

携品牌优势加速扩张, 四季度仍是介入机会

2012年10月24日

强烈推荐/维持

史丹利

财报点评

—— 史丹利 (002588) 2012 年三季度报点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
联系人: 杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034	

事件:

公司 2012 年前三季度营业收入 41.23 亿元, 同比增长 10.94%, 营业利润 2.94 亿元, 同比增长 10.52%, 归属于母公司股东的净利润 2.46 亿元, 同比增长 18.74%, 基本每股收益 1.46 元。其中, Q3 营业收入与净利润分别同比变动-0.32%、5.71%。业绩符合市场预期。公司预计 12 年归属于上市公司股东的净利润为 2.70-2.95 亿元, 同比增长 10%-20%。

公司通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》, 将山东临沭 80 万吨/年新型复合肥项目变更为山东临沭 80 万吨/年新型作物专用缓释肥项目。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入 (百万元)	977.21	1330.35	1408.89	852.12	1331.48	1387.01	1404.37
增长率 (%)	116.64%	78.75%	50.56%	10.72%	36.25%	4.26%	-0.32%
毛利率 (%)	15.57%	14.18%	13.80%	7.15%	12.35%	13.87%	16.03%
期间费用率 (%)	10.93%	5.90%	5.93%	4.35%	7.78%	4.93%	8.07%
营业利润率 (%)	4.62%	8.20%	7.93%	2.62%	4.57%	8.79%	7.91%
净利润 (百万元)	36.80	83.38	87.05	38.25	53.60	100.45	92.01
增长率 (%)	242.95%	38.18%	72.16%	-29.41%	45.65%	20.47%	5.71%
每股盈利 (季度, 元)	0.377	0.641	0.670	0.294	0.412	0.594	0.544
资产负债率 (%)	67.71%	36.38%	38.57%	41.96%	45.36%	43.92%	40.69%
净资产收益率 (%)	4.97%	4.34%	4.35%	1.88%	2.56%	4.64%	4.08%
总资产收益率 (%)	1.60%	2.76%	2.67%	1.09%	1.40%	2.60%	2.42%

评论:

积极因素:

- **开工率提高、单吨毛利保持稳定以及税率下降是净利润保持可观增速的主因。**公司前三季度没有新增产能投放, 但从营收增速 10.94% 可看出今年销量同比增长了 5%-10%, 这主要是由于上半年复合肥需求较去年同期更为旺盛, 装置开工率得以提高; 毛利率 14.12% 与去年同期的 14.4% 相差无几, 考虑到今年复合肥均价较去年增长了至少 50 元/吨, 复合肥单吨毛利基本保持稳定。所得税率 19.2%, 比去年同期的

24.21%下降了5个百分点。以上因素是前三季度净利润增长18.74%的主因。

表 1：公司未来新增产能一览表

所处地区	产能, 万吨	建设进度
山东临沭本部	80	已开始建设, 预计 14 年投产
河南遂平	80	产能投放进度 13 年开始 20-50-80 万吨
河南宁陵	80	预计 13 年上半年投产
湖北当阳	80	产能投放进度 13 年开始 20-50-80 万吨
山东平原	10	13 年开始建设
广西贵港	20	13 年开始建设
共计	350	

资料来源：东兴证券整理

- **缓释肥项目将成为重要的利润增长点，达产后可增厚 EPS0.56 元，占 12 年每股收益的 33%。**公司变更的 80 万吨/年缓释肥项目已开工建设，预计 14 年开始贡献业绩。缓释肥属国家化肥“十二五”规划中重点支持的化肥品种，既节能环保又对农作物增收效果明显，在目前化肥施用结构中占比极低，未来发展空间很大。如以与公司普通复合肥相同的 75%开工率测算，该项目可贡献净利润 9400 万，净利率 6%左右，增厚 EPS0.56 元，占公司 12 年 1.74 元 EPS 的 33%。

消极因素：

- Q3 单质肥价跌影响复合肥销量。自 7 月份起尿素与钾肥价格下跌导致经销商担忧复合肥存货减值风险，备货延迟，明显影响公司销量。Q3 净利润出现环比下降的反常局面。

业务展望：

- **Q4 复合肥淡储或转好。**目前淡储尚未启动，预计 11 月份后随着尿素出口受限，价格将逐渐趋于稳定，消费淡季也使复合肥企业无需担忧经销商库存跌价，价格调整后将对开展淡储有利。11 年 Q4 化肥价格过高导致经销商淡储积极性不高，影响了业绩，预计今年 Q4 淡储将明显转好。
- **新增产能开始放量，业绩持续增长确定性强。**公司目前复合肥产能 220 万吨，新增的 3 个 80 万吨产能中预计 13 年上半年新增产能至少 40 万吨，14、15 年再同比新增 90 万吨、90 万吨，再加上已开工建设的 80 万吨缓释肥项目、14 年后可能投产的贵港 20 万吨与平原的 10 万吨项目，产能年增速 25%-30%，考虑到复合肥与缓释肥下游为农作物与高端经济作物，未来行景气、需求刚性，公司业绩增长的持续性与确定性较强。

盈利预测与投资建议：

未来三年公司新增的产能将达到 350 万吨，是目前产能的 1.6 倍，项目陆续投产后将推动公司业绩持续稳定增长。公司目前市占率不到 6%，距离产能天花板仍有很长时间，成长空间较大。

预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.72 元、2.18 元、2.81 元，对应 PE 16 倍、13 倍、10 倍，给予 12 年 20 倍 PE，目标价 34.4 元，股价还有 22% 的提升空间，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

新增产能延期投产的风险；原料价格波动幅度过大影响销量的风险

表 2 公司财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	2,900.73	4,568.57	5,239.20	6,334.40	8,381.00
增长率（%）	13.32%	57.50%	14.68%	20.90%	32.31%
净利润（百万元）	175.82	245.48	290.19	368.23	474.53
增长率（%）	66.28%	39.62%	18.21%	26.89%	28.87%
每股收益(元)	1.800	2.160	1.717	2.179	2.808
ROE	25.01%	12.05%	12.43%	13.83%	15.38%
PE	15.72	13.10	16.48	12.99	10.08

分析师简介**杨若木**

工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介**杨伟**

工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。