

司尔特(002538.SZ)

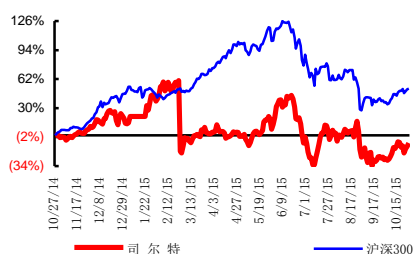
高增长兑现，继续推进产能扩张和信息化战略

评级： 买入 **前次： 买入**
目标价(元)： 17.1
 分析师 陈奇
 谢刚
 S0740510120005 chenqi@ r.qlzq.com.cn
 021-20315178 联系人
 xiegang@r.qlzq.com.cn 张斌梅
 2015年10月26日 zhangbm@ r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	718
流通股本(百万股)	718
市价(元)	12.38
市值(百万元)	8,890
流通市值(百万元)	8,890

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	2,944.7	4,183.5	5,504.3
营业收入增速	19.89%	6.95%	23.81%	42.07%	31.57%
净利润增长率	-34.61%	29.09%	85.64%	53.27%	20.05%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.49	0.37	0.57	0.69
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/市场)					
市盈率(倍)	25.70	31.33	33.24	21.69	18.07
PEG	—	1.08	0.39	0.41	0.90
每股净资产(元)	5.58	5.97	4.17	4.74	5.43
每股现金流量	0.05	0.11	0.29	0.12	0.29
净资产收益率	6.75%	8.15%	8.93%	12.04%	12.63%
市净率	1.74	2.55	2.97	2.61	2.28
总股本(百万股)	296.00	296.00	718.12	718.12	718.12

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：**司尔特10月26日晚发布三季报，2015年前三季度实现营收24.44亿元，同比增39.90%，实现归属母公司所有者净利润1.92亿元，同比增82.26%，摊薄eps 0.325元。第三季度营业收入8.45亿元，同比增长26.91%，净利润0.74亿元，同比增长113.26%。公司预计全年将实现净利润增速区间为70%-100%。整体来说，公司业绩符合市场预期，高增长持续。
- 磷酸一铵量与复合肥均有突破，业绩高增长兑现。**公司目前拥有磷酸一铵产能75万吨，受益于出口拉动需求与价格向好，2015年前三季度外销磷酸一铵约61万吨，考虑到自用需求，我们预计公司的磷酸一铵生产线为满车运转。我们估算以当前一铵的价格和销量，实现收入约13-14亿元，占比总收入过半。此外，公司的复合肥也贡献了较好的增长，公司前三季度复合肥受益于磷酸原料自给，成本较为稳定，硫基复合肥与氯基复合肥估计销量之和约65万吨，已与去年全年销量持平。总体来看，不论是磷酸一铵还是复合肥，均有较好的销量突破和成本优势，业绩高增长预期如期兑现，全年保持70-100%增速大局已定。
- 公司综合毛利率与净利率双升，费用率控制良好。**公司2015年前三季度综合毛利率为17.58%，较去年同期水平上升0.7个百分点，我们认为主要原因是公司的全产业链运营带来的优势，磷肥价格上升利好一铵业务的毛利水平，同时避免了对复合肥的利润侵蚀。此外，各项费用率控制良好，三费支出较去年同期小幅增加0.20亿元，但各项占营收比例均有下降。销售费用占比营业收入为3.7%，同比下降0.53个百分点；管理费用率3.61%，同比下降1.12个百分点；财务费用率1.41%，同比下降0.67个百分点。
- 应收账款同比增长42.1%，属于历史同期正常波动水平。**公司三季报披露的应收账款总额为1.08亿元，比去年同期的0.76亿元大幅增长42.1%，但考虑到2012、2013年的三季度期末应收账款总额分别为1.00和1.30亿元，我们认为公司的应收款属于正常波动水平，总体对第四季度的淡季储备影响较为有限，

全年净利润增速保持高位应无需担忧。

- **信息化战略稳步推进，线上线下蓄势待发。**公司目前 O2O 募投项目正在稳步推进，已与 10,080 家各级经销商签订了司尔特农资电商线下物流配送暨销售服务站合作协议，拟将原经营场地在不改变其所有权的情况下变更为公司农资电商线下物流配送暨销售服务站。目前线下布局主要围绕产能集中的安徽与江西两省进行，后续将配合数据中心的正式运营与线上平台共同推进信息化战略。
- 此外，公司还公告拟建 90 万吨复合肥生产线，第一期 35 万吨将替代原宁国厂区的淘汰产能 32 万吨；另外还将建设 25 万吨的硫酸以满足目前的生产需求，建成后公司有望实现硫酸的全部自给。
- 我们预计司尔特 2015-2017 年分别实现归属于母公司净利润 2.67 亿元、4.10 亿元和 4.92 亿元，同比增长 85.6%、53.3%和 20.0%，2015-2017 年对应摊薄后 EPS 分别为 0.37、0.57 和 0.69 元。随着司尔特产能扩张、产业链一体化成熟、电商落地，业绩成长逐步兑现，有望获得估值水平提升。考虑公司近两年的高成长预期与信息化战略推进，给予 30X2016PE，目标价 17.1 元。
- **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，收入增速不达预期的风险。

图表 1：复合肥行业估值表一览

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	002470.sz	金正大	22.39	349.92	0.55	0.74	0.93	40.39	30.26	24.08
复合肥	002588.sz	史丹利	26.33	153.65	0.85	1.08	1.41	31.03	24.38	18.67
复合肥	000902.sz	新洋丰	26.90	177.33	0.87	1.21	1.51	31.05	22.23	17.81
复合肥	002539.sz	新都化工	12.35	124.75	0.11	0.21	0.39	109.89	58.81	31.67
复合肥	002538.sz	司尔特	12.38	88.90	0.20	0.37	0.57	61.71	33.46	21.72
平均 PE								57.32	35.14	22.72

来源：中泰证券

图表 2：司尔特三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,855	2,224	2,378	2,945	4,184	5,504
增长率	7.86%	19.9%	6.9%	23.8%	42.1%	31.6%
营业成本	-1,516	-1,878	-1,967	-2,362	-3,304	-4,350
% 销售收入	81.7%	84.4%	82.7%	80.2%	79.0%	79.0%
毛利	339	346	412	583	880	1,154
% 销售收入	18.3%	15.6%	17.3%	19.8%	21.0%	21.0%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-3	-6	-8
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
营业费用	-60	-101	-103	-124	-184	-248
% 销售收入	3.3%	4.5%	4.3%	4.2%	4.4%	4.5%
管理费用	-71	-108	-116	-127	-209	-275
% 销售收入	3.9%	4.9%	4.9%	4.3%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	206	135	191	329	480	623
% 销售收入	11.1%	6.1%	8.0%	11.2%	11.5%	11.3%
财务费用	-20	-31	-45	-30	-45	-78
% 销售收入	1.1%	1.4%	1.9%	1.0%	1.1%	1.4%
资产减值损失	-1	-2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	8	40	30
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	8.3%	5.2%
营业利润	185	102	148	307	475	575
营业利润率	10.0%	4.6%	6.2%	10.4%	11.4%	10.5%
营业外收支	17	30	22	8	8	5
税前利润	202	132	170	315	483	580
利润率	10.9%	5.9%	7.1%	10.7%	11.6%	10.5%
所得税	-31	-20	-26	-48	-74	-88
所得税率	15.5%	15.1%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
净利润	171	112	144	267	410	492
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	171	112	144	267	410	492
净利率	9.2%	5.0%	6.1%	9.1%	9.8%	8.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	161	185	350	1,767	1,673	1,651
应收款项	173	310	314	412	585	769
存货	390	395	768	699	977	1,286
其他流动资产	536	594	691	821	1,132	1,476
流动资产	1,259	1,484	2,124	3,698	4,367	5,184
% 总资产	57.6%	55.5%	62.8%	68.4%	64.5%	63.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	736	976	976	1,436	2,128	2,779
% 总资产	33.7%	36.5%	28.9%	26.5%	31.4%	33.8%
无形资产	188	184	181	177	174	171
非流动资产	927	1,192	1,256	1,711	2,400	3,048
% 总资产	42.4%	44.5%	37.2%	31.6%	35.5%	37.0%
资产总计	2,186	2,676	3,379	5,409	6,767	8,232
短期借款	320	647	540	1,306	2,042	2,706
应付款项	265	318	701	659	928	1,222
其他流动负债	0	27	33	111	53	68
流动负债	585	991	1,273	2,075	3,023	3,996
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	33	339	339	339	339
负债	616	1,024	1,613	2,414	3,362	4,335
普通股股东权益	1,570	1,652	1,767	2,995	3,405	3,897
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,186	2,676	3,379	5,409	6,767	8,232

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.577	0.377	0.487	0.372	0.571	0.685
每股净资产(元)	5.305	5.582	5.969	4.170	4.741	5.426
每股经营现金流(元)	0.316	0.054	0.108	0.295	0.124	0.286
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.87%	6.75%	8.15%	8.93%	12.04%	12.63%
总资产收益率	7.81%	4.17%	4.26%	4.94%	6.06%	5.98%
投入资本收益率	10.06%	5.40%	7.19%	9.86%	10.00%	10.07%
增长率						
营业总收入增长率	7.86%	19.89%	6.95%	23.81%	42.07%	31.57%
EBIT增长率	16.63%	-34.60%	42.02%	72.21%	45.80%	29.81%
净利润增长率	5.40%	-34.61%	29.09%	85.64%	53.27%	20.05%
总资产增长率	8.44%	22.40%	26.28%	60.07%	25.09%	21.65%
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	104.3	80.0	78.8
偿债能力						
净负债/股东权益	10.15%	27.92%	27.60%	-5.46%	19.57%	34.69%
EBIT利息保障倍数	10.2	4.4	4.3	10.9	10.8	8.0
资产负债率	28.18%	38.26%	47.72%	44.64%	49.68%	52.66%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	171	112	144	267	410	492
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	72	92	93	111	152
非经营收益	15	29	44	45	47	91
营运资金变动	-130	-197	-249	-194	-479	-530
经营活动现金净流	94	16	32	212	89	206
资本开支	388	259	228	540	792	795
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	8	40	30
投资活动现金净流	-388	-259	-228	-532	-752	-765
股权募资	0	0	0	1,032	0	0
债权募资	30	327	191	766	736	664
其他	-42	-57	-78	-61	-167	-126
筹资活动现金净流	-12	270	114	1,737	570	537
现金净流量	-307	27	-83	1,417	-93	-22

来源：中泰证券

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。