

## 司尔特(002538.SZ)

### 双主业转型启程

 评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元):

分析师

联系人

陈奇

张斌梅

S0740514070005

021-20315189

chenqi@r.qlzq.com.cn

zhangbm@r.qlzq.com.cn

2016年10月27日

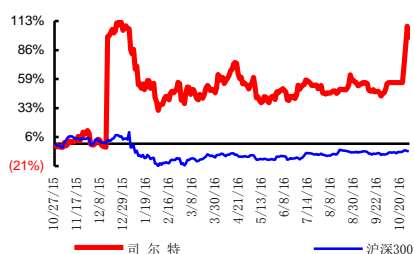
#### 基本状况

总股本(百万股)	718
流通股本(百万股)	700
市价(元)	12
市值(百万元)	8,617
流通市值(百万元)	8,396

#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,378.3	2,973.8	4,119.3	5,392.1	6,591.3
营业收入增速	6.95%	25.04%	38.52%	30.90%	22.24%
净利润 长率	29.09%	71.23%	97.19%	23.41%	20.93%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.34	0.31	0.38	0.46
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)	31.33	36.71	38.54	31.23	25.83
PEG	1.08	0.52	0.40	1.33	1.23
每股净资产(元)	5.97	4.19	2.80	3.18	3.65
每股现金流量	0.11	0.60	-0.07	0.15	0.29
净资产收益率	8.15%	8.19%	11.12%	12.07%	12.73%
市净率	2.55	3.01	4.29	3.77	3.29
总股本(百万股)	296.00	718.12	1,562.3	1,562.3	1,562.3

#### 股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 事件:** 司尔特公布 2016 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 21.32 亿元 (-12.78%), 实现归属于上市公司股东净利润 2.06 亿元 (+7.24%); 其中第三季度实现营业收入 7.40 亿元 (-12.42%), 实现归属于上市公司股东净利润 0.81 亿元 (+9.14%)。公司预计 2016 年归属上市公司股东净利润为 2.22~2.71 亿元 (-10%~+10%)。
- 费用率稳中有升, 毛利率、净利率均高于去年同期。** 2016 年前三季度公司实现营业收入 21.32 亿元, 同比下降 12.78%, 主要是由于磷铵景气度下行导致的价格下滑, 同时复合肥由于成本下降带来的价格下跌。公司销售毛利率为 18.59%, 同比上升 1.28 个百分点; 净利率为 8.30%, 同比提高 2.24 个百分点, 毛利率、净利率连续三年上升。2016 年前三季度三费略有上升, 销售费用 0.95 亿元, 占比营业收入 4.44%, 同比上升了 0.74 个百分点; 管理费用 0.93 亿元, 占比营业收入 4.35%, 同比提高了 0.74 个百分点; 财务费用为 0.20 亿元, 占比营业收入 0.92%, 同比下降 0.49 个百分点。公司营业外收入 4628.04 万元, 同比上升 307.85%, 主要系处置非流动资产所得。
- 大股东变更为国购产业控股, 双主业战略稳步推进。** 国购产业控股出资 15.8 亿元收购宁国农资公司持有的司尔特 25% 的股份, 成为第一大股东。产业控股主营业务为房地产、基础设施建设、医疗健康等, 但承诺短期内不会对司尔特目前的主营业务进行重大调整。我们认为产业控股的进入有利于公司产业资源配置的优化, 并进一步推动公司农业+大健康的双主业战略。
- 我们预计司尔特 16、17 年实现归属于母公司净利润 2.55 亿元、2.97 亿元, 同比增长 3.56%、16.12%, 16、17 年对应摊薄后 EPS 分别为 0.16、0.19 元。** 随着司尔特产能扩张、产业链一体化成熟、电商落地、大健康整合加速, 业绩成长逐步兑现, 有望获得估值水平提升。考虑公司未来两年业绩平稳增长和双主

业战略推进，给予“买入”评级。

■ 风险提示：战略转型不达预期。

图表 1：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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>2,224</b>	<b>2,378</b>	<b>2,974</b>	<b>3,824</b>	<b>5,002</b>	<b>6,111</b>	货币资金	185	350	705	1,675	1,107	967
增长率	19.89%	6.9%	25.0%	28.6%	30.8%	22.2%	应收账款	310	314	236	535	699	854
营业成本	-1,878	-1,967	-2,421	-3,216	-4,209	-5,173	存货	395	768	735	951	1,245	1,530
% 销售收入	84.4%	82.7%	81.4%	84.1%	84.1%	84.7%	其他流动资产	594	691	654	1,305	1,632	1,950
毛利	346	412	553	608	793	938	流动资产	1,484	2,124	2,329	4,466	4,684	5,301
% 销售收入	15.6%	17.3%	18.6%	15.9%	15.9%	15.3%	% 总资产	55.5%	62.8%	56.7%	66.7%	61.6%	59.8%
营业税金及附加	-2	-2	-7	-4	-8	-9	长期投资	0	0	404	404	404	404
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	固定资产	976	976	1,067	1,525	2,216	2,865
营业费用	-101	-103	-127	-161	-220	-251	% 总资产	36.5%	28.9%	26.0%	22.8%	29.2%	32.3%
% 销售收入	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.4%	4.1%	无形资产	184	181	245	239	235	232
管理费用	-108	-116	-122	-164	-250	-257	非流动资产	1,192	1,256	1,776	2,229	2,916	3,561
% 销售收入	4.9%	4.9%	4.1%	4.3%	5.0%	4.2%	% 总资产	44.5%	37.2%	43.3%	33.3%	38.4%	40.2%
息税前利润 (EBIT)	135	191	297	279	316	421	<b>资产总计</b>	<b>2,676</b>	<b>3,379</b>	<b>4,106</b>	<b>6,695</b>	<b>7,599</b>	<b>8,862</b>
% 销售收入	6.1%	8.0%	10.0%	7.3%	6.3%	6.9%	短期借款	647	540	0	828	1,305	1,949
财务费用	-31	-45	-38	6	-14	-50	应付款项	318	701	424	882	1,155	1,415
% 销售收入	1.4%	1.9%	1.3%	-0.1%	0.3%	0.8%	其他流动负债	27	33	37	207	66	80
资产减值损失	-2	1	-3	0	0	0	流动负债	991	1,273	460	1,918	2,526	3,444
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	8	40	30	其他长期负债	33	339	633	633	633	633
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	11.4%	7.4%	<b>负债</b>	<b>1,024</b>	<b>1,613</b>	<b>1,094</b>	<b>2,551</b>	<b>3,159</b>	<b>4,077</b>
营业利润	102	148	256	293	342	402	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,652</b>	<b>1,767</b>	<b>3,012</b>	<b>4,144</b>	<b>4,440</b>	<b>4,785</b>
营业利润率	4.6%	6.2%	8.6%	7.7%	6.8%	6.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	30	22	21	8	8	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,676</b>	<b>3,379</b>	<b>4,106</b>	<b>6,695</b>	<b>7,599</b>	<b>8,862</b>
税前利润	132	170	277	301	350	407	<b>比率分析</b>						
利润率	5.9%	7.1%	9.3%	7.9%	7.0%	6.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-20	-26	-30	-46	-53	-62	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.1%	15.2%	11.0%	15.2%	15.2%	15.2%	每股收益(元)	0.377	0.487	0.344	0.164	0.190	0.221
净利润	112	144	247	255	297	345	每股净资产(元)	5.582	5.969	4.194	2.652	2.842	3.063
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.054	0.108	0.596	-0.205	-0.044	0.046
归属于母公司的净利润	112	144	247	255	297	345	每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	5.0%	6.1%	8.3%	6.7%	5.9%	5.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.75%	8.15%	8.19%	6.17%	6.68%	7.21%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.17%	4.26%	6.01%	3.82%	3.90%	3.89%
净利润	112	144	247	255	297	345	投入资本收益率	5.40%	7.19%	10.59%	6.79%	5.54%	6.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	72	92	105	96	114	154	营业总收入增长率	19.89%	6.95%	25.04%	28.59%	30.81%	22.16%
非经营收益	29	44	40	22	19	58	EBIT增长率	-34.60%	42.02%	55.40%	-5.97%	13.01%	33.47%
营运资金变动	-197	-249	36	-693	-498	-484	净利润增长率	-34.61%	29.09%	71.23%	3.56%	16.12%	16.21%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>428</b>	<b>-320</b>	<b>-68</b>	<b>72</b>	总资产增长率	22.40%	26.28%	21.49%	63.06%	13.51%	16.62%
资本开支	259	228	189	541	792	795	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-336	0	0	0	应收账款周转天数	5.5	5.0	2.6	5.0	5.0	5.0
其他	0	0	0	8	40	30	存货周转天数	76.3	107.9	113.3	107.9	107.9	107.9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-259</b>	<b>-228</b>	<b>-525</b>	<b>-532</b>	<b>-752</b>	<b>-765</b>	应付账款周转天数	24.6	20.4	14.6	20.4	20.4	20.4
股权募资	0	0	1,028	1,032	0	0	固定资产周转天数	91.7	136.2	106.6	81.6	67.8	71.6
债权募资	327	191	-243	828	476	645	<b>偿债能力</b>						
其他	-57	-78	-84	-38	-224	-93	净负债/股东权益	27.92%	27.60%	-3.62%	-6.06%	17.85%	32.98%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>270</b>	<b>114</b>	<b>701</b>	<b>1,823</b>	<b>252</b>	<b>552</b>	EBIT利息保障倍数	4.4	4.3	7.7	-49.5	22.8	8.5
<b>现金净流量</b>	<b>27</b>	<b>-83</b>	<b>604</b>	<b>970</b>	<b>-568</b>	<b>-141</b>	资产负债率	38.26%	47.72%	26.64%	38.11%	41.57%	46.01%

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。