

拥抱互联网，进军农资电商

司尔特 (002538.SZ)

推荐 评级

投资要点:

1. 事件

司尔特发布 2014 年度报告，公司实现营业收入 23.78 亿元，同比增长 6.95%，归属于上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 29.09%，对应每股收益 0.49 元。同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），以公积金每 10 股转增 10 股。

公司预计 2015 年 1-3 月份盈利同比增长 40-70%。

公司拟非公开发行股份数量不超过 7500 万股（含 7500 万股），发行价格不低于 14.51 元/股，扣除发行费用后的募集资金净额不超过 102753 万元，用于两个项目建设，（1）年产 90 万吨新型复合肥项目；（2）司尔特“O2O”农资电商服务平台建设项目。

2. 我们的分析与判断

（一）、增发进军农资电商

公司拟投资 20569 万元建设“O2O”农资电商服务平台，具体包括：（1）搭建司尔特农资线上平台。（2）建设 10080 家村级农资电商线下服务站（15 年目标建设 4000 家）。

当前产业互联网时代已全面到来，各个传统行业都与互联网加速融合。农业方面，从农资销售、中介服务、土地流转到农业生产、农产品销售，整个农业产业链上都已经出现了互联网的身影，农业产业互联网时代已到来。

土地流转加速，农业经营主体发生变革，未来，合作社和家庭农场将逐渐崛起，成为农业经营的主体力量。

在此背景下，农资电商正在成为未来农资销售的重要渠道和平台，具有广阔的市场前景。公司率先投巨资进入农资电商领域，倾力打造“O2O”农资电商服务平台，结合自身在测土配方、肥料服务、田间管理方面的先天优势，有望在电商时代脱颖而出。

分析师

袁孝锋

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511050001

王强

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511080002

胡昂

✉: huang@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130512070003

市场数据

时间 2015-01-21

A 股收盘价(元)	16.36
A 股一年内最高价(元)	17.80
A 股一年内最低价(元)	8.19
上证指数	3324
市净率	2.80
总股本(亿股)	2.96
实际流通 A 股(亿股)	2.84
限售的流通 A 股(亿股)	0.12
流通 A 股市值(亿元)	46.43

(二)、磷肥景气，业绩弹性大

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 90 万吨/年，每提价 100 元/吨，增厚业绩 0.26 元，价格弹性巨大。

(三)、经营迎拐点

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 15 年年中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。

3. 投资建议

传统业务上，磷复肥行业景气，新增项目逐步释放，公司盈利将迎来爆发。未来公司将加强线上和线下相结合的销售模式，分享农资领域这一巨大的市场空间。考虑到磷肥的良好盈利、硫铁矿中锌、铜品位的超预期以及复合肥的销量快速增长，上调 15-16 年 EPS 分别至 1.35 元（原为 0.95 元）、1.89 元（原为 1.44 元），对应当前股价 PE12.1x、8.7x。继续推荐。

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	2378	3149	3855
营业成本	1516	1878	1967	2393	2872
营业税金及附加	2	2	2	3	4
营业费用	60	101	103	132	162
管理费用	71	108	116	145	177
财务费用	20	31	45	46	43

资产减值损失	1	2	(1)	0	0
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	148	429	597
营业外收入	17	30	22	42	60
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	202	132	170	471	657
所得税	31	20	26	71	99
净利润	171	112	144	401	558
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	171	112	144	401	558
EPS (元)	0.58	0.38	0.49	1.35	1.89

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，石油化工行业证券分析师。本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接受任何形式的补偿。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

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

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

公司网址：www.chinastock.com.cn