

分析师：符彩霞
执业证书编号：A0220200010018
Tel: 010-59355991
Email: yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



司 尔 特 (002538.SZ)

发展中的磷复肥一体化企业

投资要点

- 公司主要从事高浓度磷复肥产品研发、生产和销售。主要产品为高浓度缓释 NPK 复合肥系列产品以及磷酸一铵，依托本地硫资源优势公司目前已经发展成为规模化、专业化、现代化磷复肥一体化生产企业。
- 粮食增长及农业结构调整推动复合肥市场快速发展。经济作物施肥量明显高于粮食作物，随着经济作物、蔬菜、果树等作物的进一步发展，复合肥施用的比例和施用量将会大幅度提高。
- 公司产品规模效应凸显。随着公司募投项目的完成，公司凭借自身产品质量获得更高的市场占有率；另外公司积极开发硫铁矿及钾长石的应用，生产成本将不断降低。

存在风险

- 公司风险因素主要在于两个方面：一是原材料价格波动造成的毛利率下降；二是新增产能的市场开拓风险。

投资建议

- 初步预计公司 2010 年—2012 年收入分别为 12.53 亿元、15.16 亿元和 18.95 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.57 元、0.74 元和 0.99 元。给予公司 35—48 倍 PE，预计公司上市后合理的价值区间为 20—27.3 元。

化工	
合理估值区间(元)	20-27.3

发行上市资料	
发行价格(元)	26.00
发行市盈率(倍)	63.41
发行股数(万股)	3800
发行后总股本(万股)	18600
发行日期	2011/1/6
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	宏源证券
上市日期	2011/1/18

基础数据(发行前)	
每股净资产(元)	2.96
总股本/流通 A 股(万股)	14800/3040
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2011 年 1 月 18 日	

相关研究

盈利预测					
项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1215.94	1181.99	1,252.91	1,516.02	1,895.03
增长率(%)	33.24	-2.79	6.00	21.00	25.00
净利润(百万)	78.67	64.88	84.36	109.41	145.87
增长率(%)	66.49	-17.53	30.02	29.70	33.33
EPS(元)	0.72	0.59	0.57	0.74	0.99
毛利率(%)	14.13	13.64	14.50	15.00	15.50
净资产收益率(%)	34.06	24.74	19.30	20.02	21.07

财务指标					
	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	0.86	0.42	75.68	0.00	0.00
2008A	0.80	0.26	69.85	124.92	4.74
2009A	0.97	0.68	62.17	136.59	5.08

来源：招股说明书、民族证券

正文目录

一、公司业务主要集中于复合肥的生产.....	3
二、复合肥行业前景广阔.....	3
1、公司主要产品复合肥是化肥类产品.....	3
2、公司主要产品复合肥行业市场巨大.....	4
3、国内复合肥市场将快速发展.....	4
三、公司是国内重要的复合肥生产企业.....	5
1、公司成长为磷复肥一体化生产企业.....	5
2、公司产品售价变化不大.....	6
3、公司产品毛利率波动较大.....	7
4、公司居行业内领先地位.....	7
四、公司募资项目分析.....	7
五、公司盈利预测.....	8
六、公司估值.....	8
七、公司风险因素.....	9

图表目录

图 1：公司发行前股权结构.....	3
图 2：公司所属行业上下游关系图.....	3
图 3：1990-2008 年国内化肥复合化率.....	4
图 4：2009-2015 年国内复混肥施用量预测（万吨）.....	5
图 5：2007-2010 公司主要产品销量（万吨）.....	5
图 6：2007-2010 公司主要产品收入占比（%）.....	6
图 7：2007-2010 公司主要产品平均销售单价（元）.....	6
图 8：2007-2010 公司主要产品毛利率（%）.....	7
表 1：公司盈利预测.....	8
表 2：相关复合肥企业估值对比（2011-01-14）.....	8

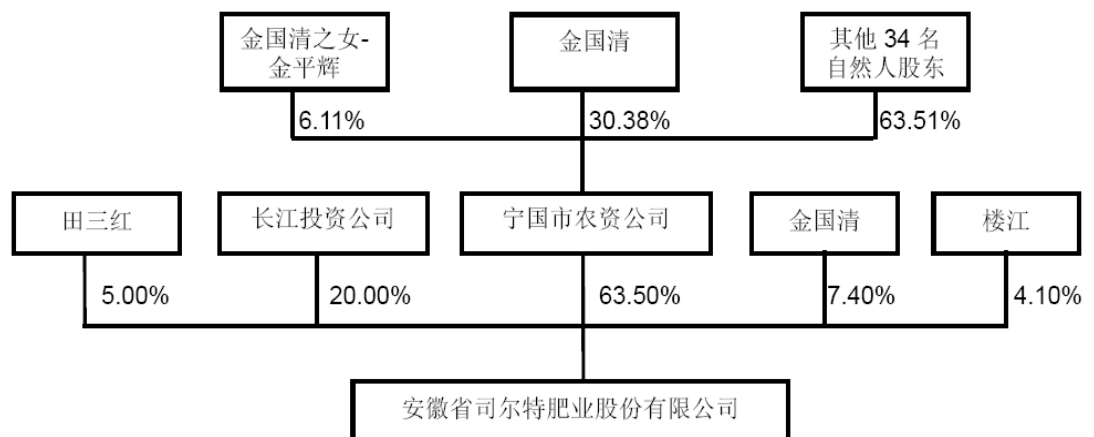
一、公司业务主要集中于复合肥的生产

公司从事国家大力支持、鼓励发展的高浓度磷复肥产品研发、生产和销售，主要产品为高浓度缓释 NPK 复合肥系列产品以及磷酸一铵，中间产品包括硫酸、磷酸等。目前，已具备年产 53 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥、30 万吨磷酸一铵、25 万吨硫酸、15 万吨磷酸的生产能力。

宁国市农资公司持有司尔特 6,985.00 万股，占发行人股本 63.50%，为发行人控股股东，其法人代表金国清直接持有宁国农资 30.38% 的股权，其女金平辉女士持有宁国农资 6.11% 的股权。金国清先生及其女金平辉女士合计持有宁国农资 36.49% 的股权，分别为宁国农资第一、第二大股东。金国清先生一直担任宁国农资及其下属其他企业董事长，对宁国农资经营决策具有重大影响，并实际控制该公司。金国清先生还直接持有发行人 5.50% 的股份，并通过宁国农资控制发行人 47.20% 的股权，且自 2003 年 9 月开始一直担任发行人董事长兼总经理，为公司实际控制人。

公司发行前股本 11,000 万股，本次发行 3,800 万股，发行价 26.00 元/股，按 2010 年预测业绩计算的发行市盈率为 40 倍。2009 年公司收入 11.8 亿元，毛利率 13.64%，净利润 6488 万元，净资产收益率 24.75%，每股净资产 2.38 元，每股收益 0.44 元。

图 1：公司发行前股权结构



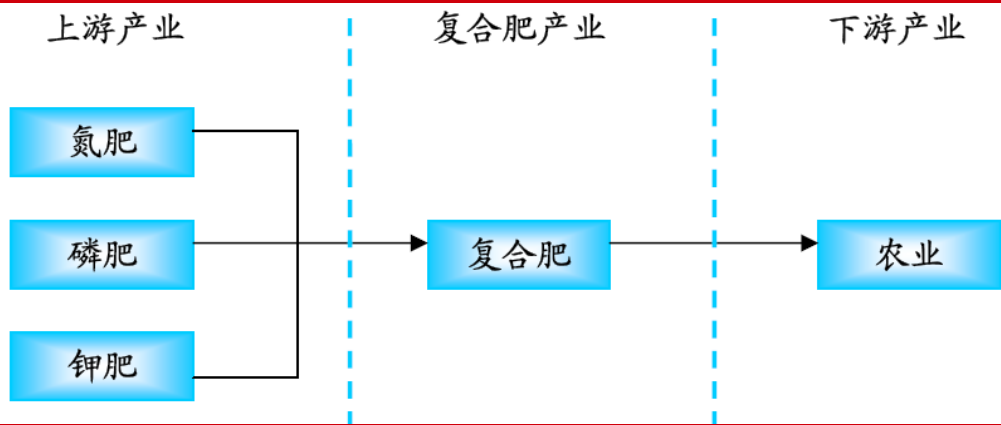
数据来源：招股说明书

二、复合肥行业前景广阔

1、公司主要产品复合肥是化肥类产品

复合肥是指氮、磷、钾三种养分中至少含有其中两种养分的肥料，其对作物的作用同其所含有的营养元素相关。复合肥的主要品种有：磷酸铵、硝酸钾、磷酸二氢钾和各种氮、磷、钾三元复合肥，除二元、三元复合肥外，还可以在复合肥料中掺加锰、硼等微量元素，更全面的满足某些作物生长的需要。与单质肥料相比，复合肥的养分种类多，含量高，能均衡的、长时间的同时供应养分，使元素之间相互作用提高使用效果。

图 2：公司所属行业上下游关系图

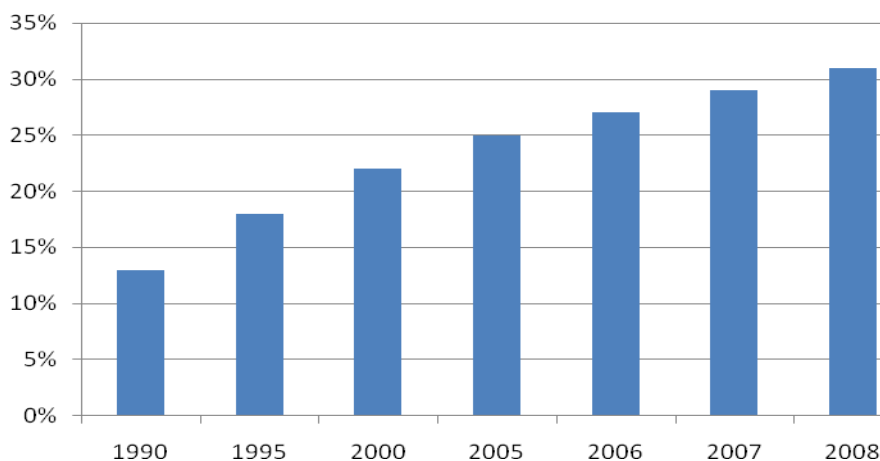


数据来源：招股说明书

2、公司主要产品复合肥行业市场巨大

化肥作为粮食的“粮食”，是农业生产中的重要战略资源，在保障粮食安全与人民生活健康方面起着举足轻重的作用。当前，我国粮食增产任务仍较艰巨，2008年全国粮食总产量为52,871万吨，人均粮食占有量仅404.1公斤，而国际通行标准人均粮食占有量约760公斤左右，我国人均粮食占有量仅为国际标准的53%。此外，依据国家规划，2020年粮食生产能力在现有基础上将新增1000亿斤。在耕地面积逐年减少的条件下，继续提高粮食产量必然要求进一步发挥化肥作用，加大科学施肥规模。从化肥的贡献率来看，联合国粮农组织估计，发展中国家粮食增产，55%来自化肥的作用。较单一肥料相比，复合肥料养分充足、物理性状好、易吸收、易施用、易储存运输，得到广大农民的认可、喜爱。随着经济的发展，农民经济承受能力增强、经济作物比重扩大，复合肥施用量和占化肥施用总量的比重快速提高。按农业部门统计，上世纪70年代复合肥料只占化肥施用总量的2.2%，80年代后期快速增长，90年代以来稳步提高，2008年化肥施肥复合化率达到30.7%。随着两三种作物的增产及经济作物、蔬菜、果树等作物的进一步发展，复合肥施用的比例和施用量将会大幅度提高。

图3：1990-2008年国内化肥复合化率



数据来源：招股说明书

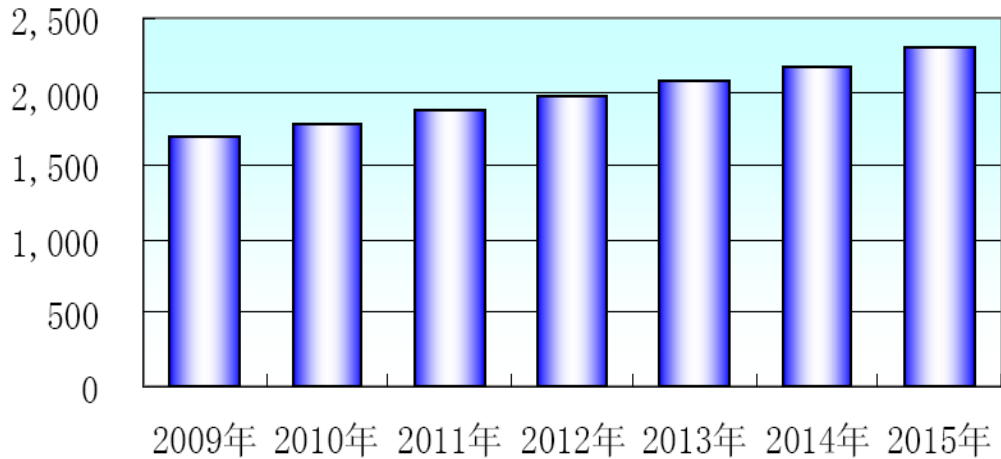
3、国内复合肥市场将快速发展

近年来，在国家产业政策支持下，复混（合）肥产业不断发展壮大，产业化程度明显提高，进口量逐年减少，国内市场自给率明显上升。根据2009年中国磷肥工业协会对全国范围内的68家复混肥企业的统计数据，该68家企业共生产三元复混（合）肥3,002万吨，同比增

长 3.6%，其中，硫基三元复合肥 866 万吨，同比增长 0.6%；全年累计销售量 3,026 万吨，同比增长 5.4%，库存 134 万吨，同比下降 46%。

复合高效是化肥行业发展方向，化肥复合化率则是衡量一个国家化肥工业发展水平和农业发展水平的重要标志。2008 年，国内复合肥用量占总施肥量的 30.07%，据此数据推算，国内化肥的复合化率在 30%左右，而目前世界平均水平为 35-40%，发达国家高达 65-75%。根据发达国家的经验以及国内农民对复混肥料认识程度的加深，国内复合肥用量占总施肥量的比率将不断提升。根据 2009 年 11 月 18 日颁布实施的《石油和化工产业结构调整指导意见》，化肥行业在提高氮肥、磷肥准入门槛，限制低水平产能无序扩张的同时，重点发展高效复合肥、缓控释肥等高端产品，提高钾肥供应能力和高浓度化肥的比例，争取到 2015 年高浓度化肥比例提高到 85%，施肥复合率达到 40%以上。按照 2011 年我国化肥产量达到 6,250 万吨(折纯)的规划目标计算，若化肥施肥复合化率提高到 40%，则复合肥施用量将达到 2,500 万吨(折纯)以上，而目前国内复合肥年施用量仅 1,608.70 万吨(折纯)，故我国复合肥未来几年市场需求增长空间巨大。

图 4：2009-2015 年国内复混肥施用量预测（万吨）



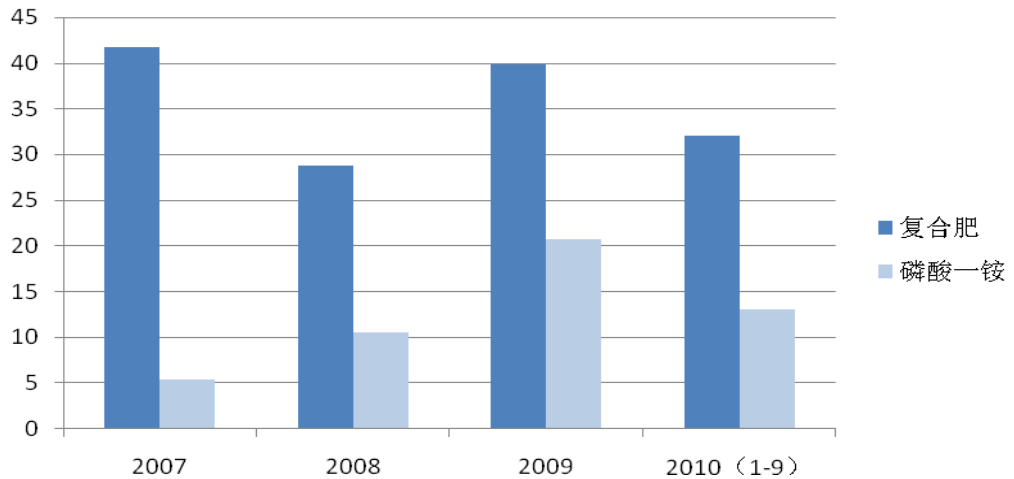
数据来源：招股说明书

三、公司是国内重要的复合肥生产企业

1、公司成长为磷复肥一体化生产企业

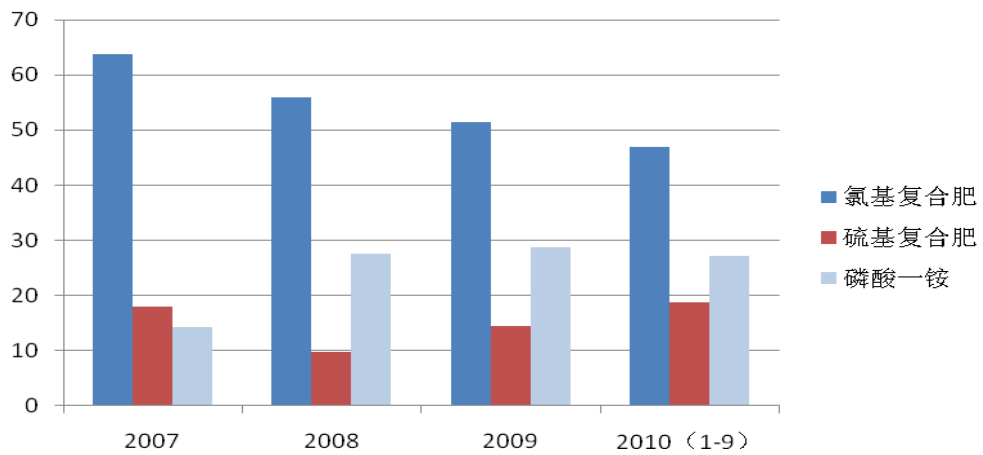
公司成立十多年来，依托本地硫资源优势 and 位于农业腹地的市场优势，由传统复混肥龙头企业发展成为规模化、专业化、现代化磷复肥一体化生产企业。主要产品磷酸一铵年设计生产能力为 24 万吨，实际最大产能达到 30 万吨，目前产能规模居安徽省首位。2009 年实际生产 29.45 万吨，位列全国磷酸一铵产量第十位，高浓度缓释 NPK 复合肥目前产能规模达到 53 万吨，综合实力挤入复合肥行业十强企业。

图 5：2007-2010 公司主要产品销量（万吨）



数据来源：招股说明书 民族证券

图 6: 2007-2010 公司主要产品收入占比 (%)



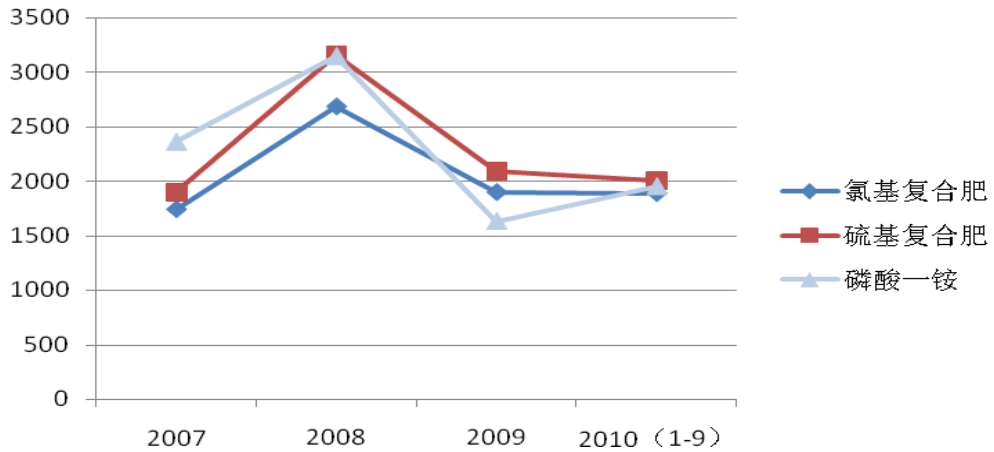
数据来源：招股说明书 民族证券

公司一体化的产业链结构成功规避了 2008 年国际硫磺价格暴跌以及国际金融危机引发的巨大风险，确保主营业务收入基本稳定。总体来看，2008 年主营业务收入较上一年度增长 32.93%，主要是产品价格大幅上涨所致，但销量受 2008 年第四季度销售不旺影响有所下降，全年磷复肥总销量由 2007 年 47.24 万吨下降至 39.31 万吨。2009 年主营业务收入较上一年度略有下降，磷复肥产品总销量达到 60.59 万吨，其中毛利较高的硫基复合肥销售收入占营业收入的比重相应提高到 18.66% 也为收入增长贡献了力量。

2、公司产品售价变化不大

销售价格的波动主要是受行业经济变化的影响。2008 年前三季度，。2008 年前三季度，钾肥、尿素、磷铵等基础肥料以及煤、油、气、硫磺等原材料价格持续上涨，推动了复合肥价格连续上涨达到阶段性高位，导致各产品销售价格 2008 年较上年均有不同幅度的上涨。2008 年四季度，国际金融危机突然来袭，行业经济受到冲击，所受到的影响在 2009 年显现，产品销售价格较上年普遍下跌。

图 7: 2007-2010 公司主要产品平均销售单价 (元)

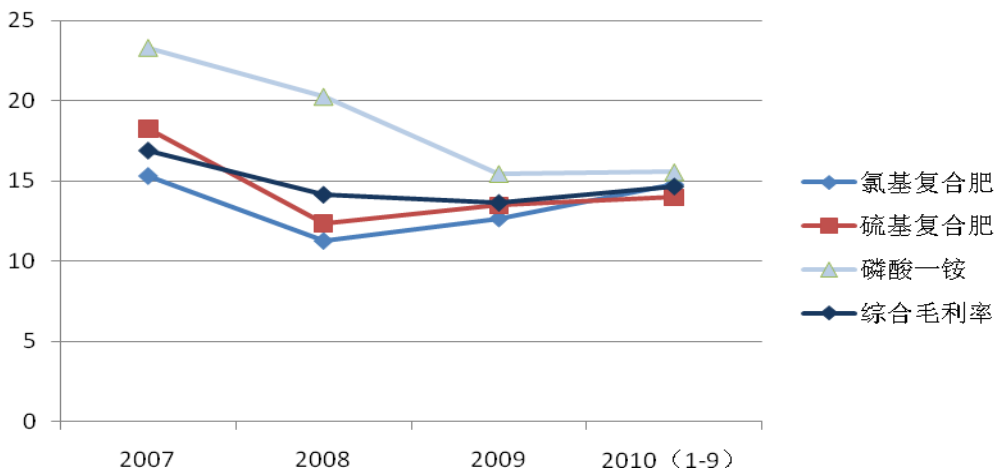


数据来源：招股说明书 民族证券

3、公司产品毛利率波动较大

公司宣城磷复肥一体化项目建成投产，形成较为完整的磷复肥一体化产业链，产能迅速扩张，凸显规模效应，毛利水平较为稳定。

图 8：2007-2010 公司主要产品毛利率 (%)



数据来源：招股说明书 民族证券

4、公司居行业内领先地位

在 4,400 多家复合肥生产企业中，产能在 30 万吨以下的小型企业占 95% 以上，且该类企业中，只生产中低浓度复混（合）肥的企业至少有 2,600 家，这些企业基本上生产复混肥，生产简陋，开工率非常低；而产能在 30 万吨以上的规模型复合肥生产企业仅 200 余家，产能相对分散，仍未得到充分的整合。公司目前高浓度缓释 NPK 复合肥产能规模已达到 53 万吨，磷酸一铵、硫铁矿制酸产量位列同行业前十位，综合实力挤入中国复合肥行业十强、中国化肥行业百强；磷酸一铵产销规模也迅速扩大，成长为具有明显特点和竞争优势的磷复肥行业优势企业，行业地位突出。

另外公司立足当地硫资源利用，建立起从硫铁矿制酸至最终产品磷复肥较为完整的一体化产业链。实现酸肥结合、规模化生产，毛利水平处于行业前列，抗市场风险能力较强。

四、公司募资项目分析

公司此次募集资金将全部用于 70 万吨/年氨化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目，该项目已经安徽省宁国市发改委核准。项目建成后，将同步关停淘汰宁国本部现有使用时间较长、工艺相对落后的全部 43 万吨物理合成 NPK 复合肥生产线，实际新增 NPK 复合肥产能 27 万吨，同时实现产品升级换代。因此通过本次募集资金投资项目实施，不仅实现主要产品产能规模扩大，更为重要的是实现产品、工艺升级换代，全面提升 NPK 复合肥产品核心竞争力。

五、公司盈利预测

初步预计公司 2010 年—2012 年收入分别为 12.53 亿元、15.16 亿元和 18.95 亿元，收入增长主要来自募投项目完成后，公司产能扩大，规模效应将使公司主要产品复合肥生产成本将显著降低，摊薄后每股收益分别为 0.57 元、0.74 元和 0.99 元。

表 1：公司盈利预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,181.99	1,252.91	1,516.02	1,895.03
二、营业总成本	1,110.35	1,159.31	1,394.13	1,732.94
营业成本	1,020.72	1,071.24	1,288.62	1,601.30
营业税金及附加	0.32	0.38	0.45	0.57
销售费用	47.56	43.85	53.06	66.33
管理费用	34.47	30.07	36.38	45.48
财务费用	9.04	8.77	10.61	13.27
资产减值损失	-1.77	5.00	5.00	6.00
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	1.00
投资净收益		0.00	0.00	1.00
四、营业利润	71.64	93.60	121.89	163.09
加：营业外收支	4.95	5.64	6.82	8.53
五、利润总额	76.58	99.24	128.71	171.62
减：所得税	11.71	14.89	19.31	25.74
六、净利润	64.88	84.36	109.41	145.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	1.00
归属于母公司所有者的净利润	64.88	84.36	109.41	145.87
总股本	110.00	148.00	148.00	148.00
EPS（元）	0.59	0.57	0.74	0.99

资料来源：民族证券

六、公司估值

按照相对估值法对司尔特进行估值，我们选取了中小板上市的复合肥生产企业，可比公司 2010 年 PE 均值为 49.7，考虑到公司所处的行业地位及成长性等，给予公司 35—48 倍 PE 比较合理，据此预计公司上市后合理的价值区间为 20—27.3 元。

表 2：相关复合肥企业估值对比（2011-01-14）

代码	公司名称	每股收益			市盈率		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E
002170	芭田股份	0.04	0.29	0.51	419	57.9	32.9
002470	金正大	0.35	0.44	0.55	52.2	41.5	33.2

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险因素主要在于两个方面：一是本公司主要原材料包括硫铁矿、磷矿石以及氯化钾、尿素、氯化铵等基础肥料，占产品生产成本比重约为 90%，价格波动将直接导致公司产品毛利率发生较大变化；二是募投项目完成后实际新增 NPK 复合肥产能 27 万吨，需要公司有更强的市场开拓能力。

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn