

司尔特(002538)/化学制品
农化景气向上, 医疗启航, 迎来成长拐点!
评级: 增持(维持)

市场价格: 7.54

分析师: 陈奇
执业证书编号: S0740514070005
电话: 021-20315189
Email: chenqi@r.qizq.com.cn

联系人: 陈露

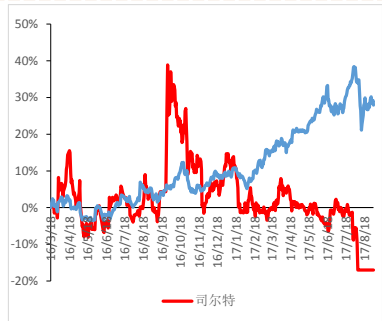
电话: 010-59013787

Email: chenlu@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	7.18
流通股本(亿股)	7.00
市价(元)	7.54
市值(亿元)	54.15
流通市值(亿元)	52.75

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 司尔特(002538.sz)三季报点评:

双主业转型启程

2 司尔特(002538.sz)三季报点评:

高增长兑现, 继续推进产能扩张和信息化战略

3 司尔特(002538.sz)中报点评:

复合肥与磷铵双增, 下半年高预期延续

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2973.9	2818.1	2679.2	3140.0	3620.4
增长率 yoy%	25.0%	-5.2%	-4.9%	17.2%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	246.7	244.0	201.8	277.2	331.1
增长率 yoy%	71.2%	-1.1%	-17.3%	37.3%	19.4%
每股收益(元)	0.34	0.34	0.28	0.39	0.46
净资产收益率	8.2%	7.7%	6.1%	7.8%	8.8%
内部投资回报率	12.2%	7.8%	4.9%	6.7%	9.5%
P/E	21.9	22.2	26.8	19.5	16.4
PEG	-17.1	5.0	2.2	-	-
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

备注: 以 2018 年 02 月 02 日收盘价为基准

投资要点

- **事件: 公司终止筹划重大资产重组, 明日复牌。公司全资子公司安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司拟与国购投资有限公司共同成立子公司, 负责落实与安徽医科大学第一附属医院战略合作框架协议, 合作设立医疗机构, 创建三级甲等医院。**
- **粮价底部向上带动需求转好, 磷复合肥业务稳步发展。**截止目前, 公司复合肥产能近 250 万吨, 磷酸一铵产能 75 万吨, 年产 25 万吨硫铁矿制硫酸项目也开始投产。过去两年因粮价底部徘徊, 市场需求不振, 且环保压力下公司原材料价格攀升, 导致公司净利润连续下滑。2017/18 种植季, 伴随玉米市场供需格局好转, 价格出现同比回升, 且今年种植面积有望恢复, 化肥市场需求呈现拐点之势。在公司从区域性公司向全国性转型的过程中, 重点布局的河南市场作为玉米、小麦种植大省, 在种植收益好转的背景下, 高效复合肥使用量亦有望提升。同时, 环保重压过去, 原料价格压力减缓, 而公司打通上游硫铁矿和磷矿资源, 随着硫铁矿的项目投产和参股上游磷矿公司贵州路发, 生产成本有望进一步下降, 成本优势的逐步体现带来毛利率的恢复。
- **产品结构调整优化, 有机肥项目带动未来增量。**2017 年公司为了响应国家大力发展生物有机肥的相关政策, 成立了生态有机肥厂, 采用与南京农业大学合作开发应用的“全元生物有机肥制造技术”, 进军生物有机肥市场。目前, 公司已与宁国市水稻、小麦、油菜种植重点乡镇签订了秸秆收储协议, 建立了收储点, 为后期生产原料保障奠定了坚实基础。利用公司过去在复合肥上的优势, 通过打入有机肥市场, 公司在产品结构上不再单一依赖复合肥, 并向着符合政策指引的方向转型。
- **大举进军医疗健康产业, 第二主业已然启航。**2016 年 10 月宁国农资将控股权转让给国购产业控股, 国购集团在安徽省内资源丰富, 能够争取到有利的医疗政策, 或与公立医院进行合作, 迅速切入医疗服务市场。2017 年, 公司对宣城四家民营医院(宣城骨科医院、宁国手足病医院、华信健康体检医院、宣城华艺医疗美容医院)进行托管, 在实际医院的运营管理上已经积累了一定经验。同时, 公司成立了安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司, 并与安徽众泰建设工程有限公司、合肥磐信股权投资合伙企业(有限合伙)拟共同投资设立 8 亿的健康医疗产业基金, 积极在医疗、健康等领域寻求商业模式更加清晰、发展方向更加稳定、盈利趋势更加明显的投资和并购机会。此次在控股股东的支持下, 加入与安徽医科大学第一附属医院的战略合作, 是公司充分整合区域优质医疗资源, 加快拓展以优质、高效、便捷医疗服务为核心的大健康产业的重要一步。

随着优质三级综合医院成为核心，以特色专科医院为骨干，网络化社区医院为支点，线上与实体融合发展的区域化、现代化、一体化、多层次、智慧型医疗服务综合体战略蔚然成型。

- **公司双主业战略稳步推进，磷复合肥业务伴随着行业需求回暖和成本优势逐步体现，带来稳健的业绩回升，而医疗健康产业已经抢先布局优质区域医疗资源，成为未来的新增利润点。化肥+医疗双主业有望同步发力，当下正处于业绩拐点。我们预计公司 18-19 年净利润为 2.77 亿元，3.31 亿元，同比增长 37.3%，19.4%，给予“增持”评级。**
- **风险提示：化肥需求恢复不及预期，产业基金进展不顺利。**

图表 1: 司尔特三大财务报表预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,973.9	2,818.1	2,679.2	3,140.0	3,620.4	成长性					
减:营业成本	2,421.2	2,294.2	2,215.7	2,571.6	2,961.5	营业收入增长率	25.0%	-5.2%	-4.9%	17.2%	15.3%
营业税金及附加	7.0	37.0	26.8	31.4	36.2	营业利润增长率	73.0%	-14.1%	-7.0%	41.6%	20.0%
销售费用	126.8	135.2	131.3	139.7	159.3	净利润增长率	71.2%	-1.1%	-17.3%	37.3%	19.4%
管理费用	121.7	125.7	120.6	136.6	155.7	EBITDA增长率	38.4%	-7.9%	-16.1%	27.8%	14.8%
财务费用	38.4	33.4	-	-	-	EBIT增长率	52.8%	-13.9%	-19.3%	41.6%	20.0%
资产减值损失	3.0	-0.2	0.5	1.1	0.5	NOPLAT增长率	60.5%	-15.6%	-21.4%	41.6%	20.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.9%	25.5%	2.4%	-15.1%	26.4%
投资和汇兑收益	0.1	27.0	20.0	30.0	40.0	净资产增长率	70.5%	7.5%	4.6%	5.9%	6.7%
营业利润	255.9	219.9	204.4	289.5	347.3	利润率					
加:营业外净收支	21.2	63.1	35.5	39.9	46.1	毛利率	18.6%	18.6%	17.3%	18.1%	18.2%
利润总额	277.1	282.9	239.8	329.4	393.4	营业利润率	8.6%	7.8%	7.6%	9.2%	9.6%
减:所得税	30.4	36.1	36.0	49.4	59.0	净利率	8.3%	8.7%	7.5%	8.8%	9.1%
净利润	246.7	244.0	201.8	277.2	331.1	EBITDA/营业收入	13.3%	12.9%	11.4%	12.4%	12.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	运营效率					
货币资金	704.5	209.2	214.3	992.2	404.4	固定资本周转天数	105	127	143	112	88
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	133	171	213	165	167
应收账款	76.4	75.5	67.2	91.3	99.0	流动资产周转天数	270	312	323	313	316
应收票据	159.4	26.4	337.8	20.8	360.6	应收账款周转天数	8	10	10	9	9
预付账款	408.3	789.6	373.0	898.4	623.1	存货周转天数	91	75	85	84	81
存货	735.4	435.7	836.8	625.4	1,006.7	总资产周转天数	453	566	613	548	510
其他流动资产	245.4	1,012.3	433.5	563.7	669.8	投资资本周转天数	302	409	485	387	349
可供出售金融资产	-	1.0	0.3	0.4	0.6	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.2%	7.7%	6.1%	7.8%	8.8%
长期股权投资	404.2	405.7	405.7	405.7	405.7	ROA	6.0%	5.2%	4.7%	5.4%	6.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	12.2%	7.8%	4.9%	6.7%	9.5%
固定资产	875.9	1,107.4	1,018.3	929.2	840.1	费用率					
在建工程	191.3	264.5	264.5	264.5	264.5	销售费用率	4.3%	4.8%	4.9%	4.5%	4.4%
无形资产	243.2	354.0	341.8	329.5	317.3	管理费用率	4.1%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%
其他非流动资产	61.7	67.3	81.8	70.4	70.6	财务费用率	1.3%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	4,105.7	4,748.6	4,375.1	5,191.7	5,062.3	三费/营业收入	9.6%	10.4%	9.4%	8.8%	8.7%
短期债务	-	-	53.4	-	-	偿债能力					
应付账款	169.5	260.8	108.8	311.7	199.5	资产负债率	26.6%	31.8%	22.6%	30.9%	24.3%
应付票据	137.9	412.3	45.1	510.2	143.5	负债权益比	36.3%	46.6%	29.1%	44.6%	32.1%
其他流动负债	153.1	157.9	229.0	158.9	270.9	流动比率	5.06	3.07	5.19	3.25	5.15
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.46	2.54	3.27	2.62	3.51
其他非流动负债	633.4	679.1	550.5	621.0	616.9	利息保障倍数	7.66	7.58	-	-	-
负债总额	1,093.8	1,510.1	986.8	1,601.8	1,230.8	分红指标					
少数股东权益	-	53.5	55.4	58.2	61.5	DPS(元)	0.10	0.10	0.07	0.11	0.13
股本	718.1	718.1	718.1	718.1	718.1	分红比率	29.1%	29.4%	26.4%	28.3%	28.0%
留存收益	2,293.7	2,466.8	2,614.7	2,813.6	3,052.0	股息收益率	1.3%	1.3%	1.0%	1.4%	1.7%
股东权益	3,011.9	3,238.5	3,388.3	3,589.9	3,831.6	业绩和估值指标					
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	246.7	246.8	201.8	277.2	331.1	EPS(元)	0.34	0.34	0.28	0.39	0.46
加:折旧和摊销	101.7	113.5	101.4	101.4	101.4	BVPS(元)	4.19	4.44	4.64	4.92	5.25
资产减值准备	3.0	-0.2	-	-	-	PE(X)	21.9	22.2	26.8	19.5	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	42.3	40.4	-	-	-	P/FCF	-7.9	-11.3	76.3	6.4	-10.9
投资收益	-0.1	-27.0	-20.0	-30.0	-40.0	P/S	1.8	1.9	2.0	1.7	1.5
少数股东损益	-	2.9	2.0	2.8	3.3	EV/EBITDA	13.3	15.9	18.8	12.7	12.4
营运资金的变动	-128.2	-418.8	-200.1	462.0	-919.8	CAGR(%)	4.3%	10.6%	12.3%	4.3%	10.6%
经营活动产生现金	428.2	591.4	85.1	813.4	-524.0	PEG	5.1	2.1	2.2	4.5	1.5
投资活动产生现金	-525.0	-979.5	20.7	29.9	39.9	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金	701.3	-111.3	-100.6	-65.5	-103.6	REP	-	-	-	-	-

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

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。