

磷复肥上下游双向扩张，大健康双主业有望突破

——司尔特（002538）财报点评

2017年04月19日

强烈推荐/维持

司尔特

财报点评

| | | |
|-----|-----------------------|------------------------|
| 刘宇卓 | 分析师 | 执业证书编号: S1480516110002 |
| | liuyuzhuo@dxzq.net.cn | 010-66554030 |
| 杨若木 | 分析师 | 执业证书编号: S1480510120014 |
| | yangrm@dxzq.net.cn | 010-66554032 |

事件:

司尔特发布 2016 年年报: 实现营业收入 28.18 亿元, YoY-5.24%, 归母净利润 2.44 亿元, YoY-1.11%, EPS 0.34 元, 扣非后归母净利润 1.77 亿元, YoY-18.55%, 主要由于土地收储取得营业外收入 4996 万元。其中, 第四季度单季实现营业收入 6.86 亿元, YoY+29.58%, 归母净利润 0.38 亿元, YoY-30.63%, 扣非后归母净利润 0.23 亿元, YoY-41.79%, 主要由于磷酸一铵、复合肥价格同比下滑。公司拟每 10 股派息 1 元。

公司预计 2017 年 1 季度归母净利润区间为 2863~4295 万元, YoY-40%~-10%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2015Q2 | 2015Q3 | 2015Q4 | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 872.73 | 844.60 | 529.50 | 651.36 | 740.87 | 739.73 | 686.14 |
| 增长率(%) | 51.99% | 26.91% | -16.10% | -10.41% | -15.11% | -12.42% | 29.58% |
| 毛利率(%) | 16.09% | 16.78% | 23.24% | 17.22% | 21.56% | 17.01% | 18.39% |
| 期间费用率(%) | 7.84% | 7.29% | 13.95% | 9.63% | 9.89% | 9.62% | 12.69% |
| 营业利润率(%) | 8.26% | 9.52% | 8.50% | 7.49% | 11.64% | 6.97% | 4.85% |
| 净利润(百万元) | 66.20 | 73.86 | 54.37 | 47.72 | 77.91 | 80.61 | 37.71 |
| 增长率(%) | 91.82% | 113.26% | 41.04% | -8.69% | 17.70% | 9.14% | -30.63% |
| 每股盈利(季度, 元) | 0.09 | 0.10 | 0.08 | 0.07 | 0.11 | 0.11 | 0.05 |
| 资产负债率(%) | 50.08% | 26.37% | 26.64% | 28.04% | 32.94% | 25.85% | 31.80% |
| 净资产收益率(%) | 3.57% | 2.50% | 1.81% | 1.56% | 2.54% | 2.56% | 1.18% |
| 总资产收益率(%) | 1.78% | 1.84% | 1.32% | 1.12% | 1.67% | 1.87% | 0.79% |

观点:

2016 年全球农化市场低迷, 磷复肥产品价格下滑。2016 年公司磷复肥产品销量 163.63 万吨, YoY+18.57%, 产量 181.32 万吨, YoY+7.40%。磷酸一铵产品营收 10.92 亿元, YoY-16.69%, 毛利率下滑 4.79ppt 至 13.30%; 复合肥产品营收 15.56 亿元, YoY-0.82%, 毛利率下滑 0.56ppt 至 19.65%。受全球农化市场需求低迷影响, 2016 年磷酸一铵、普通复合肥的市场均价分别同比下滑 16%、9%至 1800 元/吨、2063 元/吨。

复合肥产能持续扩张，由区域性复合肥企业转型全国性复合肥企业。2015年公司复合肥产能92万吨（氯基复合肥72万吨+硫基复合肥20万吨）、MAP产能75万吨。2016年亳州基地新增60万吨复合肥产能，其中20万吨/年氨酸法转鼓造粒氯基复合肥4月投产、40万吨/年融料高塔造粒硝基复合肥8月投产。2017年，在亳州基地60万吨复合肥产能持续释放的同时，宣城基地25万吨硫铁矿制硫酸项目+复合肥90万吨新型复合肥一期项目（约20~30万吨）预计9月投产，江西基地40万吨新型复合肥项目预计年底投产。

整合上游优质资源，增强一体化产业链优势：

➤ 磷矿资源：

①贵州路发：2015年7月公司以增资入股方式取得贵州路发20%股权，《增资公告》中双方约定，自交割日起15个月内增持至不低于55%股权。我们预计该部分35%股权的收购有望在2017年落地。《增资公告》显示，永温磷矿的磷矿石可采储量预计不低于1亿吨，且矿石品位预计在30%以上。目前永温磷矿已具备探转采的条件，且经过技改产能已大幅提升。

②贵州政立：2016年3月公司收购贵州政立矿业55%股权，其主要资产为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%，年产能30万吨。

➤ 硫酸资源：

①宣城马尾巴：马尾巴38万吨硫铁矿项目已具备生产条件，公司还将加大对周边地区的勘探。

②汪溪园区、宣城基地均拥有硫铁矿制硫酸产能、硫磺制硫酸产能。

向有机肥领域延伸，优化产品结构。公司拟以不超过5000万元收购安徽五星养殖有机肥料厂。安徽省农作物秸秆资源丰富且没有得以有效利用，若收购成功，将有利于结合中国农业大学、南京农业大学的技术优势，利用当地水稻、棉花等作物秸秆、山核桃壳、竹笋壳及鸡鸭等动物粪便资源，节约成本，增加公司的经营业绩，并且提升公司产品竞争力。

大健康第二主业有望实现从无到有的突破。2016年10月国购产业控股出资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，股权转让成本8.8元/股。国购产业控股在医疗健康领域经验丰富，未来上市公司有望向大健康领域拓展。

➤ **设立并购基金和子公司。**公司于2016年5月出资3亿元参与设立医疗健康产业基金；目前拟以自有资金2亿元设立大健康子公司，将依托已设立的健康产业基金，为公司培育医疗、健康领域的优质资源。

➤ **董事会调整，国购投资将占半数席位。**原大股东宁国农资方3个董事辞职，经国购产投提名，将增补李刚（芜湖国购汽车物流产业园董事）、朱国全（国购投资副总裁）、张晓峰（国购投资担任财务管理中心总经理）为公司董事。目前司尔特的非独立董事共6名，本次董事会调整后，国购投资将占3席。

结论：

暂不考虑贵州路发后续收购，我们预计2017~2019年净利润分别为2.85亿元、3.57亿元、4.33亿元，EPS分别为0.40元、0.50元、0.60元。目前股价对应P/E分别为23倍、19倍、15倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

农产品价格下滑, 化肥价格下滑, 产能投建进度不及预期, 收购整合不及预期。

图 1: 磷酸一铵产品价格



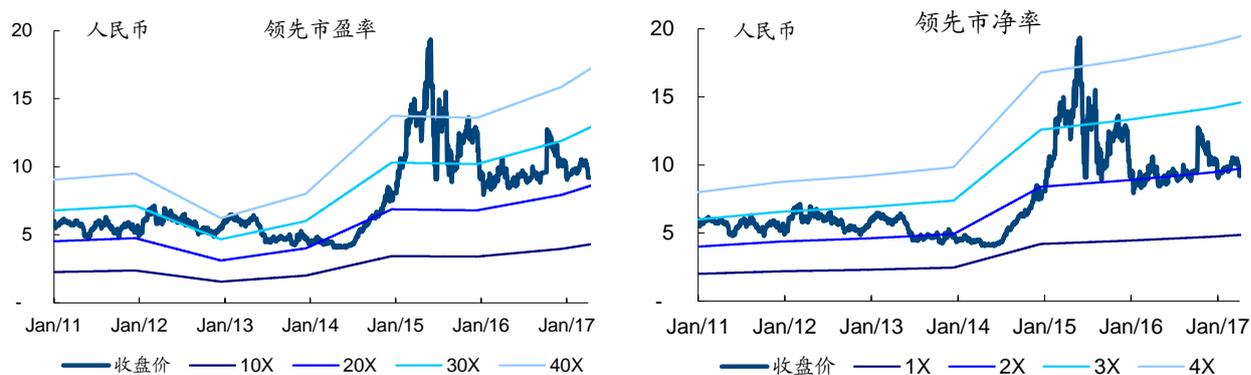
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 2: 复合肥产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 3: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计 | 2329 | 2549 | 2853 | 3356 | 3946 | 营业收入 | 2974 | 2818 | 3372 | 4134 | 4933 |
| 货币资金 | 705 | 209 | 284 | 434 | 654 | 营业成本 | 2428 | 2331 | 2730 | 3350 | 4000 |
| 应收账款 | 28 | 66 | 79 | 96 | 115 | 营业税金及附加 | 7 | 37 | 44 | 54 | 65 |
| 其他应收款 | 49 | 10 | 924 | 1134 | 1354 | 营业费用 | 127 | 135 | 135 | 165 | 197 |
| 预付款项 | 408 | 790 | 12 | 14 | 17 | 管理费用 | 122 | 126 | 135 | 165 | 197 |
| 存货 | 735 | 436 | 510 | 626 | 747 | 财务费用 | 38 | 33 | 37 | 35 | 32 |
| 其他流动资产 | 405 | 1039 | 1044 | 1051 | 1058 | 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 1776 | 2200 | 2242 | 2266 | 2275 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 404 | 406 | 406 | 406 | 406 | 投资净收益 | 0 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 876 | 1107 | 1290 | 1359 | 1389 | 营业利润 | 256 | 220 | 335 | 418 | 506 |
| 无形资产 | 243 | 354 | 343 | 332 | 321 | 营业外收入 | 22 | 65 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 253 | 333 | 204 | 169 | 159 | 营业外支出 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 4106 | 4749 | 5095 | 5622 | 6221 | 利润总额 | 277 | 283 | 334 | 417 | 505 |
| 流动负债合计 | 460 | 831 | 975 | 1195 | 1426 | 所得税 | 30 | 36 | 43 | 53 | 64 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 247 | 247 | 291 | 363 | 440 |
| 应付账款 | 100 | 196 | 229 | 281 | 336 | 少数股东损益 | 0 | -3 | -6 | -6 | -7 |
| 预收款项 | 116 | 95 | 113 | 139 | 166 | 归属母公司净利润 | 247 | 244 | 285 | 357 | 433 |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 316 | 313 | 365 | 445 | 530 |
| 非流动负债合计 | 633 | 663 | 663 | 663 | 663 | BPS (元) | 0.34 | 0.34 | 0.40 | 0.50 | 0.60 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 596 | 596 | 596 | 596 | 596 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计 | 1094 | 1510 | 1637 | 1858 | 2088 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 53 | 59 | 66 | 73 | 营业收入增长 | 25.04% | -5.24% | 19.65% | 22.60% | 19.33% |
| 实收资本(或股本) | 718 | 718 | 718 | 718 | 718 | 营业利润增长 | 73.04% | -14.07 | 52.57% | 24.70% | 21.07% |
| 资本公积 | 1374 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 | 归属于母公司净利润 | 71.23% | -1.11% | 16.96% | 25.12% | 21.35% |
| 未分配利润 | 920 | 1092 | 1306 | 1606 | 1967 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 3012 | 3185 | 3399 | 3699 | 4060 | 毛利率(%) | 18.35% | 17.28% | 19.04% | 18.97% | 18.92% |
| 负债和所有者权 | 4106 | 4749 | 5095 | 5622 | 6221 | 净利率(%) | 8.30% | 8.76% | 8.63% | 8.79% | 8.93% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | 单位:百万元 | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 8.01% | 5.14% | 5.60% | 6.35% | 6.96% | |
| 经营活动现金流 | 428 | 591 | 383 | 425 | 507 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 247 | 244 | 285 | 357 | 433 | 资产负债率(%) | 27% | 32% | 32% | 33% | 34% |
| 折旧摊销 | 101 | 111 | 141 | 159 | 174 | 流动比率 | 5.06 | 3.07 | 2.93 | 2.81 | 2.77 |
| 财务费用 | 38 | 33 | 37 | 35 | 32 | 速动比率 | 4.21 | 2.59 | 2.14 | 2.19 | 2.46 |
| 应收账款减少 | -359 | -52 | 229 | 353 | 370 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | -273 | 371 | 144 | 220 | 231 | 总资产周转率 | 1.96 | 1.42 | 1.52 | 1.83 | 2.17 |
| 投资活动现金流 | -525 | -980 | -199 | -183 | -183 | 应收账款周转率 | 139.73 | 60.53 | 46.80 | 47.31 | 46.74 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 20.15 | 13.27 | 13.22 | 13.41 | 13.60 |
| 长期股权投资减少 | -189 | -275 | -183 | -183 | -183 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 27 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.34 | 0.34 | 0.40 | 0.50 | 0.60 |
| 筹资活动现金流 | 701 | -111 | -109 | -92 | -104 | 每股净现金流(最新) | 0.84 | -0.70 | 0.10 | 0.21 | 0.31 |
| 应付债券增加 | 297 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 4.19 | 4.44 | 4.73 | 5.15 | 5.65 |
| 长期借款增加 | -540 | 1 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 1028 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 26.78 | 27.08 | 23.15 | 18.51 | 15.25 |
| 资本公积增加 | 606 | 1 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.19 | 2.07 | 1.94 | 1.79 | 1.63 |
| 现金净增加额 | 604 | -499 | 75 | 150 | 220 | EV/EBITDA | 15.58 | 16.47 | 13.69 | 11.20 | 9.31 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。