

司尔特(002538.SZ)

产能扩张破解营收瓶颈,

整合大数据弄潮农业互联网

评级: **买入**

前次:

目标价(元):

28.7-30.17

分析师

分析师

张俊宇

陈奇

S0740511120002

s0740514070005

021-20315191

021-20315189

zhangjy@r.qlzq.com.cn

chenqi@r.qlzq.com.cn

2015年7月15日

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 592.00 |
| 流通股本(百万股) | 592.00 |
| 市价(元) | 16.04 |
| 市值(百万元) | 9495.68 |
| 流通市值(百万元) | 9495.68 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2,223.8 | 2,378.3 | 2,972.5 | 3,888.1 | 4,864.9 |
| 营业收入增速 | 19.89% | 6.95% | 24.98% | 30.80% | 25.12% |
| 净利润增长率 | -34.61% | 29.09% | 90.73% | 40.19% | 25.48% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.38 | 0.49 | 0.46 | 0.65 | 0.82 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 25.70 | 31.33 | 34.56 | 24.65 | 19.64 |
| PEG | — | 1.08 | 0.38 | 0.61 | 0.77 |
| 每股净资产(元) | 5.58 | 5.97 | 3.35 | 4.00 | 4.82 |
| 每股现金流量 | 0.05 | 0.11 | 0.36 | 0.31 | 0.43 |
| 净资产收益率 | 6.75% | 8.15% | 13.86% | 16.27% | 16.96% |
| 市净率 | 1.74 | 2.55 | 4.79 | 4.01 | 3.33 |
| 总股本(百万股) | 296.00 | 296.00 | 592.00 | 592.00 | 592.00 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 司尔特是集磷矿/硫矿-磷酸/硫酸-磷酸一铵-复合肥产业链一体化的化肥企业, 拥有磷矿和硫铁矿资源, 在磷酸一铵和复合肥领域有多年的产销经验, 由于产业链一体化运营, 其利润率较为稳定, 在单质肥行业回暖、价格上升的期间其成本优势将得到较好体现。
- 在业绩上升期和互联网浪潮推动下, 公司积极参与互联网转型。今年1月发布增发预案, 将募投2.06亿元建设“O2O”农资电商服务平台: 拟以农资信息云为架构, 以测土配方施肥研究基地的大数据为支撑, 通过软硬件购置、集成及系统开发, 搭建以测土配方施肥为特色的司尔特农资电商线上平台, 提供农资展示交易、测土施肥决策支持等个性化、主动式服务; 并在重点产粮大省, 依托现有司尔特物流与经销网络, 整合土肥、植保、农技推广等基层服务机构的优势资源, 通过添置测土配肥仪器、信息化设备、电子显示屏等, 重点建设10080家村级农资电商线下服务站。通过线下体验和口碑营销促进线上销售、服务水平。
- 公司的互联网转型模式优势在于拥有全国的土壤、气候以及作物的大数据。“O2O”农资电商服务平台所销售的复合肥主要为测土配方肥, 目前公司的“中国测土配方研究中心”将在今年完工, 数据来自中国农业大学的科研数据, 从全国采集的土壤、天气数据将在这里汇总; 公司在手握测土大数据的基础上, 将对建立O2O农化服务形成非常有利的优势, 将大大降低技术服务人员的投入。
- 在现有产能利用率维持高位的时期募投新的复合肥产能, 目标是破解营收瓶颈, 以靓丽业绩铺垫发展久途。公司现有磷酸一铵产能55万吨, 产能利用率超过100%, 而复合肥2014年产能利用率也达到了70.5%; 公司募投8.2亿元用于在安徽省与河南省邻近的亳州市建设年产90万吨新型复合肥项目, 利用其便利的交通运输条件和积累的市场优势, 逐步扩大司尔特在周边省份的市场占有率。目前公司产能主

请务必阅读正文之后的重要声明部分

要集中在安徽省，销售区域逐步延伸，未来开拓空白区域刚刚开始，是支撑业绩增长的主要看点。

- 目前复合肥行业龙头积极参与互联网转型，正在从红海竞争转向集中度上升、服务为先的农资平台发展时期，随着品牌深入种植户，行业马太效应正在发挥作用，龙头企业通过转型扩大市场份额，实现全行业良性发展可期。目前涉足电商的复合肥企业平均 PE 达到 42 倍。随着司尔特产能扩张、电商落地，有望由估值低谷向上，由于公司近两年的高成长预期，我们按照 $PEG=1.05$ ，给予 $44X2016PE$ ，综合 DCF 绝对估值法后给予公司目标价 28.7-30.17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

内容目录

| | |
|---|--------|
| 农资电商进入播种期，借力大数据弄潮互联网 | - 4 - |
| 专注精确施肥成就测土配方专家，走精简农资电商服务之路 | - 4 - |
| 农资大平台大有可为，农业变革从此始 | - 5 - |
| 产能扩张破解营收瓶颈，靓丽业绩铺垫发展久途 | - 5 - |
| 产能瓶颈矛盾突出，募投新产能打下营收上升基础 | - 5 - |
| 产业链一体化进程持续推进，成本优势还将凸显 | - 6 - |
| 磷酸一铵景气回升带来靓丽业绩预期，为转型久途提供财力支持和业绩保护 | - 8 - |
| 受益于产业集中度提升，复合肥龙头还有可为 | - 10 - |
| 盈利预测与投资建议 | - 11 - |
| 盈利假设前提 | - 11 - |
| 盈利预测结果 | - 12 - |
| 相对估值结果 | - 12 - |
| DCF 绝对估值结果 | - 12 - |
| 投资建议：目标价元 28.7-30.17 元，“买入”评级 | - 13 - |
| 风险提示 | - 13 - |

图表目录

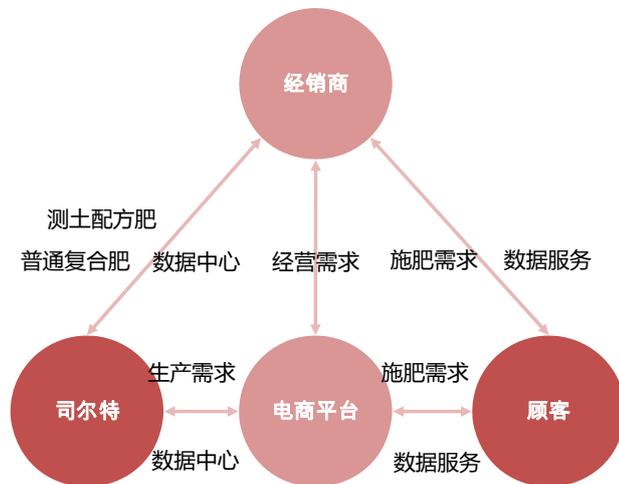
| | |
|-----------------------------------|--------|
| 图表 1: 司尔特电商模式 | - 4 - |
| 图表 2: 复合肥农资平台模式初比较 | - 5 - |
| 图表 3: 司尔特产能及产能利用率情况 | - 6 - |
| 图表 4: 亳州项目辐射种植大省 | - 6 - |
| 图表 5: 司尔特产业链一体化 | - 7 - |
| 图表 6: 复合肥企业毛利率变动情况 | - 7 - |
| 图表 7: 复合肥企业净利率变动情况 | - 7 - |
| 图表 8: 2014 年磷酸一铵产能前十 | - 8 - |
| 图表 9: 磷酸一铵价格回升企稳 | - 8 - |
| 图表 10: 磷酸一铵的消费量与出口量 | - 9 - |
| 图表 11: 磷酸一铵自给率与价格的变动关系 | - 9 - |
| 图表 12: 我国化肥用量及复合化率 | - 10 - |
| 图表 13: 2014 年复合肥销量占比 50%集中度 | - 11 - |
| 图表 14: 司尔特费用和营业税金及附加假设 | - 12 - |
| 图表 15: 复合肥上市公司估值一览 | - 12 - |
| 图表 16: 司尔特 DCF 估值结果 | - 13 - |
| 图表 17: 司尔特三张报表 | - 14 - |
| 图表 18: 司尔特主营业务收入预测表 | - 15 - |

农资电商进入播种期，借力大数据弄潮互联网

专注精确施肥成就测土配方专家，走精简农资电商服务之路

- 目前司尔特的“中国测土配方研究中心”将在今年完工，数据来自中国农业大学的科研数据，从全国采集的土壤、天气数据将在这里汇总；公司在手握测土大数据的基础上，将对建立 O2O 农化服务形成非常有利的优势，可以不需要大量的技术人员，只要有数据中心，农民甚至可以在自己在终端平台上对标（地域+作物）自己需要的肥料搭配，有效减少成本。
- 公司今年 1 月发布增发预案，将募投 2.06 亿元建设“O2O”农资电商服务平台。具体建设规模及内容为：
 - 搭建线上平台：以农资信息云为架构，以测土配方施肥研究基地的大数据为支撑，通过软硬件购置、集成及系统开发，搭建以测土配方施肥为特色的司尔特农资电商线上平台，提供农资展示交易、测土施肥决策支持等个性化、主动式服务。
 - 建设线下服务站：在安徽、江西、河南、山东、江苏等重点产粮大省，依托现有司尔特物流与经销网络，整合土肥、植保、农技推广等基层服务机构的优势资源，通过添置测土配肥仪器、信息化设备、电子显示屏等，借鉴连锁经营模式，统一产品配送、统一品牌标识、统一经营方针、统一服务规范、统一价格体系，重点建设 10080 家村级农资电商线下服务站。通过线下体验和口碑营销促进线上销售、服务水平。
- “O2O”农资电商服务平台所销售的复合肥主要为测土配方肥，产品具备定制化的特征，与经销商原先销售的标准化产品存在一定的差异，故采用与定制化生产更为匹配的电商模式进行销售，产品内容、产品价格、产品包装等与标准化产品有所区别。原有的经销商销售的产品基本上为标准化产品，在网点改造后，其原有标准化产品的销售价格及销售方式依然保持不变，测土配方肥的销售主要依赖于电商服务平台及改造后的线下服务网点。电商销售方式与传统销售方式不产生直接冲突，相互融合。

图表 1：司尔特电商模式



来源：齐鲁证券研究所

农资大平台大有可为，农业变革从此始

- 复合肥行业更贴合下游消费群体，故而互联网改造的空间较大，营销路线也更体现了多样化、差异化。目前复合肥行业的主要企业如金正大、史丹利、新都化工、芭田股份等等都已经提出了各自的转型规划，并不断落地推进，农资电商化已达成共识。
- 与其他已经规划或已落地实施的农资电商平台不同，公司的电商平台设计更显精简。在线下服务已然成为抓取客户的重要渠道建设方向的当下，公司认为庞大的农技服务队伍并不是成功农资电商的必要条件。而带给公司这一自信的来源，是核心数据的获取和整合能力。事实上，我们看到，农资企业基于各自的专业/资源优势，选择了不同的商业模式，而司尔特的优势，正是在于其测土配方的专业优势。从这一点出发，获取了中国农业大学覆盖农业大省的土壤、气候大数据，测土配方的专业优势得到了如虎添翼的发展机遇。

图表 2: 复合肥农资平台模式初比较

| | 司尔特 | 芭田股份 | 金正大 | 史丹利 | 新都化工 | |
|------------------|---|-----------------------------|----------------------------------|---------------------------|--|-----------------------------------|
| 行业内比较优势 | 产业链一体化、测土配方技术 | 高端复合肥、产业链一体化 | 渠道优势突出、产品系列完善 | 品牌营销强、财务状况优 | 产品多样化 | |
| 农资平台模式相同点 | 均规划通过设立电商平台、农技服务支持、农业及经营大数据分析、金融服务打造农资综合服务商 | | | | | |
| 农资平台模式特点 | 触网切入点 | 建立测土配方数据中心 | 并购金禾天成布局农业大数据 | 募投线下服务中心建设 | 设立农资小贷公司 | 建立电商平台 |
| | 中长期目标 | 农资一体化平台 | 全产业链种植 | 农产品生产销售一体化 | 农资服务生态圈 | 农村一条龙O2O服务产业链 |
| | 进度状况 | 农业大数据中心即将建成；农技服务支持将通过募投项目开展 | 农业大数据通过并购已完成布局；产品线整合通过并购无人机进一步深入 | 农技服务中心建设已开始；已实现复合肥产品线完善配置 | 金融服务小贷公司已经开始运作；线下客户通过入股经销商、种植户形式正在快速覆盖 | 供应农村生产及生活产品类别的整合；“哈哈农庄”电商平台已经上线运营 |

来源：齐鲁证券研究所

产能扩张破解营收瓶颈，靓丽业绩铺垫发展久途

产能瓶颈矛盾突出，募投新产能打下营收上升基础

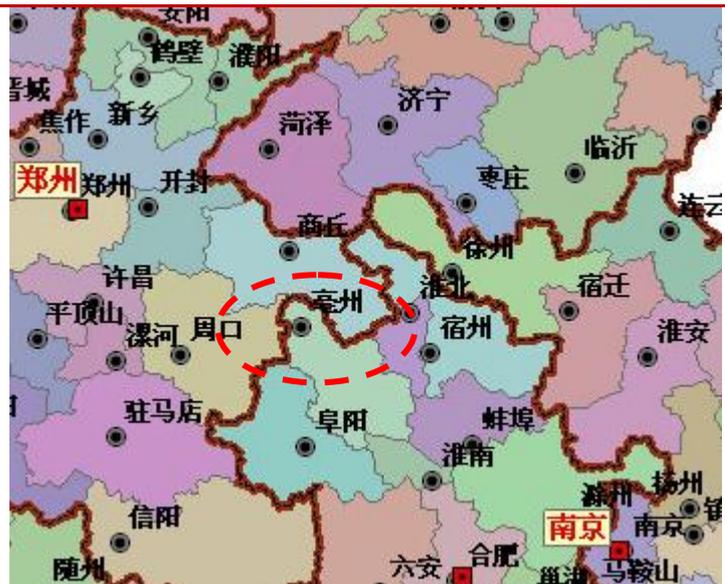
- 目前，司尔特拥有磷酸一铵产能 55 万吨，产能利用率超过 100%，而复合肥 2014 年产能利用率也达到了 70.5%；这在整个复合肥行业产能严重过剩的背景之下，公司的产能储备明显不足，破解产能瓶颈成为了公司实现业绩增长的首要任务。

图表 3: 司尔特产能及产能利用率情况

| 产能 (万吨) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2014年产能利用率 |
|---------|------|------|------|-------|-------|-------|------------|
| 磷酸一铵 | 30 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 115.31% |
| 硫铁矿 | | | | 38 | 38 | 38 | |
| 硫酸 | 45 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | |
| 硫酸钾 | | | | 4 | 4 | 4 | 100.00% |
| 氨基复合肥 | 43 | 72 | 72 | 72 | 88 | 108 | |
| 硫基复合肥 | 10 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | |
| 硝基复合肥 | | | | | | 60 | |
| 水溶肥 | | | | | | 10 | |
| 复合肥产能小计 | 53 | 92 | 92 | 92 | 108 | 198 | 70.50% |

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- 公司募投 8.2 亿元用于在安徽省与河南省邻近的亳州市建设年产 90 万吨新型复合肥项目，利用其便利的交通运输条件和积累的市场优势，逐步扩大司尔特在周边省份的市场占有率。目前公司产能主要集中在安徽省，销售区域逐步延伸，未来开拓空白区域刚刚开始，是支撑业绩增长的主要看点。

图表 4: 亳州项目辐射种植大省


来源: 齐鲁证券研究所

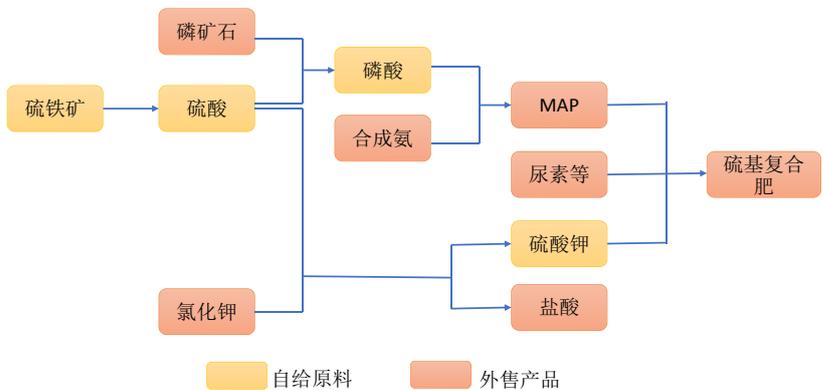
产业链一体化进程持续推进，成本优势还将凸显

- 公司拥有从硫铁矿制酸到最终产品磷复肥较为完整的一体化产业链，从而使得中间产品（磷酸等）可直接用于下一环节生产，简化了工艺流程，节约了生产成本；一体化经营还可以形成循环利用的生产模式，从而实现废水、废气、废渣等废弃物的循环利用，有利于公司提高效率，再次降低成本。从上市公司的综合毛利率来看，公司的综合毛利率处在行业较高的水平，而且历年的波动性小于其他公司。
- 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，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》。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。硫铁矿项目的投产，一方面将实现硫铁矿的自给，而且铅、锌、铜等金属品位超预期，项目盈利预期较好。

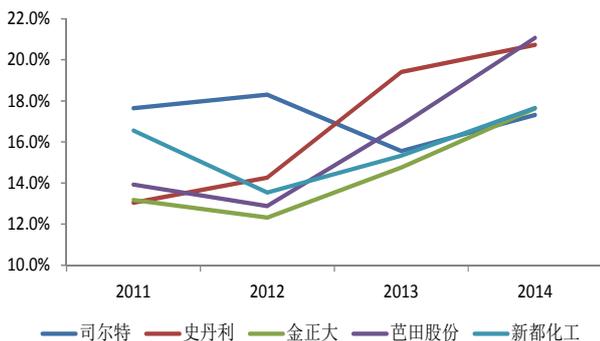
- 公司还于 4 月与贵州路发及其股东梁红革、梁绍荣、梁迪峰签署《增资入股框架协议》，公司拟以现金向贵州路发增资，增资后本公司占贵州路发 20% 的股权。贵州路发目前经营状况良好，系本公司最大的磷矿石供应商，地处贵州省开阳县，拥有一定储量的高品位优质的磷矿石资源并配套建设了硫酸、磷酸一铵、磷酸二铵及其他产品的磷化工一体化项目，并拥有年装卸能力约 300 万吨的铁路专用线。

图表 5: 司尔特产业链一体化



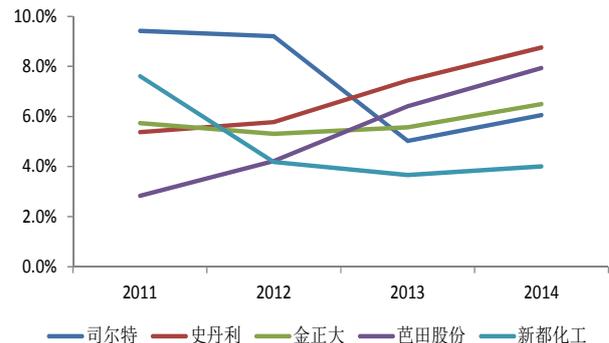
来源：齐鲁证券研究所

图表 6: 复合肥企业毛利率变动情况



来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 7: 复合肥企业净利率变动情况



来源：wind，齐鲁证券研究所

- 在复合肥企业中，公司的特点在于上游资源的配套，在上游景气低点时，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。磷酸一铵的行业集中度比复合肥较高，集中度提升带来对下游议价能力的提升。随着磷肥景气度的回暖，价格上升或将挤压下游复合肥的利润空间。

相较之下，司尔特的上下游一体产业链布局将有利于公司继续保持较高的利润水平。

图表 8: 2014 年磷酸一铵产能前十

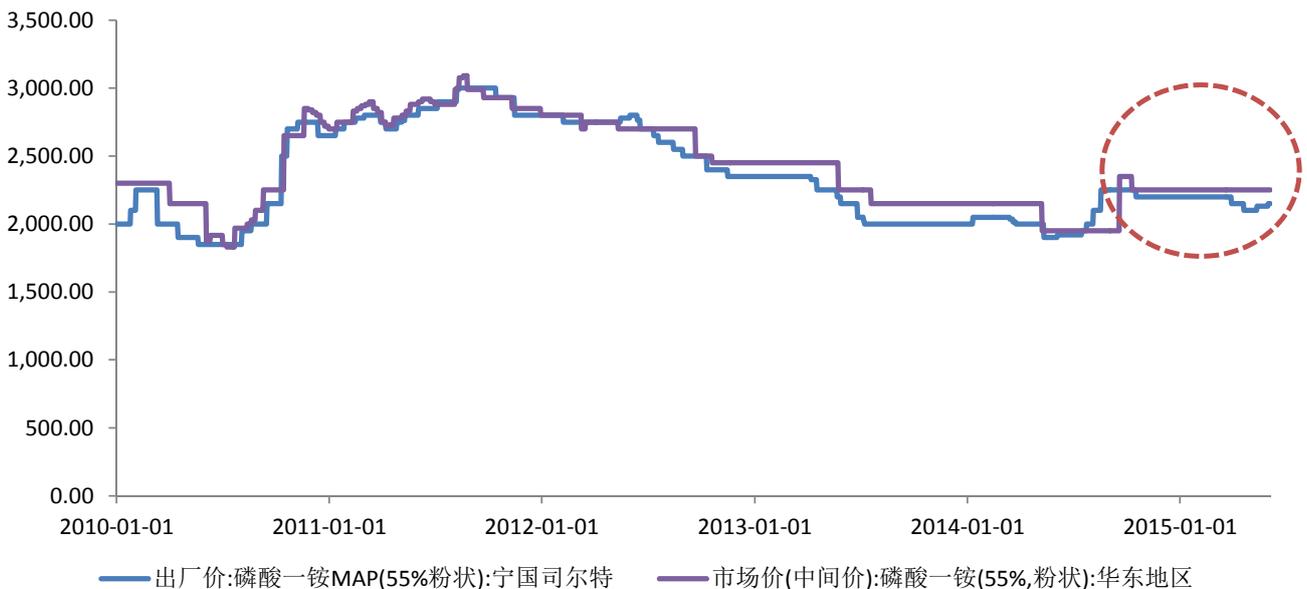
| 磷酸一铵总产能(万吨) | 1772 |
|-------------|------|
| 湖北新洋丰 | 200 |
| 云天化 | 120 |
| 四川龙蟒 | 100 |
| 湖北祥云 | 100 |
| 贵州瓮福 | 80 |
| 贵州凯里 | 80 |
| 重庆涪陵 | 70 |
| 湖北天舜化工 | 60 |
| 湖北鄂中 | 60 |
| 安徽司尔特 | 55 |
| 前十合计 | 870 |
| 占比 | 49% |

来源：中商情报网，齐鲁证券研究所

磷酸一铵景气回升带来靓丽业绩预期，为转型久途提供财力支持和业绩保护

- 2014 年 5 月磷酸一铵开始走出价格低谷，经历了 3 个月的快速上升期；自去年 8 月至今则进入平台期，价格基本稳定在 2200 元/吨左右。司尔特的磷酸一铵（55%，粉状）价格相较于市场中间价还要略低。

图表 9: 磷酸一铵价格回升企稳

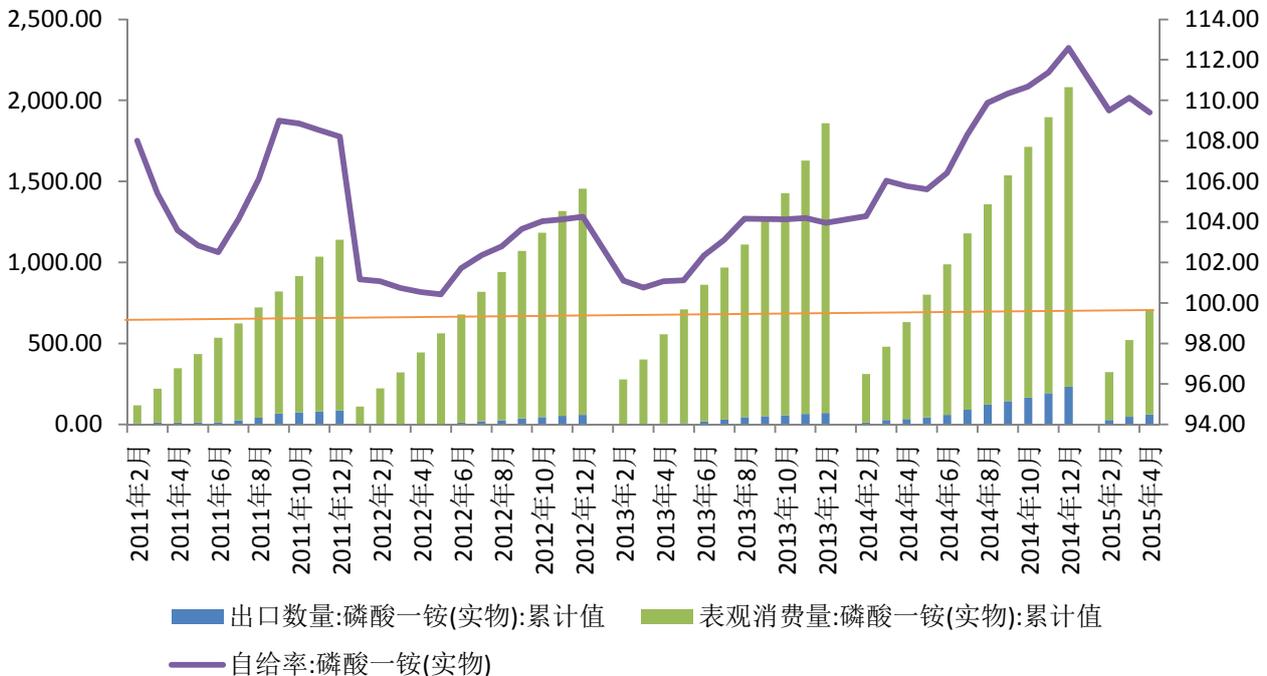


来源：隆众化工，齐鲁证券研究所

- 国内单质肥行业经过几年扩张期正处于产能过剩、行业集中度提升的阶段。由于国内单质肥的需求处于平台期，化肥需求增长的空间主要在出

口磷肥的增加上。2014 年磷酸一铵的出口总量为 232.54 万吨，比 2013 年的出口量增加了 228%。随着出口量的增加，磷酸一铵的自给率有所回落。

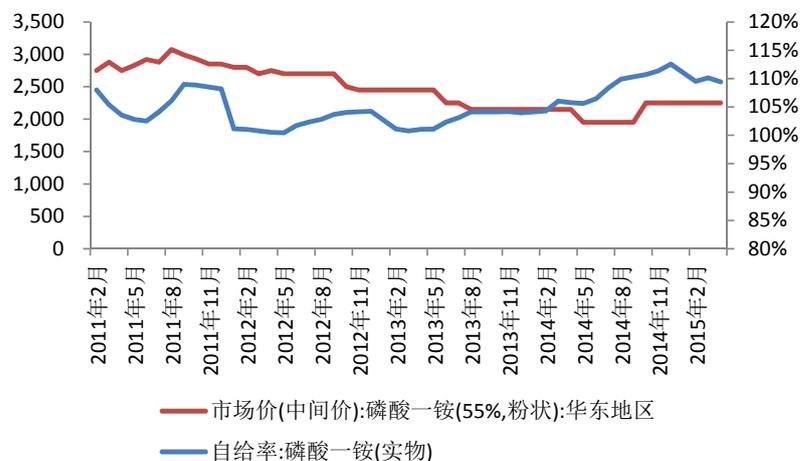
图表 10: 磷酸一铵的消费量与出口量



来源: wind, 齐鲁证券研究所

- 从磷酸一铵的自给率与市场中间价格的变动趋势来看，二者呈现出负相关的变动趋势。如果未来两年通过对外贸易能够持续消耗国内过剩的磷肥产能，将磷酸一铵自给率降低至 105%甚至更低，则市场价格将有望实现较大幅度的上升。

图表 11: 磷酸一铵自给率与价格的变动关系



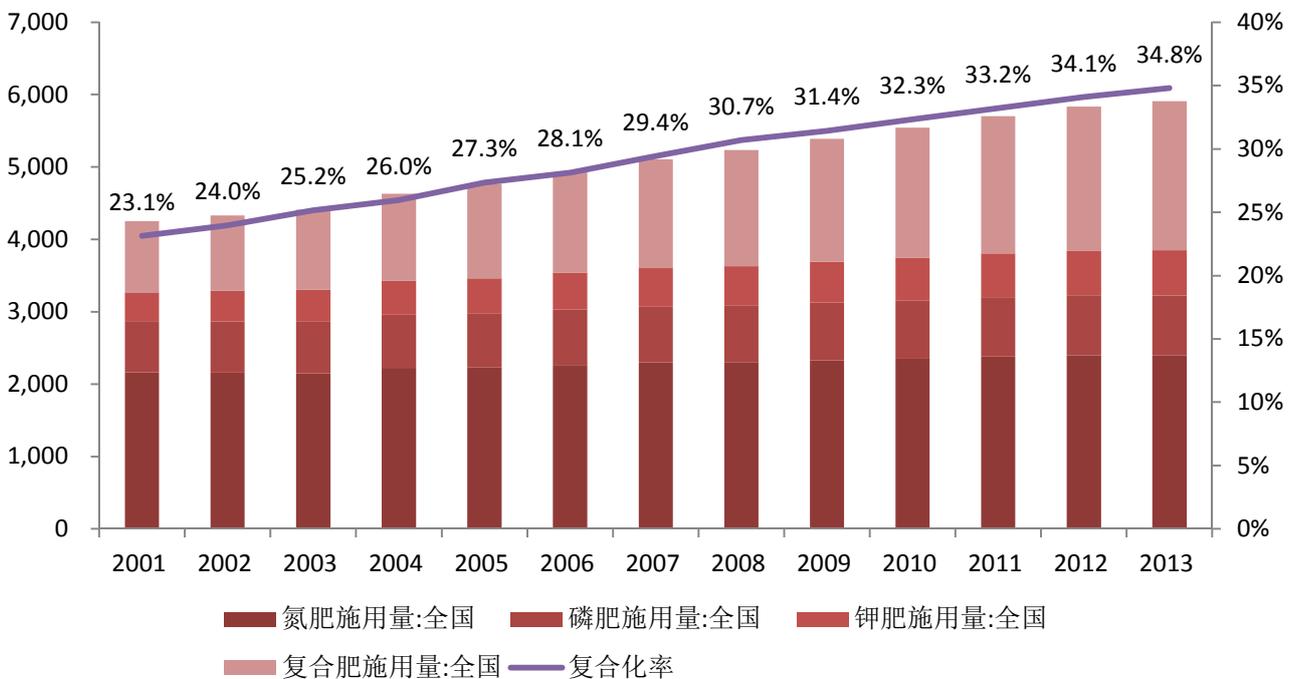
来源: wind, 齐鲁证券研究所

- 一定程度上受益于磷酸一铵的景气度回升，公司今年一季度净利润同比大幅增加 43.67%，半年业绩预测增长区间 40%-70%，表明了公司今年良好的业绩展望和信心。

受益于产业集中度提升，复合肥龙头还有可为

- **全行业产能过剩，政策指向零增长。**2013 年全国复合肥施用量约 2057 万吨（折纯），而全国化肥的施用量约 5911 万吨（折纯），复合化率为 34.8%，仍显著低于世界平均水平（40%）和发达国家水平（80%），复合化率仍有很大提升空间。以 2014 年 5912 万吨的化肥使用量和未来五年达到 50%的复合化率计算，复合肥的市场空间保守估计可达 2956 万吨（折纯），以目前市场主流的 45%硫基和 45%氯基复合肥均价的算术平均值 2400 元/吨计算，复合肥拥有 1576 亿市场空间。

图表 12：我国化肥用量及复合化率



来源：WIND、齐鲁证券研究所

- 然而，复合肥行业在前期大规模盲目扩张之后，面临着惊人的产能过剩。据估计目前国内有复合肥产能约 2 亿吨（实物量），折纯量约为 9000 万吨，过剩产能高达 2 倍之多。在复合肥需求增速趋于缓和，增量主要来源于化肥使用习惯和结构调整的背景下，全行业整体开工率偏低，竞争过度。
- 在产能过剩的同时，2014 年年底，农业部提出 2020 年我国要实现化肥、农药用量零增长目标，对于农资行业来说无疑是一个新挑战。中央一号文件提出要加强农业生态治理，实现农业可持续发展，同时要求加强农业面源污染治理，深入开展测土配方施肥，大力推广生物有机肥；农业部审议并原则通过《化肥使用量零增长行动方案》；农业部还下发《2015 年种植业工作要点》，提出要实行化肥、农药减量控害节本增效，推进测

土配方施肥, 推广新肥料新技术, 有效利用有机肥资源。政策次次强调“零增长”, 指明了化肥行业停止盲目扩张、调整结构的未来方向。

- **龙头企业凭借渠道、品牌、产品优势扩大占比。**随着农民科学施肥、品牌意识的提升, 加上复合肥龙头企业开始在全国布局, 销售渠道下沉, 持续深度分销, 未来小企业的市场份额将不断被蚕食。目前行业已经进入比拼产品创新能力、品牌、渠道、服务、资金规模和产能规模等综合实力的阶段。产能过剩带来的激烈竞争使得具备竞争优势的复合肥企业迅速开启抢占市场份额的征程, 行业集中度逐年上升。
- 我们中性估计 2014 年复合化率约为 37%, 则全国复合肥使用量为 2187 万吨(折纯), 按照目前销量前五的复合肥龙头企业看, CR5 还不到 30%, CR15 约为 50%; 行业集中度还有上升空间。

图表 13: 2014 年复合肥销量占比 50%集中度

| 排名 | 厂家 | 销量(万吨) | 市场份额 |
|----|---------|--------|-------|
| 1 | 金正大 | 467 | 9.6% |
| 2 | 新洋丰 | 287 | 5.9% |
| 3 | 中化化肥 | 208 | 4.3% |
| 4 | 史丹利 | 204 | 4.2% |
| 5 | 施可丰 | 188 | 3.9% |
| 6 | 江苏中东 | 175 | 3.1% |
| 7 | 新都化工 | 145 | 3.0% |
| 8 | 鲁西化工 | 141 | 2.9% |
| 9 | 江西开门子 | 138 | 2.8% |
| 10 | 湖北鄂中 | 116 | 2.4% |
| 11 | 司尔特 | 110 | 2.3% |
| 12 | 中盐安徽红四方 | 102 | 2.1% |
| 13 | 山东春雨 | 97 | 2.0% |
| 14 | 芭田股份 | 85 | 1.7% |
| 小计 | | 2463 | 50.2% |

来源: 公司公告、磷复肥工业协会、齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 公司主要业务的销量、价格、毛利率预测详见销售收入预测表;
- 公司各年度期间费用预测如下;

图表 14: 司尔特费用和营业税金及附加假设

| 会计年度截止日: 12/31 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 人民币百万元 | | | | | | | |
| 营业税金及附加 | 1.80 | 1.72 | 1.91 | 2.10 | 2.62 | 3.43 | 4.29 |
| 占营业收入比重 | 0.10% | 0.09% | 0.09% | 0.09% | 0.09% | 0.09% | 0.09% |
| 销售费用 | 63.43 | 60.47 | 101.13 | 102.56 | 128.18 | 167.66 | 209.78 |
| 占营业收入比重 | 3.69% | 3.26% | 4.55% | 4.31% | 4.31% | 4.31% | 4.31% |
| 管理费用 | 61.75 | 71.43 | 108.31 | 115.92 | 127.82 | 167.19 | 209.19 |
| 占营业收入比重 | 3.59% | 3.85% | 4.87% | 4.87% | 4.30% | 4.30% | 4.30% |
| 财务费用 | -7.57 | 20.16 | 30.84 | 44.66 | 35.18 | 38.72 | 38.57 |
| 占营业收入比重 | -0.44% | 1.09% | 1.39% | 1.88% | 1.18% | 1.00% | 0.79% |

来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

盈利预测结果

- 我们预计司尔特 2015-2017 年分别实现销售收入 6.10 亿元、8.23 亿元和 10.27 亿元, 同比增长 24.98%、30.80%和 25.12%, 实现归属于母公司净利润 2.75 亿元、3.85 亿元和 4.83 亿元, 同比增长 90.7%、40.2%和 25.5%, 年均复合增速 49.7%, 2015-2017 年对应 EPS 分别为 0.46、0.65 和 0.82 元。

相对估值结果

- 目前复合肥行业龙头积极参与互联网转型, 正在从红海竞争转向集中度上升、服务为先的农资平台发展时期, 随着品牌深入种植户, 行业马太效应正在发挥作用, 龙头企业通过转型扩大市场份额, 实现全行业良性发展可期。目前涉足电商的复合肥企业平均 PE 达到 42 倍。随着司尔特产能扩张、电商落地, 有望由估值低谷向上。由于公司近两年的高成长预期, 我们按照 PEG=1.05, 给予 44X2016PE, 目标价 28.7 元。

图表 15: 复合肥上市公司估值一览

| 所属行业 | 代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|------|-----------|-------|------------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | | 2014A | 2015E | 2016E | 2014A | 2015E | 2016E |
| 复合肥 | 002588.sz | 史丹利 | 33.59 | 195.61 | 0.87 | 1.08 | 1.41 | 38.83 | 31.10 | 23.82 |
| 复合肥 | 002470.sz | 金正大 | 24.09 | 376.49 | 1.11 | 1.40 | 1.82 | 21.70 | 17.21 | 13.24 |
| 复合肥 | 002170.sz | 芭田股份 | 26.12 | 222.43 | 0.22 | 0.36 | 0.52 | 119.49 | 72.56 | 50.23 |
| 复合肥 | 002539.sz | 新都化工 | 39.21 | 129.80 | 0.34 | 0.61 | 0.97 | 115.32 | 64.05 | 40.22 |
| 复合肥 | 000902.sz | 新洋丰 | 28.17 | 183.24 | 1.09 | 1.15 | 1.44 | 25.84 | 24.50 | 19.59 |
| | | 平均 PE | | | | | | 64.24 | 41.88 | 29.42 |
| 复合肥 | 002538.sz | 司尔特 | 16.04 | 94.96 | 0.49 | 0.51 | 0.70 | 32.73 | 31.20 | 23.05 |

来源: 齐鲁证券研究所

DCF 绝对估值结果

- 我们假设条件如下: 行业 Beta 为 0.90, 无风险利率 R 为 3.7%, 风险溢价为 5%, 资产贴现率为 8.00%, DCF 估值水平为 30.17 元。

图表 16: 司尔特 DCF 估值结果
III、DCF 估值 (FCFE 贴现)

| | | | |
|--------|--------------|--------|-------------|
| 每股价值 | 30.17 | TV 增长率 | 1.0% |
| 隐含 P/E | 65.00 | Ke | 3.70% |
| 企业值 | 8,930.65 | 债务 | 837.67 |
| | | 投资 | 350.01 |
| 股票价值 | 8,930.65 | 少数股东权益 | 0.00 |

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源: 齐鲁证券研究所

投资建议: 目标价元 28.7-30.17 元, “买入” 评级

- 结合公司相对估值与绝对估值水平, 给予公司目标价 28.7-30.17 元, 首次覆盖给予 “买入” 评级。

风险提示

- 互联网转型战略推行前期投入资金量大但成效显现需要时日, 短期收益可能不达预期;
- 磷酸一铵价格和出口需求低于预期, 导致收入增速不达预期的风险。

图表 17: 司尔特三张报表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业总收入 | 1,855 | 2,224 | 2,378 | 2,973 | 3,888 | 4,865 | 货币资金 | 161 | 185 | 350 | 892 | 1,166 | 1,459 |
| 增长率 | 7.86% | 19.9% | 6.9% | 25.0% | 30.8% | 25.1% | 应收账款 | 173 | 310 | 314 | 416 | 544 | 680 |
| 营业成本 | -1,516 | -1,878 | -1,967 | -2,363 | -3,065 | -3,838 | 存货 | 390 | 395 | 768 | 699 | 906 | 1,135 |
| % 销售收入 | 81.7% | 84.4% | 82.7% | 79.5% | 78.8% | 78.9% | 其他流动资产 | 536 | 594 | 691 | 821 | 1,053 | 1,308 |
| 毛利 | 339 | 346 | 412 | 610 | 823 | 1,027 | 流动资产 | 1,259 | 1,484 | 2,124 | 2,827 | 3,669 | 4,582 |
| % 销售收入 | 18.3% | 15.6% | 17.3% | 20.5% | 21.2% | 21.1% | % 总资产 | 57.6% | 55.5% | 62.8% | 69.9% | 75.8% | 81.1% |
| 营业税金及附加 | -2 | -2 | -2 | -3 | -3 | -4 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 固定资产 | 736 | 976 | 976 | 941 | 902 | 802 |
| 营业费用 | -60 | -101 | -103 | -128 | -168 | -210 | % 总资产 | 33.7% | 36.5% | 28.9% | 23.3% | 18.6% | 14.2% |
| % 销售收入 | 3.3% | 4.5% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 无形资产 | 188 | 184 | 181 | 177 | 174 | 171 |
| 管理费用 | -71 | -108 | -116 | -128 | -167 | -209 | 非流动资产 | 927 | 1,192 | 1,256 | 1,216 | 1,174 | 1,071 |
| % 销售收入 | 3.9% | 4.9% | 4.9% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | % 总资产 | 42.4% | 44.5% | 37.2% | 30.1% | 24.2% | 18.9% |
| 息税前利润 (EBIT) | 206 | 135 | 191 | 351 | 485 | 604 | 资产总计 | 2,186 | 2,676 | 3,379 | 4,044 | 4,843 | 5,653 |
| % 销售收入 | 11.1% | 6.1% | 8.0% | 11.8% | 12.5% | 12.4% | 短期借款 | 320 | 647 | 540 | 963 | 1,227 | 1,325 |
| 财务费用 | -20 | -31 | -45 | -35 | -39 | -39 | 应付款项 | 265 | 318 | 701 | 661 | 861 | 1,077 |
| % 销售收入 | 1.1% | 1.4% | 1.9% | 1.2% | 1.0% | 0.8% | 其他流动负债 | 0 | 27 | 33 | 98 | 49 | 61 |
| 资产减值损失 | -1 | -2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 585 | 991 | 1,273 | 1,722 | 2,137 | 2,463 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 31 | 33 | 339 | 339 | 339 | 339 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 616 | 1,024 | 1,613 | 2,061 | 2,476 | 2,802 |
| 营业利润 | 185 | 102 | 148 | 316 | 446 | 565 | 普通股股东权益 | 1,570 | 1,652 | 1,767 | 1,982 | 2,368 | 2,851 |
| 营业利润率 | 10.0% | 4.6% | 6.2% | 10.6% | 11.5% | 11.6% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 17 | 30 | 22 | 8 | 8 | 5 | 负债股东权益合计 | 2,186 | 2,676 | 3,379 | 4,044 | 4,843 | 5,653 |
| 税前利润 | 202 | 132 | 170 | 324 | 454 | 570 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 10.9% | 5.9% | 7.1% | 10.9% | 11.7% | 11.7% | 每股指标 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -31 | -20 | -26 | -49 | -69 | -87 | 每股收益 (元) | 0.577 | 0.377 | 0.487 | 0.464 | 0.651 | 0.817 |
| 所得税率 | 15.5% | 15.1% | 15.2% | 15.2% | 15.2% | 15.2% | 每股净资产 (元) | 5.305 | 5.582 | 5.969 | 3.349 | 3.999 | 4.816 |
| 净利润 | 171 | 112 | 144 | 275 | 385 | 483 | 每股经营现金净流 (元) | 0.316 | 0.054 | 0.108 | 0.364 | 0.305 | 0.434 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.100 | 0.100 | 0.000 | 0.000 |
| 归属于母公司的净利润 | 171 | 112 | 144 | 275 | 385 | 483 | 回报率 | | | | | | |
| 净利率 | 9.2% | 5.0% | 6.1% | 9.2% | 9.9% | 9.9% | 净资产收益率 | 10.87% | 6.75% | 8.15% | 13.86% | 16.27% | 16.96% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 7.81% | 4.17% | 4.26% | 6.80% | 7.95% | 8.55% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 10.06% | 5.40% | 7.19% | 12.67% | 15.09% | 16.98% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 营业总收入增长率 | 7.86% | 19.89% | 6.95% | 24.98% | 30.80% | 25.12% |
| | | | | | | | EBIT 增长率 | 16.63% | -34.60% | 42.02% | 83.73% | 38.09% | 24.46% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 5.40% | -34.61% | 29.09% | 90.73% | 40.19% | 25.48% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 8.44% | 22.40% | 26.28% | 19.66% | 19.78% | 16.71% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 3.0 | 5.5 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 65.4 | 76.3 | 107.9 | 107.9 | 107.9 | 107.9 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 26.7 | 24.6 | 20.4 | 20.4 | 20.4 | 20.4 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 42.1 | 91.7 | 136.2 | 100.6 | 69.7 | 50.1 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 10.15% | 27.92% | 27.60% | 18.60% | 15.12% | 5.72% |
| | | | | | | | EBIT 利息保障倍数 | 10.2 | 4.4 | 4.3 | 10.0 | 12.5 | 15.7 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 28.18% | 38.26% | 47.72% | 50.98% | 51.12% | 49.57% |

来源: 司尔特、齐鲁证券研究所

图表 18: 司尔特主营业务收入预测表

单位: 人民币百万元

| 项 目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 磷酸一铵 | | | | | | |
| 销售收入 | 420.35 | 771.40 | 930.85 | 1,245.01 | 1,667.07 | 2,063.00 |
| 增长率 (YOY) | -25.53% | 83.51% | 20.67% | 33.75% | 33.90% | 23.75% |
| 毛利率 | 20.23% | 11.67% | 17.47% | 24.41% | 25.88% | 25.88% |
| 销售成本 | 335.30 | 681.40 | 768.27 | 941.13 | 1,235.70 | 1,529.18 |
| 增长率 (YOY) | -26.58% | 103.22% | 12.75% | 22.50% | 31.30% | 23.75% |
| 毛利 | 85.05 | 90.00 | 162.58 | 303.88 | 431.37 | 533.82 |
| 增长率 (YOY) | -21.10% | 5.82% | 80.64% | 86.91% | 41.95% | 23.75% |
| 占总销售额比重 | 25.47% | 37.32% | 41.01% | 41.88% | 42.88% | 42.41% |
| 占主营业务利润比重 | 26.16% | 27.97% | 40.36% | 49.82% | 52.39% | 51.98% |
| 氯基复合肥 | | | | | | |
| 销售收入 | 908.96 | 888.20 | 882.75 | 1,170.53 | 1,506.47 | 1,901.92 |
| 增长率 (YOY) | 17.79% | -2.28% | -0.61% | 32.60% | 28.70% | 26.25% |
| 毛利率 | 18.55% | 15.61% | 14.84% | 14.84% | 14.84% | 14.84% |
| 销售成本 | 740.32 | 749.54 | 751.73 | 996.79 | 1,282.87 | 1,619.63 |
| 增长率 (YOY) | 14.04% | 1.25% | 0.29% | 32.60% | 28.70% | 26.25% |
| 毛利 | 168.64 | 138.66 | 131.02 | 173.73 | 223.59 | 282.29 |
| 增长率 (YOY) | 37.64% | -17.78% | -5.51% | 32.60% | 28.70% | 26.25% |
| 占总销售额比重 | 55.09% | 42.97% | 38.89% | 39.38% | 38.75% | 39.09% |
| 占主营业务利润比重 | 51.86% | 43.10% | 32.53% | 28.49% | 27.16% | 27.49% |
| 硫基复合肥 | | | | | | |
| 销售收入 | 312.76 | 398.40 | 447.81 | 548.12 | 705.43 | 890.61 |
| 增长率 (YOY) | 10.97% | 27.38% | 12.40% | 22.40% | 28.70% | 26.25% |
| 毛利率 | 20.79% | 21.50% | 22.82% | 22.82% | 22.82% | 22.82% |
| 销售成本 | 247.75 | 312.76 | 345.62 | 423.04 | 544.45 | 687.37 |
| 增长率 (YOY) | 5.84% | 26.24% | 10.51% | 22.40% | 28.70% | 26.25% |
| 毛利 | 65.01 | 85.64 | 102.19 | 125.08 | 160.98 | 203.24 |
| 增长率 (YOY) | 36.15% | 31.73% | 19.33% | 22.40% | 28.70% | 26.25% |
| 占总销售额比重 | 18.95% | 19.27% | 19.73% | 18.44% | 18.14% | 18.31% |
| 占主营业务利润比重 | 19.99% | 26.62% | 25.37% | 20.51% | 19.55% | 19.79% |
| 其他 | | | | | | |
| 销售收入 | 8.00 | 8.95 | 8.61 | 8.87 | 9.13 | 9.41 |
| 增长率 (YOY) | -5.88% | 11.88% | -3.80% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 毛利率 | 80.88% | 83.13% | 81.30% | 81.30% | 81.30% | 81.30% |
| 销售成本 | 1.53 | 1.51 | 1.61 | 1.66 | 1.71 | 1.76 |
| 增长率 (YOY) | 6.25% | -1.31% | 6.62% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 毛利 | 6.47 | 7.44 | 7.00 | 7.21 | 7.43 | 7.65 |
| 增长率 (YOY) | -8.36% | 14.99% | -5.91% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 占总销售额比重 | 0.48% | 0.43% | 0.38% | 0.30% | 0.23% | 0.19% |
| 占主营业务利润比重 | 1.99% | 2.31% | 1.74% | 1.18% | 0.90% | 0.74% |
| 销售收入小计 | 1650.07 | 2066.95 | 2270.02 | 2972.53 | 3888.10 | 4864.93 |
| 销售成本小计 | 1324.90 | 1745.21 | 1867.23 | 2362.62 | 3064.74 | 3837.94 |
| 毛利 | 325.17 | 321.74 | 402.79 | 609.90 | 823.36 | 1026.99 |
| 平均毛利率 | 19.71% | 15.57% | 17.74% | 20.52% | 21.18% | 21.11% |

来源: 司尔特、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。