

## 司尔特（002538）

公司研究/简评报告

# 受益磷肥价格大涨，双主业战略持续推进

## —司尔特（002538）公司点评报告

简评报告/基础化工

2017年01月09日

### 一、事件概述

近期磷肥价格大涨，自2016年12月份以来，磷酸一铵安徽市场价已累计上涨400元/吨至2050元/吨，涨幅达24.2%。2016年12月23日，国务院关税税则委员会公布《关于2017年关税调整方案的通知》，决定取消氮肥、磷肥等肥料的出口关税，其中包括磷酸一铵、磷酸二铵100元/吨的出口关税，并适当降低三元复合肥出口关税。

### 二、分析与判断

#### ➤ 公司受益磷肥涨价，17年春耕行情值得期待

我们看好17年春耕期间农化板块整体行情，其中磷肥逻辑与我们推荐的尿素“供给收缩+需求好转+补库存+成本推动”逻辑类似，在刚性的春耕供需缺口、经销商淡储消极及关税取消拉动外需推动下，未来半年价格持续上涨确定性强，长期价格中枢也有望上移，并推动复合肥涨价。公司目前磷酸一铵产能75万吨，复合肥产能152万吨，将充分受益磷肥价格上涨。

#### ➤ 转型医疗健康产业，合伙成立产业基金

公司正转型布局医疗健康产业，与天津长城基金共同投资设立健康医疗产业基金“芜湖京宁投资”，该产业基金以合伙企业形式组建，基金总规模3.5亿元，公司作为有限合伙人出资3亿元；天津长城基金为基金管理人及普通合伙人，出资0.5亿元。投资方向为具有良好成长性的医疗健康及相关战略价值的目标企业。设立并购基金有利于发挥资本市场功能，加快公司转型升级，做大做强医疗健康产业。

#### ➤ 大股东变更，看好公司双主业战略长期发展

2016年10月21日，公司控股股东宁国农资公司与国购产业控股有限公司签订了《股份转让协议》，大股东计划将25%公司股权转让给产业控股，并与2016年12月6日完成本次股份转让过户登记手续，公司控股股东由宁国农资公司变更为产业控股，实际控制人由金国清变更为袁启宏。产业控股的控股股东国购投资主营房地产投资、基础建设投资、医疗健康等业务。我们认为产业控股进入后，有利于公司整合优质医疗健康资源，复合肥和医疗健康双主业共同发展。

### 三、盈利预测与投资建议

预计公司16-18年归母净利润分别为2.54亿、3.38亿和4.36亿元，对应EPS分别为0.35、0.47和0.61元，维持公司“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示：化肥下游需求不及预期；转型发展不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,974	2,755	3,526	4,285
增长率（%）	25.0%	-7.4%	28.0%	21.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	247	254	338	436
增长率（%）	71.2%	2.8%	33.5%	28.8%
每股收益（元）	0.34	0.35	0.47	0.61
PE（现价）	29.7	28.9	21.7	16.8
PB	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

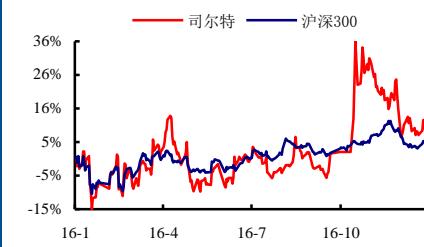
**谨慎推荐** 维持评级

**合理估值：** 11.8—14.1元

**交易数据** 2017-1-6

收盘价（元）	10.21
近12个月最高/最低	12.75/8.01
总股本（百万股）	592
流通股本（百万股）	574
流通股比例（%）	96.88
总市值（亿元）	60
流通市值（亿元）	59

#### 该股与沪深300走势比较



**分析师：范劲松**

执业证号：S0100513080006

电话：0755-22662087

邮箱：fanjinsong@mszq.com

**研究助理：沈晓源**

执业证号：S0100115030007

电话：021-60876715

邮箱：shenxiaoyuan@mszq.com

**研究助理：张明烨**

执业证号：S0100116080011

电话：0755-22662011

邮箱：zhangmingye@mszq.com

#### 相关研究

1. 司尔特年报点评：费用增长和复合肥价格下降导致业绩下滑

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	2,974	2,755	3,526	4,285
营业成本	2,421	2,232	2,842	3,423
营业税金及附加	7	4	5	6
销售费用	127	115	148	182
管理费用	122	121	156	190
<b>EBIT</b>	297	283	375	483
财务费用	38	11	5	2
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	256	272	369	481
营业外收支	21	22	22	22
<b>利润总额</b>	277	294	392	504
所得税	30	41	53	68
<b>净利润</b>	247	254	338	436
<b>归属于母公司净利润</b>	247	254	338	436
<b>EBITDA</b>	399	395	485	594
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	705	945	1037	1234
应收账款及票据	187	274	330	402
预付款项	408	619	758	892
存货	735	570	758	933
其他流动资产	245	245	245	245
<b>流动资产合计</b>	2329	2701	3189	3778
长期股权投资	404	405	405	405
固定资产	876	783	692	601
无形资产	243	270	297	323
<b>非流动资产合计</b>	1776	1725	1663	1591
<b>资产合计</b>	4106	4426	4852	5369
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	237	271	361	444
其他流动负债	4	4	4	4
<b>流动负债合计</b>	460	599	758	911
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	633	633	633	633
<b>非流动负债合计</b>	633	633	633	633
<b>负债合计</b>	1094	1232	1392	1545
股本	718	718	718	718
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	3012	3194	3460	3824
<b>负债和股东权益合计</b>	4106	4426	4852	5369

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	25.0%	-7.4%	28.0%	21.5%
EBIT 增长率	55.4%	-4.6%	32.3%	28.9%
净利润增长率	71.2%	2.8%	33.5%	28.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.6%	19.0%	19.4%	20.1%
净利润率	8.3%	9.2%	9.6%	10.2%
总资产收益率 ROA	6.0%	5.7%	7.0%	8.1%
净资产收益率 ROE	8.2%	7.9%	9.8%	11.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.06	4.51	4.20	4.15
速动比率	3.46	3.56	3.20	3.12
现金比率	1.53	1.58	1.37	1.35
资产负债率	26.6%	27.8%	28.7%	28.8%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.6	3.8	3.9	3.9
存货周转天数	113.3	93.2	97.4	99.5
总资产周转率	0.8	0.6	0.8	0.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.34	0.35	0.47	0.61
每股净资产	4.2	4.4	4.8	5.3
每股经营现金流	0.6	0.4	0.3	0.4
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
<b>估值分析</b>				
PE	29.7	28.9	21.7	16.8
PB	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	18.1	17.7	14.2	11.3
股息收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	247	254	338	436
折旧和摊销	105	111	110	111
营运资金变动	36	(65)	(237)	(239)
<b>经营活动现金流</b>	428	313	224	319
资本开支	189	38	25	16
投资	(336)	(0)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(525)	(38)	(25)	(16)
股权募资	1,028	0	0	0
债务募资	(243)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	701	(34)	(106)	(106)
<b>现金净流量</b>	604	240	92	197

## 分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

沈晓源，浙江大学高分子材料与工程学士、材料科学与工程学博士，5年有机光电领域研究经验，2013-2014年就职于中国电子科技集团公司，2015年加入民生证券。

张明烨，清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，从事煤制烯烃、煤制油研发与工程设计工作，2015年10月起从事基础化工行业分析，2016年5月加入民生证券研究院化工团队。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。