

化肥高景气助业绩增长，依托资源优势切入新能源赛道



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **单季度利润继续保持较高水平**：司尔特发布三季报公告，2021Q3 公司实现营业收入 33.09 亿元，与去年同期几乎持平，实现归母净利润 3.87 亿元，同比+92.4%，2021Q3 单季度实现营业收入 11.58 亿元，同比-14.4%，环比-16.3%，实现归母净利润 1.35 亿元，同比+100.5%，环比-16.8%，化肥行业高景气度继续支撑公司单季度利润处于历史较高水平。
- **产品和原材料景气高位调整，一体化助公司增长稳健**：国内磷酸一铵价格从 20 年 10 月初 1835 元/吨上涨至今年 8 月中旬最高价 3550 元/吨，涨幅达 93%，尽管由于后续原料价格调整导致一铵价格逐步回落，目前仍处于 3000 元/吨左右的历史较高水平。公司一体化配套优势明显，前三季度毛利率 27.45%，同比增加 9.8pct，净利率 11.60%，同比增加 5.47pct，充分受益于行业景气向上带来的利润增厚。我们认为公司 Q3 业绩环比增速下滑主要是季节性因素，以及前期价格上涨企业发货积极，故环比略有减缓；但公司一体化配套优势逐渐完善，依旧抵御住了原材料持续大幅上行的压力。
- **依托资源优势进入新能源材料赛道**：公司 9 月发布公告拟与融捷集团、中航信托合作开发磷矿资源并建设磷酸铁锂和磷酸铁产能。公司一方面计划向融捷集团转让贵州路发磷矿的部分股权并共同进行开发开采；另一方面拟分别投资 20 亿和 15 亿建设 5 万吨磷酸铁锂和 10 万吨磷酸铁产能。融捷的技术和渠道能力结合公司自身配套资源将为未来项目落地及盈利提供保障。

财务预测与投资建议

- 基于审慎客观的原则，暂不考虑新能源材料的贡献。由于今年复合肥和磷酸一铵价格显著上涨，带动公司产品价格及盈利水平明显提升，因此我们上调产品价格并预测公司 21-23 年归母净利润分别为 5.15/5.37/5.96 亿元（21-22 年原预测 3.23/4.03 亿元），按照 21 年可比公司平均 21 倍市盈率，给予目标价 12.6 元（原目标价 7.20 元），维持买入评级。

风险提示

- 产品景气不及预期，原材料价格波动风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,016	3,792	4,312	4,542	4,954
同比增长(%)	-3.5%	25.7%	13.7%	5.3%	9.1%
营业利润(百万元)	304	369	653	674	750
同比增长(%)	-17.5%	21.5%	77.0%	3.3%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	238	295	515	537	596
同比增长(%)	-20.7%	23.8%	74.8%	4.3%	10.8%
每股收益(元)	0.28	0.35	0.60	0.63	0.70
毛利率(%)	21.2%	20.9%	26.1%	25.5%	25.5%
净利率(%)	7.9%	7.8%	12.0%	11.8%	12.0%
净资产收益率(%)	6.5%	7.5%	12.2%	11.8%	12.2%
市盈率	35.8	29.0	16.6	15.9	14.3
市净率	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年12月08日)	10.06 元
目标价格	12.6 元
52周最高价/最低价	15.66/4.92 元
总股本/流通A股(万股)	85,356/83,396
A股市值(百万元)	8,587
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年12月08日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.63	-4.74	-8.96	65.04
相对表现	-7	-1.59	-0.08	73.86
沪深300	1.37	-3.15	-8.88	-8.82



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

联系人 顾雪莹

guxueying@orientsec.com.cn

相关报告

Q3 扣非业绩大幅增长，看好明年磷复肥景气复苏 2020-12-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

公司主营产品 21 年受货币宽松以及需求拉动而价格大涨，故更新盈利预测，具体如下：

表 1：核心假设变动分析表（产品价格为含税价格）

关键参数	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
三元复合肥销量（万吨）	109	109		90	118	141
变动幅度				-17.2%	8.4%	
磷酸一铵销量（万吨）	56	56		53	50	46
变动幅度				-5%	-12%	
三元复合肥价格（元/吨）	2150	2150		2700	2500	2500
变动幅度				25.6%	16.3%	
磷酸一铵价格（元/吨）	2120	2150		2850	2500	2400
变动幅度				34.4%	16.3%	
硫铁矿价格（元/吨）	300	310		450	420	420
变动幅度				50%	35%	
磷矿石价格（元/吨）	500	500		485	450	450
变动幅度				-3%	-10%	
氯化钾价格（元/吨）	2200	2200		2661	2500	2500
变动幅度				21%	14%	
合成氨价格（元/吨）	3000	3000		3912	3500	3500
变动幅度				30%	17%	
硫酸价格（元/吨）	280	300		547	530	530
变动幅度				95%	77%	
尿素价格（元/吨）	1750	1750		2379	2100	2100
变动幅度				36%	20%	
财务费用（百万元）	65	55		22	21	17
变动幅度				-67%	-62%	
销售费用率	3.85%	3.75%		2.60%	2.49%	2.41%
变动幅度				-1.25%	-1.27%	
管理费用率	4.10%	4.13%		4.71%	4.67%	4.49%
变动幅度				0.60%	0.55%	
研发费用率	2.60%	2.60%		2.62%	2.62%	2.62%
变动幅度				0.02%	0.02%	
财务费用率	1.71%	1.39%		0.50%	0.46%	0.35%
变动幅度				-1.21%	-0.93%	
少数股东损益/净利润总额	4.69%	4.56%		3.45%	2.71%	3.08%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度

-1%

-2%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）

主营业务	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
三元复合肥						
销售收入	2,154	2,154		2,240	2,714	3,225
变动幅度				4.0%	26.0%	
毛利率	23.56%	24.60%		23.85%	24.45%	24.96%
变动幅度				0.3%	-0.2%	
磷酸一铵						
销售收入	1,089	1,105		1,394	1,136	1,023
变动幅度				28.0%	2.9%	
毛利率	25.71%	29.86%		28.9%	26.4%	25.7%
变动幅度				3.2%	-3.4%	
其他业务						
销售收入	595	714		678	691	705
变动幅度				13.9%	-3.2%	
毛利率	20.00%	20.00%		28.00%	28.00%	28.00%
变动幅度				8.0%	8.0%	
销售收入合计	3,838	3,972		4,312	4,542	4,954
变动幅度				12.3%	14.3%	
综合毛利率	23.62%	25.24%		26.15%	25.49%	25.54%
变动幅度				2.5%	0.3%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）

财务指标	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,838	3,972		4,312	4,542	4,954
变动幅度				12.3%	14.3%	
营业利润	405	502		653	674	750
变动幅度				61.3%	34.4%	

归属母公司净利润	323	403	515	537	596
变动幅度			59.7%	33.5%	
每股收益(元)	0.45	0.56	0.60	0.63	0.70
变动幅度			34.4%	12.3%	
毛利率(%)	23.6%	25.2%	26.1%	25.5%	25.5%
变动幅度			2.5%	0.3%	
净利率(%)	8.4%	10.1%	12.0%	11.8%	12.0%
变动幅度			3.5%	1.7%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 4：可比公司估值表（2021/12/08）

公司	每股收益(元)			市盈率		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
川恒股份	0.68	1.25	2.01	42.86	23.47	14.51
新洋丰	0.95	1.20	1.61	19.03	15.08	11.20
兴发集团	3.41	3.59	3.80	11.65	11.07	10.46
云天化	2.02	2.10	2.37	11.43	11.01	9.75
川发龙蟒	0.60	0.45	0.52	22.92	30.73	26.77
川金诺	1.20	2.62	3.13	28.77	13.22	11.05
调整后平均				21.00	16.00	12.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	238	1,113	335	967	1,191	营业收入	3,016	3,792	4,312	4,542	4,954
应收票据及应收账款	200	144	107	107	120	营业成本	2,377	3,000	3,184	3,384	3,689
预付账款	479	583	674	704	771	营业税金及附加	30	30	38	38	43
存货	934	479	880	738	912	营业费用	135	97	112	113	119
其他	858	1,062	1,077	1,055	1,071	管理费用及研发费用	226	271	316	331	352
流动资产合计	2,709	3,382	3,074	3,571	4,065	财务费用	38	31	22	21	17
长期股权投资	561	526	523	523	523	资产减值损失	5	20	0	0	0
固定资产	1,569	1,490	1,410	1,328	1,348	公允价值变动收益	11	5	8	6	7
在建工程	136	139	142	144	36	投资净收益	(32)	(5)	(18)	(12)	(15)
无形资产	402	384	369	353	338	其他	120	26	25	26	25
其他	200	177	943	935	935	营业利润	304	369	653	674	750
非流动资产合计	2,868	2,717	3,387	3,284	3,181	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	5,577	6,098	6,461	6,855	7,246	营业外支出	12	7	9	8	9
短期借款	245	400	322	361	342	利润总额	293	363	645	668	743
应付票据及应付账款	412	334	453	429	496	所得税	43	63	111	115	128
其他	275	455	418	465	472	净利润	251	301	534	552	615
流动负债合计	932	1,189	1,194	1,255	1,310	少数股东损益	12	6	18	15	19
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	238	295	515	537	596
应付债券	652	682	690	690	690	每股收益(元)	0.28	0.35	0.60	0.63	0.70
其他	78	69	65	65	65						
非流动负债合计	730	751	755	755	755	主要财务比率					
负债合计	1,662	1,940	1,949	2,010	2,065		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	80	86	104	119	138	成长能力					
股本	718	718	854	854	854	营业收入	-3.5%	25.7%	13.7%	5.3%	9.1%
资本公积	1,374	1,373	2,026	2,026	2,026	营业利润	-17.5%	21.5%	77.0%	3.3%	11.2%
留存收益	1,592	1,829	2,165	2,483	2,800	归属于母公司净利润	-20.7%	23.8%	74.8%	4.3%	10.8%
其他	151	151	151	151	151	获利能力					
股东权益合计	3,915	4,158	4,512	4,845	5,181	毛利率	21.2%	20.9%	26.1%	25.5%	25.5%
负债和股东权益总计	5,577	6,098	6,461	6,855	7,246	净利率	7.9%	7.8%	12.0%	11.8%	12.0%
						ROE	6.5%	7.5%	12.2%	11.8%	12.2%
						ROIC	6.5%	6.6%	10.4%	10.1%	10.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	29.8%	31.8%	30.2%	29.3%	28.5%
净利润	251	301	534	552	615	净负债率	16.8%	0.0%	15.1%	1.8%	0.0%
折旧摊销	172	174	145	142	141	流动比率	2.91	2.84	2.57	2.85	3.10
财务费用	38	31	22	21	17	速动比率	1.91	2.44	1.84	2.26	2.41
投资损失	32	5	18	12	15	营运能力					
营运资金变动	13	586	(421)	154	(194)	应收账款周转率	33.4	45.3	44.9	42.3	43.5
其它	(219)	57	(792)	(6)	(7)	存货周转率	2.7	4.2	4.7	4.2	4.5
经营活动现金流	287	1,154	(494)	875	587	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(236)	(38)	(38)	(39)	(38)	每股指标(元)					
长期投资	(166)	36	3	0	0	每股收益	0.28	0.35	0.60	0.63	0.70
其他	(548)	(1,019)	27	(5)	(8)	每股经营现金流	0.40	1.61	-0.69	1.22	0.82
投资活动现金流	(950)	(1,021)	(8)	(44)	(47)	每股净资产	4.49	4.77	5.16	5.54	5.91
债权融资	470	42	3	2	(1)	估值比率					
股权融资	(1)	(0)	788	0	0	市盈率	35.8	29.0	16.6	15.9	14.3
其他	(181)	54	(279)	(202)	(315)	市净率	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7
筹资活动现金流	288	95	(276)	(199)	(316)	EV/EBITDA	14.5	13.0	9.1	8.9	8.2
汇率变动影响	0	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.8	18.6	11.0	10.7	9.7
现金净增加额	(375)	226	(778)	632	224						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn