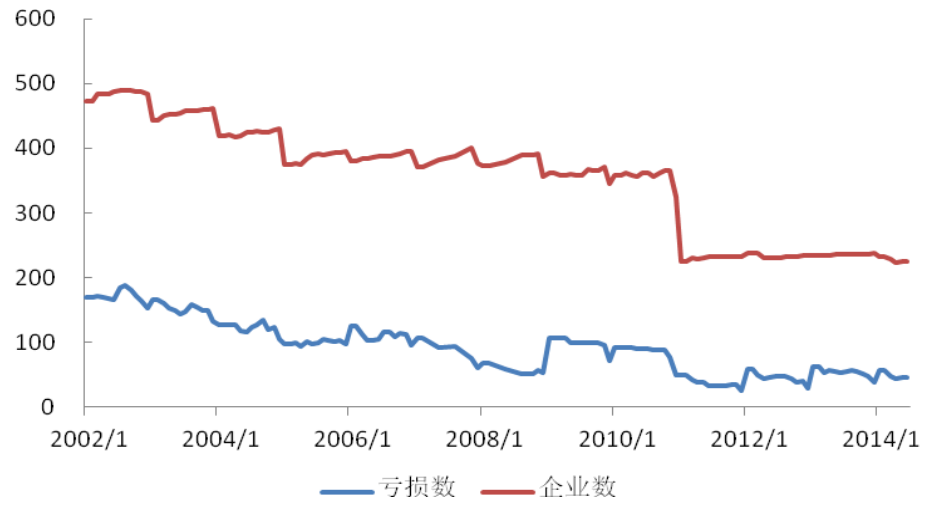

**图 20：高浓度磷肥占比提升**




*资料来源：中国磷肥工业协会*

通过不断的兼并整合，小产能及亏损企业的持续退出，磷肥行业企业数不断下滑，由 2002 年的近 500 家下滑至当前的 220 家，并且这种趋势仍在延续，行业结构在不断的好转。

**图 21：我国磷肥企业数不断减少**




*资料来源：CEIC*

## 海外需求回暖，关税政策利好出口

海外需求复苏，国内关税政策调整，我国磷肥出口迎来大幅增长。2014 年 1-9 月我国磷酸一铵出口量 143.99 万吨，与去年同期 51.62 万吨相比，同比增长 179%；磷酸二铵出口量 293.88 万吨，与去年同期 229.50 万吨相比，增加了 28.05%。

**表 3：磷肥出口关税变化**

| | 2014 年关税政策 | 2013 年关税政策 |
|---|---|---|
| DAP | | |
| 基准价 | | 3500 元/吨 |
| 旺季 | 旺季（1 月 1 日-5 月 15 日、10 月 16 日-12 月 31 日）暂定税率 15%，加上 50 元/吨 | (1 月 1 日—5 月 15 日、10 月 16 日—12 月 31 日)：当出口价格不高于基准价格时，80%；当出口价格高于基准价格时，税率=(1.80-基准价格/出口价格)×100% |
| 淡季 | 5 月 16 日-10 月 15 日，50 元/吨 | (5 月 16 日-10 月 15 日)：当出口价格不高于基准价格时，5%；当出口价格高于基准价格时，税率=(1.05-基准价格/出口价格) ×100% |
| MAP | | |
| 基准价 | | 3200 元/吨 |
| 旺季 | 旺季（1 月 1 日-5 月 15 日、10 月 16 日-12 月 31 日）暂定税率 15%，加上 50 元/吨 | (1 月 1 日—5 月 15 日、10 月 16 日—12 月 31 日)：当出口价格不高于基准价格时，80%；当出口价格高于基准价格时，税率=(1.80-基准价格/出口价格)×100% |
| 淡季 | 5 月 16 日-10 月 15 日，50 元/吨 | (5 月 16 日-10 月 15 日)：当出口价格不高于基准价格时，5%；当出口价格高于基准价格时，税率=(1.05-基准价格/出口价格) ×100% |

*资料来源：中国银河证券研究部整理*

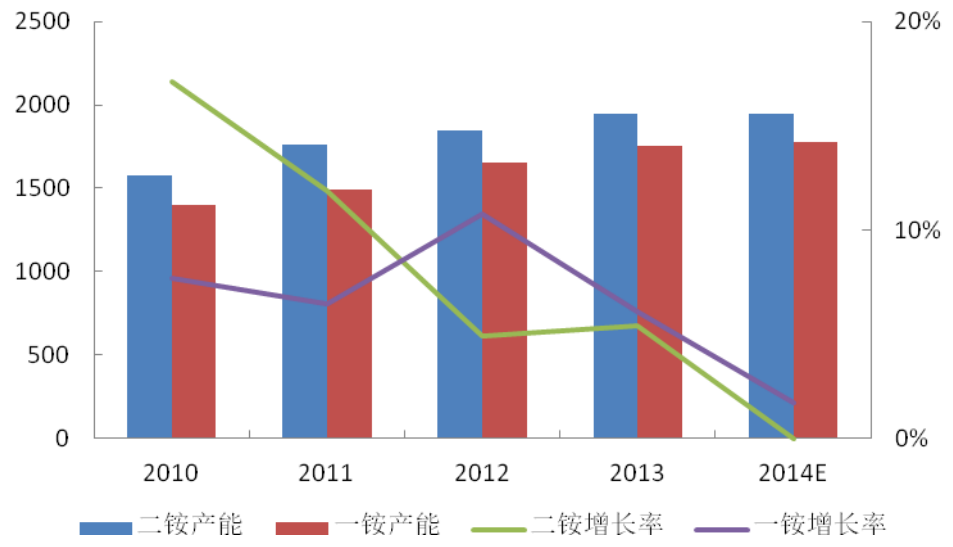
整个化肥行业面对严峻的形势，预期 15 年化肥出口关税政策将迎来调整，总体趋势是放松出口管制，实现淡旺季关税统一税率或税额。这将有利于企业合理安排出口，也避免出口期被恶意压价。

关税政策的放松，最终将有利于磷肥出口的量和价。

## 新增产能减缓，环保限制开工，行业迎反转

近些年国内磷肥产能、产量快速增长，2013 年磷酸二铵产能约 1950 万吨（实物），产量 1544 万吨，平均产能利用率为 79.2%；磷酸一铵产能约 1750 万吨（实物），产量 1168 万吨，平均产能利用率为 66.7%。据《石化行业产能过剩预警报告》不完全统计，目前在建磷铵产能 83 万吨，规划产能超过 200 万吨，但我们认为面对低迷的行业形势，规划产能的进度将非常缓慢，企业投产意愿较弱。

**图 22：DAP、MAP 新增产能放缓**

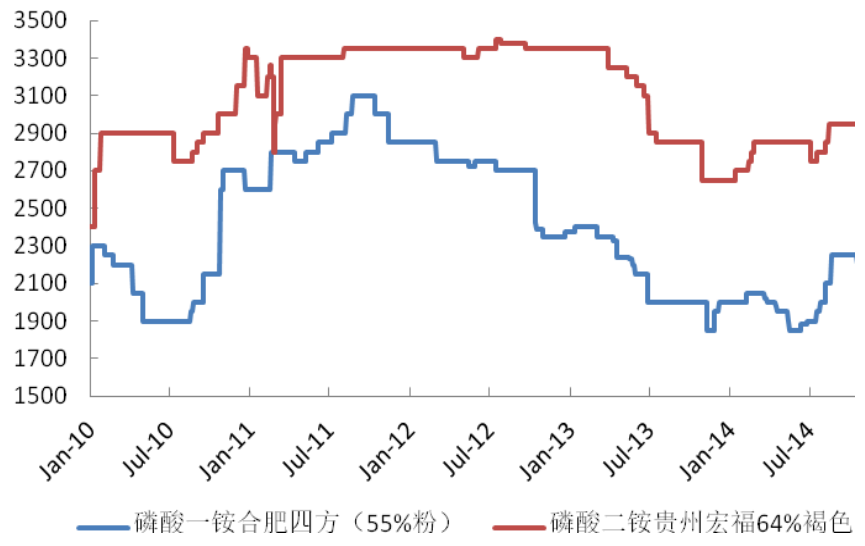



*资料来源：中国银河证券研究部*

我国磷复肥生产过程中每年副产近 2000 万吨磷石膏，综合利用率约 10%，据不完全统计，早在 11 年年底，我国就已累计堆积了超过 3 亿吨磷石膏。环保总局将磷石膏渣定性为危险固体废物，磷石膏里含有的有害化学物质对环境造成影响。大量的磷石膏堆存给环境造成的严重威胁是未来磷肥生产将要直面的环保难题。

特别是一铵方面，湖北地区占据了产能的半壁江山，且小产能众多，磷石膏的处理成为企业的难题，这在一定程度上限制了行业的开工。这也是为什么一铵开工率维持在 7-8 成，而目前价格依然坚挺的原因。产能投放告一段落，环保限制小企业的开工，未来磷肥的供需形势逐步转好，行业迎来反转趋势。

**图 23：DAP、MAP 价格走势**




*资料来源：百川资讯*

## （三）公司磷酸一铵弹性大

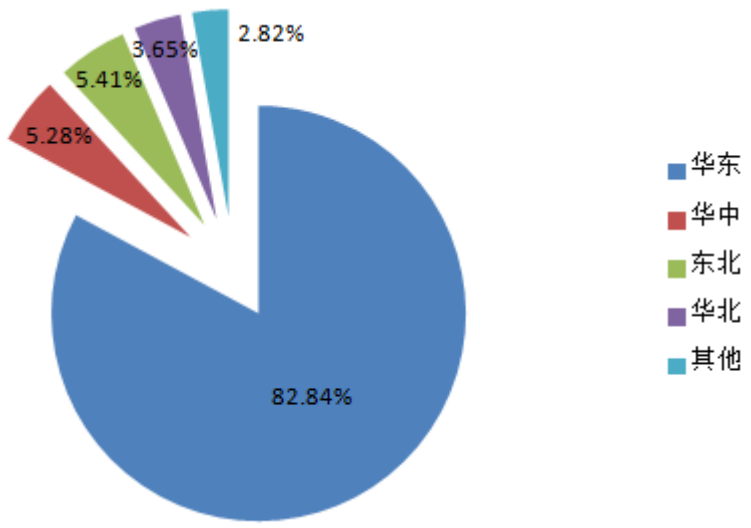
15 年公司将拥有一铵产能 70 万吨，每提价 100 元/吨，将增厚业绩 0.20 元，弹性巨大。

我们之前提到，磷石膏的处理是摆在磷肥企业面前最大的难题，特别是不少磷肥企业的渣场已经堆满，面临封库。而公司磷石膏主要供给周边的水泥厂和石膏板厂，消耗每年副产的磷石膏问题不大，能充分享受磷肥景气。

# 三、加强渠道建设，测土配方助力

公司传统的优势市场是安徽和江西，经过长时期的经营，品牌知名度、产品认可度高，已建立起覆盖绝大部分农业县市的较为健全的销售网络体系;且以传统优势市场为中心,向湖北、湖南、浙江等周边省份辐射，根据不同目标市场特性，针对性采取不同的销售策略。华东地区销售占营业收入比重高，一直稳定在 80%多。

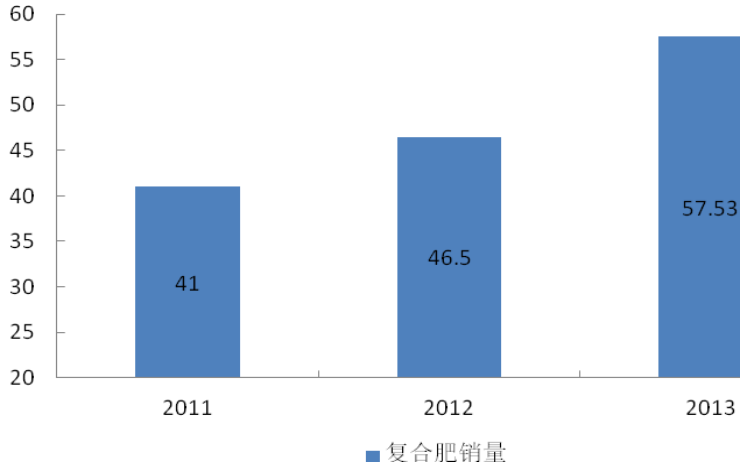
**图 24：2013 年分区域销售收入**




*资料来源：公司年报，中国银河证券研究部*

公司在渠道建设上取得了一定成效，在产能受限下，仍实现了销量稳步增长。下一阶段公司将加大渠道下沉，改变营销方式，积极探索、发展农资连锁经营。

**图 25：复合肥销售稳步增长**




*资料来源：公司年报，中国银河证券研究部*

司尔特是农业部认定的首批全国配方肥定点生产企业,并且与中国农业大学共同建立测土配方施肥试验室，在安徽和湖南两省建立测土配方施肥示范网络，选择地方科技及推广单位，以县乡村示范点、示范片建立为重点，应用测土配方施肥技术，真正做到土壤测试-配方设计-肥料生产-科学施用紧密结合。

公司通过测土配方，对土壤进行土壤取样分析，开发推广符合销区作物需求、适销对路的专用肥料，如在安徽市场重点推广水稻、棉花、竹笋、山核桃、烟草等专用肥料，江西市场重点销售水稻、茶叶、果树等专用肥料，河南、河北市场重点开发推广小麦等专用肥料。

通过多年的积累，**司尔特建立起了较为健全的测土配方施肥基础数据库和施肥指标体系**。据统计，公司累计测土面积共计 5500 余万亩，平均每亩节本增收 80—100 元，有效减少了土壤面源污染。**特别是随着土地流转和专业合作社的发展，该种模式将受益颇大**。

未来的战略上，测土配方将由试点向整建制推进，加快整建制推进到各村、乡镇、县、市、省。在安徽、湖南和江西等地在试验区根据试点情况与当地农业部门深入合作，加大投入，努力推进整建制实施测土配方施肥工程，逐步扩大家庭农场、种粮大户、专业合作社施用测土配方肥的比重。测土配方施肥产品的开发继续沿着缓释、专用、系列化方向，进一步完善缓释控释技术，对现有的产品进行升级换代，有效控制产品有效养分释放速率，提高肥料均衡释放效果。最终不断提升复合肥的市占率。

## 四、新增项目逐步释放

新增项目将陆续投放，确保公司业绩高速增长。（1）募投项目--70 万吨/年氨化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目已达产，新增复合肥产能 54 万吨；（2）4 万吨硫酸钾项目有望在 15 年 2 月份达产，公司自用 5000-6000 吨，其余外卖，当前与氯化钾价差约 1500 元/吨。（3）20 万吨磷酸一铵技改项目，当前公司单吨利润近 400 元。磷肥价格仍处于历史低位，我们看好磷肥的景气持续。（4）硫铁矿将于明年投产。

公司秉承一体化产业链建设，将加强对上游硫铁矿、磷矿等的整合力度。

公司于 2011 年受让宣城马尾山硫铁矿采矿权，并于 2012 年 2 月取得采矿许可证。2013 年 4 月 1 日，安徽省国土资源厅出具了《关于<安徽省宣城市宣州区马尾山硫铁矿床生产勘探地质报告>矿产资源储量评审备案证明》（皖矿储备[2013 ]031 号）。累计查明资源总矿石量 509.34 万吨，其中硫多金属矿石量 477.99 万吨（含硫元素量 692,073 吨、银金属量 40 吨、铅金属量 8,962 吨、锌金属量 42,116 吨、铜金属量 4,872 吨），高岭土矿石量 31.35 万吨。本次查明的银、铅、锌、铜的金属量也全部为新增资源。

硫铁矿项目的投产，一方面将实现硫铁矿的自给，更意想不到的是铅、锌、铜等金属品位超预期，有望实现较好盈利。

# 五、盈利预测与投资建议

全球磷肥供需形势好转，开工率有望持续上行至 85%；国内新增产能放缓，环保要求提升，限制中小产能供给，看好磷肥景气持续。明年公司将拥有磷酸一铵产能 70 万吨/年，每提价 100 元/吨，增厚业绩 0.2 元，价格弹性巨大。

在复合肥企业中，公司的特点在于上游资源的配套，在化工行业景气低点时，不利于优势发挥，一旦行业回暖，一体化的综合优势将相当明显。公司未来也将加大对上游资源的整合力度，特别明年投放的硫铁矿有望超预期兑现盈利。

复合肥销售方面，公司将大力加强渠道下沉建设，改进现有的营销模式和政策，以符合农资行业未来发展之需求。利用测土配方积累的数据信息、经验优势，向整建制推进，逐步扩大家庭农场、种粮大户、专业合作社施用测土配方肥的比重。该业务有比较大的改善空间。

磷复肥行业景气，新增项目逐步释放，公司盈利迎来拐点。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.51 元、0.95 元和 1.44 元，对应目前股价 PE 为 28.2x、15.1x 和 9.99x，年复合增速高达 68.0%，给予推荐评级。

**表 4：主营业务预测**

| | | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **氯基复合肥** | 收入(亿元) | 9.09 | 8.88 | 8.69 | 9.45 | 11.66 |
| | 成本（亿元） | 7.40 | 7.50 | 7.30 | 7.94 | 9.79 |
| | 毛利率 | 18.55% | 15.61% | 16.00% | 16.00% | 16.00% |
| **硫基复合肥** | 收入(亿元) | 3.13 | 3.98 | 4.07 | 4.54 | 5.75 |
| | 成本（亿元） | 2.48 | 3.13 | 3.22 | 3.54 | 4.49 |
| | 毛利率 | 20.79% | 21.50% | 21.00% | 22.00% | 22.00% |
| **磷酸一铵** | 收入(亿元) | 4.20 | 7.71 | 9.45 | 11.00 | 16.50 |
| | 成本（亿元） | 3.35 | 6.81 | 7.75 | 8.25 | 12.38 |
| | 毛利率 | 20.23% | 11.67% | 18.00% | 25.00% | 25.00% |
| **其他** | 收入(亿元) | 0.70 | 1.56 | 2.00 | 4.39 | 5.50 |
| | 成本（亿元） | 0.57 | 1.32 | 1.66 | 3.35 | 3.92 |
| | 毛利率 | 18.76% | 15.45% | 17.00% | 23.70% | 28.73% |
| **总计** | 收入(亿元) | 17.99 | 22.15 | 24.21 | 29.38 | 39.40 |
| | 成本（亿元） | 14.75 | 18.76 | 19.98 | 23.15 | 30.65 |
| | 毛利率 | 18.03% | 15.28% | 17.70% | 21.40% | 22.40% |

*资料来源：公司年报，中国银河证券研究部预测*

## 资产负债表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **1259** | **1511** | **1541** | **1756** | **2235** |
| 现金 | 161 | 185 | 300 | 300 | 300 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 111 | 219 | 239 | 290 | 389 |
| 应收款项 | 17 | 50 | 54 | 66 | 88 |
| 其它应收款 | 45 | 41 | 49 | 59 | 79 |
| 存货 | 390 | 395 | 400 | 463 | 613 |
| 其他 | 536 | 620 | 499 | 579 | 766 |
| **非流动资产** | **927** | **1165** | **1293** | **1349** | **1425** |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 204 | 914 | 963 | 967 | 980 |
| 无形资产 | 186 | 183 | 182 | 184 | 197 |
| 其他 | 538 | 69 | 148 | 198 | 248 |
| **资产总计** | **2186** | **2676** | **2834** | **3105** | **3661** |
| 流动负债 | 585 | 991 | 1025 | 1028 | 1171 |
| 短期借款 | 320 | 647 | 661 | 618 | 655 |
| 应付账款 | 128 | 125 | 140 | 162 | 215 |
| 预收账款 | 104 | 130 | 139 | 161 | 213 |
| 其他 | 34 | 89 | 85 | 87 | 89 |
| 长期负债 | 31 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 31 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| **负债合计** | **616** | **1024** | **1058** | **1061** | **1204** |
| 股本 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| 资本公积金 | 768 | 768 | 768 | 768 | 768 |
| 留存收益 | 0 | 517 | 666 | 943 | 1366 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司所有者权益** | **1570** | **1652** | **1730** | **2007** | **2430** |
| **负债及权益合计** | **2186** | **2676** | **2787** | **3068** | **3634** |

## 利润表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1855** | **2224** | **2428** | **2946** | **3950** |
| 营业成本 | 1516 | 1878 | 1998 | 2315 | 3065 |
| 营业税金及附加 | 2 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 营业费用 | 60 | 101 | 109 | 133 | 170 |
| 管理费用 | 71 | 108 | 119 | 144 | 190 |
| 财务费用 | 20 | 31 | 46 | 50 | 50 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 资产减值损失 | 1 | 2 | 2 | 0 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 185 | 102 | 151 | 301 | 471 |
| 营业外收入 | 17 | 30 | 28 | 30 | 30 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 202 | 132 | 178 | 330 | 500 |
| 所得税 | 31 | 20 | 27 | 50 | 75 |
| 净利润 | 171 | 112 | 151 | 281 | 425 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司净利润** | **171** | **112** | **151** | **281** | **425** |
| **EPS（元）** | **0.58** | **0.38** | **0.51** | **0.95** | **1.44** |

## 现金流量表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **94** | **16** | **419** | **276** | **208** |
| 净利润 | 171 | 112 | 151 | 281 | 425 |
| 折旧摊销 | 0 | 0 | 119 | 115 | 105 |
| 财务费用 | 0 | 0 | 46 | 50 | 50 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | 103 | (169) | (373) |
| 其它 | (77) | (95) | (0) | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **(388)** | **(259)** | **(270)** | **(180)** | **(192)** |
| 资本支出 | 0 | 0 | (270) | (180) | (192) |
| 其他投资 | (388) | (259) | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | **(12)** | **270** | **(34)** | **(96)** | **(16)** |
| 借款变动 | 0 | 0 | 15 | (43) | 37 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | (3) | (3) | (3) |
| 其他 | (12) | 270 | (46) | (50) | (50) |
| **现金净增加额** | **(307)** | **27** | **115** | **0** | **0** |

## 评级标准

**银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**裘孝锋、王强、胡昂，石化和化工行业证券分析师。**3 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司研究部**

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

北京地区：李笑裕 010- 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn