

司尔特(002538)

紧靠原料和市场，构建一体化优势

研究员：熊杰

执业证书编号：S0570510120035

电话：025-83290889

E-mail: jet_x@sohu.com

地址：南京市中山东路90号

发行基本资料

化工	
发行股数(万)	3800
发行后总股本(万)	14800
发行方式	公开发行
发行日期	2011-1-6
保荐机构	宏源证券

数据(2009)

每股收益(元)	0.77
每股净资产(元)	2.38
总资产(百万元)	69.32
资产负债率(%)	62.17
净资产收益率(%)	24.89
每股经营性现金流(元)	2.33

公司合理价格区间： 20.1-23.4

投资要点：

- 司尔特主要从事复合肥的生产与销售，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。其中，磷酸一铵产量位列全国第十位，硫铁矿制酸产量位列同行业第八位（2009 年），综合实力挤入中国复合肥行业十强、中国化肥行业百强、安徽企业百强、安徽省民营企业十强行列。
- 公司的主要竞争优势在于产业链完整，已经建立起从硫铁矿制酸到磷复肥完整的一体化产业链，形成较为明显的成本优势。公司 150 公里内有三个硫铁矿区，合计储量达 4.49 亿吨，且品位较高，含硫品位平均达 35%以上。利用硫铁矿制酸余热发电及供给蒸汽，可满足宣城分公司生产所需蒸汽以及近 2/3 生产用电；每吨硫铁矿（35%品味）可以附产铁粉 0.7-0.8 吨，出售铁粉可覆盖约 50%的硫铁矿采购成本。而且可有效抵御硫磺价格的大幅波动风险。同时公司区位优势较为明显，周边安徽、山东、江西、江苏、河南等农业大省的耕地面积和粮食播种面积均达到全国的 1/3 强，人口占全国总人口的例近 45%，农资需求旺盛、市场容量巨大。
- 司尔特此次募集资金主要投向 70 万吨 NPK 复合肥项目，具体包括 10 万吨硫铁矿制酸装置、12 万吨磷酸装置、3 个 20 万吨氨化造粒缓释氯基复合肥装置以及 10 万吨氨化造粒缓释硫基复合肥装置。如果募集资金及时到位，预计 2011 年底募投项目将达产，在新厂区将新增 60 万吨氯基复合肥、10 万吨硫基复合肥产能，同时原厂区 43 万吨的氯基复合肥产能将淘汰。届时公司的氯基复合肥、硫基复合肥产能将分别达到 60 万吨和 20 万吨，产能增长幅度分别为 39.53%和 100%。我们认为此次募投项目有利于公司扩大产能和提高设备成新率，从而提升能源使用效率和规模经济水平，完善公司基于循环经济理念的一体化磷复肥生产体系，提高公司的综合竞争力。
- 根据目前公司募集资金项目的建设状况，预计公司的 70 万吨复合肥项目将于 2012 年下半年投产，我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.48、0.67 和 0.92 元。目前同处于复合肥行业的上市公司 2010-2012 年的动态市盈率均值分别为 45 倍、30 倍和 22 倍，考虑到公司的产业链优势，我们认为可以给予公司略高于行业平均的动态估值水平，按照 2011 年 30-35 倍左右进行估值，公司的合理价值区间为 20.1-23.4 元。

主要经营指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿)	11.82	12.74	14.50	17.08
收入增长率(%)	-2.79	7.78	13.81	17.79
净利润(百万)	64.88	70.82	99.63	135.60
净利润增长率(%)	-17.53	9.16	40.68	36.11
EPS(元)(摊薄后)	0.44	0.48	0.67	0.92

一、 公司简介

司尔特主要从事复合肥的生产与销售，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。其中，磷酸一铵产量位列全国第十位，硫铁矿制酸产量位列同行业第八位（2009），综合实力挤入中国复合肥行业十强、中国化肥行业百强、安徽企业百强、安徽省民营企业十强行列。

二、 股权结构

公司发行前总股本为 1.1 亿股，本次拟公开发行 3800 万股，占发行后总股本的 25.68%。公司第一大股东安徽省宁国市农资公司持有 6985 万股，占公司发行前总股本的 63.50%。公司董事长金国清直接持有宁国市农资公司 30.38% 的股权，其女金平辉女士持有宁国市农资公司 6.11% 的股权。金国清还直接持有公司 7.40% 的股权，并通过宁国市农资公司控制发行人 63.50% 的股权，为公司实际控制人。本次发行后，金国清仍控制公司 52.70% 的股份，处于绝对控股地位。

表 1：公司股权结构

	公开发行前		公开发行后	
	持股量（万股）	持股比例（%）	持股量（万股）	持股比例（%）
安徽省宁国市农业生产资料有限公司	6985.00	63.5	6985.00	47.2
武汉长江创业投资有限公司	2200.00	20	2200.00	14.86
金国清	814	7.4	814	5.5
田三红	550	5	550	3.72
楼江	451	4.1	451	3.05
社会公众股	—	—	3800.00	25.68
合计	11000.00	100	14800.00	100

资料来源：招股说明书

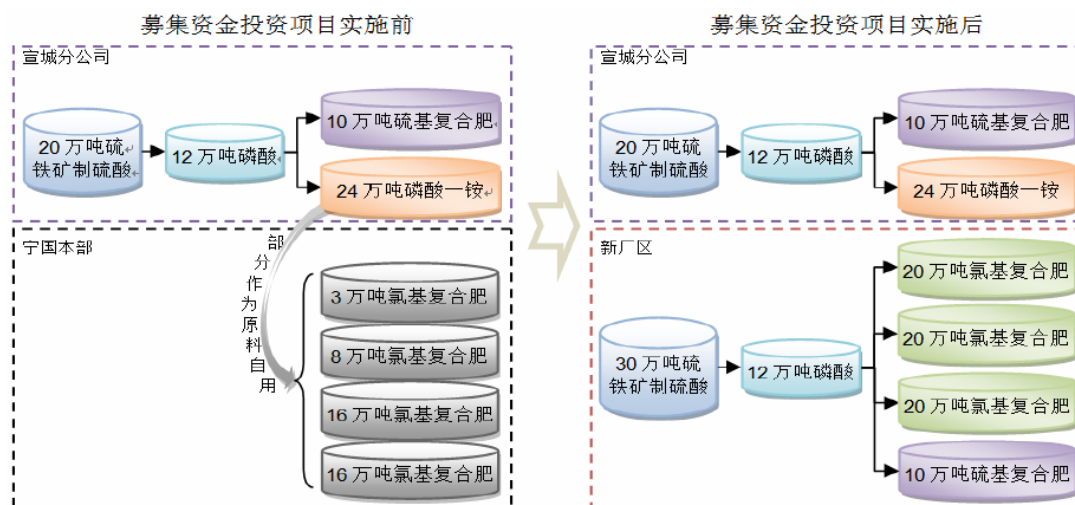
三、 行业与公司状况

复合肥一般是指含有氮磷钾三种元素的肥料品种，2000 年以来，我国化肥复合化率正在不断提。但目前 31% 的复合化率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，复合肥行业前景明朗，但要同时解决小企业众多、竞争激烈的问题。

公司的主要竞争优势在于产业链完整，已经建立起从硫铁矿制酸到磷复肥完整的一体化产业链，形成较为明显的成本优势。公司 150 公里内有三个硫铁矿区，合计储量达 4.49 亿吨，且品位较高，含硫品位平均达 35% 以上。利用硫铁矿制酸余热发电及供给蒸汽，可满足宣城分公司生产所需蒸汽以及近 2/3 生产用电；每吨硫铁矿（35% 品味）可以附产铁粉 0.7-0.8 吨，出售铁粉可覆盖约 50% 的硫铁矿采购成本。而且可有效抵御硫磺价格的大幅波动风险。同时公司区位优势较为明显，周边安徽、山东、江西、江苏、河南等农业大省的耕地面积和粮食播种面积均达到全国的 1/3 强，人口占全国总人口的例近 45%，农资需求旺盛、市场容量巨大。

四、 募集资金项目情况

司尔特此次募集资金主要投向 70 万吨 NPK 复合肥项目,具体包括 10 万吨硫铁矿制酸装置、12 万吨磷酸装置、3 个 20 万吨氨化造粒缓释氯基复合肥装置以及 10 万吨氨化造粒缓释硫基复合肥装置。如果募集资金及时到位,预计 2011 年底募投项目将达产,在新厂区将新增 60 万吨氯基复合肥、10 万吨硫基复合肥产能,同时原厂区 43 万吨的氯基复合肥产能将淘汰。届时公司的氯基复合肥、硫基复合肥产能将分别达到 60 万吨和 20 万吨,产能增长幅度分别为 39.53%和 100%。我们认为此次募投项目有利于公司扩大产能和提高设备成新率,从而提升能源使用效率和规模经济水平,完善公司基于循环经济理念的一体化磷复肥生产体系,提高公司的综合竞争力。



五、 盈利预测及估值

根据目前公司募集资金项目的建设状况,预计公司的 70 万吨复合肥项目将于 2012 年下半年投产,我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.48、0.67 和 0.92 元。目前同处于复合肥行业的上市公司 2010-2012 年的动态市盈率均值分别为 45 倍、30 倍和 22 倍,考虑到公司的产业链优势,我们认为可以给予公司略高于行业平均的动态估值水平,按照 2011 年 30-35 倍左右进行估值,公司的合理价值区间为 20.1-23.4 元。

表 3: 公司盈利预测表

单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	118199.17	127400.00	145000.00	170800.00
营业成本	102072.13	109983.00	123980.00	145261.00
营业税金及附加	32.18	35.22	41.80	48.10
营业费用	4756.48	4945.06	5623.47	6667.45
管理费用	3447.45	3358.35	3853.45	4600.62
财务费用	903.79	1559.97	604.93	-935.02
资产减值损失	-176.80	-96.20	-75.49	-99.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.62	3.13	3.43
营业利润	7163.95	7620.21	10974.97	15260.56
营业外收入	604.85	779.91	823.62	772.59

营业外支出	110.42	68.62	77.82	80.19
利润总额	7658.38	8331.50	11720.77	15952.96
所得税	1170.81	1249.73	1758.11	2392.94
净利润	6487.56	7081.78	9962.65	13560.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	6487.56	7081.78	9962.65	13560.02
EBITDA	8067.74	10790.12	14215.51	18348.99
EPS（元，摊薄）	0.44	0.48	0.67	0.92

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 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;

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。