

复合肥

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 周惠敏

S0960111080512

0755-82026911

zhouhuimin@china-invs.cn

6-12个月目标价: 33.12元

当前股价: 28.10元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2227.32
总股本(百万)	169
流通股本(百万)	54
流通市值(亿)	15
EPS	1.45
每股净资产(元)	15.67
资产负债率	41.96%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
史丹利	-0.29	1.58	-0.23
化工	-7.50	-3.25	4.94
沪深300指数	-6.24	0.56	5.24



史丹利

002588

推荐

强势品牌+专营模式助力产能渠道扩张, 带动业绩高速增长

投资要点:

- 史丹利现有复合肥产能 220 万吨, 位居全国第四, 预计 14 年有效产能将达 560 万吨; 目前公司生产基地分别位于山东临沂、山东平原、广西贵港、吉林, 未来即将扩张至河南南阳、河南遂平、湖北当阳, 销售网络布局全国。
- 惠农政策+种植结构改变+渠道扁平化有效推动复合化率逐年上升。复合化率上升的长期动力: 1、持续提升农产品最低收购价格、良种补贴等惠农政策提高了农户对复合肥的购买力; 2、相比粮食作物, 单位面积的经济作物对复合肥的需求更大, 经济作物播种面积逐年上升有效拉动复合肥需求增长; 未来复合化率上升的新动力: 土地流转速度加快使种植集中化趋势越发明显, 从而推动复合肥渠道逐渐趋于扁平化, 渠道层级的减少有利于终端产品的销售; 若 2015 年我国复合化率达到 40%, 未来 5 年复合肥施用量 (折纯) 可以保持 6.8% 的增速。
- 未来行业龙头迅速扩张, 抢占中小企业的生存空间, 推动复合肥行业集中度提升。我国复合肥行业集中度较低, 前十大复合肥企业的市场占有率仅为 25%, 远低于欧洲复合肥龙头 YARA 的 40% (在欧洲市场); 复合肥行业轻资产、重周转率的特点使具有资金、品牌、渠道优势的龙头企业通过快速扩张抢占中小企业的生存空间, 使复合肥行业的集中度逐渐提高。
- 公司实施强势品牌+专营模式, 带动销量的迅速提升。公司拥有较高的品牌壁垒, 2011 年单个品牌的广告宣传费用高达 1 亿元, 位居行业第一, 长期巨额的广告宣传投入打造了强有力的“史丹利”品牌, 品牌价值高达 27.2 亿元; 公司依靠强势品牌对下游经销商的粘性实施品牌专营战略, 强化了渠道控制力, 而专营模式又推动了渠道扁平化, 有利于公司率先抢占市场, 带动销量上升。
- 公司渠道产能同时扩张, 带动业绩高速增长。史丹利目前产能 220 万吨/年, 预计 2014 年有效产能扩张至 560 万吨/年, 增长 155%。传统市场山东、河南、河北三省的农作物播种面积占全国的 21%, 对化肥的需求量巨大; 即将新建产能的广西、湖北市场经济作物的播种面积占比超过了传统市场, 但复合化率不高 (广西为 35.88%, 湖北为 28.02%), 未来随着两省复合化率的提高, 复合肥需求空间巨大。
- 公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.84、2.46、3.25 元, 按照最近收盘价 28.10 元, 对应 PE 分别为 15.26、11.42、8.63, 未来 6-12 个月的目标价为 33.12 元, 给予“推荐”评级。
- 风险提示: 原材料价格大幅下滑、新市场的开拓风险、存货跌价风险

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4569	5239	7144	10279
收入同比(%)	57%	15%	36%	44%
归属母公司净利润	245	311	416	550
净利润同比(%)	40%	27%	34%	32%
毛利率(%)	13.0%	14.1%	14.2%	14.2%
ROE(%)	12.0%	13.4%	15.2%	16.7%
每股收益(元)	1.45	1.84	2.46	3.25
P/E	19.35	15.26	11.42	8.63
P/B	2.33	2.04	1.73	1.44
EV/EBITDA	12	10	7	5

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：复合肥龙头企业.....	3
二、复合肥未来市场空间巨大:复合化率提高+行业集中度提高.....	4
2.1 惠农政策+种植结构改变+渠道扁平化，使复合化率逐年提高.....	4
2.1.1 持续推出的惠农政策+经济作物播种面积的扩大是推动复合化率不断上升的长期动力.....	5
2.1.2 未来复合肥渠道扁平化将成为推动复合化率不断上升的新驱动力.....	7
2.2 未来行业龙头迅速扩张，推动复合肥行业集中度上升.....	8
三、公司业务分析：强势品牌+专营模式助力产能渠道扩张，带动业绩高速增长.....	10
3.1 强势品牌+专营模式带动销量的迅速提升.....	10
3.1.1 极力打造“史丹利”品牌，构建品牌壁垒.....	10
3.1.2 品牌专营+渠道扁平化战略，强化渠道控制力的同时率先抢占市场.....	11
3.2 渠道产能同时扩张，带动业绩高速增长.....	13
四、投资建议：推荐.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议：推荐.....	16

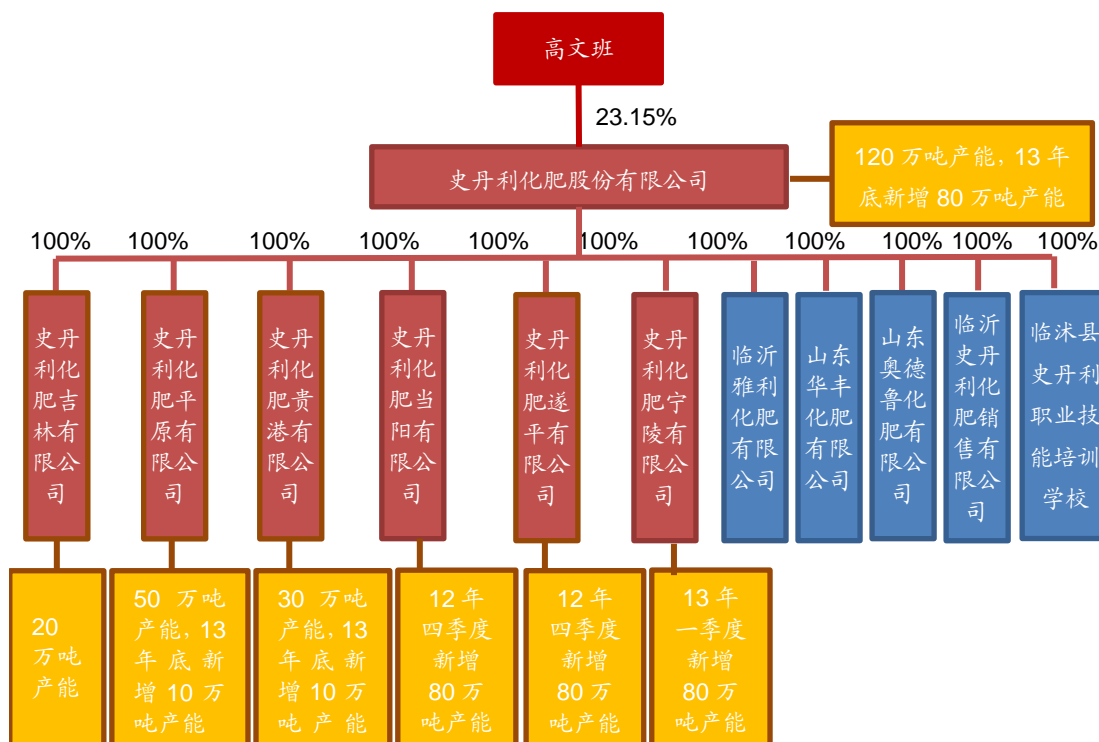
## 一、公司简介：复合肥龙头企业

史丹利化肥股份有限公司是一家复合肥研发、生产和销售的大型家族企业，公司控股股东以及实际控制人是高文班、高进华、古龙粉、高英、高文安、高文靠、高文秋、高文都等八人。公司成立于1995年，占地面积2000亩，复合肥产能220万吨，是全国最大的高塔复合肥生产基地，公司经营的复合肥品牌“史丹利”的品牌价值高达27.2亿元。

丹利目前拥有四个生产基地，公司本部生产基地位于临沂，公司于2008年开始地域扩张，分别于山东平原、广西贵港、吉林等地设立生产基地；除了上述四个子公司外，公司在河南宁陵、湖北当阳、河南驻马店设立全资子公司，三地均建设80万吨的产能，预计2014年复合肥有效产能将达560万吨。同时，公司在全国31个省、市、自治区建立了以县级为单位的2000个销售网点，实现了在全国生产、营销和服务的总体布局。2011年公司实现营业收入45.69亿，同比增长57.5%，利润总额2.98亿，同比增长37.29%，归属母公司净利润2.45亿，同比增长39.62%。

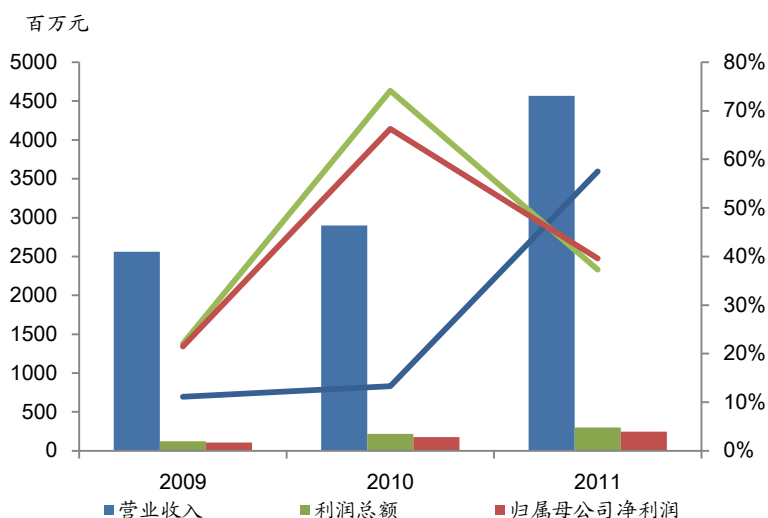
2011年6月10日，史丹利在深圳证券交易所首次公开发行3250万股，融资11.375亿元，2012年12月31日以总股本1.3亿股为基数，每10股派2元现金（税后1.8元），以资本公积金每10股转增3股，5月2日转增股份上市，总股本为1.69亿股。

图 1：史丹利股权结构



资料来源：公司公告

图 2: 史丹利营业收入、利润总额、归属母公司净利润及增速



资料来源: ifind, 中投证券研究所

## 二、复合肥未来市场空间巨大:复合化率提高+行业集中度

### 提高

#### 2.1 惠农政策+种植结构改变+渠道扁平化, 使复合化率逐年提高

我国是世界上最大的化肥生产国, 化肥产业在我国发展的较为成熟, 2000-2010 年我国化肥施用量年均复合增长率为 2.5%, 其中复合肥年均复合增长率约为 7.0%, 远远超过化肥行业整体增速; 主要因为复合肥可以一次性的为农作物提供多种营养元素, 比分别购买氮、磷、钾单质肥料混拌更加方便省事, 同时也在一定程度上缓解了长期使用单质肥造成的土壤板结、肥力下降以及水质污染等问题; 随着测土施肥技术的推广和科学施肥观念的广泛宣传, 农民对复合肥的认可程度逐渐提高, 复合肥在过去十年呈现持续快速增长的态势, 复合化率也从 1990 年的 13.19% 上升到了 2010 年的 32.34%, 复合肥呈现出对单质肥的快速替代趋势, 但与世界平均复合化率 50%、发达国家复合化率 60-70% 相比, 仍存在较大的差距, 未来复合肥对基础化肥的替代仍然存在较大的空间。

《石油和化工产业结构调整指导意见》提出: 争取到 2015 年高浓度化肥比例提高到 85%, 施肥复合率达到 40% 以上。按照 2011 年我国化肥产量达到 6250 万吨 (折纯) 的规划目标计算, 若化肥施肥复合化率提高到 40%, 则复合肥施用量将超过 2500 万吨 (折纯), 而目 2010 年我国复合肥施用量仅 1798.5 万吨 (折纯), 预计未来 5 年复合肥施用量 (折纯) 可以保持 6.8% 的增速。

表 1: 复合肥、单质肥对比

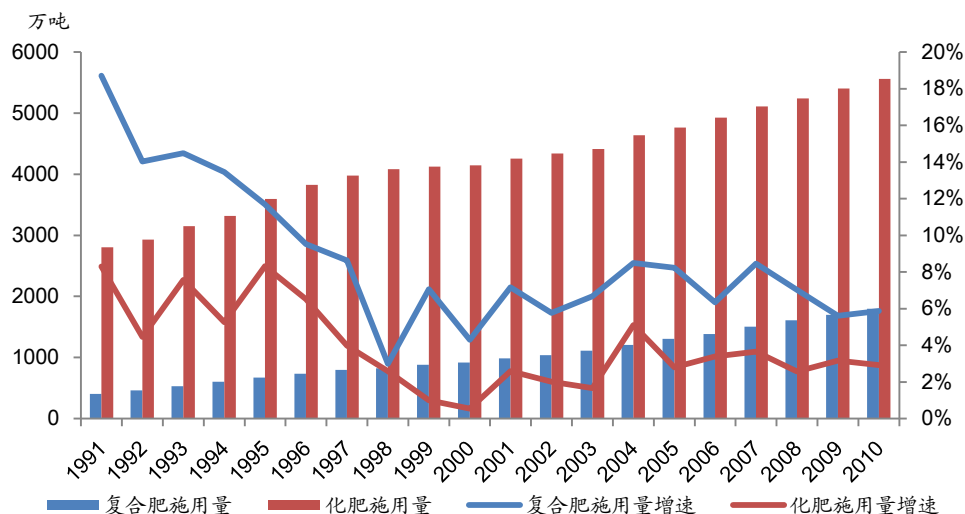
对比	复合肥	单质肥
营养成分	养分全、含量高, 含有氮磷钾三种主要营养元素中的两种或三种以及其他微量元素。	仅含有氮磷钾三种养分中的一种
吸收率	高	低
低氮环保性	含氮量 15%-25%, 施用复合肥可减轻长期使用尿	含氮量 46%, 易造成土壤板结、肥力下

素造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等不利影响。 降、水质污染。

物理形状 结构紧密，养分释放充分，肥效稳而长；吸湿性小， 粉状或结晶状，养分释放不充分，易结  
不宜结块，便于贮存和施用，特别便于机械化施肥。 块，不方便贮存和机械化施肥。

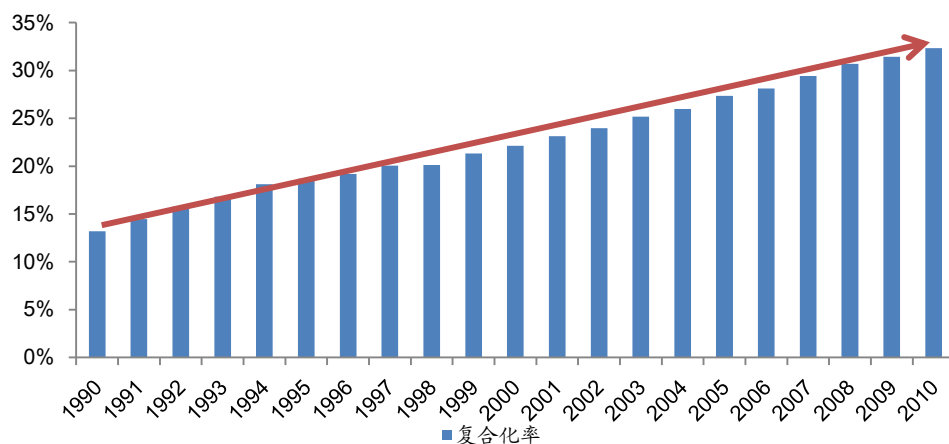
资料来源：中投证券研究所

**图 3: 全国化肥、复合肥施用量及增速**



资料来源：ifind，中投证券研究所

**图 4: 全国复合化率逐年递增**



资料来源：中投证券研究所

### 2.1.1 持续推出的惠农政策+经济作物播种面积的扩大是推动复合化率不断上升的长期动力

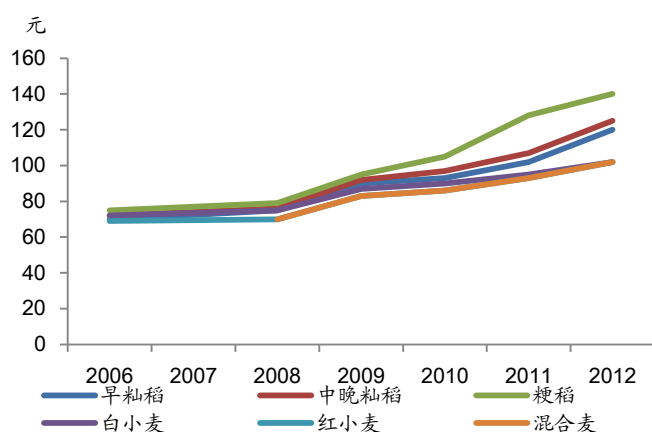
在过去几年里复合肥对单质肥呈现的快速替代主要原因是：

#### 1. 惠农政策推动复合化率上升

复合肥的价格比单质肥高，复合肥每吨价格比同样配比的单质肥高 400 元左右，由于生产粮食作物的农民对复合肥价格敏感性比较高，因此复合肥对单质肥的替代最主要的驱动力是农产品价格的上升，农产品价格上升刺激了农民增产的动力，此时农民会更偏好高效增产的复合肥。2005-2011 年种植业农产品生产价格指数呈上升趋势；2006-2012 年水稻、小麦等主要粮食作物的最低收购价格也逐年上涨。

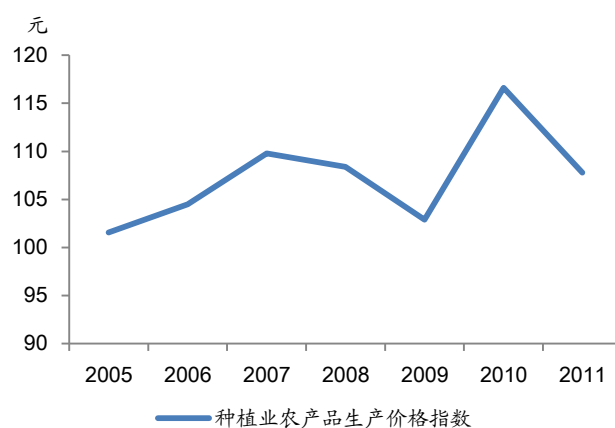
目前，国家对农民种粮给予粮食直接补贴和农业生产资料增支综合直补良种补贴方式，两者合计目前大约介于 30-50 元/亩之间，一定程度上提高了农民对化肥复合肥价格的承受能力，保证了复合肥的需求稳中有升。

图 5: 农产品最低收购价格



资料来源: ifind, 中投证券研究所

图 6: 种植业农产品生产价格指数



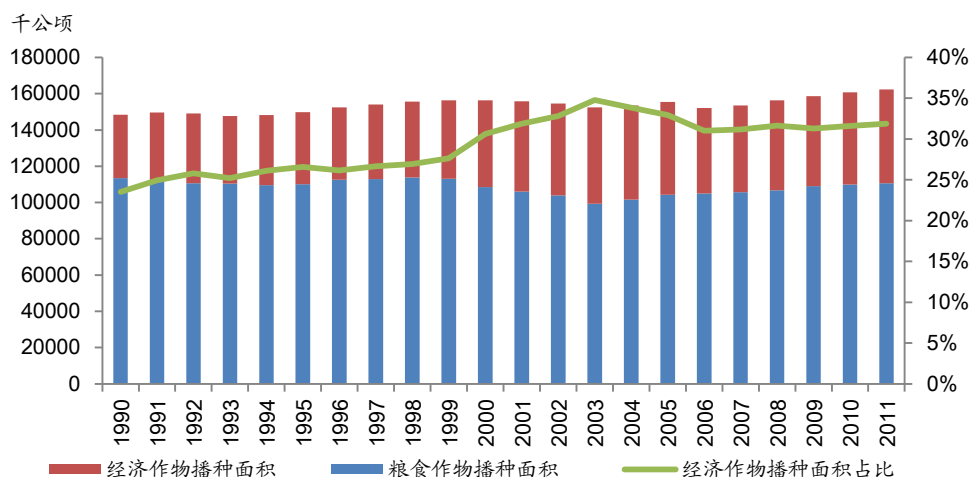
资料来源: ifind

## 2. 种植结构的改变推动复合化率的上升

随着我国人民生活水平的提高，居民膳食结构不断改善，食物消费日趋多样，粮食作物比例逐渐下降，油料、糖类、瓜果、蔬菜等经济作物的占比不断提高，经济作物种植面积逐年增加。1990 年到 2011 年间，我国粮食作物播种面积呈现下降态势，播种面积减少约 2.55%，而经济作物播种面积却增加了 48%。

随着农业结构的调整，我国粮食作物种植面积不断下降，而经济作物种植面积增加较多。经济作物施肥量比粮食作物施肥量高，通常是粮食作物的 1.5-2.0 倍，如糖料是 1.5 倍、茶园是 1.6 倍、果园是 1.8 倍、蔬菜为 2.6 倍。因此，随着农业结构的调整，施肥量将进一步增加，我国化肥使用量中 45% 以上为经济作物用肥。而且由于经济作物的附加值更高，主要施用价格更高的复合肥，因此经济作物播种面积的扩大可以有效地提高复合化率，增加对复合肥的需求。

图 7: 农作物播种面积变动趋势



资料来源: 中投证券研究所

### 2.1.2 未来复合肥渠道扁平化将成为推动复合化率不断上升的新驱动力

随着我国土地流转速度的不断加快,种植集约化推动的渠道扁平化趋势在未来将成为复合化率上升的重要驱动力。

土地流转引起的的种植的集约化趋势促进了复合肥渠道的扁平化发展,未来种植大户的占比逐渐上升,复合肥经销商的层级逐渐减少,一级经销商可以直接为三级经销商或者种植大户供货,避免了多层流通环节的加价,渠道扁平化所节约的部分利润在公司、经销商、农户之间重新分配,复合肥的零售价格会有所下降,从而促进了农户对复合肥的需求。

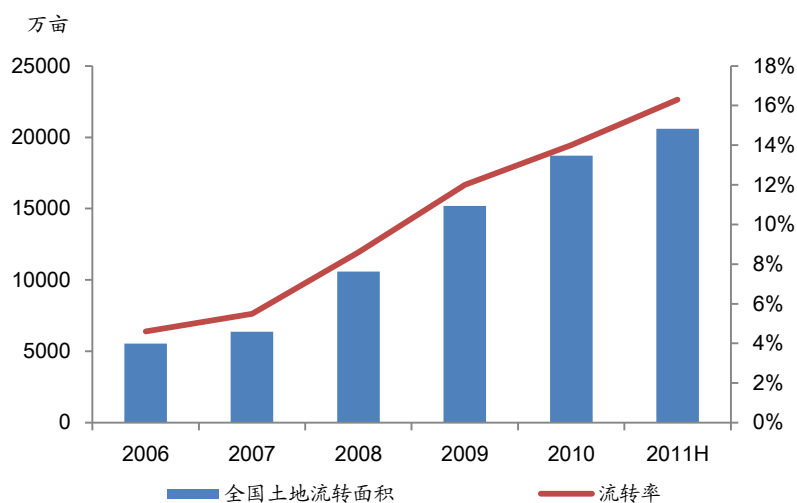
图 8: 土地流转加快和复合肥需求上升的逻辑关系



资料来源: 中投证券研究所

2006 年、2007 年我国承包土地流转面积分别为 5551 万亩、6372 万亩,流转规模基本稳定,2008 年后流转速度明显加快:2008 年底,我国农村土地经营权流转面积达到了 1.09 亿亩,占承包耕地面积的 8.9%,2011 年上半年,全国农村土地承包经营权流转总面积已达 2 亿亩,占承包耕地总面积的 16.3%,其中沿海地区的土地流转率高达 40%;无论是在沿海发达地区,还是相对人少地多的东北地区,包括粮食主产区,土地承包经营权的流转速度都在加快

图 9：我国土地流转速度从 08 年开始加快



资料来源：中投证券研究所

## 2.2 未来行业龙头迅速扩张，推动复合肥行业集中度上升

复合肥行业具有轻资产的特性，技术壁垒不高，行业进入的门槛比较低，2010 年我国具有生产许可证的复合肥企业约 4400 家，总产能超过 2 亿吨，单位企业产能仅为 4.5 万吨；其中产能超过 100 万吨不到 10 家，95%的复合肥企业产能在 30 万吨以下，这些小型复合肥企业往往生产设备陈旧、工艺落后、产品质量低下，开工率较低，经营较为困难。

中小企业的众多使我国龙头企业的市场占有率偏低，前十复合肥企业的市场占有率约为 25%。对比与我国人均耕地面积相当的欧洲，复合肥龙头 YARA 在欧洲的市场占有率接近 40%，未来随着行业龙头企业的快速扩张，中小型复合肥企业将逐渐失去市场，复合肥行业的市场占有率将逐渐提高。

表 2：2009 年全国复合肥行业主要企业排名情况

排名	企业名称	市场占有率
1	江苏中东集团	7.29%
2	湖北新洋丰肥业有限公司	7.18%
3	山东金正大生态工程股份有限公司	6.33%
4	史丹利化肥股份有限公司	4.69%
5	山东施可丰化工股份有限公司	4.12%
6	安徽省司尔特肥业股份有限公司	3.68%
7	西洋集团	3.58%
8	中化化肥有限公司	3.57%
9	四川省天元化工总厂	3.54%
10	山东红日阿康化工股份有限公司	2.97%

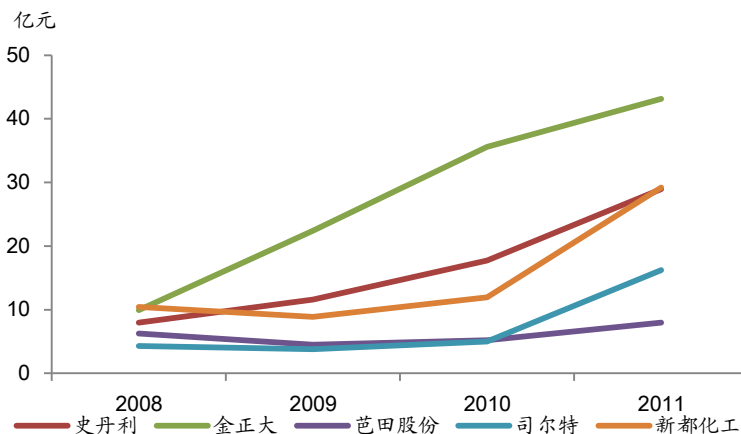
资料来源：公司公告

复合肥的运输半径约为 500 公里，运输距离太远容易降低产品的性价比，而且在旺季运力紧张的情况下存在不能及时送货的风险，因此复合肥市场分割现象比较严重，一般复合肥企业仅在当地以及周边具有一定的市场，而未来复合肥龙头企业可凭借资金、品牌、渠道等优势打破区域壁垒，实现异地扩张。



具有资金、品牌、渠道优势的企业可在扩张中尽占先机。复合肥行业具有轻资产、重周转率的特性，一般新建一个厂房需要流动资产是固定资产的 3-4 倍，主要因为行业有淡储旺销的季节属性，淡季会储备较多的原材料从而占用大量的流动资金；未来产能扩张的越多，对流动资金的需求将越大，中小企业的资金比较紧张，没有上市龙头的资金规模和融资平台，其市场往往会局限在当地市场，而上市龙头企业会凭借资金规模以及融资平台的优势在对外扩张中抢占先机。

图 10: 上市复合肥企业流动资产对比

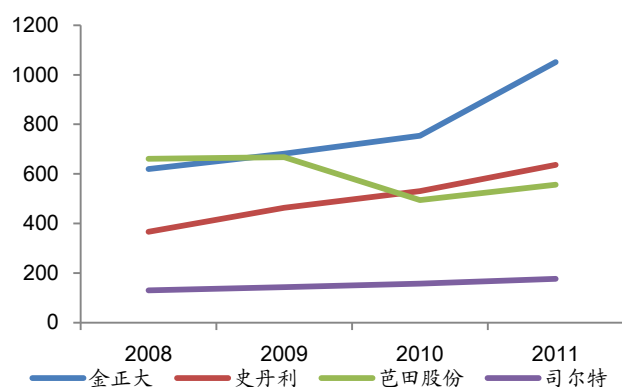


资料来源: ifind

由于复合肥行业进入壁垒低，产品差异化较小，其主要竞争力在于品牌的打造和渠道的铺设。对于异地扩张的复合肥企业来说，品牌知名度高更加方便在新的市场进行渠道铺设，经销商更倾向于经营质量有保证且知名度高的强势品牌来保证价格及销量。近几年复合肥龙头企业广告宣传的费用每年递增，销售人员队伍也逐渐壮大，从侧面反映了企业在尽力打造品牌的同时开始快速的铺设渠道。

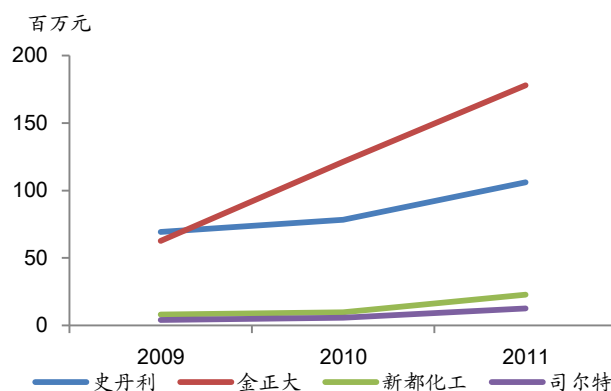
对于中小企业来说资金的限制使其在品牌的打造上心有余而力不足，没有品牌的优势很难进入新的市场，其在当地市场的空间也会随着龙头企业强势品牌的介入以及其渠道的快速扩张而受到挤占；未来具有资金、品牌、渠道优势的企业可在扩张中尽占先机。

图 11: 复合肥上市企业销售人员数



资料来源: 公司公告

图 12: 复合肥上市企业广告宣传费用



资料来源: 公司公告

### 三、公司业务分析：强势品牌+专营模式助力产能渠道扩

#### 张，带动业绩高速增长

#### 3.1 强势品牌+专营模式带动销量的迅速提升

##### 3.1.1 极力打造“史丹利”品牌，构建品牌壁垒

由于复合肥行业集中度不高、竞争较为激烈，复合肥企业呈现出小、散、乱的现象，部分小企业存在生产假冒伪劣复合肥的现象，导致作物肥力不足，从而影响农民收入。经过历史经验的教训，现阶段农民对复合肥品牌的概念逐渐清晰起来，农民更倾向于选择口碑好的品牌以保障产品质量，复合肥行业的“品牌效应”在近两年来逐渐显现。

在复合肥的品牌战略主要有两种：一种是单品牌战略，一种是多品牌战略。多品牌战略可使企业在竞争初期通过多个品牌的同时销售来迅速提升销量，从而达到快速抢占市场的目的，但是后期往往会面临自有品牌间的相互竞争关系。目前国内复合肥的品牌主要作用在于保障产品质量，多品牌带来的精准定位和差异化的优势并没有得以体现，企业在多品牌的打造上存在投入成本较大的难度，对品牌控制力较弱。而单品牌战略在竞争初期需要不断地投入成本用于品牌推广，品牌效应会在未来较长的时间逐渐显现。

**表 3：复合肥企业重点品牌种类一览**

公司名称	品牌种类	品牌战略
史丹利	史丹利	单一品牌战略，集中力量打造“史丹利”品牌
芭田股份	芭田、好阳光	多品牌战略
司尔特	司尔特	单一品牌战略。
金正大	金正大、金大地、沃夫特、嘉安磷、奥磷丹	多品牌战略，未来集中主要力量打造金正大、金大地、沃夫特三个主打品牌，嘉安磷、奥磷丹是针对特定要求定制生产的小订单品牌，未来将进行品牌的整合。
新都化工	桂湖、凯利丰、洋洋、嘉施力、汉山、土博士	多品牌战略，其中“桂湖”品牌最具市场影响力

资料来源：中投证券研究所

公司是复合肥行业中最先实施品牌战略的企业，其品牌战略是集中资源打造单一品牌“史丹利”。公司通过广播、电视、报纸、墙体、路牌等多种媒体进行全方位立体式宣传，同时通过发行邮票、与央视合作举办大型文艺晚会、开通农化服务热线、组织销售人员送“农技下乡”、参加大型农业论坛、与各大研究中心合作研发新型复合肥来提高品牌影响力。

公司的广告宣传费用位居行业前列，平均到单个品牌的费用投入位居行业第一。2011年的广告宣传费超过1亿元，长期广告宣传的积淀打造了强有力的“史丹利”品牌，2006-2008年史丹利复合肥连续三届蝉联“中国农民喜爱的农资品牌”，2009年公司荣获“山东农民最信赖的农资品牌企业”榜首，2010年5月经北京名牌资

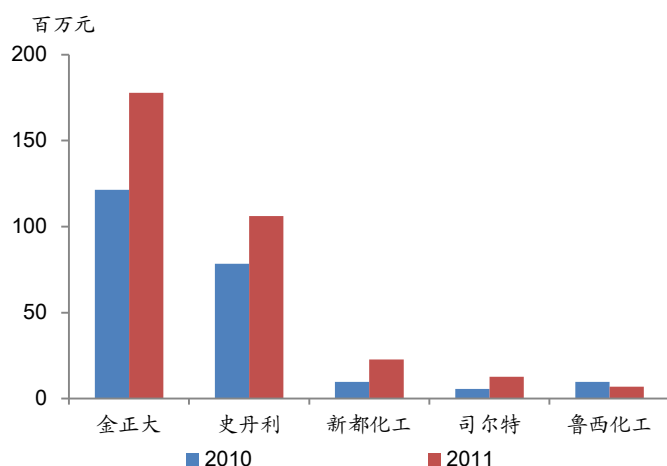
产评估有限公司评估：“史丹利”品牌价值为 27.2 亿元，公司的强有力的品牌宣传力度有效的提升了产品知名度，带动了销量的高速增长。

**表 4: 史丹利品牌推广活动一览**

时间	品牌推广活动
2010 年 10 月	公司和中央电视台在吉林省吉林市联办《手挽手》特别节目走进吉林市、走进史丹利大型演唱会。
2010 年 1 月	公司与中央电视台在广西壮族自治区贵港市联办“欢乐中国行，魅力史丹利”大型综艺晚会。
2009 年 5 月	公司组织 320 名史丹利优秀经销商参加中央电视台·史丹利夏收 2009 农业访谈节目录制。
2009 年 1 月	著名影视明星范伟出任公司“锌动力”复合肥产品形象代言人。
2006 年至今	公司在行业内最早开通了 800、400 农化服务热线。
2005 年 12 月	公司举行销售收入过 10 亿元暨陈佩斯出任品牌形象代言人新闻发布会。
2004 年 12 月	公司举办“史丹利之夜”宋祖英演唱会。
2004 年 11 月	史丹利公司高塔复合肥一次性投产成功，中国邮政总局为纪念这一成功时刻，特发行邮票。
2003 年至今	公司在中央电视台天气预报栏目进行广告宣传，至今已有 9 年时间。

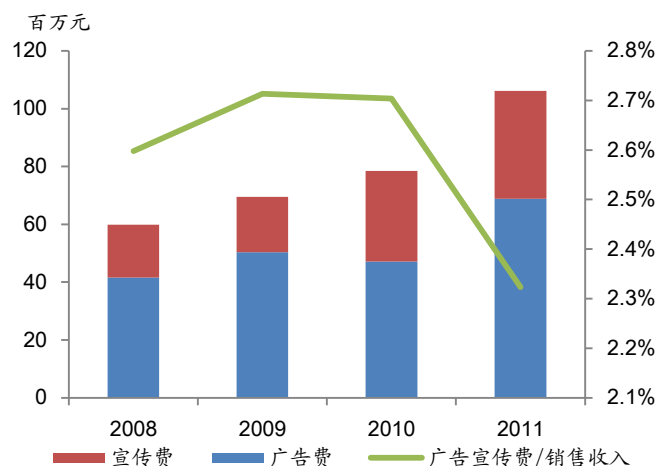
资料来源：史丹利公司网站，中投证券研究所

**图 13: 近两年复合肥企业广告宣传费对比**



资料来源：公司公告

**图 14: 史丹利广告宣传费逐年上升**



资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3.1.2 品牌专营+渠道扁平化战略，强化渠道控制力的同时率先抢占市场

复合肥行业的销售渠道主要依靠经销商来铺设，因此公司对经销商的管控是渠道建设的核心问题。史丹利主要实行“一县一户一品牌”的专营模式，对渠道的管控力度较强，专营经销商相当于公司销售团队的外部化。

#### “一品牌”——专营模式有利于单店销量的提升

史丹利致力于专营模式的推广，对经销商的掌控力度强。专营模式是指经销商只能经营史丹利品牌的复合肥，对其他品牌复合肥具有排他性。非专营经销商同时代理多种品牌不会专心销售史丹利，往往为了获得更高的单吨净利润而优先销售其他品牌，而专营店从根本上保证了经销商对该史丹利品牌的销售动力。专营经销商模式的推广需要与强势品牌相结合，强势品牌的粘性是销售的重要保障，公司的取

责在于做强势品牌，专营经销商的职责在于渠道的细化和铺货。公司目前有效经销商 1100 家，其中 25%是专营经销商，专营商的销量占比高达 50%，可见，史丹利品牌在专营店的单店销量是非专营店的 3 倍，专营模式可有效带动销量。

### “一县一户”——防止区域无效竞争的同时保证销量

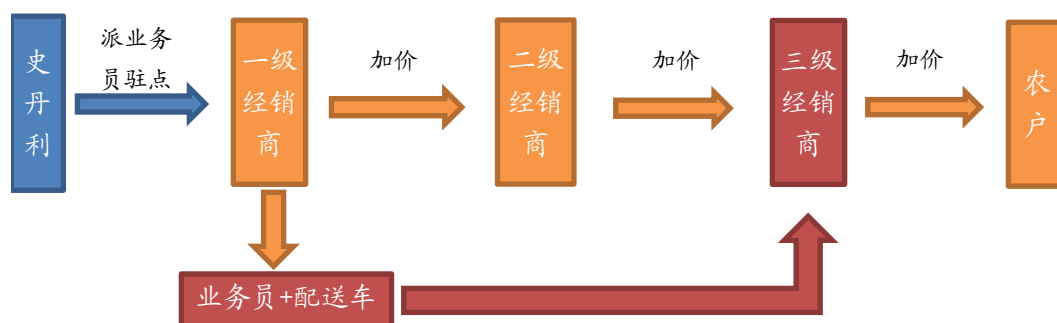
公司在各县仅设置一家一级经销商，相对其他企业的 3-5 家来说史丹利在经销商的数量控制比较严格。主要原因是：1、公司致力于发展专营经销商，虽然同一区域的经销商数量少于其他企业，但是专营经销商的单店销售额远远超过非专营经销商，在销量上有保证；2、经销商十分注重市场的维护和价格的坚挺，相同区域的经销商往往为抢夺二级经销商进行价格战，销售区域的不清晰又容易产生串货现象。公司为经销商承诺区域排他性专营在避免区域无效竞争的同时保证了销量。

### 对经销商的管控力度强：推动渠道扁平化，率先抢占终端市场

公司对下游渠道的管控主要是依靠强势品牌的优势让经销商赚到钱，同时给予业绩压力不断淘汰业绩不达标的经销商。一级经销商多数为县城里的夫妻店，凭借史丹利的品牌优势一年销售 3000 吨销量很容易，净利润较为可观，因此大部分经销商缺乏进取心。一个县城的市场容量约为 3-10 万吨，未来每个县城会陆续出现销量超过 1 万吨的经销商，如果不趁早抢占市场，未来的市场开拓则更加的困难。因此，公司会根据当地市场的容量给每个经销商每年设定一个销量指标，淘汰部分不达标的经销商，公司在 11 年淘汰了将近 600 家经销商，新纳入了 400 家，大量淘汰经销商的同时仍能保持近 40%的增长，充分显示出公司的渠道控制能力。

在给予经销商压力的同时公司会派本部业务员驻点，协助其进行渠道的建设。经销商的主要任务是渠道的细化和铺货。一级经销商渠道建设的主要方式是走村入户，销售网络覆盖到行政村，推动渠道的扁平化。由于一级和二级经销商沿袭了“坐商”的习惯，往往被动的接单发货，很少深入下游的终端网络进行主动营销。因此，公司着力推动一级经销商改“坐商”为“行商”，购买配送车并雇佣业务员，用一级经销商的业务员替代二级经销商，深入终端销售网络主动销售。这不仅有利于史丹利品牌率先抢占终端市场，同时也使一级经销商绕开了管控力度较弱的二级经销商获得更多的单吨利润。

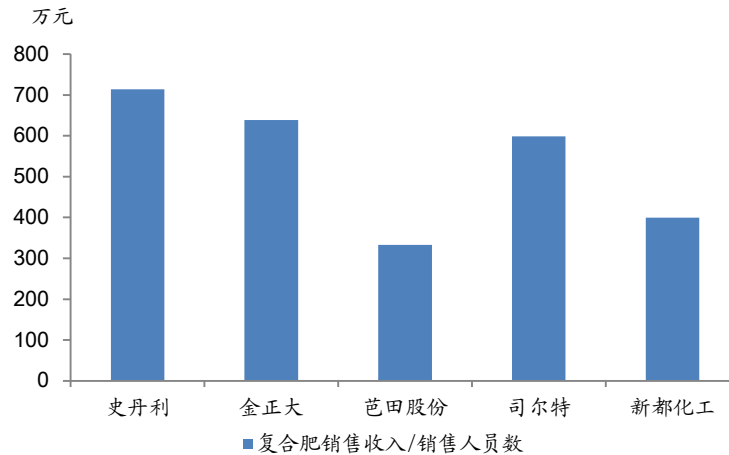
图 15：渠道扁平化有利于迅速抢占终端市场



资料来源：中投证券研究所

公司的销售人员有 637 人，我们测算复合肥单位销售额在 714 万/人，位居行业第一，可见公司的品牌专映+渠道扁平化战略带来了销售团队管理的集约化，节约了渠道费用。

图 16: 上市公司人均销售收入对比



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

### 3.2 渠道产能同时扩张, 带动业绩高速增长

由于复合肥具有一定的运输半径, 长距离运输不仅降低产品性价比也降低了周转率, 未来行业龙头异地扩张是大势所趋。

史丹利目前拥有四个生产基地, 共计约 220 万吨/年复合肥产能, 公司本部生产基地位于山东临沂, 于 2008 年开始地域扩张, 分别于山东平原、广西贵港、吉林等地设立生产基地; 2011 年, 公司开始第二轮地域扩张, 在河南宁陵、河南遂平、湖北当阳等地设立生产基地, 三地产能均为 80 万吨/年, 共计 240 万吨/年, 我们预计这一部分产能将在 2012 年四季度和 2013 年一季度陆续投产, 目前公司面临的产能瓶颈将被突破, 加上公司山东临沂本部将新增的 80 万吨/年产能, 及山东平原、广西贵港的共计 20 万吨/年产能, 我们预计公司 2014 年将拥有有效产能 560 万吨。

表 5: 史丹利主要生产基地分布 (单位: 万吨)

	山东临沭	吉林	山东平原	广西贵港	河南宁陵	河南遂平	湖北当阳
2011 年底产能	120	20	50	30	—	—	—
未来一年新增产能	80 (2013 年底)	—	10 (2013 年底)	10 (2013 年底)	80 (2012Q1)	80 (2012Q4)	80 (2012Q4)
2013 年预计产能	—	20	—	—	80	80	80
2014 年预计产能	200	20	60	40	80	80	80
2014 年预计产能合计	560						

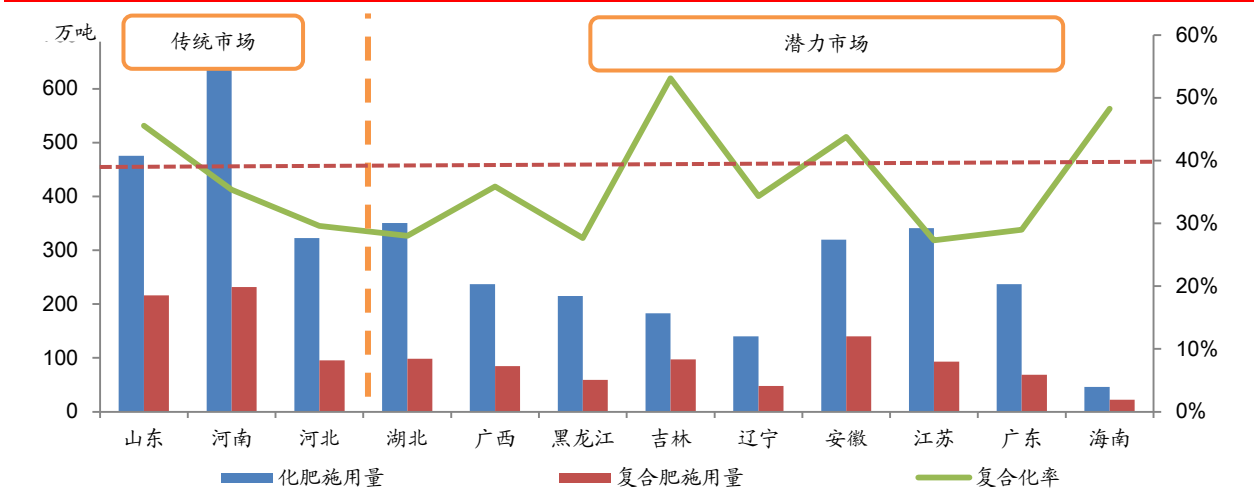
资料来源: 中投证券研究所

公司的传统市场在山东、河南、河北, 潜力市场在黑龙江、吉林、辽宁、安徽、江苏、湖北、广西、广东、海南, 其中传统市场的收入占比在 60% 以上, 2010 年山东、河南、河北三省的农作物播种面积占全国的 21%, 三省对化肥的需求量巨大; 其中, 山东、河南的经济作物播种面积占比较高, 复合肥需求旺盛, 复合化率

相对较高；而河北化肥用量居前，复合化率仅为 29.61%，与国家规划的 40% 的复合化率有较大差距，未来河北的复合肥市场仍有较大的增长空间。

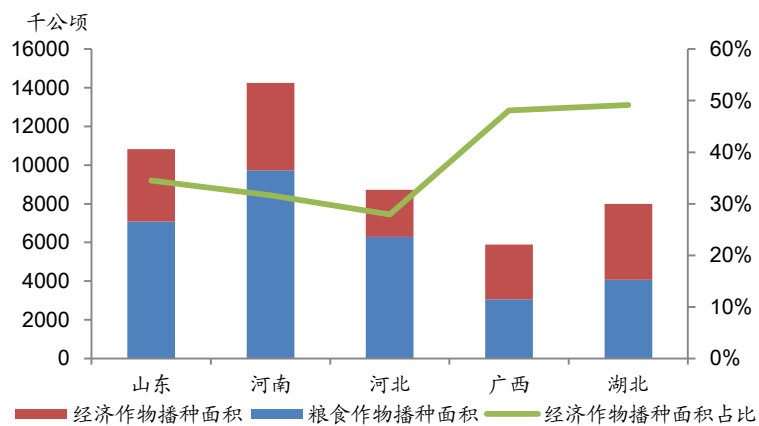
未来产能扩张的主要潜力市场在广西、湖北，两省经济作物的播种面积占比较大，超过了传统市场，但复合化率不高（广西为 35.88%，湖北为 28.02%），未来随着两省复合化率逐渐提高，复合肥的需求空间巨大。

图 17: 重点市场所在省份的化肥、复合肥施用量及复合化率



资料来源：中投证券研究所

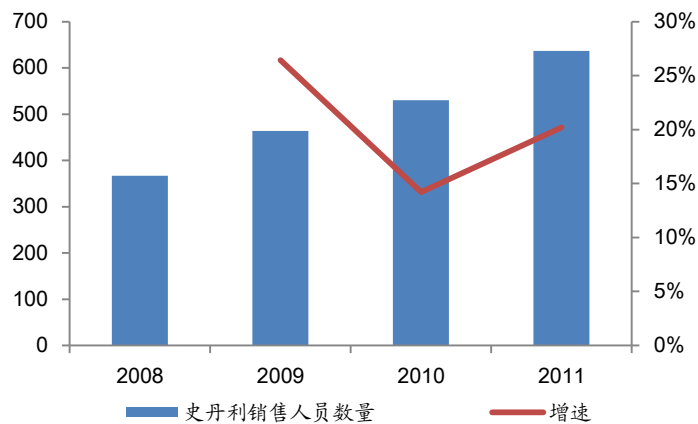
图 18: 公司产能扩张区域的种植结构



资料来源：ifind

公司从 2008 年开始销售人员的数量快速上升，到 2011 年公司销售人员已达到 637 人，从侧面反映了公司渠道的快速扩张。为适应未来几年产能扩张的需求，公司在维护好现有销售网络基础上也进一步拓展外省市场，做好“一县一户一品牌”营销模式的推广。在经销商拓展方面，公司将依托目前临沭、吉林、平原、贵港四个生产基地，及河南宁陵、河南遂平、湖北当阳子公司，发展目标市场的优质经销商，重点支持经销时间长、信誉好、资金实力强、业务发展快的经销商，在广告、售后服务、信用期限等方面实行倾斜政策，我们预计未来随着公司产能和渠道的快速扩张，业绩将迎来爆发式增长的契机。

图 19: 史丹利销售人员数量增长迅速



资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 四、投资建议：推荐

### 4.1 盈利预测

**复合肥产能及开工率：**2012-2014 年公司复合肥有效产能分别为 220 万吨、460 万吨、560 万吨，目前公司产能紧张，产能利用率 80%左右，处于较高水平，预计未来两年随着新建产能的陆续投放产能利用率会有所下降；假设未来两年不存在基础化肥大幅下跌的情况，复合肥产能利用率将保持在 60%-70%的合理水平。

**复合肥价格和毛利率：**复合肥的定价原则是成本上加一定的吨毛利，我们预计今年下半年尿素价格有所回落，磷肥、钾肥的价格基本保持平稳，因此 12-14 年复合肥的均价小幅回落，我们假设公司吨毛利比较稳定，则 12-14 年的毛利率分别为 13.79%、14.04%、14.04%。

表 6: 盈利预测表

	2011	2012E	2013E	2014E
复合肥销售收入 (万元)	454,950	522,000	712,500	1,026,000
复合肥销售收入增速	57.49%	14.74%	36.49%	44.00%
复合肥销售成本 (万元)	397,113	450,000	612,500	882,000
毛利 (万元)	57,836	72,000	100,000	144,000
毛利率	12.71%	13.79%	14.04%	14.04%
其他销售收入 (万元)	1,907	1,907	1,907	1,907
其他销售成本 (万元)	129	129	129	129
营业收入 (万元)	456,857	523,907	714,407	1,027,907
营业成本 (万元)	397,242	450,129	612,629	882,129

资料来源：中投证券研究所

#### 4.2 投资建议：推荐

公司目前股本为 1.69 亿，对应公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.84、2.46、3.25 元，按照最近收盘价 28.10 元，对应 PE 分别为 15.26、11.42、8.63，未来 6-12 个月的目标价为 33.12 元，给予“推荐”评级。



**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2895	3262	4161	5990
现金	1325	1255	1429	2056
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	24	28	38	55
预付账款	387	675	919	1323
存货	1149	1302	1772	2551
其他流动资产	10	3	4	5
<b>非流动资产</b>	616	706	794	878
长期投资	4	4	4	4
固定资产	362	405	441	471
无形资产	213	269	325	381
其他非流动资产	36	28	24	22
<b>资产总计</b>	3511	3969	4955	6868
<b>流动负债</b>	1410	1582	2152	3516
短期借款	340	340	499	1182
应付账款	111	126	172	247
其他流动负债	959	1116	1482	2087
<b>非流动负债</b>	64	64	64	64
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	64	64	64	64
<b>负债合计</b>	1473	1646	2216	3579
少数股东权益	0	0	0	0
股本	130	169	169	169
资本公积	1240	1201	1201	1201
留存收益	667	953	1369	1919
归属母公司股东权益	2038	2323	2739	3289
<b>负债和股东权益</b>	3511	3969	4955	6868

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	14	72	135	83
净利润	245	311	416	550
折旧摊销	38	24	27	30
财务费用	-6	1	5	25
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-300	-265	-314	-523
其他经营现金流	36	0	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-150	-114	-114	-114
资本支出	150	54	54	54
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-60	-60	-60
<b>筹资活动现金流</b>	1112	-27	153	658
短期借款	0	0	159	683
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	33	39	0	0
资本公积增加	1056	-39	0	0
其他筹资现金流	23	-27	-5	-25
<b>现金净增加额</b>	975	-70	174	627

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	4569	5239	7144	10279
营业成本	3972	4501	6126	8821
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	214	246	336	493
管理费用	98	120	179	278
财务费用	-6	1	5	25
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	288	368	495	658
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	298	378	505	668
所得税	53	67	89	118
<b>净利润</b>	245	311	416	550
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	245	311	416	550
EBITDA	321	393	528	713
EPS (元)	1.89	1.84	2.46	3.25

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	57.5%	14.7%	36.4%	43.9%
营业利润	34.4%	27.7%	34.6%	32.9%
归属于母公司净利润	39.6%	26.8%	33.7%	32.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.0%	14.1%	14.2%	14.2%
净利率	5.4%	5.9%	5.8%	5.4%
ROE	12.0%	13.4%	15.2%	16.7%
ROIC	21.0%	20.8%	22.1%	22.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.0%	41.5%	44.7%	52.1%
净负债比率	23.08	20.66%	22.50	33.02%
流动比率	2.05	2.06	1.93	1.70
速动比率	1.24	1.24	1.11	0.98
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.58	1.40	1.60	1.74
应收账款周转率	31164	94307	-	-
应付账款周转率	22.26	37.95	41.18	42.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.84	2.46	3.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.43	0.80	0.49
每股净资产(最新摊薄)	12.06	13.74	16.21	19.46
<b>估值比率</b>				
P/E	19.35	15.26	11.42	8.63
P/B	2.33	2.04	1.73	1.44
EV/EBITDA	12	10	7	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

周惠敏, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 中国人民大学经济学硕士, 北京航空航天大学工学学士, 2011 年加入中投证券。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434