

司尔特

硫铁矿项目进一步完善产业链

公司动态

公司近况

司尔特公告，6 月 17 日收到应急管理厅颁发的安全生产许可证，6 月 27 日收到自然资源厅颁发的采矿许可证，至此公司具备了硫铁矿开采业务所必需的外部许可及内部条件，公司马尾山硫铁矿 38 万吨/年采矿技改工程进入可正式投产出矿阶段。

评论

硫铁矿项目投产将进一步完善产业链，增强盈利能力。公司宣城市宣州区马尾山 38 万吨/年硫铁矿开采项目投产后，将减少硫铁矿的外部采购量，有助于公司 3 条硫铁矿制硫酸生产线的原料供应进一步得到保证，我们预计将有效降低生产成本，增强公司磷酸一铵的盈利能力。同时伴生矿锌、铅、铜、银的开采也将逐步提升公司的盈利能力。

原材料价格下降叠加需求欠佳，磷酸一铵价格下滑。2018 年磷矿石价格大幅上涨，下游企业对后期磷矿石供应担忧，年底提前备矿较多，同时部分停采矿山经过整改在 2019 年复产，2019 年上半年磷矿石产量有所增加，导致磷矿石价格下滑，年初至今华中/华东地区磷矿石市场价格累计分别下降 16.9%/8.5%至 490/540 元/吨，叠加磷肥需求端由于农产品价格低迷导致需求偏弱，年初至今公司磷酸一铵价格累计下降 11.6%至 2150 元/吨。

需求偏弱导致复合肥价格下滑，募投新型复合肥及土壤调理剂项目。受农作物种植结构调整及农作物价格低迷影响，今年复合肥需求继续偏弱，年初至今公司硫基复合肥出厂价累计下滑 3.6%至 2450 元/吨。公司发行可转债募集 8 亿元拟建设 65 万吨新型肥料和 40 万吨土壤调理剂项目，我们预计有利于公司拓宽新型肥料品种和提高新型肥料的产能，助力公司增强竞争力，提高盈利能力。

估值建议

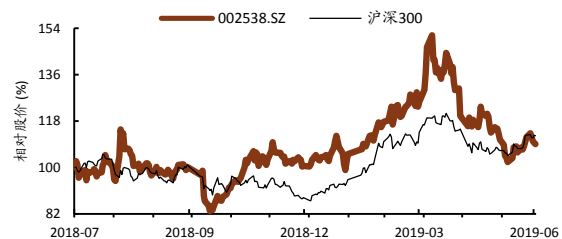
因磷肥、复合肥价格下降，我们下调 2019 年盈利预测 6%至 0.50 元/股，维持 2020 年盈利预测 0.58 元/股。目前公司股价对应 2019/20 年市盈率 10.3/8.9x。维持目标价 6.4 元，较目前股价有 25%的上涨空间，目标价对应 2019/20 年 13/11x PE，维持跑赢行业评级。

风险

磷肥、复合肥价格低于预期，控股权变更风险。

维持跑赢行业

股票代码	002538.SZ
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 5.14
目标价	人民币 6.40
52 周最高价/最低价	人民币 7.51~3.83
总市值(亿)	人民币 37
30 日日均成交额(百万)	人民币 28.23
发行股数(百万)	718
其中：自由流通股(%)	97
30 日日均成交量(百万股)	5.53
主营行业	化工



(人民币 百万)	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	2,603	3,127	3,554	3,865
增速	-7.6%	20.1%	13.6%	8.8%
归属母公司净利润	213	300	360	414
增速	-12.7%	40.9%	19.8%	15.2%
每股净利润	0.30	0.42	0.50	0.58
每股净资产	4.63	4.90	5.30	5.76
每股股利	0.15	0.10	0.12	0.14
每股经营现金流	0.06	0.29	0.63	0.73
市盈率	17.3	12.3	10.3	8.9
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.5	7.2	5.9	5.0
股息收益率	2.9%	1.9%	2.3%	2.7%
平均总资产收益率	4.6%	6.4%	7.2%	7.9%
平均净资产收益率	6.5%	8.8%	9.8%	10.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

李璇

分析师

xuan.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515080008

SFC CE Ref: BGG514

贾雄伟

分析师

xiongwei.jia@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080518090004

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E
利润表					成长能力				
营业收入	2,603	3,127	3,554	3,865	营业收入	-7.6%	20.1%	13.6%	8.8%
营业成本	2,066	2,360	2,678	2,912	营业利润	14.1%	46.7%	19.1%	15.4%
税金及附加	29	24	27	29	EBITDA	-9.3%	36.4%	19.0%	11.2%
营业费用	132	146	163	170	净利润	-12.7%	40.9%	19.8%	15.2%
管理费用	154	222	243	255	盈利能力				
财务费用	27	30	26	16	毛利率	19.5%	23.8%	23.9%	23.9%
其他	57	24	23	24	营业利润率	9.6%	11.8%	12.3%	13.1%
营业利润	251	368	439	506	EBITDA 利润率	14.8%	16.8%	17.6%	18.0%
营业外收支	-4	0	1	1	净利率	8.2%	9.6%	10.1%	10.7%
利润总额	247	368	440	507	偿债能力				
所得税	32	56	66	77	流动比率	3.72	1.87	2.18	2.43
少数股东损益	-2	-12	-13	-16	速动比率	2.88	1.19	1.34	1.56
归属母公司净利润	213	300	360	414	现金比率	1.09	0.50	0.50	0.69
EBITDA	385	525	625	695	资产负债率	24.7%	26.6%	23.4%	22.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	579	619	566	811	回报率分析				
应收账款及票据	268	217	246	268	总资产收益率	4.6%	6.4%	7.2%	7.9%
预付款项	527	565	641	697	净资产收益率	6.5%	8.8%	9.8%	10.4%
存货	445	834	947	1,029	每股指标				
其他流动资产	162	58	58	58	每股净利润 (元)	0.30	0.42	0.50	0.58
流动资产合计	1,981	2,293	2,458	2,863	每股净资产 (元)	4.63	4.90	5.30	5.76
固定资产及在建工程	1,607	1,645	1,646	1,616	每股股利 (元)	0.15	0.10	0.12	0.14
无形资产及其他长期资产	903	951	973	993	每股经营现金流 (元)	0.06	0.29	0.63	0.73
非流动资产合计	2,510	2,596	2,619	2,609	估值分析				
资产合计	4,492	4,889	5,077	5,473	市盈率	17.3	12.3	10.3	8.9
短期借款	0	663	463	463	市净率	1.1	1.0	1.0	0.9
应付账款及票据	309	350	433	471	EV/EBITDA	9.5	7.2	5.9	5.0
其他流动负债	224	214	232	245	股息收益率	2.9%	1.9%	2.3%	2.7%
流动负债合计	533	1,227	1,128	1,179					
长期借款和应付债券	501	1	1	1					
其他非流动负债	76	75	61	61					
非流动负债合计	576	75	62	62					
负债合计	1,109	1,303	1,189	1,240					
归母所有者权益	3,327	3,519	3,807	4,135					
少数股东权益	55	68	81	97					
负债及股东权益合计	4,492	4,889	5,077	5,473					
现金流量表									
净利润	213	300	360	414					
折旧和摊销	113	139	173	188					
营运资本变动	-211	-345	-118	-109					
其他	-70	114	37	29					
经营活动现金流	45	209	452	522					
资本开支	-339	-271	-195	-175					
其他	866	95	-14	0					
投资活动现金流	528	-176	-209	-175					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-102	163	-200	0					
其他	-101	-159	-98	-102					
筹资活动现金流	-203	4	-298	-102					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	370	37	-54	245					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

安徽省司尔特肥业股份有限公司成立于 1997 年，专业从事各类磷复肥、专用测土配方肥及生态肥料研发、生产与销售，经过近 20 年发展已成为安徽省最大的磷复肥生产和出口基地之一、中国磷复肥行业十强企业，目前拥有安徽宁国、宣城、亳州及贵州开阳四大化肥生产基地与宣城马尾巴硫铁矿、贵州开阳磷矿。

图表 1: 盈利预测调整说明

(人民币百万元)	2019E			2020E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	3,652	3,554	-3%	3,865	3,865	0%
主营业务成本	2,820	2,678	-5%	2,912	2,912	0%
主营业务利润	805	848	5%	924	924	0%
营业费用	168	163	-3%	170	170	0%
管理费用	186	243	31%	255	255	0%
财务费用	30	26	-14%	16	16	0%
净利润	382	360	-6%	414	414	0%
每股盈利 (元)	0.53	0.50	-6%	0.58	0.58	0%

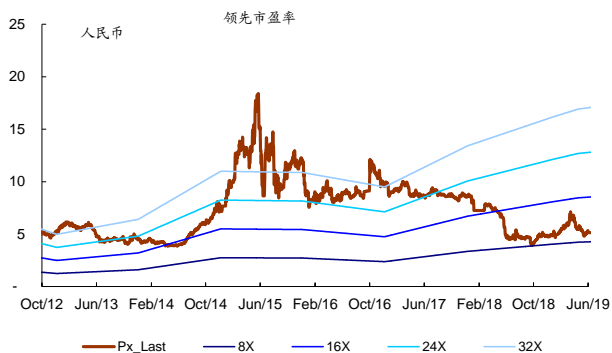
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值表

公司	股票代码	收盘价 (元/股)	市值 (百万元)	P/E (X)					P/B (X)					ROE (%)				
				2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
新洋丰	000902	10.73	13,998	25	21	17	14	12	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8	11.4	12.5	13.8	15.5	15.7
司尔特	002538	5.14	3,691	15	17	12	10	9	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	7.9	6.5	8.8	9.8	10.4
史丹利	002588	4.46	5,160	10	19	27	n.a.	n.a.	1.3	1.2	1.2	n.a.	n.a.	13.4	6.6	4.5	n.a.	n.a.
鲁西化工	000830	10.88	15,938	63	8	5	7	6	2.7	2.1	1.6	1.2	1.0	3.1	20.9	29.2	18.4	17.8
金正大	002470	3.64	11,978	12	17	28	13	11	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	12.0	7.8	4.2	9.5	10.5

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (灰色标注为中金公司覆盖股票, 其余股票盈利预测来自 wind 一致预期)

图表 3: P/E bands



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: P/B bands



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10% 以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10% 以上。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

28th Floor, 350 Park Avenue

New York, NY 10022, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

