

分析师： 刘俊 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn 执业证书编 S0490208090171

联系人： 梅崧玺 (8621) 68751310 meiyx@cjsc.com.cn

冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

张翔 (8627) 65799773 zhangxiang1@cjsc.com.cn

优势地区的复合肥优势龙头

事件描述

■ 发行与募投项目

公司本次拟向社会公开发行人 3,800 万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将全部用于发行人 70 万吨/年氨化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目，预计总投资 6.44 亿元。

■ 公司是复合肥领域优势企业

公司主要从事高浓度磷复肥产品的研发、生产和销售，包括复合肥系列产品以及磷酸一铵。目前已具备年产 53 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥、30 万吨磷酸一铵以及 25 万吨硫酸、15 万吨磷酸的生产能力，综合实力进入国内复合肥行业十强。

■ 需求驱动政策促进，复合肥产业值得期待

我国粮食增产压力很大，到 2020 年要新增粮食 1000 亿斤，下游需求推动化肥行业加速发展。而高浓度缓释复合肥作为化肥领域的优秀品种，逐步替代传统产品，发展前景看好。

另一方面，我国化肥产能整体过剩，产业整合大幕已经拉起。作为化肥行业的优势企业和安徽政府力推的产业龙头，公司将在这一轮产业整合中获益颇丰。未来业绩值得期待。

■ 盈利预测与申购价格

预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.61 元、0.79 元和 1.08 元。按照 2010 年 30-35 市盈率，合理申购价格为 23.70-27.65 元。

事件评论

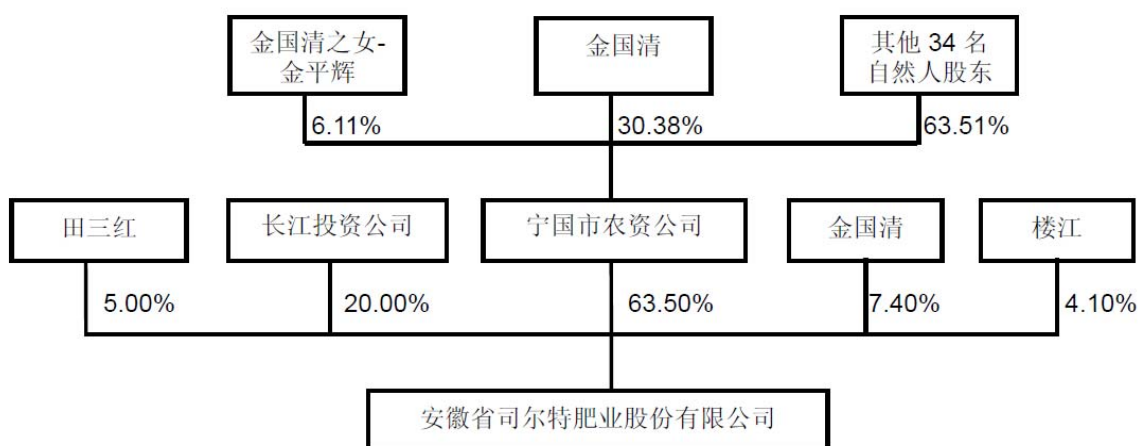
公司概况：复合肥领域优势企业

公司主要从事高浓度磷复肥产品的研发、生产和销售，包括复合肥系列产品以及磷酸一铵。目前已具备年产 53 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥、30 万吨磷酸一铵以及 25 万吨硫酸、15 万吨磷酸的生产能力，综合实力进入国内复合肥行业十强。

股权结构

司尔特本次拟发行普通股 3,800 万股，发行后总股本为 14,800 万股。发行前，公司董事长兼总经理金国清合计间接持有公司 26.69%的股权，是公司的实际控制人。金国清之女金平辉间接持有公司 3.88%的股权。此外，公司另有 2 位法人股东持股 60.33%，2 名自然人股东楼江、田三江分别直接持股 4.1%和 5%。

图 1：司尔特股权结构图

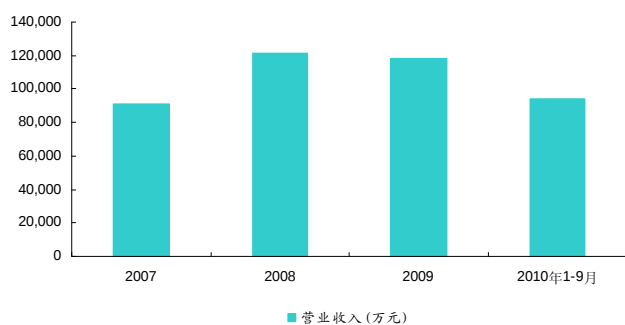


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司经营情况良好

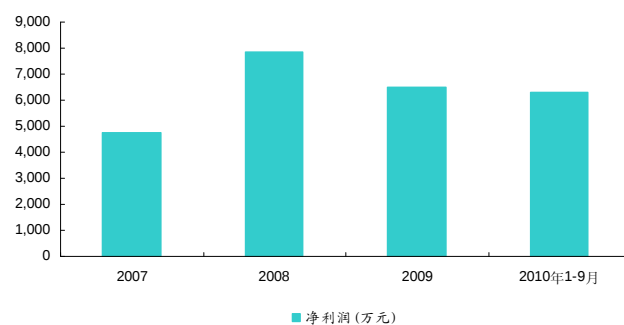
公司 2007 年~2009 年营业收入分别为 9.13 亿、12.16 亿、11.82 亿元；营业利润分别为 7014 万、7932 万、7163 万；净利润为 4725 万，7867 万，6488 万。除 2009 年金融危机出现下滑外，公司业绩持续上升。三年中，公司综合毛利率均保持在 13.5% 到 17% 之间。

图 2：2007-2010 年公司营业收入变化（万元）



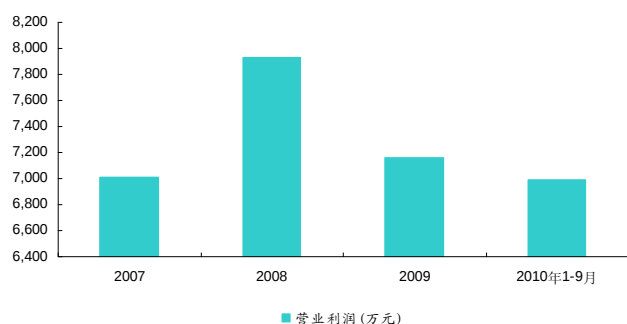
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：2007-2010 年公司净利润变化（万元）



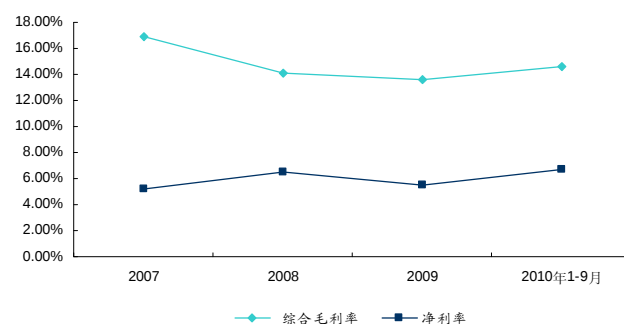
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 近三年公司营业利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 近三年公司毛利率、净利率变化



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

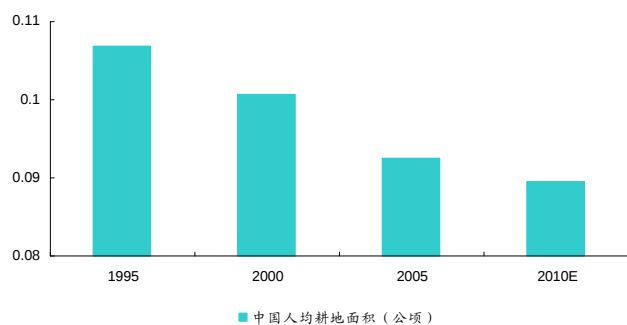
行业分析: 需求驱动政策促进, 复合肥产业值得期待

粮食增产任务艰巨, 复合肥产业前景广阔

作为粮食生产大国和人口大国, 中国仍然处于粮食安全问题这一危机的阴影之下。我国粮食增产任务十分艰巨, 2008 年全国人均粮食占有量仅 404.1 公斤, 而国际标准为 760 公斤左右, 差距巨大。为逐步缩小这一差距, 国家在粮食安全中长期规划纲要提出, 2020 年粮食生产能力要在现有基础上新增 1000 亿斤。

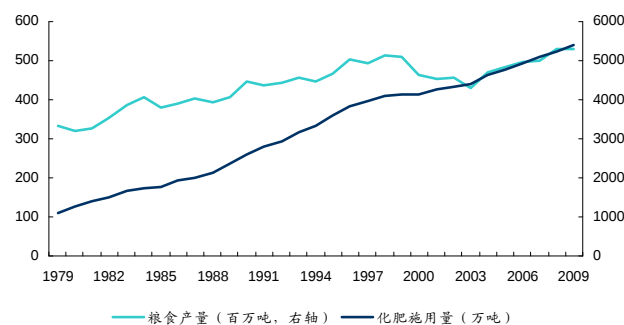
但由于耕地面积有限, 必须要提高单位产量。这其中最有效的方法即是施用化肥。据统计, 在其他生产因素不变的情况下, 农作物施用化肥可增加产量 40-60%。目前粮食产量增长低于化肥施用量增长, 化肥增产仍有发展空间。

图 6: 中国人均耕地面积逐年下降



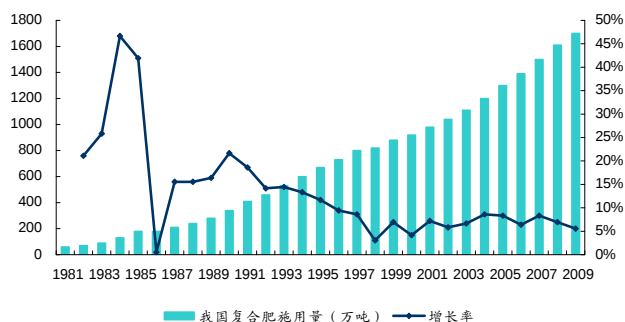
资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

图 7: 粮食生产量增长远低于化肥施用量的增长

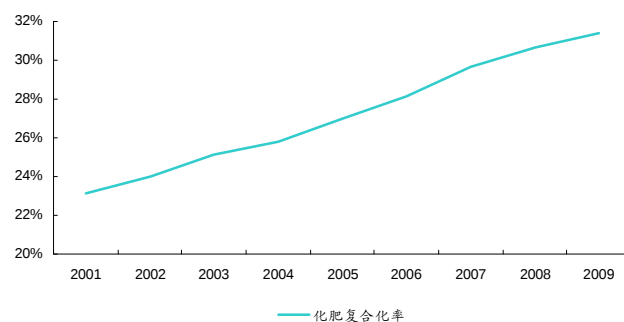


资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

在化肥市场中, 复合肥产业正在逐步扩大份额。目前我国化肥复合化率正在不断提高。据国家统计局数据, 在过去 10 年, 化肥复合化率从 23.13% 逐步提高至 31.43%。但该比例与国际相比仍然偏低, 国际平均水平为 35-40%、发达国家高达 65-75%。根据农业部的要求, 到 2010 年我国化肥复合化率要提高至 50% 左右。复合肥行业前景看好。

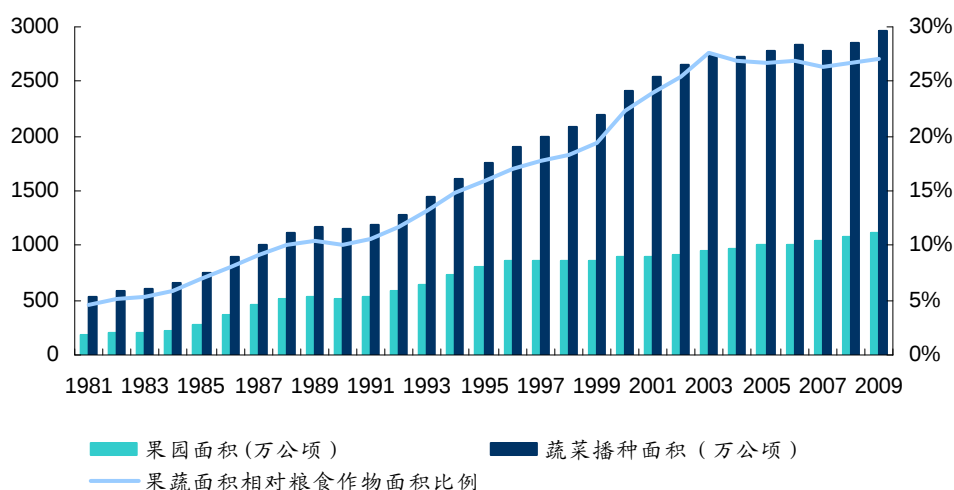
图 8：我国复合肥施用量逐年稳定增长（万吨）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：国内化肥复合化率逐年增长但仍然偏低


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

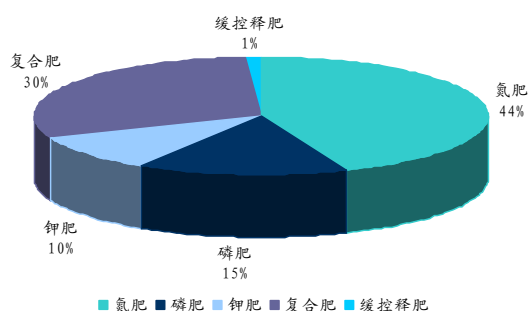
另一方面，随着农业结构调整，果蔬种植面积逐渐增大，对于高浓度优质专用复合肥的需求迅速增长。作为生产高浓度复合肥的司尔特公司，将从这种需求增长中获得高速增长机遇。

图 10：以蔬菜、水果为代表的经济作物种植面积逐年增长


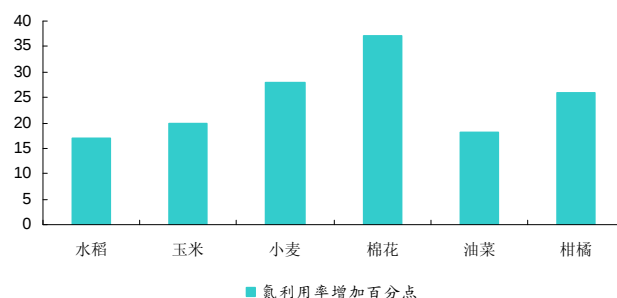
资料来源：公司公告，长江证券研究部

缓控释肥则是当前化肥行业产业升级的另一股浪潮。这种肥料具有提高化肥利用率、减少使用量与施肥次数、降低生产成本、减少环境污染、提高农作物产品品质等优点，突出特点是其释放率和释放期与作物生长规律有机结合，从而使肥料养分有效利用率提高 20% 以上。目前的缓控释肥产业仍处于快速成长初期，在整个化肥市场中份额占比较小，具有广大的市场发展空间。作为缓控释肥与复合肥生产交叉领域——缓控复合肥的优势生产企业，公司发展值得期待。

图 11：缓控释肥面临广大的市场空间
图 12：农作物施用缓控释肥促进氮素利用率增加



资料来源：长江证券研究部



资料来源：长江证券研究部

政策加力，整合促进，优势企业迎来福音

目前化肥行业整体产能过剩，产业集中度过低，小企业过多等问题严重，产业整合、升级的要求日益迫切。在此情况下，国家在《石油和化工产业结构调整指导意见》提出，鼓励化肥行业企业实施兼并重组，提高产业集中度，争取到2015年，复合肥前10名企业的产量比例提高到50%以上。在产业整合的大旗下，占据市场优势地位的龙头企业将成为最大的获益者。

而在2009年9月《安徽省石化产业调整和振兴规划》中，更是旗帜鲜明的提出了“支持宁国司尔特公司兼并重组小化肥企业”。公司背靠大树，前景乐观。

表 1: 1996 年-2008 年中国节能政策法规

时间	政策	主要内容
2010 年	石油和化学工业“十二五”科技发展规划纲要	提高高浓度化肥比例，提高化肥产业集中度
2009 年 12 月	促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案	壮大化肥产业，发展高浓度基础性肥料和高效复合肥
2009 年 9 月	安徽省石化产业调整和振兴规划	支持宁国司尔特公司兼并重组小化肥企业，鼓励使用本省产农用化工产品

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

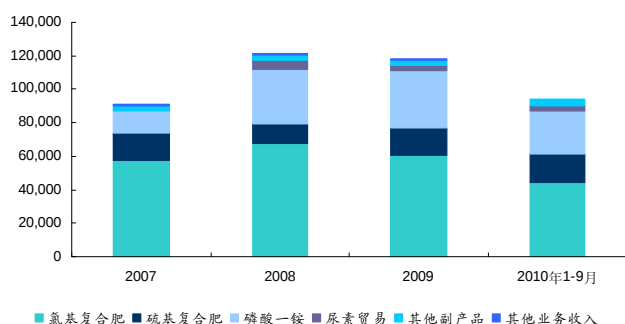
公司分析：主营业务优势尽显

公司毛利稳定，核心业务增长飞跃

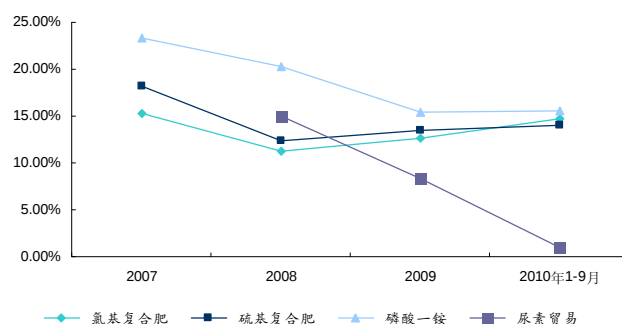
公司主要从事高浓度磷复肥产品的研发、生产和销售，包括复合肥系列产品以及磷酸一铵。目前已具备年产 53 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥、30 万吨磷酸一铵以及 25 万吨硫酸、15 万吨磷酸的生产能力，综合实力进入国内复合肥行业十强。

从主营产品的营业收入占比来看，氯基复合肥占比较大，但呈逐年下降趋势，从 2007 年的 63.75% 下降到 2009 年的 51.41%。硫基复合肥除在 2008 年份额出现大幅下降外，一直保持在 14.5%~17.5% 左右。磷酸一铵的份额则逐步增大，从 2007 年的 14.20% 上升到 2009 年的 28.79%。公司的尿素贸易等其他业务占比较小。

从产品毛利率的角度来看，公司的主要产品销售毛利率比较稳定。氯基复合肥毛利率在 11%~15% 左右，硫基复合肥 2007 年毛利率为 18.23%，2008 年以后则保持在 12%~13% 左右。磷酸一铵毛利率逐步下滑，从 2007 年的 23.27% 下降到 2009 年的 15.43%。公司的毛利率变动主要是受成本原料的价格变动影响。

图 13：2007-2010 年公司主营构成按产品分类


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 14：2007-2010 年公司各产品毛利率变化


资料来源：公司公告，长江证券研究部

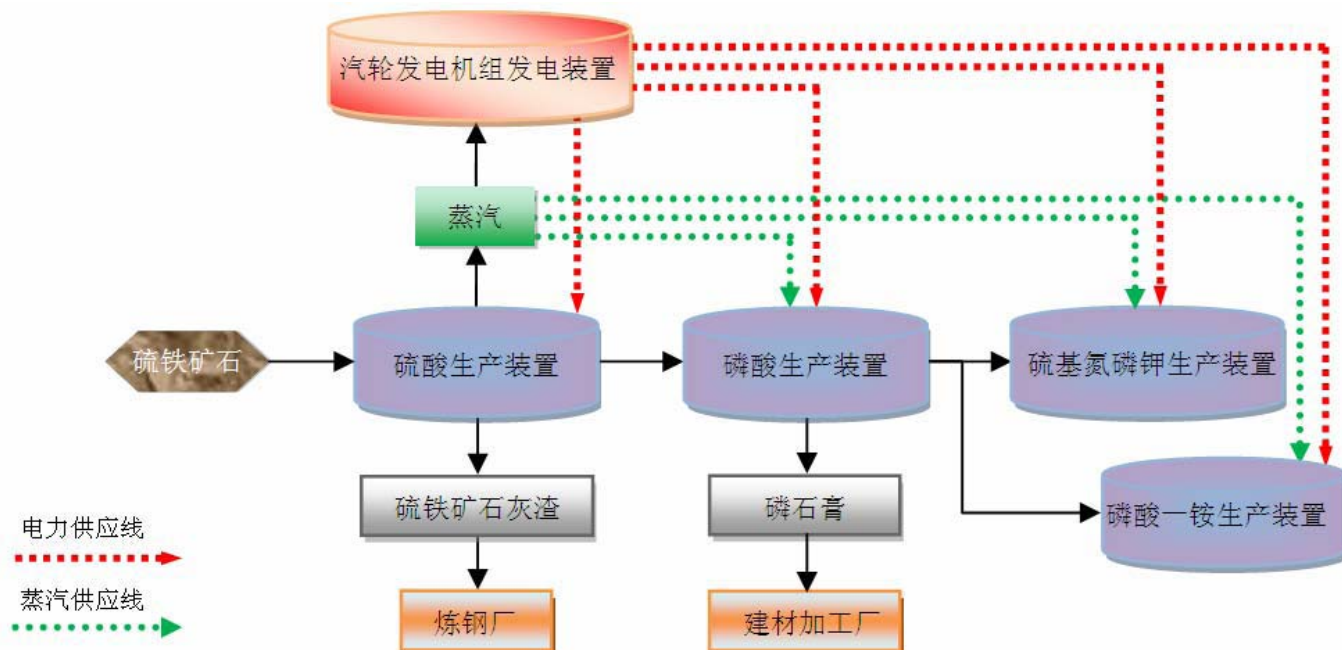
位处优势地域，上下游皆有优势

公司地处华东、华中结合部，临近安徽、山东、江西、江苏、河南等农业大省。周围省份耕地面积和粮食播种面积分别为5651 万和3714 万公顷，均达到全国的1/3 强，人口占全国总人口的比例近45%，农资需求旺盛。公司产品市场得到保障。

另一方面，公司主要原材料硫铁矿可就近采购。公司150公里内即有三个硫铁矿区，合计储量达4.49亿吨，且品位较高，含硫品位平均达35%以上。就近采购，可大幅降低公司原材料成本。

一体化经营，降低综合成本

公司采用从硫铁矿制酸到最终磷复肥产品的一体化产业链模式。可有效抵御硫磺价格的大幅波动风险、实现节能降耗，还可以充分利用余热、废渣，降低水电费用，低碳环保，大幅降低了综合生产成本。

图 15：公司一体化经营模式


资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目

公司本次拟向社会公开发行3,800万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将全部用于发行人70万吨/年氨化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目，预计总投资6.44亿元。

表 2： 公司募投项目资金使用情况 单位：百万元

项目名称	建设周期	总投资	年营业收入	年利润总额
70 万吨/年氨化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目	1.5 年	644.24	1486.54	103.46

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司募投项目建设期1.5年，投产后，生产期年平均实现销售收入14.86亿元，税后净利润1.03亿元。在未来将大大提高公司业绩。

图 16： 公司募投项目进度

阶段 \ 时间 (月)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1.可行性研究	■																	
2.初步设计		■	■	■														
3.施工图设计				■	■	■	■	■	■	■	■							
4.设备采购						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
5.土建施工																		
6.设备安装													■	■	■	■	■	■
7.系统试车																	■	■

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测与申购价格

预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.61 元、0.79 元和 1.08 元。按照 2010 年 30-35 市盈率，合理申购价格为 23.70-27.65 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1182	1242	1494	1915	货币资金	40	618	438	440
营业成本	1021	1066	1276	1622	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	161	176	218	293	应收账款	36	37	45	58
% 营业收入	13.6%	14.2%	14.6%	15.3%	存货	114	120	143	182
营业税金及附加	0	0	0	1	预付账款	188	196	235	298
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	48	37	45	57	流动资产合计	379	972	862	980
% 营业收入	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	34	31	37	48	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	9	2	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	272	599	879	1009
资产减值损失	-2	0	0	0	无形资产	29	28	26	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	72	106	137	188	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	6.1%	8.5%	9.2%	9.8%	资产总计	693	1610	1778	2024
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	130	0	0	0
利润总额	77	106	137	188	应付款项	101	105	126	160
% 营业收入	6.5%	8.5%	9.2%	9.8%	预收账款	142	149	179	230
所得税费用	12	16	21	29	应付职工薪酬	15	16	19	24
净利润	65	90	116	160	应交税费	-15	-21	-27	-37
归属于母公司所有者					其他流动负债	20	20	24	31
的净利润	64.9	89.8	116.3	159.6	流动负债合计	393	270	322	408
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.44	0.61	0.79	1.08	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	38	38	38	38
经营活动现金流净额	256	172	233	319	负债合计	431	308	360	446
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	262	1302	1418	1578
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	262	1302	1418	1578
固定资产投资	-15	-412	-415	-319	负债及股东权益	693	1610	1778	2024
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15	-412	-415	-319		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.438	0.607	0.786	1.078
股权融资	0	950	0	0	BVPS	2.38	11.84	9.58	10.66
银行贷款增加（减少）	-208	-130	0	0	PE	31.12	22.49	17.36	12.65
筹资成本	44	-2	2	2	PEG	0.89	0.64	0.50	0.36
其他	-88	0	0	0	PB	5.72	1.15	1.42	1.28
筹资活动现金流净额	-252	818	2	2	EV/EBITDA	17.55	7.23	5.81	4.18
现金净流量	-11	577	-180	2	ROE	24.7%	6.9%	8.2%	10.1%

分析师介绍

梅崑奎，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。