

**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: 29.18元

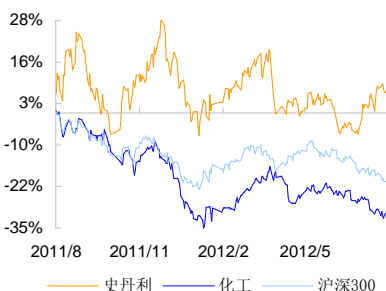
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2109.91
总股本(百万)	169
流通股本(百万)	54
流通市值(亿)	15
EPS	1.89
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	13.25	7.17	1.32
化工	-4.52	-11.65	-4.75
沪深300指数	-4.31	-10.73	-6.19



**相关报告**

史丹利-强势品牌+专营模式助力产能渠道扩张, 带动业绩高速增长 2012-07-06

**史丹利**

**002588**

**推荐**

**中报业绩符合预期, 未来渠道深化+产能扩张带动业绩高速增长**

事件: 史丹利公告 2012 年中报, 中报显示公司上半年实现营业收入 27.18 亿元, 同比增长 17.81%; 归属于上市公司股东的净利润 1.54 亿元, 同比增长 28.18%; 扣除非经常性损益后的净利润 1.5 亿元, 同比增长 26.72%, 实现每股收益 0.91 元, 符合我们之前的预期。同时, 公司公告预计 1-3 季度净利润增长 15%-25%。按此计算, 2012 年 1-3 季度每股收益 1.40-1.53 元。

**投资要点:**

- **复合肥价量齐升使上半年营业收入同比增长 17.81%。** 上半年营业收入增长主要来自两部分: 一部分是经销商渠道的深耕细作带来的销量上升, 今年上半年公司复合肥销量同比增长 13.58%, 由于 12 年公司没有新增产能, 销量的上升主要来自经销商渠道的不断深化; 另一部分是复合肥上半年持续涨价, 复合肥上半年均价同比去年约增长 3.52%; 价量齐升带动公司上半年营业收入同比增长 17.81%。
- **上半年原材料持续涨价导致毛利率同比下滑 1.85%, 预计下半年随着原材料价格回落毛利率将稳中有升。** 公司上半年毛利率同比下降的主要原因是上半年尿素价格持续上涨, 但是复合肥吨毛利稳定, 从而导致毛利率随着价格的上涨而下降, 我们预计未来随着尿素价格的回落, 毛利率环比将有所改善。
- **财务费用率和销售费用率齐降导致扣非后净利润增速高于收入增速。** 扣除非经常性损益后归属母公司股东净利润同比增长 26.72%, 高于营业收入的同比增速 17.81%, 主要原因是公司销售费用率下降 0.94%, 财务费用率下降 6.03%。
- **未来公司渠道深化+产能扩张带动业绩高速增长。** 公司未来两年将进入产能快速扩张期, 12-14 年有效产能分别为 220 万吨/年、460 万吨/年、560 万吨/年, 增速分别为 109%、21.7%; 目前山东等传统市场的一级经销商在公司的引导下开始要求二级经销商做史丹利专营店, 已有部分一级经销商出资帮助二级商装修店面, 我们预计未来随着渠道的不断深化, 一级经销商的单店销量将稳步上升; 山东等传统市厂的强势品牌+专营模式可复制到产能快速扩张的广西、湖北等市场。
- 公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.84、2.46、3.25 元, 对应 PE 分别为 15.84、11.86、8.97, 未来 6-12 个月的目标价为 33.12 元, 维持“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	20.09	15.84	11.86	8.97
P/B	2.42	2.12	1.80	1.50
EV/EBITDA	12	10	7	6

资料来源: 中投证券研究所

**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	20.09	15.84	11.86	8.97
P/B	2.42	2.12	1.80	1.50
EV/EBITDA	12	10	7	6

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434