



# 解构中国智慧农业

2015年1月

# 大农资板块最具潜力的龙头企业

2015年1月27日

## 投资要点

- 独具特色的区域复合肥龙头企业。**公司从事高浓度磷复肥产品的研发、生产和销售，具备一体化优势，复合肥排名全国前十。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。公司地处安徽，是安徽省最大的复合肥企业，在周边市场拥有强大的影响力。
- 公司多基地布局格局已现，将搭乘复合肥行业整合的东风。**目前复合肥行业正处在复合化率和龙头企业市场占有率双提升的过程中，龙头企业具备更强的品牌渠道、技术创新、产能规模、周转和资金优势，马太效应增强，我们认为公司有望迎来迅速扩张的黄金时间。公司目前已从宁国基地转向多基地布局。公司已拥有 92 万吨复合肥产能，2015 年宣城基地、宁国基地的新产能若能顺利建设投产，公司的复合肥产能将超过 200 万吨。
- 磷肥景气度提升，公司业绩弹性大。**磷肥行业集中度不断提高，产业整合持续升级。全球磷复肥需求增加，价量回升，产能过剩缓解，开工率有望提升，磷肥景气度提升。2015 年化肥关税全年统一，利于降低旺季磷肥出口门槛，增强出口竞争力，缓解化肥产能过剩压力，磷肥价格弹性增大。我们预计磷酸一铵的价格将较 2014 年均价有一定幅度的上涨。2015 年二季度起，公司的磷酸一铵产能将达到 90 万吨。按照磷酸一铵产品价格每上涨 100 元来计算，公司业绩弹性为 0.258 元/股，在整个磷肥板块仅次于云天化。
- 农资电商将助力公司腾飞。**公司已设立子公司上海司尔特电子商务有限公司，逐步涉足农资电商战略方向。公司此次增发将进一步加速公司农资电商的发展步伐，通过搭建司尔特农资电商线上平台，以测土配方施肥为特色，实现提供农资展示交易、测土施肥决策支持等个性化、主动式服务；在安徽、江西、河南、山东、江苏等重点产粮大省，建设 10080 家村级农资电商线下服务站，借鉴连锁经营模式，实现产品配送、品牌标识、经营方针、服务规范和价格体系的统一，成为线上线下的接口，有望成为国内农资电商行业的领军企业。
- 风险因素。**原材料价格大幅上涨的风险；非公开发行股票事项未获中国证监会核准的风险，新产能和销售未达预期的风险等。
- 盈利预测、估值及投资评级。**公司业绩 2014 年实现了接近 30% 的增速，我们认为 2015 年磷肥价格反弹和新产能投放将为公司业绩翻番的增长提供足够的安全边际；新基地的建设料将为公司未来主业的继续快速提升提供发展的动力；农资电商的快速实施打开了想象的空间。我们坚定看好公司的发展。预测公司 2015/2016/2017 年实现净利润 2.9/3.8/4.6 亿元，EPS 为 0.99/1.29/1.56 元（原 2015/16 年预测为 0.83/1.1 元，2017 年为新增预测），参考行业平均估值水平，考虑到公司未来几年业绩增速远高于行业平均水平，维持目标价 25 元（2015 年 PE25 倍），维持“买入”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2224	2378	2983	3865	4565
增长率 YoY%	20%	7%	25%	30%	18%
净利润(百万元)	112	144	293	381	461
增长率 YoY%	-35%	29%	104%	30%	21%
毛利率%	16%	17%	20%	20%	20%
每股收益(元)	0.38	0.49	0.99	1.29	1.56
市盈率 PE	46	36	18	14	12
市净率 PB	3.1	2.9	2.4	2.1	1.9

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 26 日收盘价


**买入** (维持)

当前价：18.30 元

目标价：25.00 元

中信证券研究部

王喆

电话：010-60836706

邮件：zhew@citics.com

执业证书编号：S1010513110001

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深 300 指数	2675.87 点
总股本/流通股本	10093.80/10093.8 百万股
近 12 月最高/最低价	3.27 元/2.35 元
近 1 月绝对涨幅	6.36%
近 6 月绝对涨幅	14.02%
今年以来绝对涨幅	8.66%
12 个月日均成交额	47.47 百万元

## 目录

<b>估值及投资评级</b> .....	<b>1</b>
<b>独具特色的区域复合肥龙头企业</b> .....	<b>1</b>
<b>复合肥行业集中度持续提升，龙头企业马太效应增强</b> .....	<b>3</b>
行业集中度持续提升，复合肥可能成为产业上下游整合节点 .....	3
“技术创新+品牌渠道”是行业核心竞争力 .....	4
龙头企业优势突出，马太效应增强 .....	4
<b>磷肥景气度提升，公司业绩弹性大</b> .....	<b>5</b>
行业集中度不断提高，产业整合持续升级 .....	5
全球磷复肥需求增加 .....	6
价量回升，产能过剩缓解，开工率有望提升 .....	7
化肥关税全年统一，放松政策增强磷肥弹性 .....	10
<b>公司新产能、一体化、测土配方、农资电商驱动公司成长</b> .....	<b>11</b>
一体化产业链，经营成本优势突出 .....	11
区域龙头逐步向周边拓展 .....	12
新产能成为新增长点，逐步投放迎来业绩拐点 .....	12
农资电商将助力公司腾飞 .....	12
<b>风险因素</b> .....	<b>13</b>
<b>盈利预测、估值及投资评级</b> .....	<b>13</b>

## 插图目录

图 1: 近 3 年主要产品产能.....	2
图 2: 近 5 年主要产品毛利率.....	2
图 3: 2014 年主营业务收入分布.....	2
图 4: 近 5 年主营业务收入分布.....	2
图 5: 司尔特股权结构.....	2
图 6: 我国化肥复合化率变化.....	4
图 7: 我国化肥产业链及龙头企业.....	4
图 8: 我国主要磷肥企业分布.....	5
图 9: 前十名磷酸一铵产能分布.....	6
图 10: 前十名磷酸二铵产能分布.....	6
图 11: 全球 2013 年-2018 年磷酸供需趋势.....	6
图 12: 中国 2004 年-2013 年磷肥表观消费量以及农业施用量.....	6
图 13: 磷酸一铵进口地区分布.....	7
图 14: 磷酸一铵出口地区分布.....	7
图 15: 磷酸二铵进口地区分布.....	7
图 16: 磷酸二铵出口地区分布.....	7
图 17: 全球磷酸产能贡献分布分布.....	8
图 18: 全球 2010 年-2018 年磷肥产能变化.....	8
图 19: 全球 2010 年-2018 年磷肥产能地区分布.....	8
图 20: 磷铵价格.....	8
图 21: 磷肥制造企业毛利率走势.....	9
图 22: 主要磷肥企业磷肥业务毛利率情况.....	9
图 23: 2007-2015E 年中国磷铵工厂开工率走势.....	9
图 24: 2013-2014 年磷铵工厂月度开工率走势.....	9
图 25: 公司一体化产业链结构.....	11

## 表格目录

表 1: 可比公司估值情况 .....	1
表 2: 复合肥相较单质肥增产幅度 .....	3
表 3: 不同作物和收获物对氮磷钾的需求 .....	3
表 4: 全球加工磷酸盐产能分布 .....	8
表 5: 2014 与 2015 化肥出口政策对比 .....	10
表 6: 磷肥企业价格弹性 .....	11
表 7: 可比公司复合肥综合毛利率对比 .....	11
表 8: 公司盈利预测假设 .....	13

## 估值及投资评级

公司是国内排名前十的复合肥龙头，拥有 92 万吨复合肥产能，2015 年宣城基地、宁国基地的新产能若能顺利建设投产，公司的复合肥产能将超过 200 万吨。2014 年公司业绩实现了接近 30% 的增速，我们认为 2015 年公司将受益于磷肥价格反弹和新产能投放，业绩有望迎来翻倍增长。同时公司率先进军农资电商领域，通过增发搭建司尔特农资电商线上平台，以测土配方施肥为特色，实现提供农资展示交易、测土施肥决策支持等个性化、主动式服务；在安徽、江西、河南、山东、江苏等重点产粮大省，建设 10080 家村级农资电商线下服务站，有望成为国内农资电商行业的领军企业。我们预测公司 2015/2016/2017 年实现净利润 2.9/3.8/4.6 亿元，EPS 为 0.99/1.29/1.56 元，参考行业平均估值水平，考虑到公司未来几年业绩增速远高于行业平均水平。给与公司 2015 年 25 倍 PE，维持目标价 25 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍) 2014E
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
002470.SZ	金正大	CNY	32.3	253	0.95	1.13	1.48	1.92	34	29	22	17	3.7
002588.SZ	史丹利	CNY	39.3	112	1.81	1.72	2.11	2.6	22	23	19	15	3.73
002170.SZ	芭田股份	CNY	10.5	89	0.16	0.24	0.35	0.48	66	44	30	22	5.81
002496.SZ	辉丰股份	CNY	28.8	92	0.67	0.72	0.99	1.27	43	40	29	23	4.85
002215.SZ	诺普信	CNY	10.0	70	0.33	0.33	0.46	0.58	30	30	22	17	4.52
平均									39	33	24	19	4.52
<b>002538.SZ</b>	<b>司尔特</b>	<b>CNY</b>	<b>18.3</b>	<b>54</b>	<b>0.38</b>	<b>0.49</b>	<b>0.99</b>	<b>1.29</b>	<b>48</b>	<b>37</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>3.06</b>

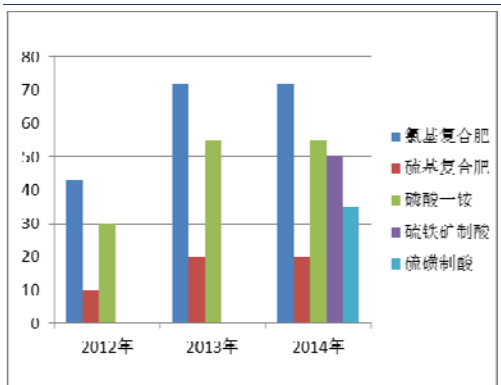
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 26 日收盘价；可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

## 独具特色的区域复合肥龙头企业

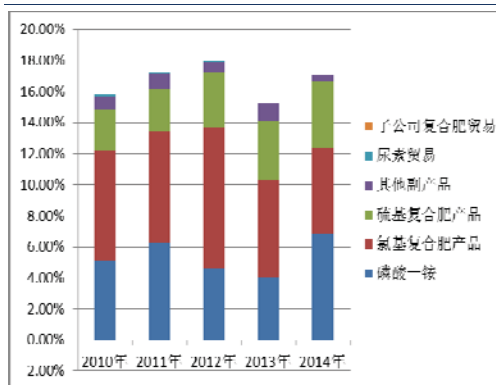
司尔特是独具特色的区域复合肥龙头企业。公司从事高浓度磷复肥产品的研发、生产和销售，具备一体化优势，复合肥排名全国前十。主要产品为高浓度缓释 NPK 复合肥系列产品以及磷酸一铵，中间产品包括硫酸、磷酸等。截至 2014 年底，公司已具备年产 92 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥的生产能力，是安徽省最大的复合肥企业，在周边市场拥有强大的影响力。2014 年公司实现营业收入 2,378,362,105.33 元，同比增长 6.95%，实现净利润 144,068,485.50 元，同比增长 29.09%。

图 1：近 3 年主要产品产能（单位：万吨）



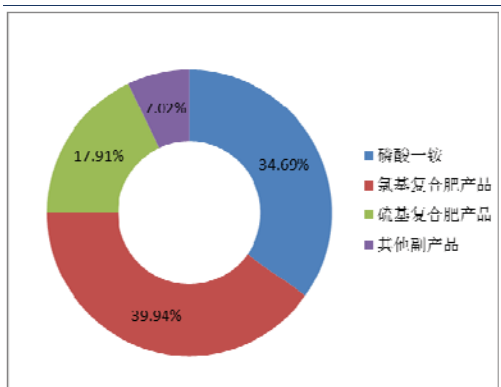
资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 2：近 5 年主要产品毛利率（单位：%）



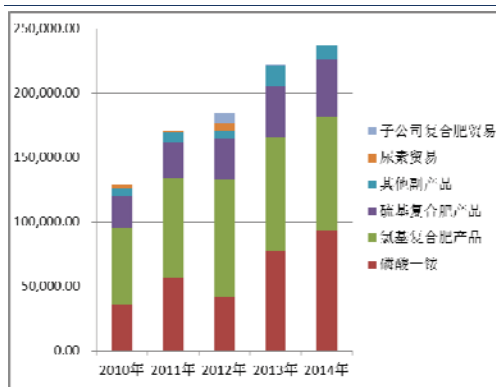
资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 3：2014 年主营业务收入分布



资料来源：wind、中信证券研究部

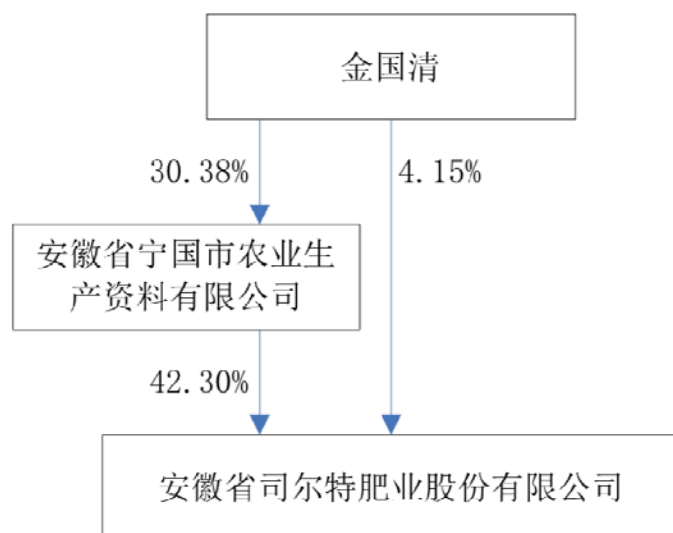
图 4：近 5 年主营业务收入分布



资料来源：wind、中信证券研究部

截至 2014 年 12 月 31 日，公司实际控制人金国清先生持有宁国农资公司股票 125,200,000 股，持股比例为 30.38%，间接持有司尔特股票比例 12.85%；其本人直接持有司尔特股票 12,280,000 股，持股比例为 4.15%，共计 17%。控制结构图如下：

图 5：司尔特股权结构



资料来源：公司公告、中信证券研究部

## 复合肥行业集中度持续提升，龙头企业马太效应增强

复合肥是比单质肥更高效的化肥，更能适应不同的作物对三元素不同比例的需求。复合肥是指氮、磷、钾三种养分中，至少有两种养分的并由化学方法制成的肥料，是复混肥料的一种。复合肥具有养分含量高、副成分少且物理性状好等优点，对于平衡施肥，提高肥料利用率，促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。由于不同作物对三种元素的需求比例不同，因此按照不同的作物需求提供不同的用肥比例，以复合肥替代单质肥的精细化施肥是农业发展的长期趋势。

表 2：复合肥相较单质肥增产幅度

品种	亩增产 (kg)	增产率	每亩节本增效 (元)
水稻	41.04	8.54%	62.42
玉米	59.62	11.27%	82.63
马铃薯	276.22	16.14%	129
蔬菜	380.28	12.60%	353.96
小麦	15.79	24.82%	17.58

资料来源：全国化肥试验网、中信证券研究部

表 3：不同作物和收获物对氮磷钾的需求（单位：kg）

作物	收获物	每 100kg 收获物的养分需要量		
		氮	磷	钾
水稻	稻谷	2.4	1.25	3.13
小麦	籽粒	3	1.25	2.5
玉米	籽粒	2.57	0.86	2.14
马铃薯	块茎	0.5	0.2	1.06
大豆	豆粒	7.2	1.8	4
油菜	菜籽	5.8	2.5	4.3
烟草	鲜叶	4.1	0.7	1.1
甘蔗	茎	0.19	0.07	0.3
大白菜	鲜叶	0.19	0.087	0.342
西红柿	果实	0.45	0.5	0.5
苹果	果实	0.15	0.02	0.16

资料来源：《土壤肥科学》（农业大学出版社，赵义涛），中信证券研究部

## 行业集中度持续提升，复合肥可能成为产业上下游整合节点

行业分散，成长空间巨大，集中度提升是趋势。截至 2013 年，我国取得生产许可证的复合肥生产企业达 4400 家，总产能接近 2 亿吨，平均产能不足 5 万吨，产能为 30 万吨以下的小企业占 95% 以上。行业最大企业金正大市场占有率仅为 6%，与全球最大复混肥生产企业 YARA 在欧洲市场 40% 的市占率差距巨大。自上世纪 90 年代开始我国复合肥施用量迅速增加，2000-2010 年间，化肥复合率从 22.14% 提升至 32.44%，但与世界平均复合化率 50%、发达国家复合化率 80% 相比仍存在较大空间。近几年，复合肥企业集中度持续提升，2006 年行业 CRS10 仅为 20%，2013 年产业集中度提升已超过 30%，但是龙头企业市场份额持续提升，行业集中度不断提升仍将是未来 5-10 年的发展趋势。

复合肥可能成为产业上下游整合节点。复合肥行业民营资本占有率达 80%，运行机制灵活，最有可能成为的产业整合节点。向上游，复合肥带来的农化产品升级将压缩单质肥直接销售的市场空间。根据化肥行业“十二五”规划，预计到 2015 年，化肥需求量仅比 2010 年提高 5.37%，而复合肥需求量相比 2010 年有望增加 47.01%。粮食结构的变化、测土配方的推广、劳动力成本的提升，将大幅增加优质复合肥的需求。向下游，复合肥“产品+服务”营销模式将逐步变革传统农资流通体系。传统渠道销售与服务的割裂与农民对农化服务



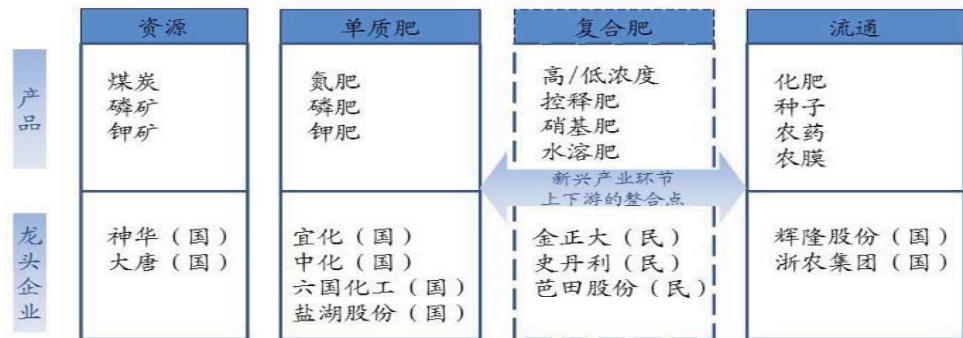
强烈需求日益不匹配，复合肥企业将填补农化服务市场空间。伴随复合肥施用比例提高带来的产品和服务将使行业产生巨大的变革。

图 6：我国化肥复合化率变化（单位：万吨）



资料来源：国家统计局、农业部网站、中信证券研究部

图 7：我国化肥产业链及龙头企业



资料来源：中信证券研究部

## “技术创新+品牌渠道”是行业核心竞争力

短期来看品牌与渠道是产品升级的基本保障。产业链定位下游，更接近于消费端，渠道要求兼具营销与服务能力。传统单质肥工艺冗长，降成本是盈利关键，专注于生产工艺提升和上游资源获取，大多不具备面向农户的销售服务网络。而复合肥以单质肥为原料通过简单的化学/物理过程生产，固定投资规模小，生产环节门槛低，资产周转率高，门槛在于持续推出并推广高性价比的升级产品的能力，贴近下游需求端需要具有强大的营销渠道和农化服务能力，引导甚至创造出产品需求是渠道基本能力。化肥占农资投入的 50% 以上，农民对价格敏感，接受新产品意愿差，优秀品牌带来的信任度与渠道带来的农化服务将为新产品的升级推广保驾护航。

长期来看技术创新能力是产品升级能力的核心。一方面复合肥产品伴随精细化农业逐步升级，未来产品更迭将快于单质肥时代，企业必须通过技术创新开发出高性价比的新产品为竞争对手设置高技术壁垒。传统单质肥产品标准化，技术创新专注于工艺提升带来的加工成本降低。而复合肥生产工艺门槛低，技术创新的核心竞争力在于根据用户需求持续开发升级新产品。

## 龙头企业优势突出，马太效应增强

**品牌渠道优势。**龙头企业品牌、渠道优势显著（如投入较多的广告宣传、农化服务等），规模化生产的连续性具有供货的持续性、稳定性，先发优势使得市场占有率逐步提升。

**技术创新优势。**龙头企业具有更强的技术创新能力，能够利用测土配方研发出高性价比、更符合土壤质地和营养需求的新产品，将为竞争对手设置高技术壁垒。

**产能规模、周转优势。**龙头复合肥企业具有应对短期复合肥需求爆发的规模产能设计能力，具有更快速的周转能力。

**资金规模优势。**龙头企业货币资金流规模显著，淡季拥有较强的低价原材料储备能力，中小企业由于货币资金较少，在紧缩性的背景下生存艰难。

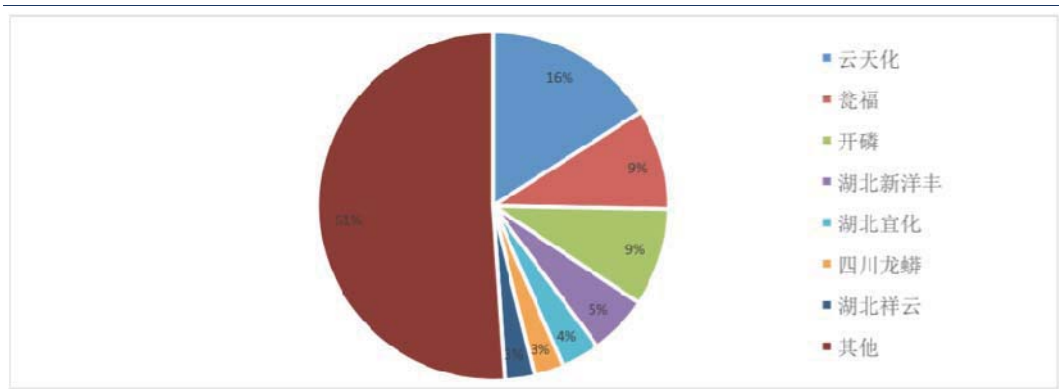
**马太效应增强，龙头企业将迎来迅速扩张的黄金时间。**龙头企业具备更强的品牌渠道、技术创新、产能规模、周转和资金优势，有望在产业整合中占据更大的市场占有率，推动行业集中度持续提升，迎来迅速扩张的黄金时间。

## 磷肥景气度提升，公司业绩弹性大

### 行业集中度不断提高，产业整合持续升级

行业集中度低，产业结构不合理。我国磷肥产业呈现出中小企业多、规模偏小，行业集中度不高的特点。

图 8：我国主要磷肥企业分布



资料来源：wind、中信证券研究部

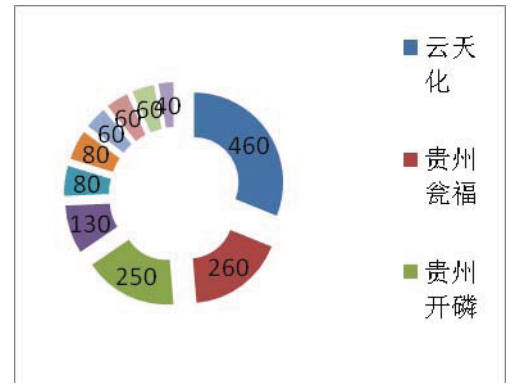
**行业集中度不断提高，产业整合持续升级。**由于行业产能过剩，新产能投放放缓，行业整体开工率低，加之 2015 年环保政策趋严，小企业亏损严重，被大企业兼并收购而逐渐退出，行业企业总数下降，产业结构得到改善。行业集中度从 2004 年的 28% 快速提升到 2013 年的 50.0%。其中磷酸一铵、磷酸二铵的行业集中度分别达到 64% 和 79%。其中前十名磷酸一铵产能总和为 910 万吨，行业集中度为 64%；磷酸二铵产能总和为 1480 万吨，行业集中度为 79%。

图 9：前十名磷酸一铵产能分布（单位：万吨）



资料来源：百川资讯、中信证券研究部

图 10：前十名磷酸二铵产能分布（单位：万吨）



资料来源：百川资讯、中信证券研究部

### 全球磷复肥需求增加

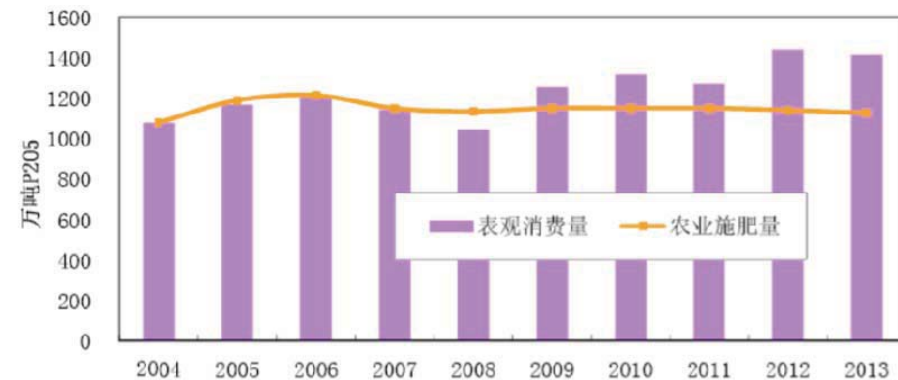
人口增长带动磷复肥需求增加。全球人口总数的持续增加将引起人们对水稻、小麦、大豆、果蔬需求的增加，进一步导致全球耕地面积和磷复肥需求的增加。2013 年全球磷肥需求量为 4335 万吨，根据全球磷肥龙头 OCPC 年报预计到 2020 年磷肥用量将增长至 4755 万吨，其中，印度、南美、北美对磷肥的需求有较快增长。北美磷肥龙头 Mosaic 公司预测 2015 年全球磷肥贸易需求将比 2014 年增长 50 万吨至 100 万吨。

图 11：全球 2013 年-2018 年磷酸供需趋势（单位：百万吨）



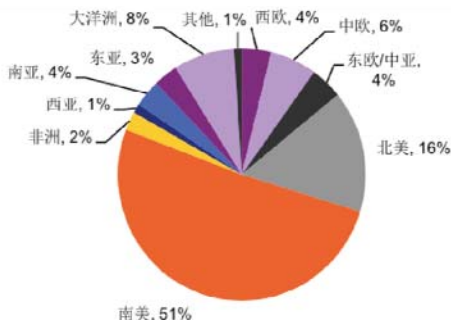
资料来源：国际肥料工业协会(IFA)、中信证券研究部

图 12：中国 2004 年-2013 年磷肥表观消费量以及农业施用量（单位：万吨）



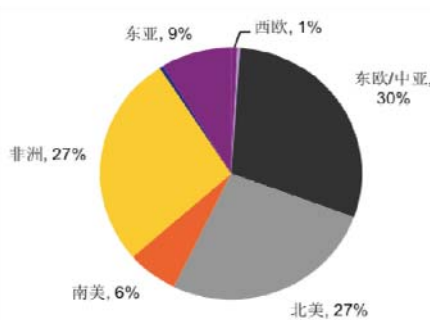
资料来源：中国磷肥工业协会、中信证券研究部

图 13：磷酸一铵进口地区分布



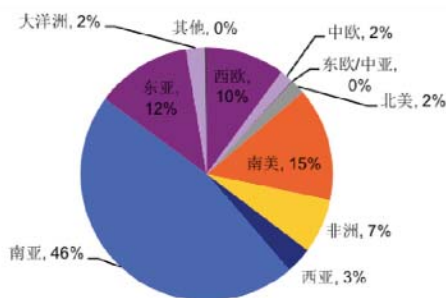
资料来源：中国知网、中信证券研究部

图 14：磷酸一铵出口地区分布



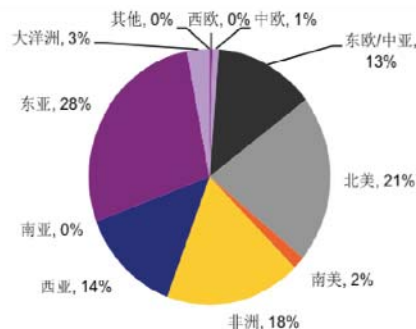
资料来源：中国知网、中信证券研究部

图 15：磷酸二铵进口地区分布



资料来源：中国知网、中信证券研究部

图 16：磷酸二铵出口地区分布



资料来源：中国知网、中信证券研究部

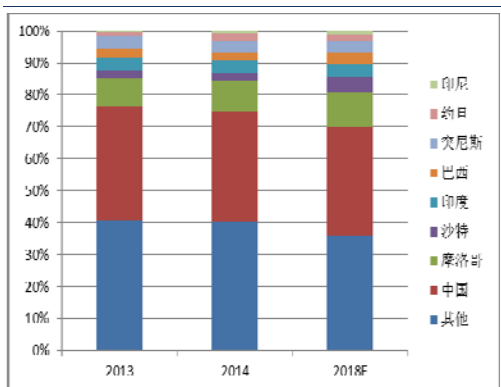
## 价量回升，产能过剩缓解，开工率有望提升

**全球产能增长主要贡献来自中国。**根据 IFA2014 年全球调查，来自磷酸的高浓度磷肥（PP 肥料）产能继续增长，速度快于其他磷肥（SSP 和 NP）。其中，主要贡献来自中国产能增长。

**国外短期新增投产计划较少。**全球大型磷肥供应商摩洛哥和沙特的投产计划集中在 2016 年至 2017 年，2015 年的投产计划较少。美盛预计 2014 年至 2020 年期间世界磷酸的开工率将稳定在 85% 上下，其中 2014 年至 2016 年开工率呈上行趋势。

**国内产能过剩现象有所缓解。**2014 年，磷复肥行业产能过剩，新产能投放进度放缓，环保政策趋严，行业整体开工率低。但随着行业整合进程的推进，小企业逐步退出，产能过剩现象将有所缓解。

图 17：全球磷酸产能贡献分布分布



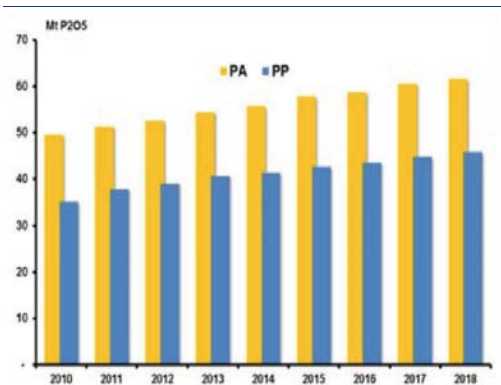
资料来源：IFA、中信证券研究部

表 4：全球加工磷酸盐产能分布

百万吨 P <sub>2</sub> O <sub>5</sub>	2013	2014	2018
<b>DAP</b> 可以改产 MAP-TSP			
中国	8.1	8.1	9.0
沙特*	1.4	1.4	2.9
摩洛哥*	2.4	2.8	4.2
印度	3.5	3.7	3.7
<b>MAP</b>			
巴西	0.3	0.3	0.9
中国	7.1	7.1	7.3

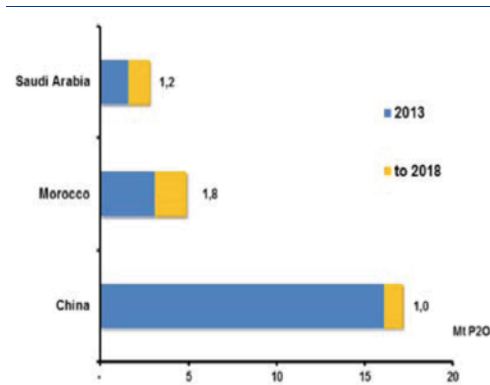
资料来源：IFA、中信证券研究部

图 18：全球 2010 年-2018 年磷肥产能变化 (单位：百万吨)



资料来源：国际肥料工业协会(IFA)、中信证券研究部

图 19：全球 2010 年-2018 年磷肥产能地区分布 (单位：百万吨)



资料来源：国际肥料工业协会(IFA)、中信证券研究部

**国内磷肥价格逐渐回升。**一铵价格于 2013 年 10 月至 2014 年 7 月达到最低值 1850 元/吨，此后逐渐攀升，2015 年 1 月已提升至 2150 元/吨，增长 16.22%，产品价格回升带动价差扩大。二铵价格于 2013 年 10 月达到最低值 2650 元/吨，此后逐渐攀升，2015 年 1 月价格为 2850 元/吨，增长 7.55%，产品价格回升带动价差扩大。

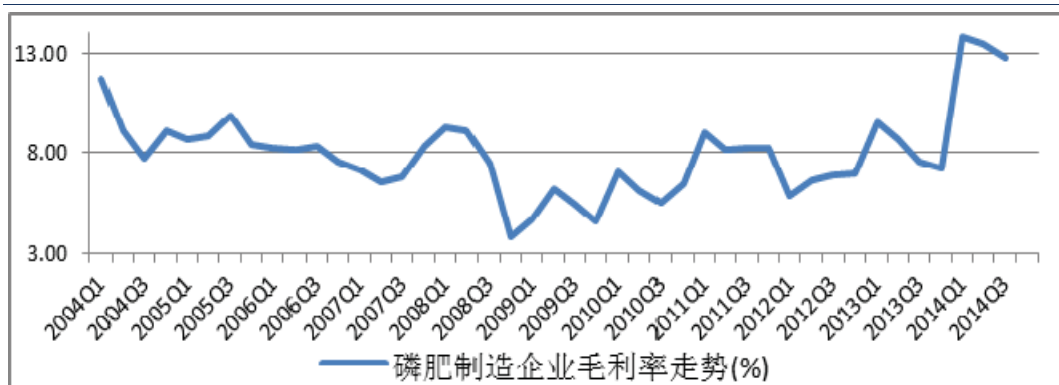
图 20：磷铵价格



资料来源：中华商务网，中信证券研究部

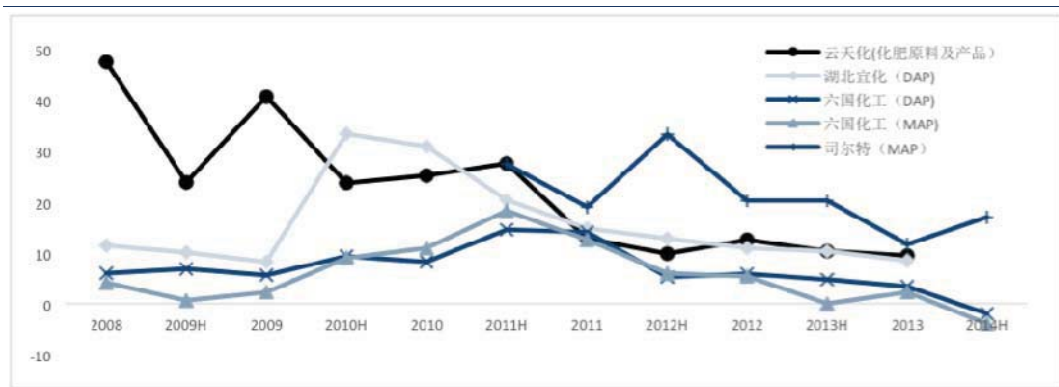
磷肥价量回升，产能过剩缓解，新产能逐渐恢复投放。磷肥价格和产量的回升改善了低迷的市场行情，行业毛利率随之提升，利润回调，进一步促进产量和开工率的增长，产能过剩矛盾得以缓解。

图 21：磷肥制造企业毛利率走势（单位：%）



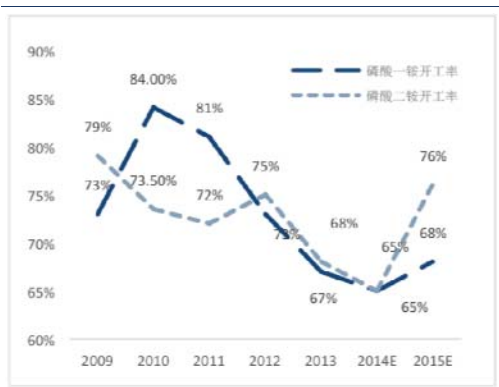
资料来源：wind、中信证券研究部

图 22：主要磷肥企业磷肥业务毛利率情况（单位：%）



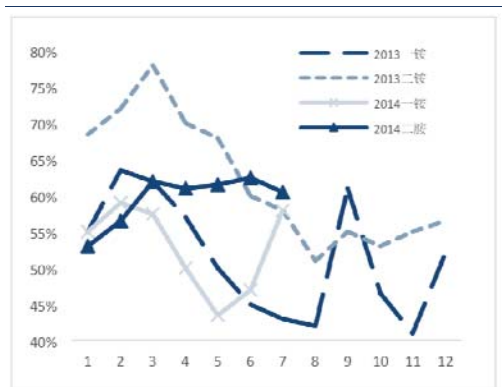
资料来源：wind、中信证券研究部

图 23：2007-2015E 年中国磷铵工厂开工率走势



资料来源：百川资讯，中信证券研究部

图 24：2013-2014 年磷铵工厂月度开工率走势



资料来源：百川资讯，中信证券研究部

综合来看，2015 年全球磷复肥需求增加，国内新产能逐渐恢复投放，磷复肥行业整体景气，预计将迎来反弹行情，业绩或有保障。

## 化肥关税全年统一，放松政策增强磷肥弹性

**2015 年度化肥关税政策进一步放松。**最新发布的国务院关税税则委员会关于 2015 年关税实施方案的通知显示，多个化肥品种季节性差别出口关税取消，整体利好化肥出口。尿素出口关税全年调整为 80 元/吨；二铵、一铵出口关税全年调整为 100 元/吨，重过磷酸钙、其他过磷酸钙、其他矿物磷肥或化学肥料、含有硝酸盐及磷酸盐的肥料、含氮钾两种元素的肥料不分淡旺季，全年执行 5% 出口关税。

表 5：2014 与 2015 化肥出口政策对比

产品	2014	2015	
氮肥	化肥用氯化铵	7-10 月 2% 1-6 月、11-12 月 75%	5%
	尿素	旺季（1-6 月，11-12 月）：15%加 40 元/吨； 淡季（6-9 月）：40 元/吨	80 元/吨
磷复肥	磷酸一铵	旺季（1 月 1 日-5 月 15 日，10 月 16 日-12 月 31 日）：15% 加 50 元/吨；淡季：（5 月 15 日-10 月 15 日）：50 元/吨	100 元/吨
	磷酸二铵	旺季（1 月 1 日-5 月 15 日，10 月 16 日-12 月 31 日）：15% 加 50 元/吨；淡季：（5 月 15 日-10 月 15 日）：50 元/吨	100 元/吨
	氮磷二元肥	旺季（1 月 1 日-5 月 15 日，10 月 16 日-12 月 31 日）：15% 加 50 元/吨；淡季：（5 月 15 日-10 月 15 日）：50 元/吨	5%
	10 公斤以下小包装	旺季（1 月 1 日-5 月 15 日，10 月 16 日-12 月 31 日）：15% 加 50 元/吨；淡季：（5 月 15 日-10 月 15 日）：50 元/吨	5%
钾肥	氯化钾/硫酸钾	600 元/吨	600 元/吨
	三元复合肥及其他矿物钾化学钾	全年 30%	全年 30%

资料来源：商务部、中信证券研究部

**关税政策适度放松有利于降低旺季磷肥出口门槛，增强出口竞争力，缓解化肥产能过剩压力。**若按照 2014 年国内磷酸一铵平均出厂价 2200 元/吨计算，旺季基准税率下调使得给每吨出口税由 380 元下调为 100 元，下调 73%；按照 2014 年国内磷酸二铵平均出厂价 2750 元/吨计算，旺季基准税率下调使得给每吨出口税由 462 元下调为 100 元，下调 79%，降低磷肥出口门槛。长期以来，由于我国磷肥出口存在淡旺季特征，巴西、印度等国际买家大都在我国出口淡季压价采购。全年关税的统一将有助于国内企业在磷肥出口上的谈判竞争力，国内产能过剩有望继续缓解，并将部分提高中国磷肥企业在国际市场中的竞争力。

**磷肥价格弹性最大。**一铵存在出口套利空间，价格有望继续上涨。目前 60% 国内粉状一铵的国内出厂价格在 2300 元每吨，而南美主流一铵到岸价成交价格在 480 美元/吨，两者存在大约 100 元的套利空间。考虑到国内复合化率持续提升，对一铵的需求稳定增长，且一铵装置新增产能有限，预计 2015 年磷酸一铵的产品价格将继续上行。二铵内外倒挂，国内价格提升空间有限。目前 64% 国内颗粒二铵的国内出厂价格在 2850 元每吨，而主流 FOB 中国成交价格在 465 美元/吨，两者存在大约-300 元的套利空间。这主要由于国际磷肥产能过剩格局未变，全球价格受到打压，而国内受益于出口，价格小幅反弹。我们认为未来国际价格难以大幅上行，旺季二铵价格提升有限。

**公司磷肥业绩弹性大。**公司目前拥有 70 万吨磷酸一铵产能，20 万吨装置预计将于 2015 年二季度投产，届时公司的磷酸一铵产能将达到 90 万吨。按照磷酸一铵产品价格每上涨 100 元来计算，司尔特新装置投产前后分别为 0.201 元/股和 0.258 元/股，在整个磷肥板块仅次于云天化。

表 6：磷肥企业价格弹性

	产能（万吨）	总股本（亿股）	产品价格每上涨 100 元的 EPS 弹性
<b>磷酸一铵</b>			
新洋丰	160	6.02	0.226
云天化	120	11.29	0.090
司尔特	90	2.96	0.258
<b>磷酸二铵</b>			
云天化	460	11.29	0.346
湖北宜化	130	8.98	0.123
六国化工	60	5.22	0.098

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

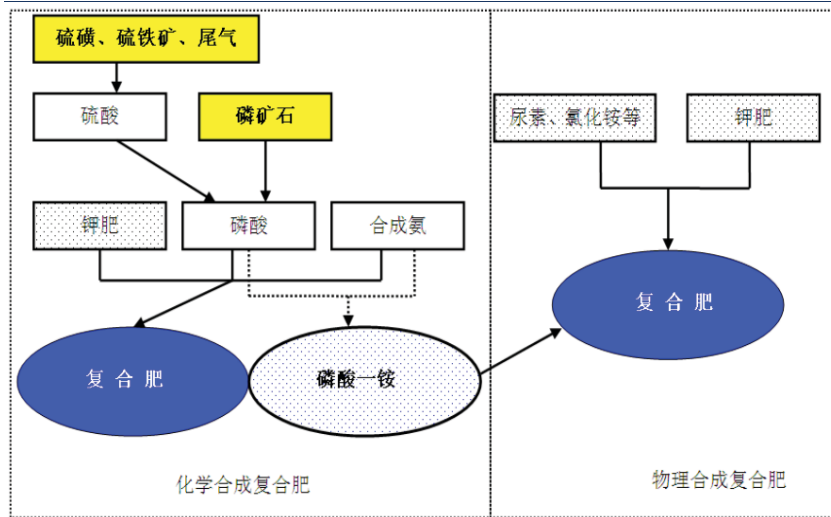
## 公司新产能、一体化、测土配方、农资电商驱动公司成长

### 一体化产业链，经营成本优势突出

复合肥行业的产业链上游为氮、磷、钾基础肥料工业。从复合肥产品成本构成来看，用作原材料的基础肥料等直接材料占生产成本的比重近 90%，因此上游行业与复合肥行业关联度较高。

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。实现全产业链整合效益与价值挖掘，抵御产业链上游原材料（如硫磺）和下游产品的价格和供需的大幅波动风险，实现节能降耗，降低成本；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，较国内同业具有明显的成本优势。

图 25：公司一体化产业链结构



资料来源：招股说明书、中信证券研究部

表 7：可比公司复合肥综合毛利率对比

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
司尔特	16.04%	17.65%	18.30%	15.56%
金正大	12.62%	13.18%	12.32%	14.76%
史丹利	16.82%	13.05%	14.27%	19.40%
芭田股份	17.34%	13.92%	12.88%	16.82%
新都化工	16.79%	16.55%	13.54%	15.34%



资料来源：wind、中信证券研究部

## 区域龙头逐步向周边拓展

**公司产销具备区位优势。**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。公司主要原材料硫铁矿可就近采购，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。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。

**公司多基地布局格局已现，安徽、江西是公司两个销售优势区域，预计未来将向周边扩展。**公司立足产品质量，努力提升服务水平，目前已从宁国基地转向多基地布局，在安徽和江西省市场占有率较高，具有较高的品牌知名度和认可度。未来公司也计划进一步向目前市场占有率较低的地区拓展，如河南、湖北、湖南、浙江等周边地区。

## 新产能成为新增长点，逐步投放迎来业绩拐点

**公司复合肥销量稳步增长。**公司2013年总销量超过100万吨，我们预计其中复合肥60万吨左右，预计去年仍进一步增长。我们估计2014年复合肥销量将超过70万吨。

**新产能逐步投放，成为新增长点。**公司募集资金投资项目——70万吨/年氨化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目——已建成并达产，新增缓释复合肥产能54万吨、磷酸一铵产能25万吨。4万吨硫酸钾预计将于2015年2月达产。20万吨磷酸一铵矿建工程和38万吨硫铁矿项目预计将于2015年投产，公司整体盈利能力有望进一步提升。非公开发行股票募集资金投资年产90万吨新型复合肥项目、60万吨/年融料高塔造粒硝基复合肥装置和20万吨/年氨酸法转鼓造粒氨基复合肥装置(2×10万吨/年双系列复合肥装置)以及10万吨/年水溶肥装置，建设期2年，静态测算税后投资回收期为6.65年。

**硫铁矿资源价值被低估。**公司目前拥有宣城马尾巴山硫铁矿资源，根据2013年的评估报告，该硫铁矿伴生资源丰富，其中锌、铜、铅和银金属均有一定的资源量。38万吨的矿山项目预计将于今年投产，既能满足公司部分自用的需求，其中一些贵金属有望给企业带来超额的利润空间。

**测土配方施肥加强对客户的粘性，提升公司盈利空间。**公司测土配方施肥技术的推广和应用取得了较好的效果，公司根据2013年中央一号文件精神，整建制推进测土配方施肥工作，继续深化与各高等院校和科研院所的合作，以安徽、湖南和江西为基础，不断向周边辐射，逐步形成司尔特公司独有的整建制乡镇推进模式，使测土配方肥在公司产品中的比重进一步提高；测土配方施肥产品的开发继续沿着缓释、专用、系列化方向，按照生产一代、试用一代、开发一代的要求稳步推进。

## 农资电商将助力公司腾飞

**率先涉足农资电商。**公司于2014年12月3日公告设立全资子公司上海司尔特电子商务有限公司，建立“O2O”农资电商服务平台，率先涉足农资电商，是目前行业规模较为领先的农资电子商务公司。公司通过互联网技术以及思想的应用，彻底升级传统的农业产业链，提高效率，改变产业结构，深度融合信息化和工业化，增强企业创新和核心竞争力，最终发展“互联网农业”。

**建立电子商务平台，线上线下相互结合，满足市场需求。**线上搭建农资电商平台，以农资信息云为架构，以测土配方施肥研究基地的大数据为支撑，通过软硬件购置、集成及系统开发，在平台上提供农资展示交易、测土施肥决策支持等个性化、主动式服务。线下建设10080家村级农资电商服务站，在安徽、江西、河南、山东、江苏等重点产粮大省，依托现有司尔特物流与经销网络，整合土肥、植保、农技推广等基层服务机构的优势资源，通过添

置测土配肥仪器、信息化设备、电子显示屏等，借鉴连锁经营模式，统一产品配送、统一品牌标识、统一经营方针、统一服务规范、统一价格体系。线下线上相互结合，通过线下体验和口碑营销促进线上销售、服务水平，有效满足日益发展的线上线下消费趋势与广大农村土地流转后的新需求，提高市场竞争能力，抢占原空白地区市场。

**增厚公司业绩。**募投农资电商项目若顺利达产可实现年销售收入 295,849 万元，利润总额 6,374 万元，净利润 4,781 万元，项目税后内部收益率为 20.70%，静态测算税后投资回收期为 6.54 年(含建设期 2 年)。

## 风险因素

### 1) 行业风险

出口关税趋严，国内外需求减少，出口量减少，产能过剩，开工率降低，原材料价格大幅上涨等。

### 2) 公司风险

公司非公开发行股票事项未获中国证监会核准，公司研发进展低于预期，新产能投产未达预期，销售未达预期等。

## 盈利预测、估值及投资评级

我们预计：

(1) 公司复合肥的产销量 2015、2016、2017 年将在 2014 年 70 万吨的基础上进一步增长到 90 万、120 万和 150 万吨。

(2) 公司的磷酸一铵产量 2015、2016、2017 年将分别达到 75 万、90 万和 120 万吨，其中部分自用。

(3) 公司硫铁矿项目将在 2015 年开始贡献业绩。

表 8：公司盈利预测假设

	2014E	2015E	2016E	2017E
复合肥				
产销量（万吨）	70	90	120	150
销售价格（元/吨）	2100	2200	2200	2200
毛利率	16.7%	20.5%	20.5%	20.5%
磷酸一铵				
产量（万吨）	70	75	90	120
销售价格（元/吨）	2150	2225	2225	2225
毛利率	16.3%	19.1%	19.1%	19.1%
硫铁矿				
销售量（吨）		20	35	35
销售价格（元/吨）		500	500	500
毛利率		50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：wind、中信证券研究部预测

公司 2014 年实现了接近 30% 的增速，我们认为 2015 年将继续大幅增长，此外公司率先进军农资电商领域，使我们长期看好公司的观点未变。我们预测公司 2015/2016/2017 年实现净利润 2.9/3.8/4.6 亿元，EPS 为 0.99/1.29/1.56 元，参考行业平均估值水平，考虑到公司未来几年业绩增速远高于行业平均水平。维持目标价 25 元（2015 年 PE 25 倍），维持“买入”评级。

## 利润表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	2224	2378	2983	3865	4565
营业成本	1878	1967	2385	3090	3615
毛利率	16%	17%	20%	20%	21%
营业税金及附加	2	2	3	39	50
营业费用	101	103	119	135	160
营业费用率	4.5%	4.3%	4.0%	3.5%	3.5%
管理费用	108	116	134	155	183
管理费用率	4.9%	4.9%	4.5%	4.0%	4.0%
财务费用	30.8	44.7	10.9	2.1	3.1
财务费用率	1.4%	1.9%	0.4%	0.1%	0.1%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	102	148	326	443	553
营业利润率	5%	6%	11%	11%	12%
营业外收入	30	22	21	23	24
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	132	170	345	465	576
所得税	20	26	52	84	115
所得税率	15%	15%	15%	18%	20%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	112	144	293	381	461
净利率	5%	6%	10%	10%	10%
每股收益(元)(摊薄)	0.38	0.49	0.99	1.29	1.56

## 现金流量表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
净利润					
少数股东损益	112	144	293	381	461
折旧和摊销	0	0	0	0	0
营运资金变动	70	94	53	61	74
其他	-197	-249	155	-242	-179
经营现金流	31	43	16	4	4
资本支出	16	32	517	204	360
投资收益	-259	-228	-45	-170	-170
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	0	0	0	0	0
发行股票	-259	-228	-45	-170	-170
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	327	-107	-471	20	30
其他	-59	-78	-8	-88	-114
融资现金流	2	298	-44	-35	-36
现金净增加额	270	114	-524	-103	-121

资料来源：中信量化投资分析系统

## 资产负债表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	185	350	298	229	298
存货	395	768	477	618	723
应收账款	50	15	75	97	114
其他流动资产	881	990	1150	1458	1690
流动资产	1511	2124	1999	2401	2825
固定资产	914	862	925	954	1020
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	183	180	180	180	180
其他长期资产	69	214	143	223	253
非流动资产	1165	1256	1247	1357	1453
资产总计	2676	3379	3247	3758	4278
短期借款	647	540	69	89	119
应付账款	125	94	158	205	240
其他流动负债	219	639	662	846	988
流动负债	991	1273	889	1140	1346
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	339	265	232	199
非流动性负债	33	339	265	232	199
负债合计	1024	1613	1154	1371	1545
股本	296	296	296	296	296
资本公积	768	809	809	809	809
股东权益合计	1652	1767	2093	2386	2733
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	2676	3379	3247	3758	4278

## 主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
增长率(%)					
营业收入	20%	7%	25%	30%	18%
营业利润	-45%	45%	120%	36%	25%
净利润	-35%	29%	104%	30%	21%
利润率(%)					
毛利率	16%	17%	20%	20%	21%
EBIT Margin	7%	9%	12%	12%	13%
EBITDA Margin	10%	13%	14%	14%	14%
净利率	5%	6%	10%	10%	10%
回报率(%)					
净资产收益率	7%	8%	14%	16%	17%
总资产收益率	4%	4%	9%	10%	11%
其他(%)					
资产负债率	38%	48%	36%	36%	36%
所得税率	15%	15%	15%	18%	20%
股利支付率	0%	6%	30%	30%	30%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。