

2020年04月02日

司尔特 (002538.SZ)

## 业绩下滑，新型肥料转型升级中

■事件：公司发布2019年报，全年实现营收30.16亿元（同比-3.55%）；归母净利润2.38亿元（同比-20.66%）。

■化肥市场行情下滑导致公司业绩下滑：公司2019年业绩下滑主要由于产品毛利率下降，投资收益减少，以及期间费用增加。受化肥行业市场行情下滑影响，公司2019年综合毛利率为21.19%，同比下滑3.34 pct。2019年公司化肥产品总销量136.68万吨，同比下降7.54%。公司联营企业贵州路发实业有限公司正在进行三期改扩建工作，导致2019年磷矿石开采量和销售量下降，亏损3225.45万元。同时2019年初发行可转债导致期间费用同比增加。

■“三磷”整治下磷肥行业集中度提升，公司产业链一体化降本增效：2019年全国开展磷矿、磷肥和含磷农药制造等磷化工企业“三磷”整治行动，部分中小微企业、落后企业在竞争中遭到淘汰，我国磷肥行业集中度进一步得到提升。公司现拥有安徽宁国、宣城、亳州三大化肥生产基地与宣城马尾巴山硫铁矿山、贵州开阳磷矿山，已形成从硫铁矿制酸至磷复肥产品产销较为完整的一体化产业链。2019年公司马尾巴山硫铁矿38万吨/年采矿技改工程进入可正式投产出矿阶段，使公司3条硫铁矿制硫酸生产线年产80万吨的硫酸原料供应进一步得到保证，并有效降低生产成本。同年公司已完成贵州路发20%股权的增持，贵州路发是公司最大的磷矿石供应商，保证了原材料的供应。

■大力发展绿色新型肥料，积极推进转型升级：随着公司亳州60万吨新型复合肥项目投产，宣城90万吨新型复合肥项目一期30万吨复合肥项目投产，公司新型肥料的产能逐步增大。2019年4月公司向社会公开发行面值8亿元的可转换公司债券，期限6年，募集资金用于建设年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目，促进公司生物有机肥等新型肥料规模化发展，符合农业绿色发展的需要。据公告，目前该项目已经完成厂房的建设，正在进行设备的采购、安装工作。公司坚持走生态配方肥之路，大力发展测土配方肥，积极开发新型肥料，有望快速抢占市场，实现公司转型升级。

■投资建议：预计公司2020年-2022年净利润为3亿、3.7亿、4.5亿元，对应PE 11.5、9.5、7.7倍，首次覆盖给予增持-A评级，目标价5.6元。

■风险提示：原料价格波动、下游需求不及预期等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	3,126.8	3,015.9	3,694.5	4,378.0	4,903.4
净利润	300.1	238.1	303.5	369.0	454.2
每股收益(元)	0.42	0.33	0.42	0.51	0.63
每股净资产(元)	4.90	5.34	5.45	5.88	6.42

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	11.6	14.7	11.5	9.5	7.7
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
净利润率	9.6%	7.9%	8.2%	8.4%	9.3%
净资产收益率	8.5%	6.2%	7.8%	8.7%	9.8%
股息收益率	2.1%	0.0%	2.2%	1.7%	1.8%
ROIC	10.8%	8.5%	10.0%	11.6%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

复合肥

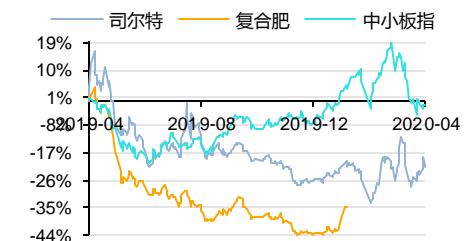
投资评级 **增持-A**  
首次评级

6个月目标价：**5.6元**  
股价(2020-04-02) **4.82元**

交易数据

总市值(百万元)	3,461.39
流通市值(百万元)	3,366.93
总股本(百万股)	718.13
流通股本(百万股)	698.53
12个月价格区间	4.11/7.26元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.23	2.38	-19.07
绝对收益	0.84	0.42	-20.7

张汪强 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517070003  
zhangwq1@essence.com.cn  
010-83321072

乔璐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518100001  
qiaolu@essence.com.cn

相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,126.8	3,015.9	3,694.5	4,378.0	4,903.4	成长性					
减:营业成本	2,359.8	2,377.0	2,863.3	3,379.8	3,775.6	营业收入增长率	20.1%	-3.5%	22.5%	18.5%	12.0%
营业税费	23.8	30.1	35.5	39.7	46.8	营业利润增长率	46.7%	-17.5%	23.1%	22.4%	23.2%
销售费用	146.0	134.7	166.3	199.0	220.8	净利润增长率	40.9%	-20.7%	27.5%	21.6%	23.1%
管理费用	141.3	146.1	177.3	206.7	234.8	EBITDA 增长率	75.5%	-23.8%	28.0%	21.1%	11.8%
财务费用	30.5	38.5	61.0	83.8	44.6	EBIT 增长率	101.5%	-33.5%	42.0%	24.5%	12.4%
资产减值损失	-7.1	-	1.0	-2.0	-0.3	NOPLAT 增长率	40.0%	-13.6%	26.4%	24.5%	12.4%
加:公允价值变动收益	-	10.5	-10.5	-	-	投资资本增长率	9.3%	7.5%	7.6%	4.0%	1.4%
投资和汇兑收益	-2.3	-32.3	-5.6	-13.4	-17.1	净资产增长率	6.0%	9.2%	2.2%	8.1%	9.5%
营业利润	368.2	303.8	374.0	457.7	564.0	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	-10.6	-4.9	-5.3	-6.9	毛利率	24.5%	21.2%	22.5%	22.8%	23.0%
利润总额	367.9	293.2	369.1	452.5	557.1	营业利润率	11.8%	10.1%	10.1%	10.5%	11.5%
减:所得税	55.6	42.7	55.4	67.9	83.6	净利润率	9.6%	7.9%	8.2%	8.4%	9.3%
净利润	300.1	238.1	303.5	369.0	454.2	EBITDA/营业收入	19.2%	15.2%	15.8%	16.2%	16.2%
						EBIT/营业收入	14.7%	10.2%	11.8%	12.4%	12.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	152	176	150	125	114
						流动资产周转天数	114	130	121	120	121
						流动资产周转天数	246	299	289	272	268
						应收帐款周转天数	13	13	13	13	13
						存货周转天数	74	106	80	86	89
						总资产周转天数	540	625	565	504	469
						投资资本周转天数	379	426	374	334	306
						投资回报率					
						ROE	8.5%	6.2%	7.8%	8.7%	9.8%
						ROA	6.4%	4.5%	5.2%	6.2%	7.2%
						ROIC	10.8%	8.5%	10.0%	11.6%	12.5%
						费用率					
						销售费用率	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
						管理费用率	4.5%	4.8%	4.8%	4.7%	4.8%
						财务费用率	1.0%	1.3%	1.7%	1.9%	0.9%
						三费/营业收入	10.2%	10.6%	11.0%	11.2%	10.2%
						偿债能力					
						资产负债率	26.6%	29.8%	33.6%	30.4%	27.7%
						负债权益比	36.3%	42.4%	50.6%	43.8%	38.3%
						流动比率	1.87	2.91	2.06	2.30	3.06
						速动比率	1.19	1.91	1.61	1.36	2.25
						利息保障倍数	15.12	7.96	7.13	6.46	13.63
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	-	0.10	0.08	0.09
						分红比率	23.9%	0.0%	24.8%	16.3%	13.7%
						股息收益率	2.1%	0.0%	2.2%	1.7%	1.8%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	619.4	238.3	295.6	350.2	392.3
交易性金融资产	-	710.5	700.0	700.0	700.0
应收帐款	110.9	112.6	151.6	163.0	192.4
应收票据	103.2	-	233.0	31.3	226.4
预付帐款	565.0	478.8	990.0	603.9	1,187.9
存货	834.0	934.1	700.1	1,391.5	1,041.7
其他流动资产	60.6	235.1	153.1	149.6	179.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	395.3	561.5	561.5	561.5	561.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,386.6	1,568.5	1,506.3	1,539.2	1,555.4
在建工程	258.9	136.0	165.2	182.6	-
无形资产	353.8	402.0	385.0	368.0	351.1
其他非流动资产	201.3	199.6	187.3	179.1	166.8
资产总额	4,889.1	5,577.0	6,028.7	6,220.0	6,554.8
短期债务	460.0	244.5	672.3	569.3	169.9
应付帐款	182.3	283.4	326.3	347.2	418.1
应付票据	167.9	182.5	307.9	181.6	401.7
其他流动负债	417.1	221.3	259.4	373.0	289.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	75.4	730.1	460.6	422.1	537.6
负债总额	1,302.8	1,661.8	2,026.4	1,893.2	1,816.6
少数股东权益	67.7	80.1	90.3	105.9	125.2
股本	718.1	718.1	718.1	718.1	718.1
留存收益	2,800.4	2,965.7	3,193.8	3,502.9	3,894.8
股东权益	3,586.4	3,915.2	4,002.3	4,326.9	4,738.2

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	312.4	250.5	303.5	369.0	454.2
加:折旧和摊销	155.1	165.7	150.0	166.7	183.3
资产减值准备	-7.1	4.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-10.5	-10.5	-	-
财务费用	41.9	47.8	61.0	83.8	44.6
投资损失	2.3	32.3	5.6	13.4	17.1
少数股东损益	12.2	12.4	10.2	15.5	19.3
营运资金的变动	-136.7	-348.7	-305.6	-119.5	-233.4
经营活动产生现金流量	208.9	287.1	214.2	528.9	485.1
投资活动产生现金流量	-176.5	-949.8	-84.6	-213.4	-17.1
融资活动产生现金流量	4.5	287.7	-72.4	-260.9	-426.0

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.42	0.33	0.42	0.51	0.63
BVPS(元)	4.90	5.34	5.45	5.88	6.42
PE(X)	11.6	14.7	11.5	9.5	7.7
PB(X)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
P/FCF	20.5	16.4	13.9	38.4	48.1
P/S	1.1	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.6	7.2	6.1	4.8	3.9
CAGR(%)	7.2%	23.6%	13.4%	7.2%	23.6%
PEG	1.6	0.6	0.9	1.3	0.3
ROIC/WACC	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
REP	1.0	1.2	1.0	0.8	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张汪强、乔璐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034