

司尔特 (002538)

公司研究/深度报告

磷复肥双向布局稳增长，转型大健康值得期待

—司尔特 (002538) 公司深度报告

深度研究报告/基础化工

2017 年 03 月 13 日

报告摘要:

● 化肥业务横向持续产能扩张，保障业绩稳定增长

公司不断通过新建、技改等方式置换本部老装置，产能持续扩张，目前复合肥产能 152 万吨（含亳州新投产的 60 万吨生产线），磷酸一铵产能 75 万吨。正在建设或规划中的产能包括宣城司尔特 90 万吨新型复合肥（一期约 30 万吨左右）及江西 40 万吨新型复合肥。保守估计宁国本部老厂区 32 万吨装置 2017 年全部退出，而 16 年投产的亳州 60 万吨产能将于 17 年全部释放，至 2017 年底公司复合肥产能也有望达到 190 万吨，产能扩张将保障公司未来 2~3 年的业绩持续稳步增长。

● 纵向打通产业链上游，布局硫铁矿和磷矿石资源

公司拥有从硫铁矿/硫磺+磷矿石制酸到最终产品磷复肥/三元复合肥较为完整的产业链，拥有 55 万吨/年硫铁矿制酸、35 万吨/年硫磺制酸产能，能够有效规避上游原材料价格波动风险，同时一体化循环经济有效降低生产成本。公司进一步向上游延伸，宣城在建 25 万吨矿酸，马尾矿已具备 38 万吨的硫铁矿生产能力；参股贵州路发（20%）获取磷矿石资源，待探矿权相关工作完成后将启动后续收购（55%）工作。公司逐步打通从上游矿石、中游无机酸到终端的化肥产品的完备的一体化产业链，盈利能力能进一步提高。

● 大股东变更，向医疗健康产业转型值得期待

公司控股股东宁国农资公司与国购产业控股签订《股份转让协议》，大股东将 25% 公司股权转让给产业控股，控股股东由宁国农资公司变更为产业控股。产业控股的控股股东国购投资主营房地产、基础设施建设、医疗健康等领域的投资。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，做大做强医疗健康产业。同时公司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”，有利于发挥资本市场功能，加快公司转型升级。

● 盈利预测与投资建议

公司化肥业务横向继续扩张产能保障业绩稳步增长，纵向打通产业链上游降低生产成本，同时受益磷肥行业底部回暖；公司成立医疗健康产业基金及大股东变更后，向医疗健康领域的整合预期较强，看好公司双主业长期发展。预计公司 16-18 年归母净利润分别为 2.48 亿、2.82 亿和 3.41 亿元，EPS 分别为 0.35、0.39 和 0.48 元，对应 PE 分别为 28、25 和 20 倍，股权转让价格为 8.88 元/股，当前股价仅溢价 10%，安全边际较高，给予公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示

农产品价格持续低迷致化肥需求低于预期；公司医疗健康转型不及预期。

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	2,822	3,341	3,999
增长率（%）	25.0%	-5.1%	18.4%	19.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	247	248	282	341
增长率（%）	71.2%	0.5%	13.6%	21.3%
每股收益（元）	0.34	0.35	0.39	0.48
PE（现价）	28.4	28.2	24.8	20.5
PB	2.3	2.2	2.1	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

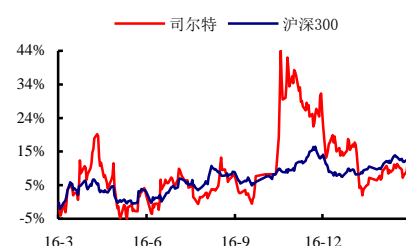
强烈推荐 上调评级

合理估值： 11.70—13.65 元

交易数据 2017-3-10

收盘价（元）	9.74
近 12 个月最高/最低	12.12/8.01
总股本（百万股）	718.12
流通股本（百万股）	699.66
流通股比例（%）	97%
总市值（亿元）	69.94
流通市值（亿元）	68.15

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：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 (002538) 公司点评受益磷肥价格大涨，双主业战略持续推进
2. 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

目录

1. 化肥业务横向扩张产能、纵向延伸产业链，受益行业底部回暖	3
1.1 磷肥行业有望底部回暖	3
1.1.1 全球人口和农产品增长将持续拉动化肥需求	3
1.1.2 全球磷肥供需格局有望逐步改善	4
1.1.3 化肥出口关税调整有利于提升国内磷复肥出口需求	5
1.1.4 环保约束+全行业亏损+龙头限产，看好磷肥价格中枢上移	6
1.2 本部高成本装置置换，产能横向持续扩张	9
1.3 纵向打通产业链上游，布局硫铁矿和磷矿石资源	10
1.3.1 产业链一体化保障稳定的盈利能力	10
1.3.2 硫资源沿硫酸/硫铁矿向上游布局	11
1.3.3 参股贵州路发，保障磷矿石资源的获取	12
2. 向医疗健康产业转型，双主业战略长期发展看好	12
2.1 大股东变更，公司医疗健康领域的整合和资源优化配置值得期待	12
2.2 携手天津长城基金，设立健康医疗产业基金	14
3. 盈利预测与投资建议	15
4. 风险提示	15
插图目录	18
表格目录	18

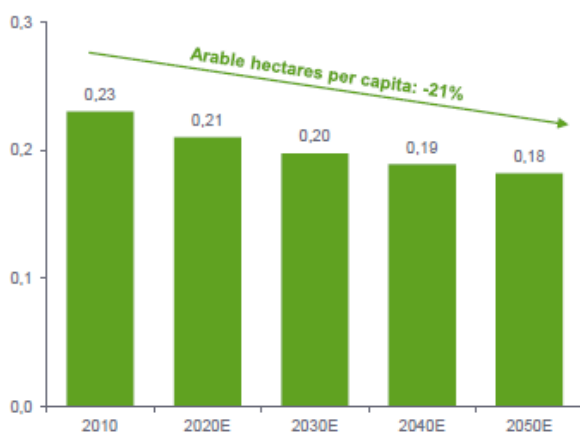
1. 化肥业务横向扩张产能、纵向延伸产业链，受益行业底部回暖

1.1 磷肥行业有望底部回暖

1.1.1 全球人口和农产品增长将持续拉动化肥需求

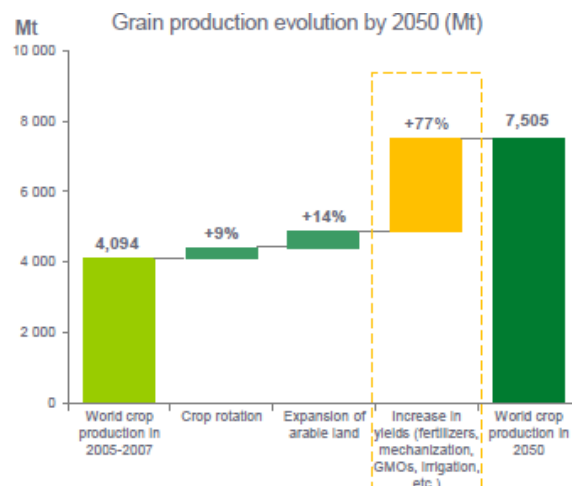
全球人口，特别是新兴市场国家的人口一直保持增长，2015 年全球人口达到 73.47 亿人，按照每年 1.1%-1.3% 的平均增速，预计到 2025 年全球人口将突破 80 亿人。根据联合国粮农组织的数据，预计在 2012-2030 年间人均耕地面积将从 0.218 公顷/人下降至 0.197 公顷/人。而粮食的刚性需求将支撑化肥施用量稳步增长以提高土地单位生产能力。

图 1：全球人均可耕地面积持续下降



资料来源：OCP, FAO, IFA, 民生证券研究院

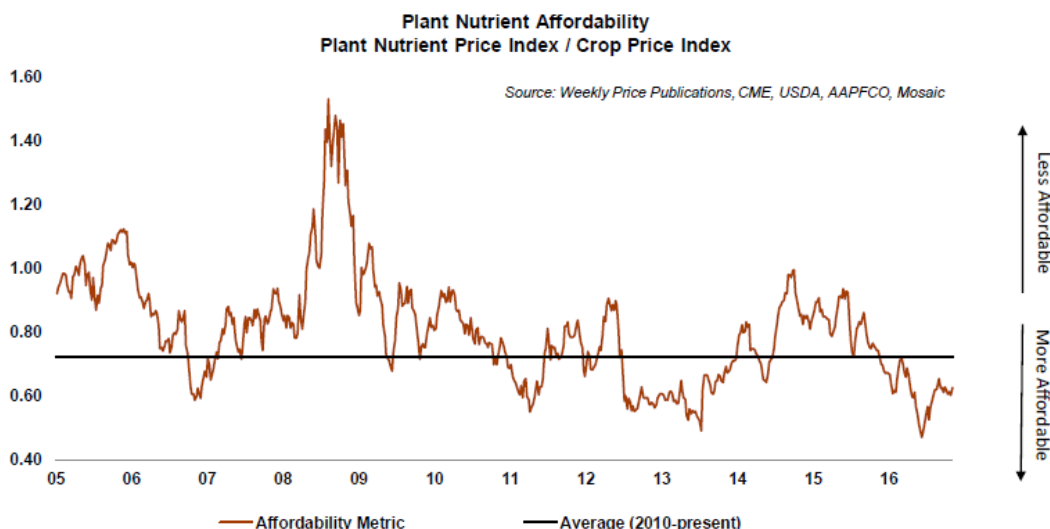
图 2：全球粮食产量将持续增长以满足需求



资料来源：OCP, FAO, IFA, 民生证券研究院

虽然 16 年下半年化肥与农产品的比价从近 10 多年的底部回升，但整体上仍处于底部区域、位于 2010 年以来的平均值以下。在当前比价关系下，农民种植的种植积极性和相对购买力依然良好，利好化肥整体需求。

图 3：从化肥价格与作物产品价格的比价关系看，农民用肥积极性仍有上升空间



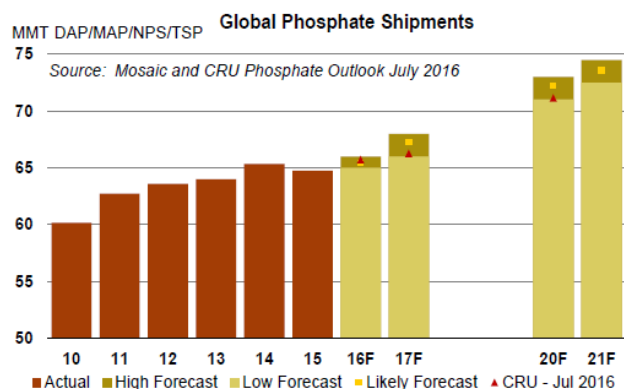
资料来源: Mosaic, Weekly Price Publication, CME, USDA, AAPFCO, 民生证券研究院

注: crop price index=(wheat price*7 + corn price *8 + rice price*4.5 + soybeans price*2.5)/22

1.1.2 全球磷肥供需格局有望逐步改善

据 Mosaic 预计, 2016 年全球磷肥实物 (DAP/MAP/TSP) 需求量为 6550 万吨, 受巴西和印度地区的拉动, 2016-2020 年将保持约 2% 的年复合增速, 至 2020 年全球磷肥实物需求量达到 7250 万吨。同时 Mosaic 预计 2016-2020 年全球磷肥供给年复合增速约 1.6%, 低于需求增速, 未来供给增加几乎全部来源于摩洛哥 (OCP/摩洛哥国家磷酸盐公司) 和沙特阿拉伯 (Ma'aden/沙特阿拉伯矿业公司) 的新增产能, 同时 Mosaic 认为至 2020 年中国实际的磷肥产能退出 (300 万吨 P_2O_5) 可能超出他们原有的预测 (80 万吨 P_2O_5)。国内的高成本产能处于全球成本曲线的尾端, 在环保高压、长期亏损、供给侧改革及国内化肥零增长政策推动下, 落后产能将持续退出市场, 且未来基本无新增产能, 全球供给增速较大概率低于 Mosaic 预期, 供给过剩态势的缓解有望超出预期。

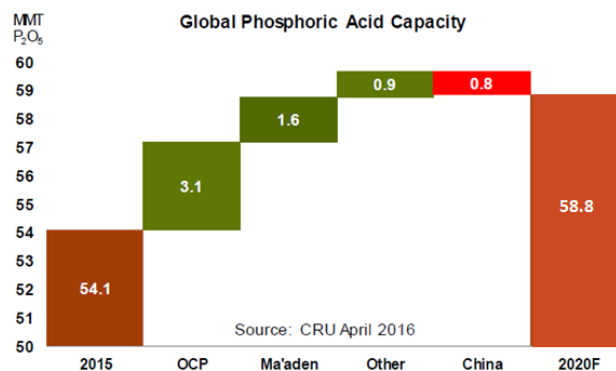
图 4: 2016-2020 年全球磷肥需求复合增速约 2%



资料来源: Mosaic, CRU, 民生证券研究院

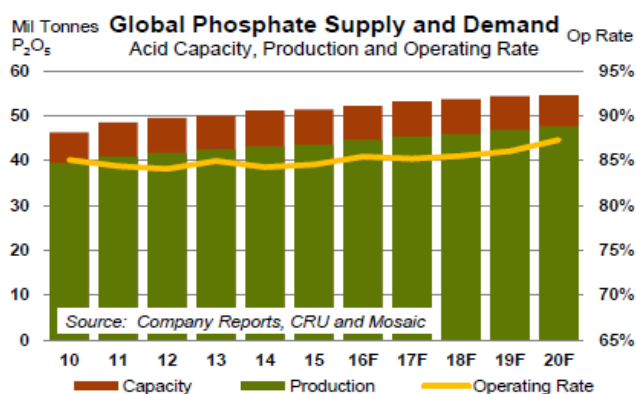
图 6: 全球磷肥开工率未来 5 年将从 85% 提升至 87%

图 5: 至 2020 年新增产能主要来自于摩洛哥和沙特阿拉伯

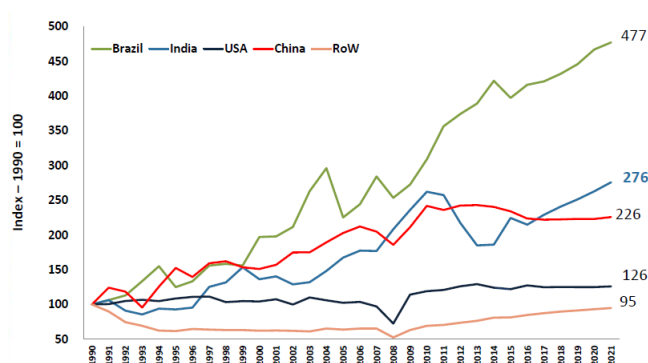


资料来源: Mosaic, CRU, 民生证券研究院

图 7: 主要磷肥消费地需求增速预测

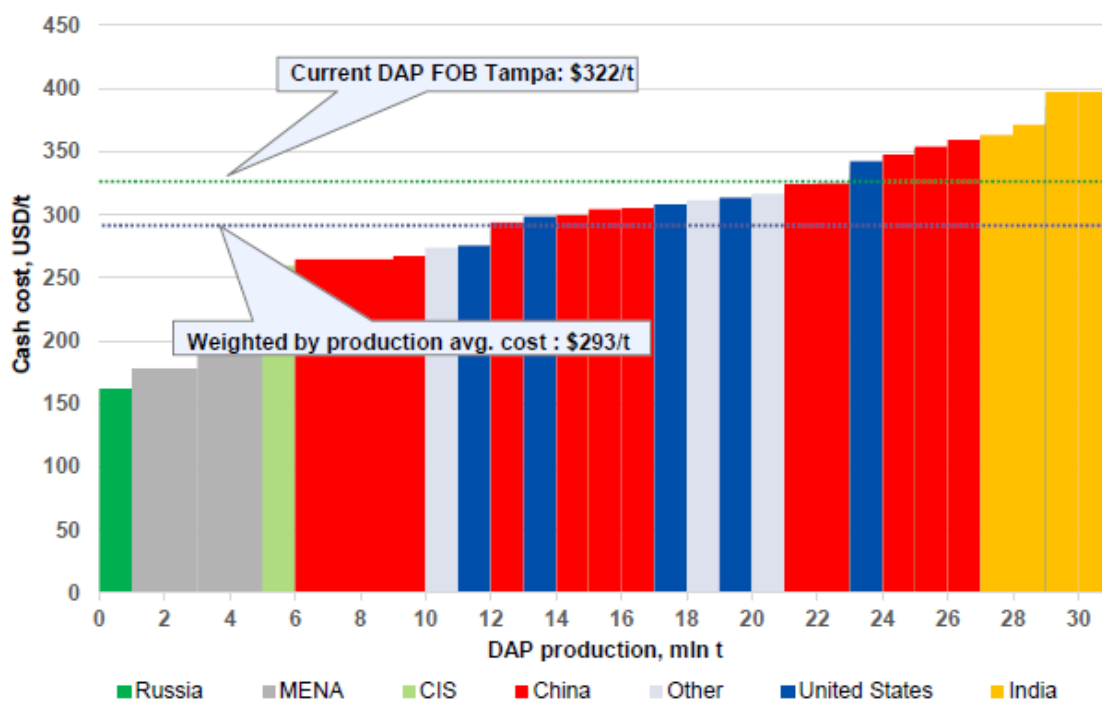


资料来源: Mosaic, CRU, 民生证券研究院



资料来源: ICL, 民生证券研究院

图 8: 全球磷肥现金生产成本曲线, 印度严重依赖进口、高成本产能无竞争力, 国内高成本落后产能逐步淘汰



资料来源: Mosaic, Weekly Price Publication, CME, USDA, AAPFCO, 民生证券研究院

1.1.3 化肥出口关税调整有利于提升国内磷复肥出口需求

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, 其中包括取消磷酸一铵、磷酸二铵 100 元/吨的出口关税, 同时 NPK 三元复合肥的出口关税由 30% 下调至 20%。我们可以看到磷肥分别在 2014 年和 2015 年两次下调出口关税、三元复合肥在 2014 年下调出口关税的当年, 出口量均实现了较大幅度的增长。磷肥和复合肥出口关税再次下调, 出口需求环比改善值得期待。

表 1: 历年磷复肥和三元复合肥出口关税政策调整

	2013	2014	2015	2016	2017
DAP 基准价: 3500 元/吨			100 元/吨	100 元/吨	0

旺季: (1月1日-5月15日、10月16日-12月31日): 当出口价格不高于基准价格时, 80%; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.80-基准价格/出口价格)×100%

旺季: (1月1日-5月15日、10月16日-12月31日) 暂定税率 15%, 加上 50 元/吨

淡季: (5月16日-10月15日): 当出口价格不高于基准价格时, 5%; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.05-基准价格/出口价格)×100%

淡季: 5月16日-10月15日, 50 元/吨

基准价: 3200 元/吨

旺季: (1月1日-5月15日、10月16日-12月31日): 当出口价格不高于基准价格时, 80%; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.80-基准价格/出口价格)×100%

旺季: (1月1日-5月15日、10月16日-12月31日) 暂定税率 15%, 加上 50 元/吨

MAP

100 元/吨

100 元/吨

0

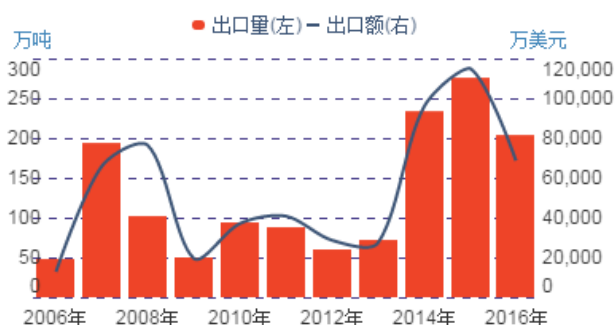
淡季: (5月16日-10月15日): 当出口价格不高于基准价格时, 5%; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.05-基准价格/出口价格)×100%

淡季: 5月16日-10月15日, 50 元/吨

NPK	全年征收 75%特别关税+5%暂定关税=80%	30%	30%	30%	20%
-----	-------------------------	-----	-----	-----	-----

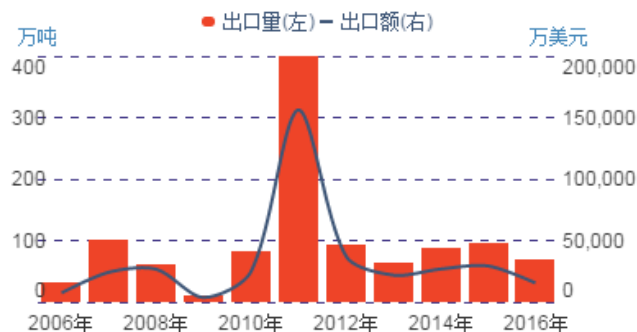
资料来源: 财政部, 民生证券研究院

图 9: 磷酸一铵出口量



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

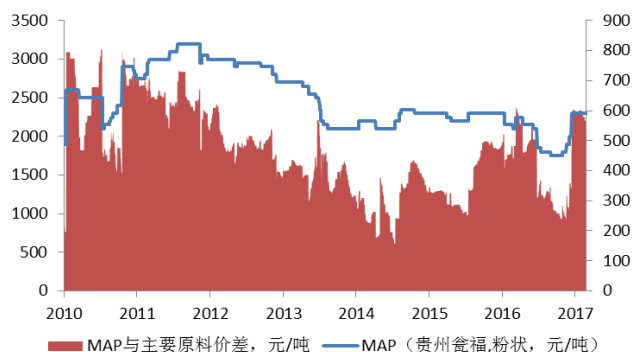
图 10: 复合肥出口量



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

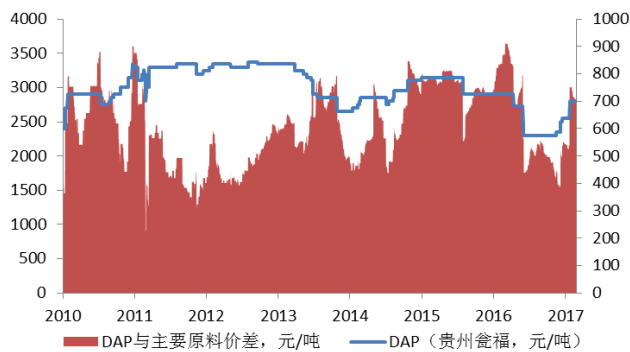
1.1.4 环保约束+全行业亏损+龙头限产, 看好磷肥价格中枢上移

图 11: 磷酸一铵价格及价差



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

图 12: 磷酸二铵价格及价差



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

注：磷酸二铵成本=0.5*硫磺价格+1.85*磷矿石价格+0.22*液氨价格+包装费用（约 50 元）+水电气等（约 250 元）；磷酸一铵成本=0.5*硫磺价格+1.6*磷矿石价格+0.13*液氨价格+包装费用（约 50 元）+水电气等（约 250 元）

由于磷肥行业产能整体依然过剩，近年来价格持续低迷。2016 年 10 月，磷酸一铵（贵州瓮福）和磷酸二铵（贵州瓮福）分别报 1750 元/吨和 2300 元/吨，创下 2010 年以来的新低；和原料的价差分别为 240 元/吨和 390 元/吨，均达到 2014 年时的价差低点，该价差下除少数一体化程度高的龙头外基本全行业亏损。因此随着 11 月份开始原料合成氨和硫磺的相继涨价、运输成本提高，叠加环保压力增加、磷肥巨头联合保价限产等因素，磷肥价格超跌反弹，同时价差恢复到目前的 560 元/吨和 700 元/吨的水平。

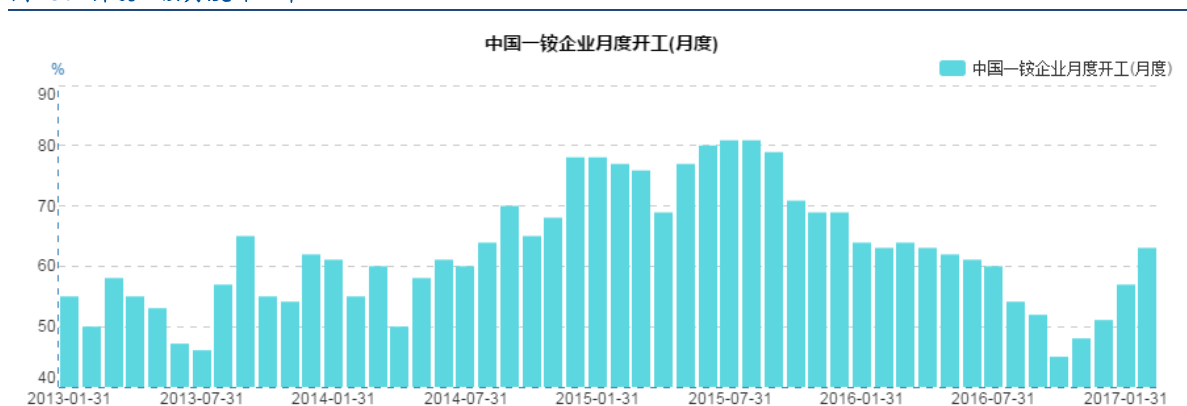
表 2：2016 年 1-10 月磷复肥行业效益情况

行业	企业数 (个)	主营业务收入 (亿元)	同比 (%)	利润 (亿元)	同比 (%)	亏损企业数 (个)	同比 (个)	亏损企业亏损额 (亿元)	同比 (%)
磷复肥	1405	4502.4	-4.3	154.8	-23.8	223	49	45.4	160.1
磷肥	216	869.1	-2.6	4.3	-75.3	59	15	12	165.1
复混肥	1189	3633.3	-4.7	150.5	-19	164	34	33.6	158.3

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

磷肥的生产会产生大量的废渣（磷石膏和酸）、废水（含重金属、酸和砷）和废气（二氧化硫和氟化氢）。在 2016 年 7-8 月第一批中央环境保护督察（内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省份）以及 2016 年 11-12 月第二批中央环境保护督察，（北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等 7 个省（市）影响下，磷肥企业开工率开工率大幅下滑，其中一铵企业开工率自 6 月份 61% 下降至 12 月份的 51%（10 月份开工率 45%，创 13 年以来新低），二铵企业开工率自 6 月份 58% 下降至 12 月份的 48%（10 月份开工率 47% 创 13 年以来新低）。

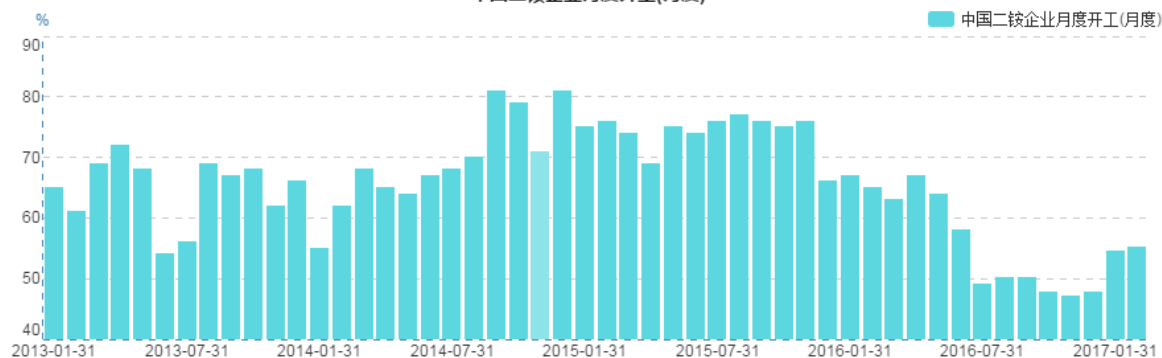
图 13：磷酸一铵月度开工率



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 14：磷酸二铵月度开工率

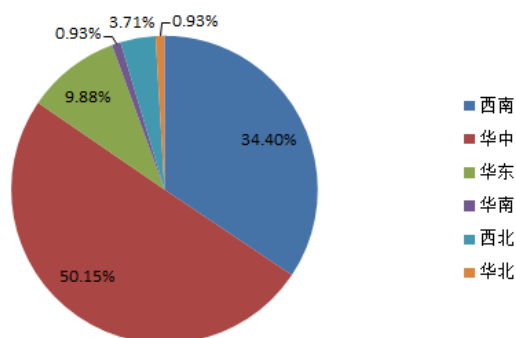
中国二铵企业月度开工(月度)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

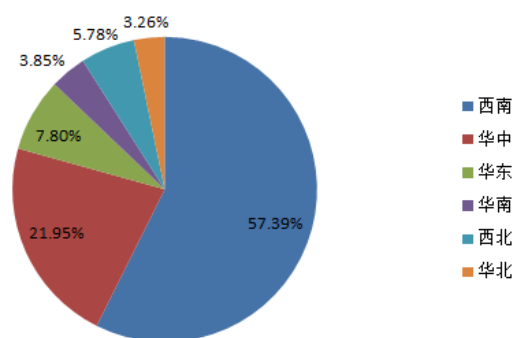
预计 2017 年磷肥行业面临的环保压力将只增不减。一方面, 国务院 2013 年 9 月 12 日发布《大气污染防治计划》(简称“大气十条”), 国务院办公厅 2014 年 5 月 27 日发布了《大气污染防治行动计划实施情况考核办法(试行)》(简称《考核办法》), 2017 年是“大气十条”考核年(其中京津冀及周边地区(北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东)、长三角区域、珠三角区域、重庆市以 PM2.5 年均浓度下降比例作为考核指标, 其他地区以 PM10 年均浓度下降比例作为考核指标), 目前环境保护部正与京津冀地区开展 2017 年第一季度空气质量专项督查(2.15-3.15)。另一方面, 2016 年两次中央环保督查覆盖 15 个省市自治区, 2017 年后续中央环保督查将覆盖其他剩余省份, 包括云南、贵州、四川和安徽等磷肥生产大省, 磷肥供应有望持续收紧。

图 15: 磷酸一铵国内产能分布图 (2015 年)



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

图 16: 磷酸二铵国内产能分布图 (2015 年)



资料来源: ICL, 民生证券研究院

“6+2”会议室由 8 家重要二铵企业牵头召开的行业内会议, 主要由南方市场的 6 家及湖北地区的 2 家二铵企业组成, 这 8 家二铵企业产能占全国总产能的 80% 以上。在 2016 年 12 月中旬至今, 已召开 3 次“6+2”会议, 频率达每月一次。在 12 月份的“6+2”会议中, 企业再提“限产报价”, 并且 8 大龙头企业甚至签订限产 30% 的倡议书。就几次会议对市场影响情况来看, 会后必引起二铵市场报价上调, 同时带动三元复合肥和一铵价格上涨。虽然倡议书对磷肥企业并无实质约束力, 但我们认为联合现场保价的提出反映出彼时价格下行业内最优成本的龙头也陷入经营困境, 对行业秩序和价格抬升的诉求较高, 我们判断未来价格将企稳, 继续跌破 2016 年 10 月份价格低点的可能性极低。

表 3: 2016 年 1-10 月磷复肥行业效益情况

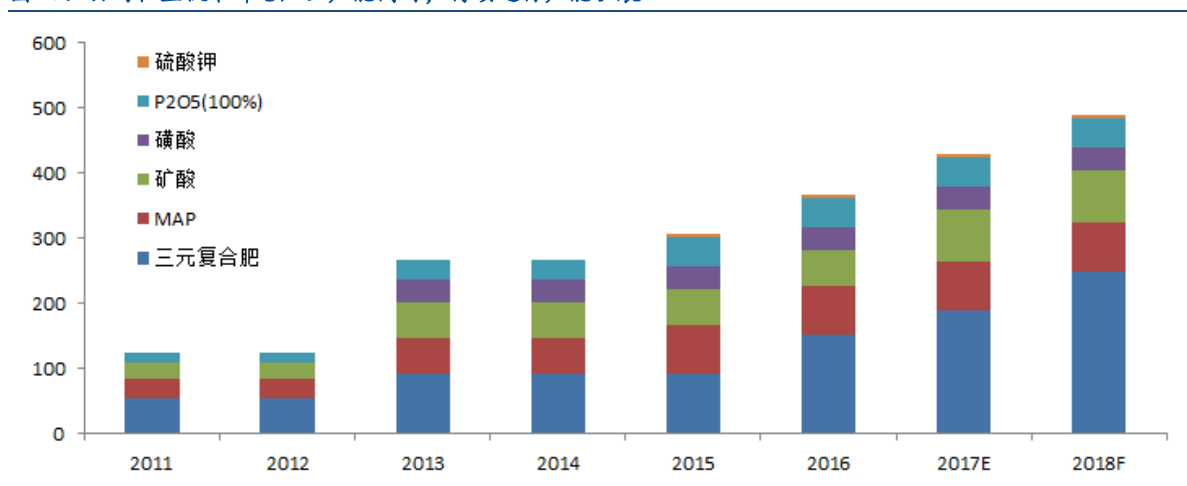
时间	地点	会议主题	涨价幅度	会后报价情况
2016.12.12	贵州	控制开工联合挺价	200 元/吨	湖北 64% 二铵出厂报价涨至 2300 元/吨
2017.1.16	云南	继续执行限产保价	100 元/吨	湖北 64% 二铵出厂报价涨至 2400 元/吨
2017.2.13	云南	继续执行限产保价, 云贵三大企业组建硫磺采购联盟	100 元/吨	湖北 64% 二铵出厂报价涨至 2500 元/吨

资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

1.2 本部高成本装置置换, 产能横向持续扩张

公司自 IPO 以来, 不断通过新建、技改等方式对固有产能进行放大和优化, 同时置换宁国本部老厂区的高成本产能。目前复合肥产能 152 万吨(含亳州新投产的 60 万吨生产线), 磷酸一铵产能 75 万吨, 中间产品有硫酸、磷酸等。正在建设或规划中的项目包括: 宣城司尔特 90 万吨新型复合肥(一期约 30 万吨左右)及 25 万吨硫铁矿制硫酸项目处于土建阶段; 江西 40 万吨新型复合肥项目前期筹备工作。

图 17: 公司在置换本部老厂区产能同时, 持续进行产能扩展



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 4: 公司各基地产能情况

	终端产品产能				中间产品产能		上游矿石产能	
	NPK	MAP	DAP	硫酸钾	硫酸	磷酸	硫铁矿	磷矿石
宁国	82	45		4	65	30		
17 年预计投产	-32							
宣城	10	30			25	15		
17 年预计投产	30							
马尾矿							38	
17 年预计投产								
亳州	60							
17 年预计投产								
江西基地								
17 年预计投产	40							
贵州路发 (20%)		25	25		98	12.5		100
17 年预计投产								
16 年产能合计	152	75		4	90	45	38	
预计 17 年产能	190	75		4	90	45	38	

考虑路发并表	190	80	5	4	110	47.5	38	25
--------	-----	----	---	---	-----	------	----	----

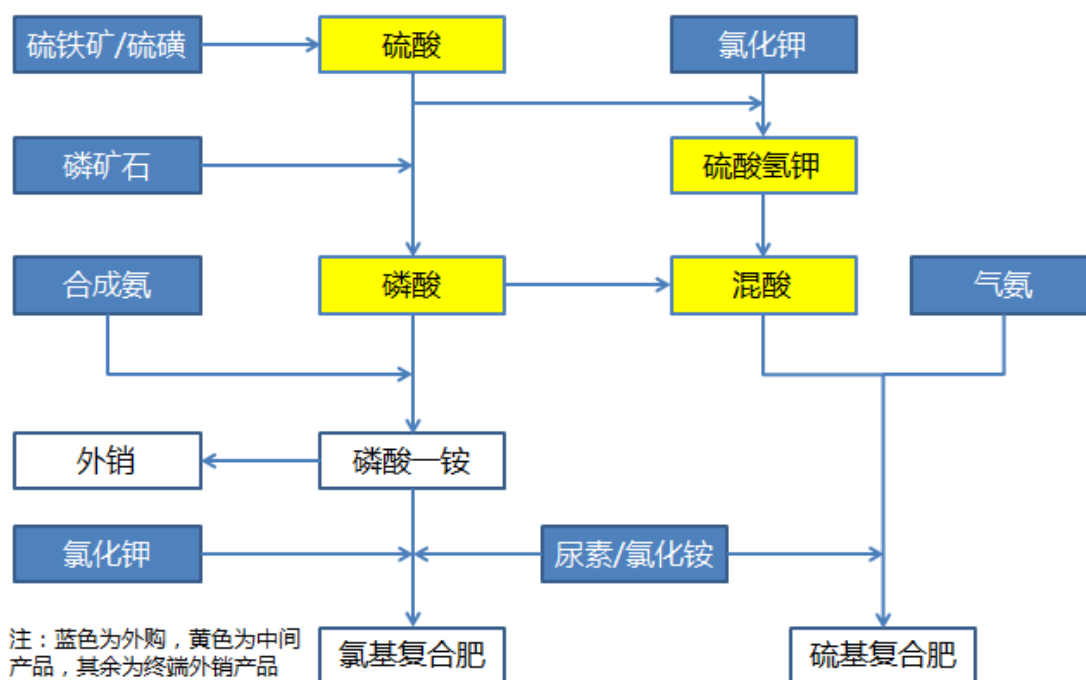
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产能和销售网络逐步向全国布局，打造“一国三州”格局，正在从磷复肥区域性龙头向全国龙头迈进。公司原有的宁国和宣城生产基地主要覆盖安徽和江西地区，产品已在这两个省份已经有较高的市场占有率，是公司的传统优势市场和主要销售区域；亳州基地已建成 60 万吨/年复合肥装置，在巩固安徽市场基础上，向北辐射河南、河北、江苏和山东等复合肥消费大省；参股贵州路发布局西南，贵州路发除磷矿石外，兼有下游硫酸、MAP 和 DAP 产能，向周边云南、广西和川渝等省份辐射，有利于公司拓展西南地区市场；江西基地规划 40 万吨/年复合肥产能，将继续扩大公司在江西的市场份额，并逐步向安徽以南的周边市场辐射。

1.3 纵向打通产业链上游，布局硫铁矿和磷矿石资源

1.3.1 产业链一体化保障稳定的盈利能力

图 18：公司磷复肥上下游产业链

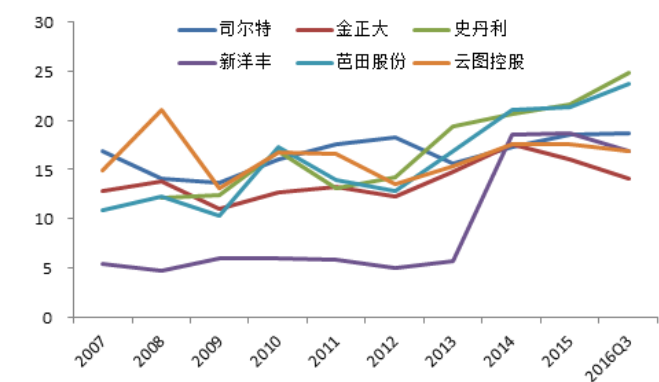


资料来源：公司公告，民生证券研究院，

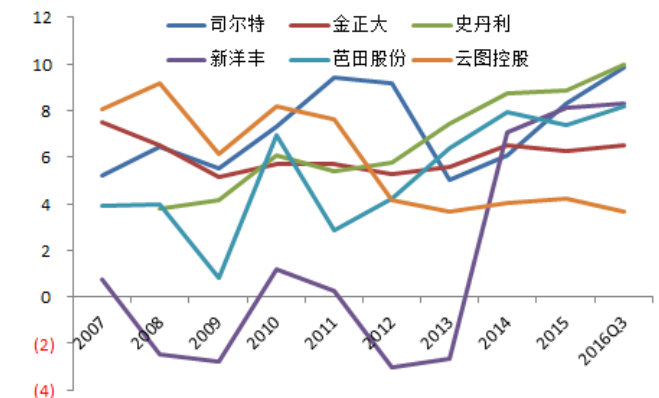
公司拥有从硫铁矿/硫磺制酸到最终产品磷复肥/三元复合肥较为完整的一体化产业链，从而使得中间产品（磷酸等）可直接用于下一环节生产，简化工艺流程，降低生产和运输成本；一体化产业链还可以形成循环利用的生产模式，从而实现废水、废气、废渣等废弃物的循环利用，如制酸复产蒸汽可用于装置加热/保温或余热发电等。从上市公司的综合毛利率来看，公司的综合毛利率处在行业中上游水平，且波动性较小。

图 19：毛利率比较

图 20：净利率比较



资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3.2 硫资源沿硫酸/硫铁矿向上游布局

公司拥有 55 万吨/年硫铁矿制酸、35 万吨/年硫磺制酸产能，能够有效抵御原料、尤其是硫磺的价格波动风险，还可以充分利用余热、废渣，降低水电费用，低碳环保，大幅降低了综合生产成本，较国内同业具有明显的成本优势。其中每生产 1 吨矿酸，副产 1.35 吨蒸汽，0.6 吨铁粉，副产蒸汽可用于余热发电，铁粉外卖。我们测算当前价格下外购硫铁矿，每生产 1 吨矿酸，能够实现毛利 168 元。每生产 1 吨 MAP（60%）约消耗 1.3 吨硫酸，暂不考虑三费，则每生产 1 吨 MAP，相比外购硫酸能够降低生产成本约 218 元/吨。

表 5：硫铁矿制酸的成本拆分

序号	项目	单 价 税后：元/吨	单耗 吨/吨	单位成本 元/吨
1	硫铁矿	265	1	265
2	其他（轻柴油、催化剂等）			10
4	公用工程			48
5	维修			45
6	人工			32
7	折旧			24
8	副产蒸汽	103	-1.35	-138
9	副产铁粉	214	-0.6	-128
10	生产成本			147
11	硫酸	325	1	325
12	毛利			168

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前宣城分公司除现有浓硫酸年产 25 万吨产能外还需外购浓硫酸 10 万吨左右，加上宣城 90 万吨复合肥新项目一期（30 万吨复合肥左右）投产将新增 15 万吨的需求量，宣城分公司将有年产 25 万吨的浓硫酸外购需求量，而宣城新项目的 25 万吨硫铁矿制酸项目有望同时投产，届时公司自有矿酸产能将基本满足自身全部需求，综合生产成本进一步降低。

公司继续向硫酸上游硫铁矿布局，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。马尾山硫铁矿累计查明全矿床资源总矿石量 539.71 万吨，其中硫多金属矿 508.36 万吨，高岭土矿石量 31.35 万吨；采矿权内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。目前马尾山硫铁矿已经具备了年产 38 万吨的生产能力, 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。

每吨 35% 品位的硫铁矿可生产硫酸 1 吨, 目前公司矿酸产能 55 万吨, 至 2017 年底达 80 万吨, 38 万吨硫铁矿产能仅能满足自身近 50% 需求, 我们判断公司后续有望继续向硫铁矿布局, 完善一体化产业链。

1.3.3 参股贵州路发, 保障磷矿石资源的获取

磷资源方面: 每生产 1 吨 MAP 约需磷矿石 1.6 吨, 公司目前 MAP 实际年产量超过 80 万吨, 磷矿石年需求量 130 万吨, 每年磷矿石采购占公司总采购约 30%, 是原材料成本中占比最大的一部分, 磷矿石价格的波动对公司盈利影响较大。

表 6: 公司历年磷矿石采购情况

磷矿石	2011	2012	2013	2014	2015
数量 (吨)	601016	579082	1003392	1790657	1252907
金额 (万元)	32525.18	38157.09	56034.58	85969.9	58796.09
平均单价	541.17	658.92	558.45	480.1	469.28
占采购比重	25.81%	27.53%	30.61%	40.01%	26.64%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(1) 公司通过参股贵州路发 (20%) 获取磷矿资源, 目前路发拥有明泥湾 4.5602 平方公里的磷矿采矿权和永温 8.39 平方公里的磷矿探矿权, 该矿区属我国高品位优质磷矿富矿区, 目前拥有约 1.5 亿吨的储量。贵州路发除了矿产资源还配套建设了硫酸、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。目前贵州路发正在进行探矿权转采矿权的一系列工作, 比如土地征收、环境评估等工作, 工作量大, 待探矿权相关工作完成后将启动后续收购 (55%) 工作; (2) 公司收购政立矿业 55% 股权: 依据《储量核实报告》及其《储量评审意见》的结论, 截止储量核实基准日 2014 年 9 月 30 日, 开阳县金中镇平安磷矿二矿磷矿石保有资源量为 1,572.17 万吨, 矿界内磷矿石平均品位为 32.65%。

我们认为公司参股路发 (未来控股) 和收购政立既保证了公司生产所需的主要原材料磷矿石的供应、规避了磷矿石价格大幅波动的风险, 又为公司进一步拓展西南地区市场创造了条件, 对公司产业链向上游延伸、后续产能扩张和终端市场开拓打下基础。

2. 向医疗健康产业转型, 双主业战略长期发展看好

2.1 大股东变更, 公司医疗健康领域的整合和资源优化配置值得期待

2016 年 10 月 21 日, 公司控股股东安徽省宁国市农业生产资料有限公司与国购产业控股有限公司签署了《股份转让协议》, 产业控股以现金出资 158,000.00 万元收购宁国农资公司持有的司尔特无限售流通股 17,953 万股, 占司尔特总股本的 25%, 转让价格为 8.88 元/股。公司于 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。

国购投资有限公司持有产业控股 90%的股份，是产业控股的控股股东，公司 2015 年总资产 347 亿，营业收入 62.4 亿，净利润 4.8 亿。经营范围主要为实业投资、创业投资、基础设施建设及城镇化建设投资、企业收购、兼并及资产重组等，投资范围主要包括商贸物流、文化动漫、现代金融、机器人与自动化智能装备以及医疗健康等。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，有望对公司在医疗健康领域进行整合，联合做大医疗健康产业，进一步推动公司农业+大健康的双主业战略。

表 7：国购投资下属一级子公司

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
合肥华源物业发展有限责任公司	100,300 万元	国购投资持股 50.1%，袁其福持股 49.4%，袁启宏持股 0.5%	投资管理、商业经营管理与咨询、营销策划；设计、制作国内广告；物业管理；产品展览展示；场地、房屋出租；停车场经营管理各类商品及技术的销售和进出口业务。
宿州国购广场商业投资有限公司	10,000 万元	上海东源添都投资中心（有限合伙）持股 40%，上海东源添豫投资中心（有限合伙）持股 60%	商业项目投资及运营管理，房地产开发，房屋销售，自有房屋出租，物业管理，房地产营销策划。
安徽蓝鼎置地集团有限公司	180,000 万元	中航信托持股 88.88%，国购投资持股 11.12%	一般经营项目：房地产开发与销售，物业管理，建材销售
安徽国购健康产业投资有限公司	10,000 万元	国购投资持股 100%	健康产业投资、咨询与管理；企业管理咨询；投资管理；投资咨询；医院管理咨询；健康咨询；项目投资。
上海蓝虹国冀资产管理有限公司	1,000 万元	国购投资持股 100%	资产管理，房地产投资管理，项目投资咨询，财务咨询。
上海国购资产管理有限公司	3,000 万元	国购投资持股 100%	资产管理；投资咨询；投资管理；企业重组并购；财务咨询。
安徽国购商业运营管理集团有限公司	1,000 万元	国购投资持股 98%，袁其荣持股 2%	商业管理、商业策划；房屋和场地租赁；会议服务；企业信息咨询与服务；广告代理。
安徽中安国购投资发展有限公司	6,000 万元	国购投资持股 95%，胡慕持股 5%	房地产开发、房屋出租、销售及代理；商业投资、经营、管理与咨询；销售策划、设计、制作、发布各类广告，产品展览展示、物业管理，停车场经营管理。
国购集团有限公司	8500 万美元	国购投资持股 100%	动漫游戏产品、软件产品、电子、电器产品和智能装备产品的进出口和销售业务
长安动漫产业集团绿建建设有限公司	20,000 万元	国购投资持股 98%，长安动漫产业集团有限公司持股 2%	专业承包；房地产开发；物业管理；项目投资；销售自行开发的商品房；酒店管理。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 8：国购投资下属二级子公司

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
安徽国购投资管理有限公司	25,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 60%，袁启宏持股 36%，袁其荣持股 4%	投资管理、商业经营管理与咨询、营销策划；设计、制作国内广告；物业管理；产品展览展示、场地出租，停车场经营管理；针织品、服装、鞋帽、文化体育用品、日用百货、办公用品等销售。
安徽国购医疗产业投资有限公司	5,000 万元	安徽国购健康产业投资有限公司持股 100%	医疗产业投资、咨询和管理；资产管理和服务。

公司

郎溪国购置业有限公司	10,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 99%，陈锋持股 2%	房地产开发、房屋出租、销售及代理；物业管理；商业经营及咨询；营销策划；场地出租；产品展示。
郎溪国购广场商业发展有限公司	15,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 80%，郎溪国购置业有限公司持股 20%	商业用房开发、房地产开发；销售策划；房屋出租；商业运营管理；物业管理。
郎溪国购投资发展有限公司	5,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 100%	商业开发、房地产开发；销售策划；房屋出租；商业运营管理；物业管理；产品展览展示；农业机械农业生产资料及农副产品的市场建设及销售。
宣城国购置业有限公司	8,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 100%	房地产开发，商业投资、商业管理咨询，房屋租赁、销售及代理，物业管理。
安徽国购科技投资股份有限公司	2,100 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 52.3%，安徽国购投资管理公司持股 4.8%、袁启宏持股 35.7%、袁其福持股 2.4%、袁其荣持股 2.4%、徐黎德持股 2.4%	科技项目、高新技术及实业项目与基础建设投资，公司理财服务，企业融资及担保，资产托管，企业投融资咨询、财务、商务咨询；基金投资咨询，工业设备、照明器材、汽车及零部件、太阳能产品研发等。
安徽国购投资管理有限公司	25,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 60%，袁启宏持股 36%、袁其荣持股 4%	投资管理、商业经营管理与咨询、营销策划；设计、制作国内广告；物业管理；产品展览展示、场地出租，停车场经营管理；针织品、服装、鞋帽、文化体育用品、日用百货、办公用品、工艺品、家电等销售。
蚌埠国购商业投资发展有限公司	10,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 100%	房地产投资；保障房投资；房地产开发；销售策划；房屋出租；商业运营管理；物业管理。
淮北国购汽车产业园投资发展有限公司	5,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 100%	房地产开发、投资兴办商贸实体、企业营销策划，经销汽车，房屋出租，商业运营管理；物业服务，产品展览展示服务
淮北市国购商业运营管理有限公司	11,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 100%	房地产开发、销售。房地产策划、房屋出租，商业运营管理，物业服务
安徽国购国际贸易有限公司	1,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 51%，产业控股持股 49%	包装材料、化工产品及原材料、针纺织品，皮革制品、木制品、家具、汽车零配件、工艺品、金属制品（除专控）、日用百货、鞋帽、服装、环保设备、化妆品的销售；物流分拨配送；商务咨询服务；自营和代理各类商品进出口业务等。
亳州市国购置业有限公司	10,000 万元	合肥华源物业发展有限责任公司持股 60%，胡玉兰持股 40%	房地产开发销售，企业并购，资产重组，商业投资。
国购发展有限公司	50,000 美元	国购集团有限公司 持股 100%	
长安动漫产业集团合肥投资建设有限公司	20,000 万元	长安动漫产业集团绿建建设有限公司 100%	文化动漫游戏及相关产业投资；动漫游戏城及文化主题园区的建设投资；商品房销售；物业管理；酒店经营管理；房屋租赁；房地产开发

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 携手天津长城基金，设立健康医疗产业基金

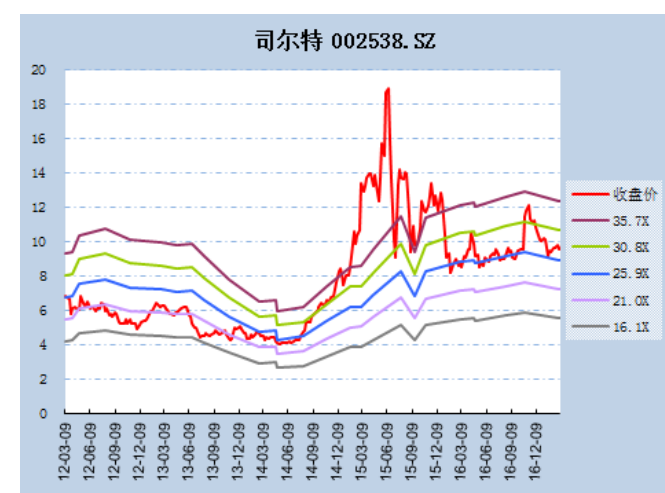
公司正转型布局医疗健康产业，与天津长城基金共同投资设立健康医疗产业基金“芜湖京宁投资”，该产业基金以合伙企业形式组建，基金总规模 3.5 亿元，公司作为有限合伙人出资 3 亿元；天津长城基金为基金管理人及普通合伙人，出资 0.5 亿元。投资方向为具有良好成长性的医疗健康及相关战略价值的目标企业。2016 年 5 月 23 日，该产业基金芜湖京宁投资中心（有限合伙）已完成工商登记手续并取得营业执照。

借助天津长城基金的专业团队、项目资源和平台优势，积极寻找具有良好发展前景的项目并通过间接投资培育优质项目，做大做强医疗健康产业，加快推进公司转型升级，实现企业跨越式发展，形成复合肥产业和医疗健康产业齐头并进的新局面。未来产业基金投资项目可通过资本市场 IPO、借壳上市、新三板、股权转让、回购、清算或其他符合基金设立目标的方式退出。

3. 盈利预测与投资建议

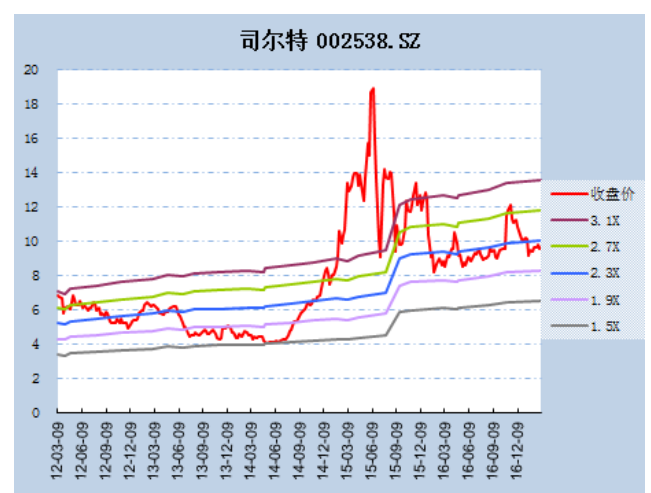
公司化肥+医疗健康双主业协同发展，其中化肥业务横向继续扩张产能保障业绩稳步增长，纵向打通产业链上游降低生产成本，同时受益磷肥行业底部回暖；公司成立医疗健康产业基金及大股东变更后，向医疗健康领域的整合预期较强，看好公司双主业长期发展。预计公司 16-18 年归母净利润分别为 2.48 亿、2.82 亿和 3.41 亿元，EPS 分别为 0.35、0.39 和 0.48 元，对应 PE 分别为 28、25 和 20 倍，股权转让价格为 8.88 元/股，当前股价仅溢价 10%，安全边际较高，给予公司 17 年 30-35 倍 PE，合理估值 11.70-13.65 元，给予公司“强烈推荐”评级。

图 21: PE-band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: PB-band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 9: 可比公司盈利预测与估值比较

	代码	股价	EPS			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
司尔特	002538.SZ	9.74	0.35	0.39	0.48	28.2	24.8	20.5
金正大	002470.SZ	7.45	0.37	0.44	0.55	20	17	14
史丹利	002588.SZ	10.71	0.50	0.57	0.68	21	19	16
新洋丰	000902.SZ	9.69	0.56	0.67	0.85	17	14	11

云图控股	002539.SZ	10.83	0.23	0.34	0.45	48	32	24
芭田股份	002170.SZ	9.3	0.23	0.33	0.43	40	28	21
平均 (不含司尔特)						29	22	17

资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院

注: 司尔特以外其他公司盈利预测取自 Wind 一致预期。

4. 风险提示

农产品价格持续低迷致化肥需求低于预期; 公司医疗健康转型不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,974	2,822	3,341	3,999
营业成本	2,421	2,304	2,701	3,233
营业税金及附加	7	7	8	9
销售费用	127	123	144	173
管理费用	122	130	151	176
EBIT	297	257	337	408
财务费用	38	20	18	19
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	256	237	318	389
营业外收支	21	61	20	20
利润总额	277	298	338	409
所得税	30	43	48	57
净利润	247	255	290	352
归属于母公司净利润	247	248	282	341
EBITDA	399	376	468	552

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	705	777	787	817
应收账款及票据	187	281	312	375
预付款项	408	639	720	842
存货	735	589	721	881
其他流动资产	245	245	245	245
流动资产合计	2329	2579	2844	3229
长期股权投资	404	405	405	405
固定资产	876	891	894	877
无形资产	243	302	359	415
非流动资产合计	1776	1864	1927	1960
资产合计	4106	4444	4771	5189
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	237	280	343	419
其他流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	460	615	724	862
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	633	633	633	633
非流动负债合计	633	633	633	633
负债合计	1094	1248	1358	1496
股本	718	718	718	718
少数股东权益	0	7	16	26
股东权益合计	3012	3195	3414	3693
负债和股东权益合计	4106	4444	4771	5189

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	25.0%	-5.1%	18.4%	19.7%
EBIT 增长率	55.4%	-13.6%	31.1%	21.0%
净利润增长率	71.2%	0.5%	13.6%	21.3%
盈利能力				
毛利率	18.6%	18.3%	19.2%	19.2%
净利润率	8.3%	8.8%	8.4%	8.5%
总资产收益率 ROA	6.0%	5.6%	5.9%	6.6%
净资产收益率 ROE	8.2%	7.8%	8.3%	9.3%
偿债能力				
流动比率	5.06	4.20	3.93	3.74
速动比率	3.46	3.24	2.93	2.72
现金比率	1.53	1.26	1.09	0.95
资产负债率	26.6%	28.1%	28.5%	28.8%
经营效率				
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	0.7	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.35	0.39	0.48
每股净资产	4.2	4.4	4.7	5.1
每股经营现金流	0.6	0.4	0.4	0.4
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	28.4	28.2	24.8	20.5
PB	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.3	18.1	14.5	12.3
股息收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	247	255	290	352
折旧和摊销	105	119	132	145
营运资金变动	36	(95)	(145)	(217)
经营活动现金流	428	259	297	300
资本开支	189	146	175	158
投资	(336)	(0)	0	0
投资活动现金流	(525)	(146)	(175)	(158)
股权募资	1,028	0	0	0
债务募资	(243)	0	0	0
筹资活动现金流	701	(41)	(112)	(112)
现金净流量	604	72	10	30

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 全球人均可耕地面积持续下降	3
图 2: 全球粮食产量将持续增长以满足需求	3
图 3: 从化肥价格与作物产品价格的比价关系看, 农民用肥积极性仍有上升空间	3
图 4: 2016-2020 年全球磷肥需求复合增速约 2%	4
图 5: 至 2020 年新增产能主要来自于摩洛哥和沙特阿拉伯	4
图 6: 全球磷肥开工率未来 5 年将从 85% 提升至 87%	4
图 7: 主要磷肥消费地需求增速预测	4
图 8: 全球磷肥现金生产成本曲线, 印度严重依赖进口、高成本产能无竞争力, 国内高成本落后产能逐步淘汰	5
图 9: 磷酸一铵出口量	6
图 10: 复合肥出口量	6
图 11: 磷酸一铵价格及价差	6
图 12: 磷酸二铵价格及价差	6
图 13: 磷酸一铵月度开工率	7
图 14: 磷酸二铵月度开工率	7
图 15: 磷酸一铵国内产能分布图 (2015 年)	8
图 16: 磷酸二铵国内产能分布图 (2015 年)	8
图 17: 公司在置换本部老厂区产能同时, 持续进行产能扩展	9
图 18: 公司磷复肥上下游产业链	10
图 19: 毛利率比较	10
图 20: 净利率比较	10
图 21: PE-band	15
图 22: PB-band	15

表格目录

表 1: 历年磷复肥和三元复合肥出口关税政策调整	5
--------------------------------	---

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。

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 指数涨跌幅为基准。	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		
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 指数涨跌幅为基准。	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资目标、财务状况或需要。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。