

# 司尔特 (002538)

证券研究报告  
2018年06月12日

## 磷复肥龙头受益行业回暖，硫铁矿及制酸项目大幅增厚业绩

### 安徽磷复肥龙头有望受益于复合肥及磷肥景气上行

公司是安徽省磷复肥龙头，现有宁国、宣州、亳州及贵州四大生产基地，具备150万吨复合肥及75万吨磷酸一铵产能。依托于硫铁矿-硫酸-磷酸-磷酸一铵-复合肥完整的产业链，公司具备显著的成本优势。随着行业政策利空消化、玉米价格回暖及单质肥价格上行，复合肥有望结束两年调整期，逐步复苏。而磷肥方面，随着环保日益趋严及沿江经济带环保整治，磷矿石及磷肥进入去产能阶段，供需结构好转下，磷肥价格有望持续上行。公司作为磷复肥龙头，有望充分受益于行业景气回升。

### 硫铁矿项目及硫铁矿制酸项目有望大幅增厚业绩：

公司38万吨硫铁矿项目具备开采条件，投产后有望进一步延伸公司产业链。如果硫铁矿品位在35%以上，我们预计硫铁矿开采完全成本约80元/吨，而以目前硫铁矿300元/吨的价格计算净利润约160元/吨，则该项目年化有望贡献业绩增量约6000万元，且其高含量的铅锌等伴生矿经济价值可观。此外公司宣州25万吨硫铁矿制酸投产，如果考虑项目余热发电及蒸汽的综合效益，我们预计硫酸的完全成本在100元/吨以内，而目前华东硫酸价格约300元/吨，因此该项目年化有望增厚业绩约5000万元。硫铁矿项目及硫铁矿制酸项目有望大幅增厚公司业绩。

### 产业链一体化公司竞争优势逐渐体现：

随着国家供给侧改革，加上环保去产能力度越来越大，无论是尿素还是磷肥，供需结构都在优化，我们认为复合肥产业链后续有望出现两点变化：(1)产业链利润有望向上游重资产的尿素、磷肥及钾肥转移；(2)在下游农产品价格弱复苏的大背景下，具备产业链成本优势的公司，其产品性价比高，在终端竞争较为激烈的情况下具备更强的竞争优势。

### 盈利预测及投资建议：

复合肥逐渐复苏及磷肥景气继续上行，叠加硫铁矿项目及硫铁矿制酸项目大幅增厚业绩，公司业绩有望持续高增长。我们预计公司2018-2020年净利润为3.1/4.8/5.7亿元，对应EPS为0.43/0.67/0.79元，现价对应2018年PE 15.5X。考虑到公司今明两年业绩有望高增长，给予目标价9.38元，对应2018年PE为22X，PB为2.0X，给予“买入”评级。

**风险提示：**复合肥需求继续低迷；磷矿石及磷肥去产能低于预期；硫铁矿投产进度低于预期。

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.70元
目标价格	9.38元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	718.12
流通A股股本(百万股)	698.60
A股总市值(百万元)	4,811.41
流通A股市值(百万元)	4,680.65
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	31.21
一年内最高/最低(元)	9.92/6.60

### 作者

**陈宏亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517100001  
chenhongliang@tfzq.com

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
hulii@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,818.10	2,602.72	2,950.42	3,550.53	3,941.59
增长率(%)	(5.24)	(7.64)	13.36	20.34	11.01
EBITDA(百万元)	364.53	341.83	498.61	719.37	828.71
净利润(百万元)	243.96	212.96	310.50	482.21	567.53
增长率(%)	(1.11)	(12.71)	45.80	55.30	17.69
EPS(元/股)	0.34	0.30	0.43	0.67	0.79
市盈率(P/E)	19.72	22.59	15.50	9.98	8.48
市净率(P/B)	1.51	1.45	1.36	1.24	1.12
市销率(P/S)	1.71	1.85	1.63	1.36	1.22
EV/EBITDA	20.87	18.08	9.66	6.49	5.15

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 复合肥逐步复苏，环保高压下磷肥景气有望持续上行	4
1.1. 复合肥触底后逐步复苏	4
1.1.1. 政策利空消化	4
1.1.2. 玉米价格回暖	4
1.1.3. 单质肥价格上行	5
1.2. 环保高压磷矿石及磷肥去产能	6
2. 一体化产业链成本优势显著，硫铁矿投产有望大幅增厚业绩	7
2.1. 参股贵州路发+控股贵州政立保障磷矿石资源	9
2.2. 25万吨硫铁矿制酸项目投产进一步优化产业链布局	10
2.3. 马尾山硫铁矿投产有望大幅增厚公司业绩	11
2.4. 产业链一体化公司竞争优势逐渐体现	11
3. 产能布局辐射多省，产品结构持续优化	11
3.1. “一国三州”产能布局辐射多个农业大省	11
3.2. 打造中国测土配方施肥第一品牌	12
3.3. 产品结构持续优势，新型肥料有望成为新增长点	12
3.3.1. 有机肥	12
3.3.2. 水溶肥	14
3.3.3. 土壤调理剂	15
4. 控股股东及管理层增持股份彰显长期发展信心	15
5. 盈利预测及投资建议	16
5.1. 核心假设	16
5.2. 投资建议	17

## 图表目录

图 1：我国玉米现货价格回暖	4
图 2：原油价格上行	4
图 3：尿素价格大幅上涨，元/吨	5
图 4：磷肥价格底部上行，元/吨	5
图 5：钾肥价格相对稳定，元/吨	6
图 6：复合肥结束单边下跌，元/吨	6
图 7：磷矿石产量集中在云贵鄂（2017）	6
图 8：湖北磷肥产量全国最高（2017）	6
图 9：环保高压下磷矿石累计产量持续下滑	7
图 10：公司产业链布局完善	8
图 11：公司历年营收情况	8
图 12：公司历年归母净利润情况	8

图 13: 公司各板块业务营收和利润情况 (2017) .....	9
图 14: 复合肥和磷酸一铵是公司营收和毛利的主要来源 (2017) .....	9
图 15: 公司 2017 年销量略有下滑 .....	9
图 16: 公司复合肥毛利率较为稳定 .....	9
图 17: 公司历年磷矿石采购情况 .....	10
图 18: 贵州政立营收及利润情况 .....	10
图 19: 司尔特磷酸一铵毛利率行业领先 .....	10
图 20: 硫酸价格情况 .....	11
图 21: 2016 年全国化肥施用量前十省份, (折纯, 万吨) .....	12
图 22: 我国有机肥市场快速增长 .....	13
图 23: 我国水溶肥产销量持续快速增长 (万吨) .....	14
图 24: 我国水溶肥的市场规模和单价情况 .....	14
图 25: 我国水肥一体化快速发展我水溶肥发展奠定基础 (万亩) .....	15
图 26: 我国蔬菜和果园的种植面积持续增长 .....	15
表 1: 我国玉米平衡表 (万吨) .....	5
表 2: 2017 磷肥总产量前十排名 .....	7
表 3: 2017 年磷复肥行业效益情况 .....	7
表 4: 公司主要产能分布情况 .....	8
表 5: 可转债项目大力发展有机肥、水溶肥和土壤调理剂 .....	12
表 6: 国家政策支持有机肥市场发展 .....	13
表 7: 公司高管 2017 年 11 月 20 日增持公司股份情况 .....	15
表 8: 分业务拆分 .....	16
表 9: 可比公司估值比较 .....	17

## 1. 复合肥逐步复苏，环保高压下磷肥景气有望持续上行

### 1.1. 复合肥触底后逐步复苏

三大利空导致复合肥行业自 2016 年以来遭遇寒冬：(1) 国家对化肥的优惠政策在 2015/2016 年逐步取消，电价、气价等能源成本，运输成本以及税收成本上涨导致行业盈利能力降低；(2) 国家玉米临储政策退出导致种植效益大幅降低，叠加种植面积调减，对复合肥需求出现滑坡；(3) 尿素、磷肥、钾肥等单质肥价格大幅下滑使得复合肥价格持续下降（主要是 2016 年上半年），导致经销商拿货动力不足，盈利减弱，复合肥厂家补贴经销商以及渠道销售费用增加，从而也影响了盈利能力。

站在当前时点，我们认为行业政策利空已经消化；而玉米种植面积调减趋于尾声，种植收益有望回升；此外，尿素价格从 2016 年下半年开始大幅上涨，2017 年下半年至今高位运行，磷肥价格也从底部回暖，而前复合肥价格已经企稳回升。因此，我们判断复合肥行业有望逐步复苏，行业龙头有望重回增长轨道。

#### 1.1.1. 政策利空消化

国家给予复合肥行业的电费、运费、税收优惠已经取消，政策利空已经基本出尽。目前政策层面有利于行业龙头发展，比如税收方面，政府从 2017 年 7 月 1 日开始复合肥行业的增值税由 13% 下调至 11%，带来复合肥毛利率提升 0.31%，毛利润总额提升 4.04%，利于行业盈利能力的修复。此外，国家推动化肥零增长，本质是通过加大环保整治力度和推动以化肥使用效率提升的方式来减少化肥使用，加快行业中小企业去产能，利于龙头企业的市占率提升。

#### 1.1.2. 玉米价格回暖

2016 年玉米临时收储政策调整为市场化收购加补贴导致玉米价格出现了大的滑坡，经过 2016-2017 年调减种植面积后，玉米价格出现一定回暖。我们认为玉米价格处于新一轮上行通道：一方面，2016 年玉米种植普遍亏损导致 2017 年玉米种植面积大幅减少，据农业部数据显示大约减少面积 5000 万亩左右，我们预计从而导致玉米产量大幅减少约 2000 万吨；另一方面，随着饲料需求和玉米深加工需求的回暖，我国玉米消费量将有较大幅度增长，2018 年预计玉米当年产量不足，玉米库存开始出现实质性的下降。在这种供需格局向好的情况，我们认为玉米价格有望继续上涨，因此我们认为玉米种植效益最差的时候已经过去。而原油价格的持续上涨，玉米制乙醇的经济性逐步体现，将进一步支撑玉米上涨。随着玉米种植效益回升，我们认为对于复合肥的需求也有望触底回升，农户用肥积极性有望提高。

图 1：我国玉米现货价格回暖



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：原油价格上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1: 我国玉米平衡表 (万吨)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
期初库存	3743	6220	10198	17443	23059	23324
总产量	22138	22646	24257	23822	20844	21261
进口	270	328	552	317	260	210
抛储	100	2541	845	4968	4000	3500
总供给	26151	29194	35007	41581	44163	43960
饲料	13786	12932	11451	12159	13825	14724
工业	4479	4278	4409	4686	5155	5928
酒精	1217	1179	1139	1206	1327	1526
淀粉	3262	3099	3270	3480	3828	4402
食用	900	900	900	900	900	900
种用	182	186	191	182	164	165
损耗	576	577	612	596	521	550
总消费	19923	18873	17563	18523	20565	22267
出口	8	122	1	0	0	0
收储	3297	6919	8329	12543	2500	2000
总需求	19931	18996	17565	18523	20565	22267
期末库存	6220	10198	17443	23059	23598	21693
社会库存	1600	1200	961	-998	1041	636
国储库存	4620	8998	16482	24057	22557	21057
当年结余	2477	3978	7244	5616	279	-1006

资料来源: USDA 天风证券研究所

### 1.1.3. 单质肥价格上行

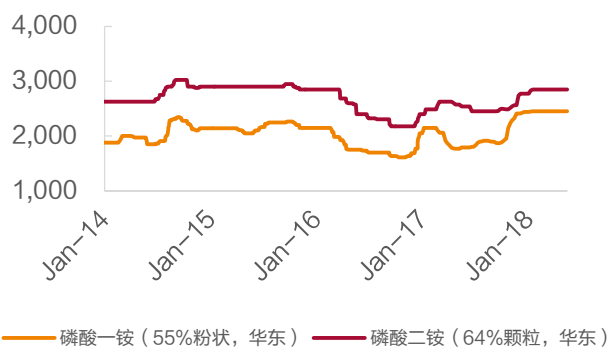
复合肥上游主要是氮肥、钾肥、磷肥等单质肥。尿素主要原材料是煤炭和天然气, 2016 年以来煤炭、原油和天然气等大宗商品价格均触底大幅回升, 加上尿素产能出清, 推动尿素价格大幅上涨, 我们预计尿素价格有望维持高位运行。磷肥在周期底部低迷多年, 磷矿石和磷肥中小企业居多, 受环保影响大, 供给受限的情况下景气有望上行。钾肥价格波动相对较小, 主要受国际进口价格影响, 由中化等几家大的进口商与国际钾肥机构谈判定价, 我们预期钾肥价格会相对平稳。单质肥价格的大幅上涨, 使得复合肥结束单边下跌重回上行轨道。

图 3: 尿素价格大幅上涨, 元/吨



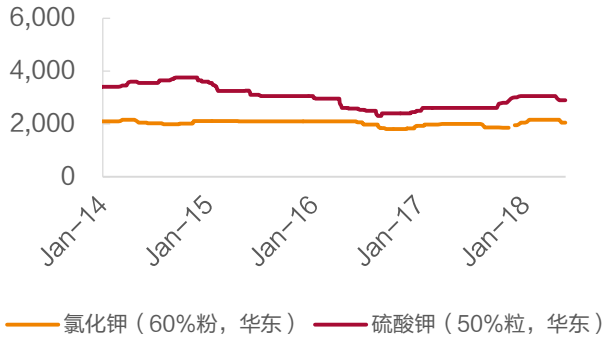
资料来源: 隆众化工, 天风证券研究所

图 4: 磷肥价格底部上行, 元/吨



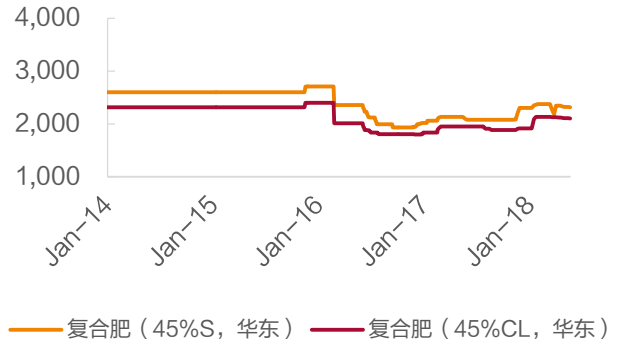
资料来源: 隆众化工, 天风证券研究所

图 5：钾肥价格相对稳定，元/吨



资料来源：隆众化工，天风证券研究所

图 6：复合肥结束单边下跌，元/吨



资料来源：隆众化工，天风证券研究所

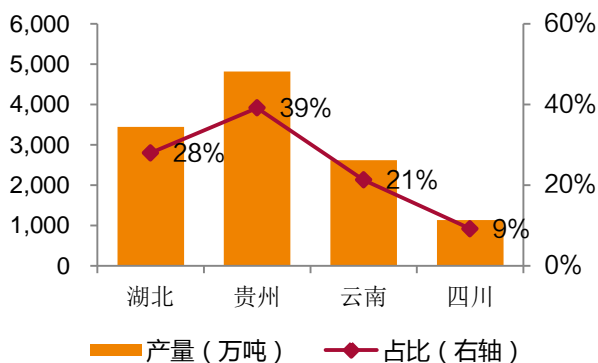
## 1.2. 环保高压磷矿石及磷肥去产能

目前国内探明磷矿石储量主要分布在云南、贵州、四川、湖南、湖北等五省。其中，云南、贵州磷矿石品位较高，但运输局限性较大；四川磷矿石以中低品位为主，氧化镁含量偏高，对生产工艺和成本有影响；湖南磷矿石品位较低，普钙产品逐渐退市；湖北磷矿石以中高品位为主，水路运输便捷。据百川资讯数据，2017 年磷矿石产量达到 1.2 亿吨以上，其中湖北、贵州、云南和四川磷矿产量占全国总量的 28%、39%、21%和 9%。磷肥产量分布情况与磷矿石类似，2017 年磷肥折纯产量据磷肥工业协会的数据显示高达 1640.7 万吨，其中湖北、云南、贵州、安徽和四川磷肥产量占全国总量的 36%、24%、15%、6%和 5%。从磷矿石及磷肥的产量数据可以看出，湖北在我国磷肥行业具有举足轻重的位置。

2018 年 3 月，湖北宜昌市国土资源局发布消息，计划 2018 年全市磷矿开采总量将控制在 1000 万吨。宜昌市 2016-2018 年全市磷矿开采总量分别为 1400 万吨、1300 万吨和 1000 万吨，同比下降 7.1%、23%，且降幅不断扩大。另外据百川资讯信息，湖北 2018 年预计减少磷矿石产量 500 万以上。此外，2017 年 8 月环保小组入驻四川，使得四川磷矿石供应格局发生变化。2017 年 9-12 月，四川地区磷矿石产量为 401 万吨，和 2016 年同期的 604 万吨相比，产量下滑 200 万吨，同比下降 33.6%。湖北和四川的情况是我国环保去产能的一个缩影，截止 2018 年 4 月磷矿石累计产量 3269.9 万吨，相比去年累计产量 4693.8 万吨，减少 1423.9 万吨。在秉持“绿水青山就是金山银山”的生态理念，践行“共抓大保护、不搞大开发”，可以预见磷矿石产量将出现较大下滑，磷矿石价格也有望上行。

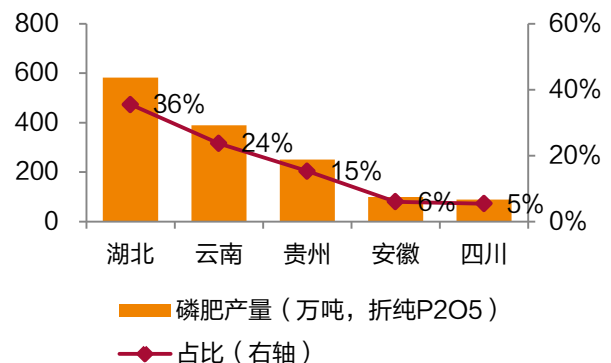
在磷矿石下游磷肥方面，2018 年湖北政府规划了长江沿线 1 公里范围内的环境治理政策，沿江的磷肥厂家环境不达标将会迁往新的生产园区。这意味着湖北地区磷肥产量将出现明显下滑。由于湖北磷肥产量在我国占比高达 30%以上，我们认为湖北沿江磷肥产能搬迁将使得国内磷肥供需格局得到明显改善，叠加上游磷矿石价格上行，磷肥景气有望持续上行。

图 7：磷矿石产量集中在云贵鄂（2017）



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

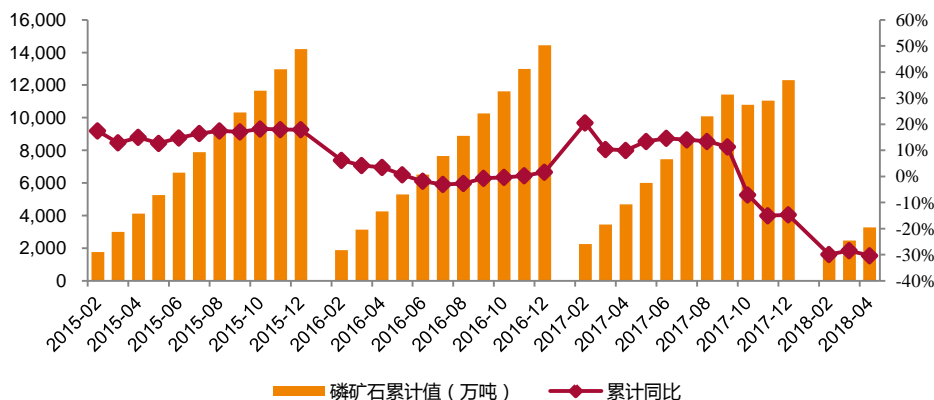
图 8：湖北磷肥产量全国最高（2017）



资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所



图 9：环保高压下磷矿石累计产量持续下滑



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

表 2：2017 磷肥总产量前十排名

排名	公司名称
1	云天化集团有限责任公司
2	贵州开磷控股（集团）有限责任公司
3	瓮福（集团）有限责任公司
4	湖北新洋丰肥业股份有限公司
5	湖北祥云(集团)化工股份有限公司
6	湖北宜化集团有限责任公司
7	铜陵化学工业集团有限公司
8	云南祥丰化肥股份有限公司
9	湖北三宁化工股份有限公司
10	安徽省司尔特肥业股份有限公司

资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

从中国磷复肥工业协会公布的 2017 中国磷复肥行业大数据显示，2017 年全国磷肥总产量 1640.7 万吨（折 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>），同比下降 1.3%。其中高浓度磷肥产量 1535.4 万吨（折 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>），同比下降 0.6%；低浓度磷肥 105.3 万吨（折 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>），同比下降 10.7%。2017 年磷复肥行业主营收入为 4792.7 亿元，同比上升 5.7%；利润为 180.4 亿元，同比上升 33.3%，磷复肥行业从 2017 年已出现复苏的迹象。我们认为随着磷矿石及磷肥环保去产能的推进，磷肥行业的供需结构有望不断优化，磷肥价格有望持续上行。

表 3：2017 年磷复肥行业效益情况

分类	企业数 (个)	主要业务收入 (亿元)	同比 (%)	利润 (亿元)	同比 (%)	亏损企业数 (个)	同比 (个)	亏损额	同比 (%)
磷复肥	1363	4792.7	5.7	180.4	33.3	179	-17	64.0	-50.7
磷肥	206	1165.6	6.6	25.0	152.3	39	-12	15.8	-55.9
复混肥	1157	3627.2	5.4	155.4	23.9	140	-5	48.2	-48.9

资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

## 2. 一体化产业链成本优势显著，硫铁矿投产有望大幅增厚业绩

司尔特充分依托宣州马尾山硫铁矿、贵州开阳磷矿山储量丰富的优质原料资源优势，形成从硫铁矿制酸至磷复肥产品生产、销售较为完整的一体化产业链，建立起了一整套完善的磷复肥生产服务体系。公司已成为安徽省磷复肥龙头公司、中国磷肥行业十强企业，公司现有宁国、宣州、亳州及贵州四大生产基地，公司主要从事高浓度磷复肥、测土配方专

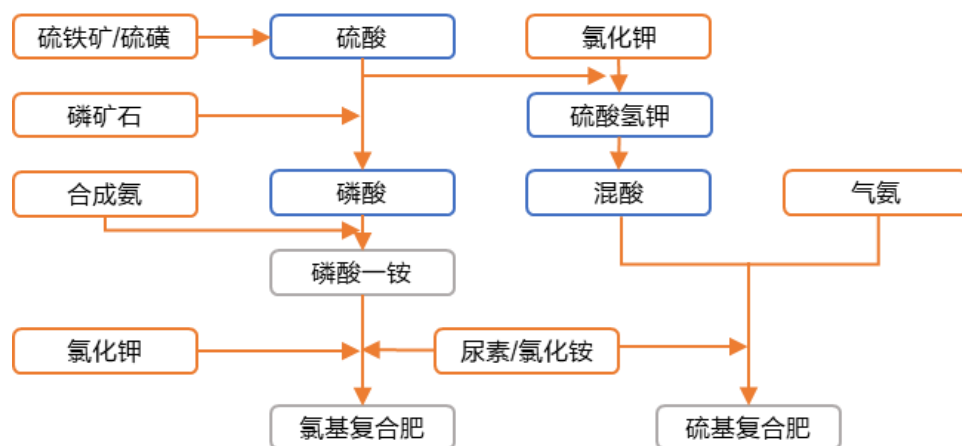
用肥、水溶肥产品研发、生产和销售。

表 4: 公司主要产能分布情况

生产基地	上游矿石		中间产品		终端产品		
	硫铁矿	磷矿石	硫酸	磷酸	复合肥	一铵	硫酸钾
宁国			65	30	50	45	4
宣州			50	15	40	30	
亳州					60		
马鞍山	38						
贵州路发 (20%权益)		100					
贵州政立 (55%权益)		30					
合计	38	130	115	45	150	75	4

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 10: 公司产业链布局完善

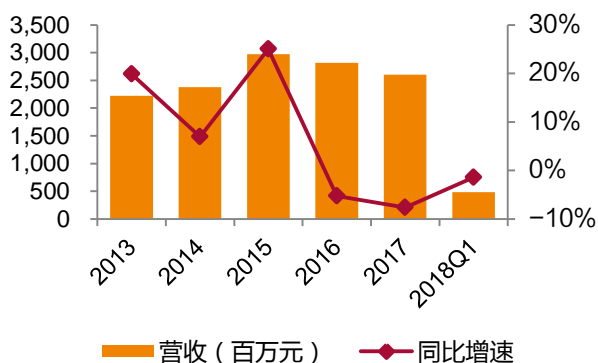


注: 橙色框为外购产品, 蓝色框为中间产品, 灰色框为外售产品

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

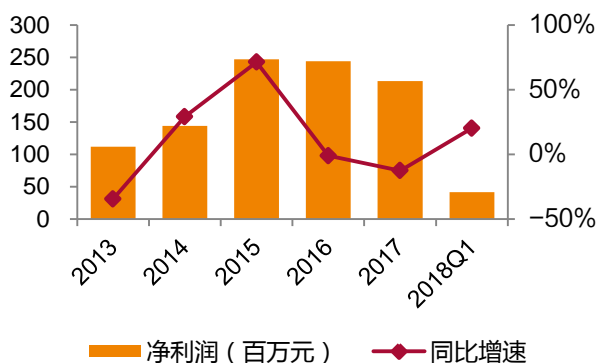
公司是磷复肥区域性龙头公司, 其复合肥及磷酸一铵是公司营收和利润的主要来源, 其复合肥毛利率较为稳定, 磷酸一铵毛利率受行业景气影响波动略大。公司在 2014-2015 年营收和归母净利润实现高增长后, 于 2016-2017 年迎来了磷复肥行业的低迷期, 营收和净利润出现了一定下滑。随着复合肥行业触底回暖叠加磷肥景气上行, 公司 2018Q1 在营收基本持平的情况下, 归母净利润实现了 20% 的增长。

图 11: 公司历年营收情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

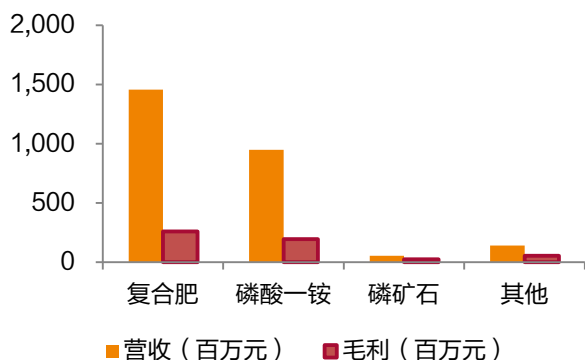
图 12: 公司历年归母净利润情况



资料来源: 天风证券研究所

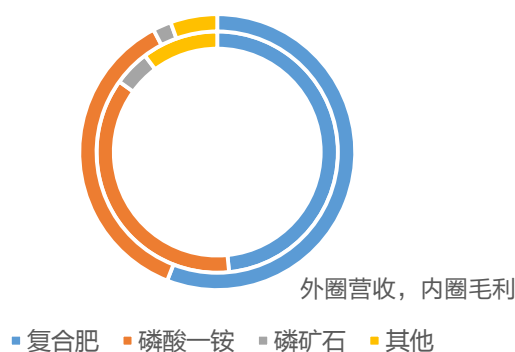


图 13：公司各板块业务营收和利润情况（2017）



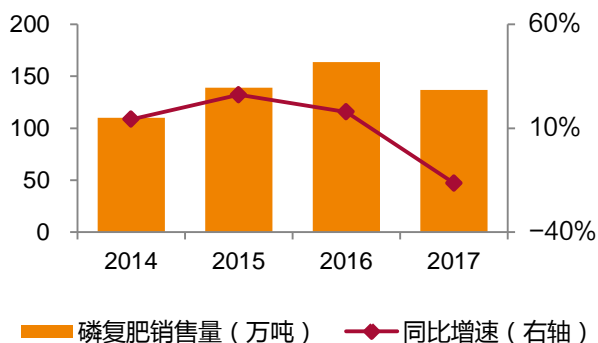
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：复合肥和磷酸一铵是公司营收和毛利的主要来源（2017）



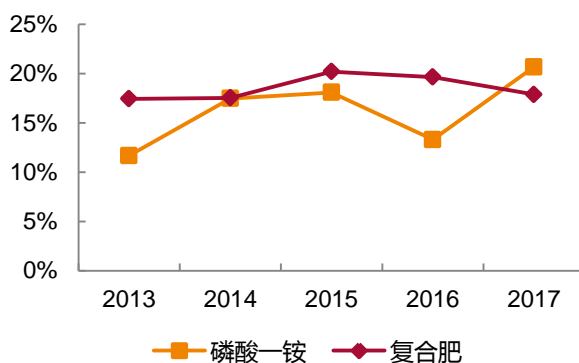
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：公司 2017 年销量略有下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：公司复合肥毛利率较为稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

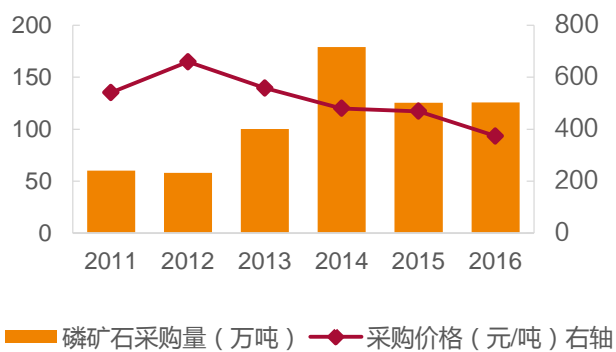
## 2.1. 参股贵州路发+控股贵州政立保障磷矿石资源

公司磷酸一铵产能 75 万吨，2016 年产量达到 86 万吨，作为磷酸一铵上游最重要的原材料的磷矿石 2016 年采购量达到了 125.7 万吨。为了保障磷矿石的供应安全，并建立产业链布局的优势，公司于 2015 年通过增资 3.96 亿元获得公司磷矿石最大供应商贵州路发 20% 的股权。贵州路发位于开阳，拥有明泥湾 4.56 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。永温磷矿目前已经进入勘察阶段，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。此外贵州路发配套建有硫酸、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。

此外公司于 2016 年耗资 0.715 亿元收购贵州政立公司 55% 股权，其主要资产为贵州省开阳县金中镇平安磷矿二矿。依据《储量核实报告》及其《储量评审意见》，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%。

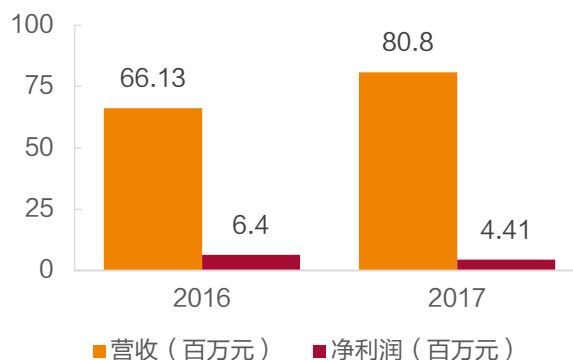
通过参股贵州路发和控股贵州政立使得公司的磷矿石得到优先供应，原材料来源有更好的保障，而高品位的磷矿石也使得公司磷酸一铵品质优异，且具备较强的成本优势。

图 17：公司历年磷矿石采购情况



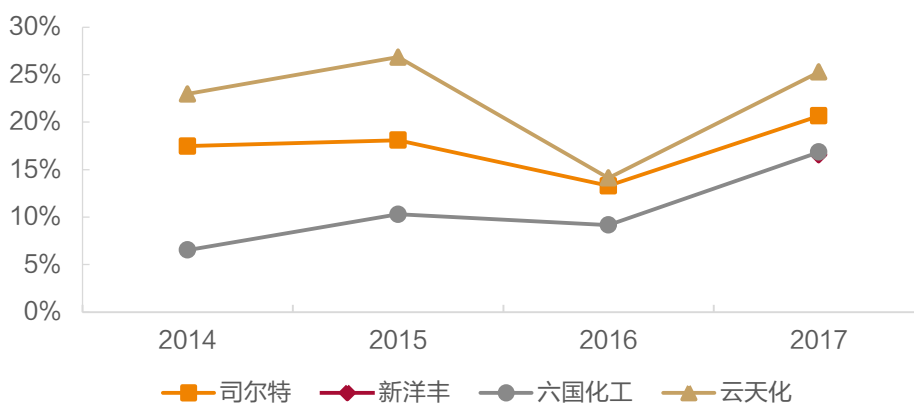
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：贵州政立营收及利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：司尔特磷酸一铵毛利率行业领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

磷肥生产过程中会有大量的三废，主要污染来源是硫酸分解磷矿石制磷酸过程中产生的磷石膏，其含有未分解的磷矿，未洗涤干净的磷酸以及氟化钙、铁铝化合物、酸不溶物、有机质等多种危害人体健康及生物生长的有害杂质。每吨磷酸（以 100% P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 计）的生产大约要产生约 5 吨磷石膏，目前磷石膏已成为我国化工业排放量最大的废料，对大气和地下水造成污染威胁尤为突出和日益严重。目前大部分磷肥公司磷石膏仍然是通过堆放进行处理，成本大约在 20-30 元/吨，导致磷石膏泛滥成灾。司尔特从可持续发展的角度引进相关配套生产企业，将磷石膏用于生产石膏板、水泥缓凝剂等建筑材料，做到了“变废为宝”，有望解决了副产物磷石膏的老大难问题。

## 2.2. 25 万吨硫铁矿制酸项目投产进一步优化产业链布局

宣州年产 25 万吨硫铁矿制硫酸项目依托皖南区域盛产硫铁矿、硫金砂的优势，该项目于 2017 年底正式投产，产酸可抵消公司外购硫酸量 25-30 万吨，减少了硫酸采购支出（2016 年仍需外购硫酸 50 多万吨），同时副产铁精粉约 15 万吨可销售给各钢铁厂使用，副产中压蒸汽年发电量约 7200 万 kWh，减少了外购电量，发电后的低压蒸汽可供新增复合肥装置使用，提高了公司的综合效益。如果考虑项目余热发电及蒸汽的综合效益，依据我们的测算硫酸的完全成本预计在 100 元/吨以内，而目前华东硫酸价格在近 300 元/吨，因此 25 万吨硫铁矿制硫酸项目年化有望增厚业绩约 5000 万元。

图 20: 硫酸价格情况



资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

### 2.3. 马尾山硫铁矿投产有望大幅增厚公司业绩

根据公司公告, 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。如果硫铁矿品位在 35% 以上, 我们预计硫铁矿开采总成本约 80 元/吨, 而以目前硫铁矿单吨价格 300 元计算, 单吨税后净利润约 160 元, 则 38 万吨的产能预计贡献净利润约 6000 万元。此外, 公司硫铁矿含有高含量的铅、锌、铜、银等高价值金属, 相应伴生矿的经济价值非常可观, 有望大幅增厚公司业绩。

### 2.4. 产业链一体化公司竞争优势逐渐体现

复合肥行业在前些年, 龙头公司以轻资产扩张模式, 通过加强渠道建设、品牌打造方式实现了快速的扩张。但随着国家供给侧改革, 加上环保去产能力度越来越大, 无论是尿素还是磷肥, 供需结构都在优化, 我们认为复合肥产业链后续有望出现两点变化: (1) 化肥产业链利润将更多的向上游重资产的尿素、磷肥及钾肥转移; (2) 在下游农产品价格弱复苏的大背景下, 具备产业链成本优势的公司, 产品性价比高, 在终端竞争较为激烈的情况下具备更强的竞争优势。

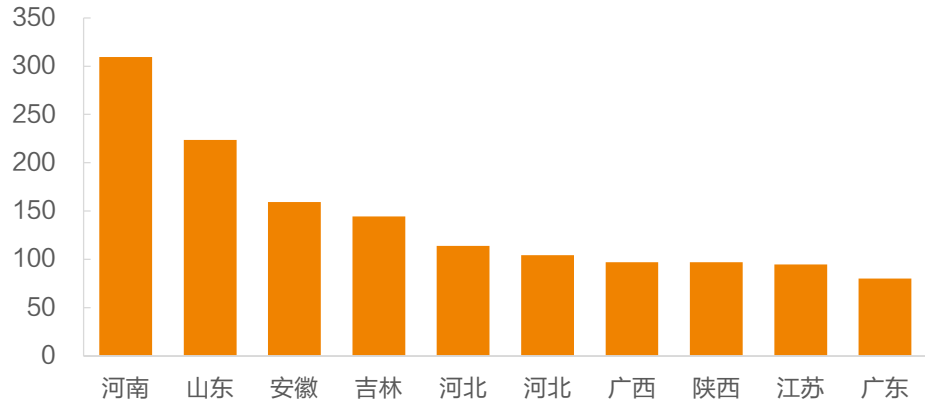
司尔特具备硫铁矿及磷矿资源, 打造了硫铁矿-硫酸-磷酸-磷酸一铵-复合肥完整的产业链, 通过在硫酸、磷酸一铵等产品建立的成本优势, 使得公司产品更具性价比, 在竞争激烈的终端市场具备更强的竞争优势。此外, 我们认为湖北磷矿石及磷肥环保去产能后, 将使得公司在磷矿石资源优势及磷酸一铵配套优势更为突出。公司有望充分受益后期磷肥景气带来的行业红利。

## 3. 产能布局辐射多省, 产品结构持续优化

### 3.1. “一国三州” 产能布局辐射多个农业大省

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; 2016 年亳州基地建成 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, 公司有望从区域性龙头公司, 逐步向全国性的龙头公司迈进。

图 21：2016 年全国化肥施用量前十省份，（折纯，万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

### 3.2. 打造中国测土配方施肥第一品牌

作为测土配方施肥的领军者，早在 2011 年 4 月司尔特便与中国农业大学强强联合组建了全国首家“测土配方施肥研究基地”，该基地依托中国农业大学、湖南农业大学、安徽省农业科学研究院等权威院所的技术、人才优势和公司设备、资金优势，深入开展测土配方肥的技术研究和新产品研发。此外，司尔特还在北京成立了由国内顶尖土壤肥料专家组成的专家委员会，全力打造“中国测土配方施肥第一品牌”。

多年来，司尔特农化服务人员不间断地对各地土壤性状、种植结构及农民用肥习惯等进行基线调查，足迹遍布 3000 多个乡镇、20000 多个村组，并先后与 120 多个县市农业土壤部门联合开展测土配方施肥工程，共培训各类农业技术骨干万余人次，现场发放宣传册、施肥建议卡 26 万余份，研究基地积累了庞大的测土配方施肥大数据。

### 3.3. 产品结构持续优势，新型肥料有望成为新增长点

在我国“人多地少”矛盾突出的大背景下，化肥过量施用、盲目施用、化肥利用率低等问题不仅造成了我国肥料资源的浪费，提高了农业生产成本，同时也对生态环境产生了破坏。因此，近年来我国不断推行政策支持有机肥、水溶肥、土壤调理剂等新型肥料的发展。公司近期公告发行可转债将推进有机肥、水溶肥和土壤调理剂的建设，通过可转债项目的建设，公司产品结构有望持续优化，进一步提升盈利能力。

表 5：可转债项目大力发展有机肥、水溶肥和土壤调理剂

项目名称	项目建设内容	项目总投资 (万元)	募资拟投入 额(万元)	实现收入 (万元)	实现利润总 额(万元)
年产 65 万吨新型肥料和 40 万吨土壤调理剂项目	20 万吨/年复合微生物肥、15 万吨/年生物有机肥、16 万吨/年有机-无机复合肥、10 万吨/年氨基酸水溶性肥料（固体）、2 万吨/年氨基酸水溶性肥料（液体）、1 万吨/年功能菌、1 万吨/年氨基酸、40 万吨/年土壤调理剂	100,313.04	80,000.00	155,610.00	24,326.36

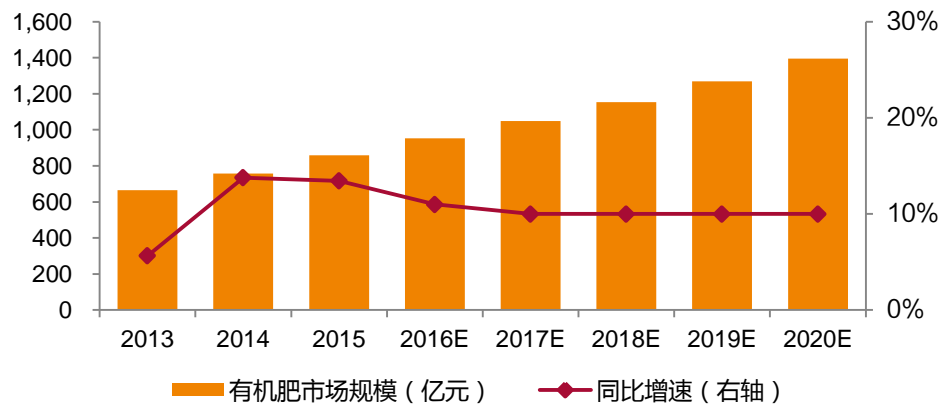
资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 3.3.1. 有机肥

有机肥料是指特定功能微生物与主要以动植物残体（如畜禽粪便、农作物秸秆等）为来源并经无害化处理、腐熟的有机物料复合而成的一类兼具微生物肥料和有机肥效应的肥料。有机肥料富含有机物质和作物生长所需的营养物质，不仅能提供作物生长所需养分，改良土壤，还可以改善作物品质，提高作物产量，促进作物高产稳产，保持土壤肥力，同时可提高肥料利用率，降低生产成本。近年来，在国家的鼓励和扶持之下，我国有机肥市场规模得到了持续快速的发展。2015年，有机肥市场规模达到858.46亿元，同比增长13.44%。

尽管我国有机肥产业快速发展，但是与发达国家相比，仍然滞后。目前，美国、日本、英国等西方国家有机肥料用量已占肥料使用总量的50%，而我国这一比例仅在10%左右，远远低于发达国家的平均水平。目前，我国有机肥资源总养分约7000多万吨，实际利用不足40%。其中，畜禽粪便养分还田率为50%左右，农作物秸秆养分还田率为35%左右。《到2020年化肥使用量零增长行动方案》明确提出要提高有机肥资源利用率，其中畜禽粪便养分还田率达到60%、提高10个百分点；农作物秸秆养分还田率达到60%，提高25个百分点。2017年，农业部印发《开展果菜茶有机肥替代化肥行动方案》，进一步推动有机肥的推广使用。我们判断，未来我国有机肥产业将继续保持快速发展，预期2017-2020年仍能保持10%以上的年化增长，到2020年行业规模将达到近1400亿元，产业前景广阔。

图 22：我国有机肥市场快速增长



资料来源：中投顾问产业研究中心，天风证券研究所

表 6：国家政策支持有机肥市场发展

时间	文件名称	相关内容
2015.3	《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》	提出示范推广缓释肥料、水溶性肥料、液体肥料、叶面肥、生物肥料、土壤调理剂等高效新型肥料，不断提高肥料利用率。
2016.5	《土壤污染防治行动计划》	鼓励农民增施有机肥、减施化肥，对畜禽规模养殖集中区鼓励农作物种植与畜禽粪便综合利用相结合。
2017.2	《开展果菜茶有机肥替代化肥行动方案》	提出 2017 年选择 100 个果菜茶重点县(市、区)开展有机肥替代化肥示范，创建一批果菜茶知名品牌，集成一批可复制、可推广、可持续的有机肥替代化肥的生产运营模式。
2017	一号文	首次提到将“开展有机肥替代化肥试点”。中央一号文件中提到了实施农业环境突出问题治理总体规划和农业可持续发展规划，并提出了“加强农业面源污染治理，深入开展测土配方施肥，大力推广生物有机肥”，“要实施耕地质量保护与提升行动，推进农业结构调整，强化农业科技创新驱动作



用”。突出强调了农业发展的“可持续”和“耕地保护的重要性”。一号文件政策标志着“严重透支土地资源和产能发展模式”将退出历史舞台，“数量质量效益并重”且“对耕地质量保护与提升作用”的有机肥产业将迎来新的发展机遇。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

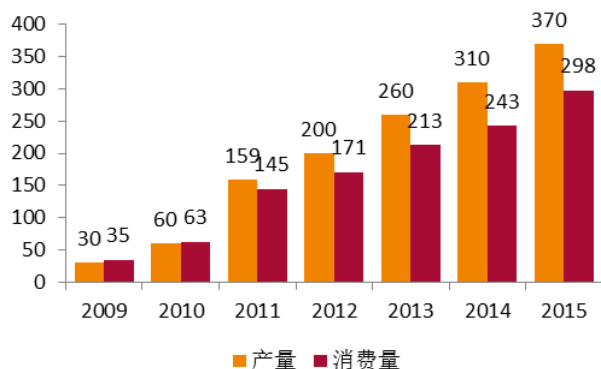
公司和南京农业大学于 2016 年 6 月签订了战略合作协议，合作开发应用“全元生物有机肥制造技术”，为有效解决废物再利用和完善循环产业经济提供了强有力的技术支持。公司结合专业从事各类磷复肥、专用测土配方肥及生态肥料研发、生产与销售的经验并结合宁国市实际情况，利用秸秆生产全元生物有机肥。目前，公司已与宁国市水稻、小麦、油菜种植重点乡镇签订了秸秆收储协议，建立了收储点，为后期生产原料保障奠定了坚实基础。利用公司过去在复合肥上的优势，通过打入有机肥市场，公司在产品结构上不再单一依赖复合肥，并向着符合政策指引的方向转型。项目的提出符合国家产业政策，符合农业绿色发展的需要，对秸秆等农业废弃物实现了综合利用，提高农作物品质、促进农民增收增产增收，对农业可持续发展具有良好推进作用。

### 3.3.2. 水溶肥

水溶肥是指能够完全溶解于水的含氮、磷、钾、钙、镁、微量元素、氨基酸、腐植酸、海藻酸等复合型肥料。是一种速效性肥料，水溶性好、无残渣，可以完全溶解于水中，能被作物的根系和叶面直接吸收利用。采用水肥同施，以水带肥，实现了水肥一体化，它的有效吸收率高出普通化肥一倍多，达到 80%-90%；而且肥效快，可解决高产作物快速生长期的营养需求。

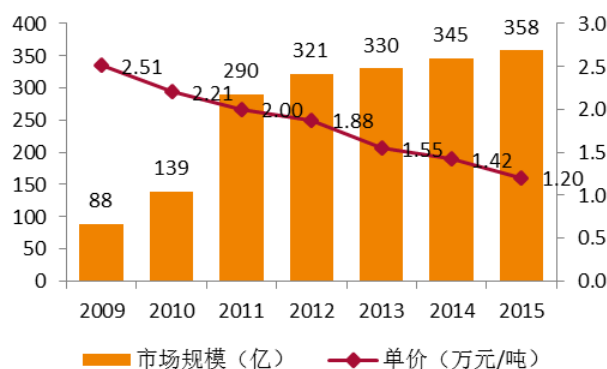
近年来，我国水溶肥的产销量持续快速增长，2015 年，我国水溶肥的产量达到 370 万吨，消费量达到 298 万吨。截止 2016 年 3 月 10 日，我国肥料产品登记总数为 10116 个，其中水溶性产品数为 7517 个，占总数的 74.3%，其中进口产品数为 278 个，占水溶性产品登记总数的 3.7%，这表明我国水溶性肥料已经成为肥料产品登记主流发展方向。此外，随着水溶肥的发展，我国水溶肥的单价也在持续走低，从 2009 年的 2.51 万元/吨一路最低下行至 2015 年的 1.2 万元/吨，价格的下行有利于水溶肥的推广。

图 23：我国水溶肥产销量持续快速增长（万吨）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 24：我国水溶肥的市场规模和单价情况



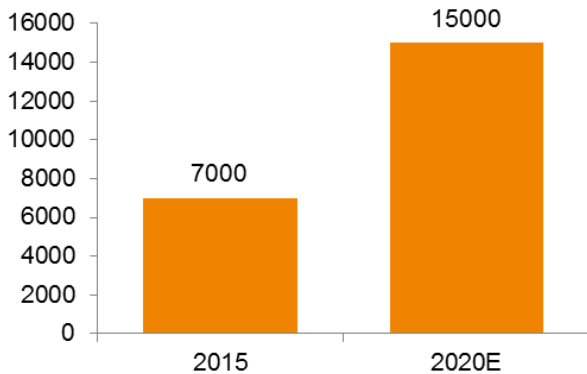
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

我们认为，水溶肥依然面临着良好的发展前景：首先，我国大力推广喷灌、滴灌等农业高效节水建设，规划“十三五”期间新增一亿亩以上的高效节水灌溉农田，这为水溶肥的发展提供了良好的基础设施基础。此外，国家也明确提出，在 2020 年实现水肥一体化的推广面积达到 1.5 亿亩，较 2015 年新增 8000 万亩。考虑到水溶肥主要推广在蔬菜、瓜果等经济作物，每亩用量较高（100kg/亩），则 1.5 亿亩对应的市场容量可高达 1500 万吨。



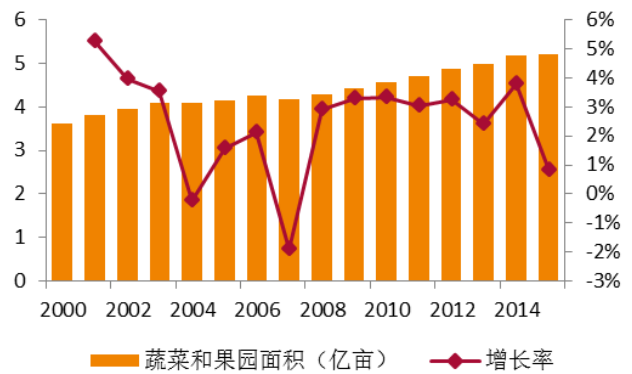
其次，随着我国消费升级，我国蔬菜、瓜果的消费量持续增长，蔬菜和果园的面积也在持续增长，这也为水溶肥的发展提供了基础。

图 25：我国水肥一体化快速发展我水溶肥发展奠定基础（万亩）



资料来源：《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》 天风证券研究所

图 26：我国蔬菜和果园的种植面积持续增长



资料来源：wind 天风证券研究所

### 3.3.3. 土壤调理剂

我国目前碱性土壤约 4.5 亿亩，而酸性土壤面积更大，特别是南方降雨量大的区域，土壤酸化板结严重，均需要对土壤进行调理以满足作物生产所需要的土壤条件，如透气性、土壤容重等重要指标。调理剂施用量约为每亩 75~80kg，按周边市场土地面积 1 亿亩计，则需求量约为 750 万吨，市场容量巨大。

腐植酸因含羧基、羟基等较强的络合、螯合和表面吸附能力活性官能团，具有改善营养元素的供应过程和土壤酶活性，提高养分的化学稳定性、降低土壤的容重、改良土壤的通透性及降低磷、钾的固定与失活等功能。现已被作为土壤改良的重要载体，在全国各地推广应用。

磷石膏在酸性黄壤旱地上每亩施用 25-100 公斤，可使玉米增产 40 公斤以上、油菜增产 20 公斤以上、小麦增产 30 公斤以上，并且小麦、玉米、油菜花生等籽粒中重金属含量都明显低于国家相关标准，在盐碱性土壤上施用磷石膏，显著提高土壤的脱盐率，提高根层土壤的通透性，小麦平均增产 27.1%，最高达 34.5%。施用磷石膏土壤调理剂，对改善土壤耕种环境和提高农作物产量效果显著。

## 4. 控股股东及管理层增持股份彰显长期发展信心

基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来持续稳定发展的信心，公司控股股东国购产业控股、二股东宁国农资及多位公司高管多次增持公司股份。其中公司控股股东国购产业控股自 2018 年 2 月 2 日起的未来 12 个月内拟通过集合竞价和大宗交易方式增持公司股票，增持金额不高于 5 亿元人民币，且增持比例不超过公司总股本的 5%。截至目前，国购产业控股通过集合竞价增持公司股份约 252 万股，占总股本的 0.35%，总金额约 2000 万，增持均价约 7.88 元/股。二股东宁国农资 2018 年 3 月 21 日至 5 月 31 日通过竞争竞价增持公司股份约 769 万股，占总股本 1.07%，总金额约 5900 多万，增持均价 7.68 元/股。

表 7：公司高管 2017 年 11 月 20 日增持公司股份情况

增持人	职务	增持股份 (股)	成交均价 (元/股)	占总股份比例
金政辉	董事、总经理	1155600	8.65	0.16%
李刚	董事	115700	8.64	0.02%
吴勇	副总经理、董事会秘书	80000	8.69	0.01%
胡春霞	副总经理	60000	8.74	0.01%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 核心假设

我们认为随着复合肥复苏，2018 年销量有望实现增长，而磷矿石和磷酸一铵随着磷矿石及磷肥环保去产能，有望实现量价齐升。我们预计 2018 年复合肥收入增长 10%，毛利率预计在 20%；磷矿石和磷酸一铵收入增长分别为 10%和 20%，其毛利率分别为 55%和 25%。

马尾山 38 万吨硫铁矿已经具备开采条件，后续有望投产带来丰厚利润，我们预计 2018 年有望实现收入 4000 万元，毛利率预计在 70%。

表 8：分业务拆分

分类	2017	2018E	2019E	2020E
<b>三元复合肥</b>				
收入（百万元）	1455	1601	1761	1937
增速	-7%	10%	10%	10%
毛利率	18%	20%	20%	20%
毛利（百万元）	260	320	352	387
成本（百万元）	1195	1281	1409	1550
<b>磷酸一铵</b>				
收入（百万元）	948	1091	1309	1440
增速	-13%	20%	20%	10%
毛利率	21%	25%	26%	27%
毛利（百万元）	196	273	340	389
成本（百万元）	753	818	969	1051
<b>磷矿石</b>				
收入（百万元）	56	62	68	71
增速	16%	10%	10%	10%
毛利率	46%	55%	55%	55%
毛利（百万元）	26	34	37	39
成本（百万元）	30	28	31	32
<b>硫铁矿</b>				
收入（百万元）		40	240	300
增速			500%	25%
毛利率		70%	70%	70%
毛利（百万元）		28	168	210
成本（百万元）		12	72	90
<b>其他业务</b>				
收入（亿元）	143	157	173	190
增速	18%	10%	10%	10%
毛利率	38%	35%	35%	35%
毛利（百万元）	55	55	61	67
成本（百万元）	88	102	112	124
<b>总计</b>				
收入（亿元）	2603	2950	3551	3942
增速	-8%	13%	20%	11%
毛利率	21%	24%	27%	27%
毛利（百万元）	537	710	958	1046
成本（百万元）	2066	2241	2592	2895

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5.2. 投资建议

给予买入评级。司尔特是国内复合肥区域性龙头，公司形成从硫铁矿制酸至磷复肥产品生产、销售较为完整的一体化产业链，成本优势显著。随着 25 万吨硫铁矿制酸项目及 38 万吨马鞍山硫铁矿项目投产，有望大幅增厚公司业绩。此外，随着环保去产能磷肥景气有望持续上行，公司配有磷酸一铵完整产业链，将充分受益行业景气。我们测算公司 2018-2020 年净利润为 3.1/4.8/5.7 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.67/0.79 元，现价对应 2018 年 PE 15.5X。从 PE 估值方法来看，可比上市公司平均 PE 为 16.3X。从 PB 估值方法来看，可比公司平均 PB 为 2.0X，司尔特 PB 显著低于行业平均水平，我们给予公司目标价 9.38 元/股，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB <sup>LF</sup>
					2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E
002470.SZ	金正大	31.58	7.77	245.36	0.23	0.37	0.47	33.8	21.0	16.5	2.5
002588.SZ	史丹利	11.57	5.62	65.02	0.23	0.4	0.46	24.4	14.1	12.2	1.5
000902.SZ	新洋丰	13.05	9.02	117.67	0.51	0.65	0.8	17.7	13.9	11.3	2.0
	行业均值							25.3	16.3	13.3	2.0
002538.SZ	司尔特	7.18	6.70	48.11	0.30	0.43	0.67	22.3	15.6	10.0	1.4

资料来源：Wind，天风证券研究所（除司尔特外其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期，PB 用 2018Q1 披露的每股净资产数据计算）

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	209.19	579.04	590.08	710.11	1,059.84
应收账款	75.48	107.88	57.95	155.75	89.74
预付账款	789.59	526.77	665.01	796.33	848.59
存货	435.65	445.15	718.36	539.79	919.71
其他	1,038.68	322.39	588.15	707.29	554.07
<b>流动资产合计</b>	<b>2,548.60</b>	<b>1,981.22</b>	<b>2,619.55</b>	<b>2,909.27</b>	<b>3,471.95</b>
长期股权投资	405.73	398.28	398.28	398.28	398.28
固定资产	1,107.42	1,246.18	1,336.92	1,390.09	1,415.51
在建工程	264.53	360.95	306.57	273.94	254.37
无形资产	354.02	337.77	326.75	315.74	304.72
其他	68.34	167.31	107.25	94.16	102.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,200.04</b>	<b>2,510.49</b>	<b>2,475.78</b>	<b>2,472.21</b>	<b>2,475.04</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,748.64</b>	<b>4,491.71</b>	<b>5,095.33</b>	<b>5,381.48</b>	<b>5,946.99</b>
短期借款	0.00	0.00	72.34	34.05	0.00
应付账款	260.81	263.62	167.79	379.99	244.36
其他	570.23	269.32	622.78	393.86	742.96
<b>流动负债合计</b>	<b>831.04</b>	<b>532.95</b>	<b>862.91</b>	<b>807.90</b>	<b>987.32</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	596.46	500.74	564.24	553.81	539.60
其他	82.63	75.60	65.36	74.53	71.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>679.09</b>	<b>576.33</b>	<b>629.60</b>	<b>628.34</b>	<b>611.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,510.12</b>	<b>1,109.28</b>	<b>1,492.51</b>	<b>1,436.24</b>	<b>1,598.74</b>
少数股东权益	53.50	55.48	58.62	63.49	69.22
股本	718.12	718.12	718.12	718.12	718.12
资本公积	1,374.74	1,375.53	1,375.53	1,375.53	1,375.53
留存收益	2,466.80	2,608.74	2,826.09	3,163.63	3,560.91
其他	(1,374.65)	(1,375.43)	(1,375.53)	(1,375.53)	(1,375.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,238.52</b>	<b>3,382.43</b>	<b>3,602.82</b>	<b>3,945.24</b>	<b>4,348.25</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,748.64</b>	<b>4,491.71</b>	<b>5,095.33</b>	<b>5,381.48</b>	<b>5,946.99</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	246.84	214.94	310.50	482.21	567.53
折旧摊销	113.53	123.88	124.66	140.48	155.17
财务费用	40.44	34.37	26.37	30.79	25.80
投资损失	(27.04)	(17.69)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(418.81)	489.21	(319.85)	(164.15)	(10.18)
其它	636.49	(799.64)	3.14	4.87	5.73
<b>经营活动现金流</b>	<b>591.44</b>	<b>45.08</b>	<b>124.82</b>	<b>474.20</b>	<b>724.06</b>
资本支出	493.22	331.74	160.24	140.83	152.70
长期投资	1.48	(7.45)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,474.24)	203.36	(290.24)	(270.83)	(282.70)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(979.53)</b>	<b>527.65</b>	<b>(130.00)</b>	<b>(130.00)</b>	<b>(130.00)</b>
债权融资	596.46	500.74	636.58	587.86	539.60
股权融资	(32.43)	(26.20)	(26.47)	(30.79)	(25.80)
其他	(675.36)	(677.48)	(593.89)	(781.24)	(758.12)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(111.32)</b>	<b>(202.95)</b>	<b>16.23</b>	<b>(224.18)</b>	<b>(244.33)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(499.42)</b>	<b>369.77</b>	<b>11.04</b>	<b>120.02</b>	<b>349.73</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,818.10</b>	<b>2,602.72</b>	<b>2,950.42</b>	<b>3,550.53</b>	<b>3,941.59</b>
营业成本	2,294.22	2,065.89	2,240.62	2,592.20	2,847.82
营业税金及附加	36.96	29.29	26.29	39.39	41.07
营业费用	135.15	132.32	147.52	159.77	177.37
管理费用	125.69	154.14	177.03	195.28	216.79
财务费用	33.42	26.99	26.37	30.79	25.80
资产减值损失	(0.18)	10.16	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.04	17.69	20.00	20.00	20.00
其他	(54.08)	(84.71)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
<b>营业利润</b>	<b>219.88</b>	<b>250.95</b>	<b>347.59</b>	<b>548.10</b>	<b>647.73</b>
营业外收入	64.85	0.52	20.00	20.00	20.00
营业外支出	1.79	4.36	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>282.93</b>	<b>247.12</b>	<b>362.59</b>	<b>563.10</b>	<b>662.73</b>
所得税	36.09	32.18	48.95	76.02	89.47
<b>净利润</b>	<b>246.84</b>	<b>214.94</b>	<b>313.64</b>	<b>487.08</b>	<b>573.26</b>
少数股东损益	2.88	1.98	3.14	4.87	5.73
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>243.96</b>	<b>212.96</b>	<b>310.50</b>	<b>482.21</b>	<b>567.53</b>
每股收益(元)	0.34	0.30	0.43	0.67	0.79

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-5.24%	-7.64%	13.36%	20.34%	11.01%
营业利润	-14.07%	14.13%	38.51%	57.69%	18.18%
归属于母公司净利润	-1.11%	-12.71%	45.80%	55.30%	17.69%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.59%	20.63%	24.06%	26.99%	27.75%
净利率	8.66%	8.18%	10.52%	13.58%	14.40%
ROE	7.66%	6.40%	8.76%	12.42%	13.26%
ROIC	7.78%	6.78%	10.28%	14.10%	15.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.80%	24.70%	29.29%	26.69%	26.88%
净负债率	-6.37%	20.83%	0.82%	6.74%	3.18%
流动比率	3.07	3.72	3.04	3.60	3.52
速动比率	2.54	2.88	2.20	2.93	2.59
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	37.10	28.39	35.58	33.23	32.11
存货周转率	4.81	5.91	5.07	5.64	5.40
总资产周转率	0.64	0.56	0.62	0.68	0.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.34	0.30	0.43	0.67	0.79
每股经营现金流	0.82	0.06	0.17	0.66	1.01
每股净资产	4.44	4.63	4.94	5.41	5.96
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.72	22.59	15.50	9.98	8.48
市净率	1.51	1.45	1.36	1.24	1.12
EV/EBITDA	20.87	18.08	9.66	6.49	5.15
EV/EBIT	30.03	27.04	12.89	8.06	6.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com