

史丹利 (002588)

复合肥冬储缓慢开始，预计13年公司销量将快速增长

推荐 (维持)

现价：25.76元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.shidanli.cn
大股东/持股	高文班/23.15%
实际控制人/持股	高文班/23.15%
总股本(百万股)	169
流通A股(百万股)	55
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	43.53
流通A股市值(亿元)	14.12
每股净资产(元)	13.36
资产负债率(%)	40.7

行情走势图



证券分析师

伍颖 投资咨询资格编号
S1060511010017
010-66299575
wuying467@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
Yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
Chenjianwen@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 复合肥冬储缓慢开始，预计成交量将主要在13年元月后完成

复合肥冬储缓慢开始，大部分复合肥企业的冬储价格已经出台，产销开始改善。但是，由于单质肥原料价格不稳，复合肥生产企业的开工负荷仍较低，冬储市场成交量不佳。我们预计，单质肥原料价格将逐步企稳，随着13年三月春耕临近，复合肥冬储成交量将主要在13年元月后完成。

■ 预计复合肥冬储价格将趋稳

目前大部分复合肥企业的冬储价格已经出台，45%氯基肥主流冬储出厂报价为2250~2300元/吨，45%硫基肥为2450~2500元/吨。我们预计，单质肥原料价格将逐步企稳，复合肥冬储价格将随之趋稳。

■ 13年公司产能将大幅扩张

13年公司产能大幅扩张，将有效解决12年产能瓶颈问题。公司在建的湖北当阳、河南遂平2个各80万吨/年项目预计将于13年中期之前陆续建成，在建的河南宁陵80万吨/年项目预计将于13年底之前陆续建成，临沭80万吨/年缓释肥项目预计将于13年底建成。目前公司总产能为221万吨，13年底将大幅扩张至511万吨。

■ 预计13年公司复合肥销量将快速增长

12年由于单质肥价格持续下跌，复合肥需求不佳，我们预计公司销量增长较慢（同比增长8.3%）。目前企业和经销商的复合肥库存都处低位，随着单质肥原料价格逐步企稳，加上公司新建产能释放，我们预计2013年公司复合肥销量将提升至220万吨，同比增长29.4%。

■ 看好公司品牌和渠道优势，维持“推荐”

我们维持之前业绩预测，预计12~14年EPS分别为1.68、2.10、2.69元，对应11月29日收盘价的动态PE分别为15.3、12.3、9.6倍。我们看好品牌和渠道优势推动公司销量稳步增长，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

单质肥原料价格持续下跌导致库存损失和复合肥销量下降，新建项目投产和新市场开拓风险。

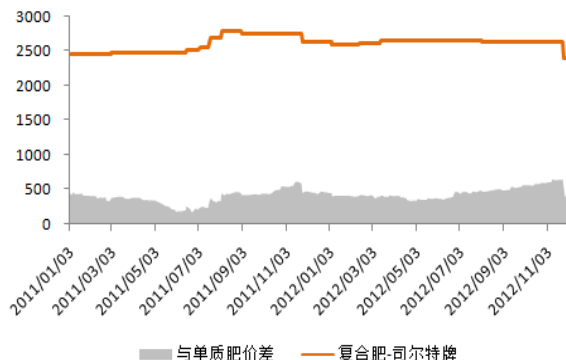
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,901	4,569	5,185	6,820	9,450
YoY(%)	13.3	57.5	13.5	31.5	38.6
净利润(百万元)	176	245	284	354	455
YoY(%)	66.3	39.6	15.8	24.6	28.4
毛利率(%)	16.8	13.0	13.4	13.2	13.0
净利率(%)	6.1	5.4	5.5	5.2	4.8
ROE(%)	25.0	12.0	12.4	13.5	15.0
EPS(摊薄/元)	1.04	1.45	1.68	2.10	2.69
P/E(倍)	24.8	17.7	15.3	12.3	9.6
P/B(倍)	6.2	2.1	1.9	1.7	1.4

图表1 11月复合肥行业开工率下滑至30%



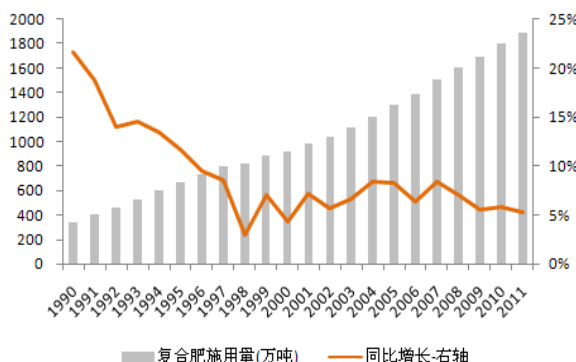
资料来源: 百川资讯, 平安证券研究所

图表2 11月复合肥报价下调, 与原料成本的价差缩小 (元/吨)



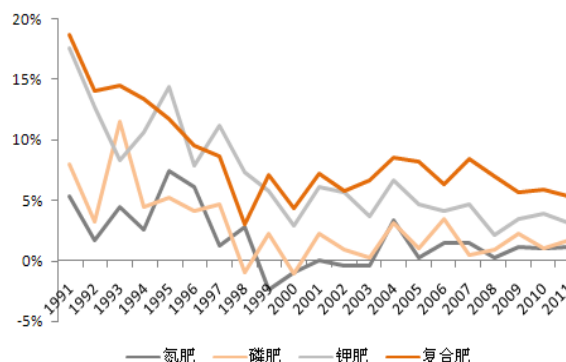
资料来源: 百川资讯, 化工在线, 平安证券研究所

图表3 中国复合化率逐年提高



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表4 复合肥施用量增速快于NPK单质肥施用量



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

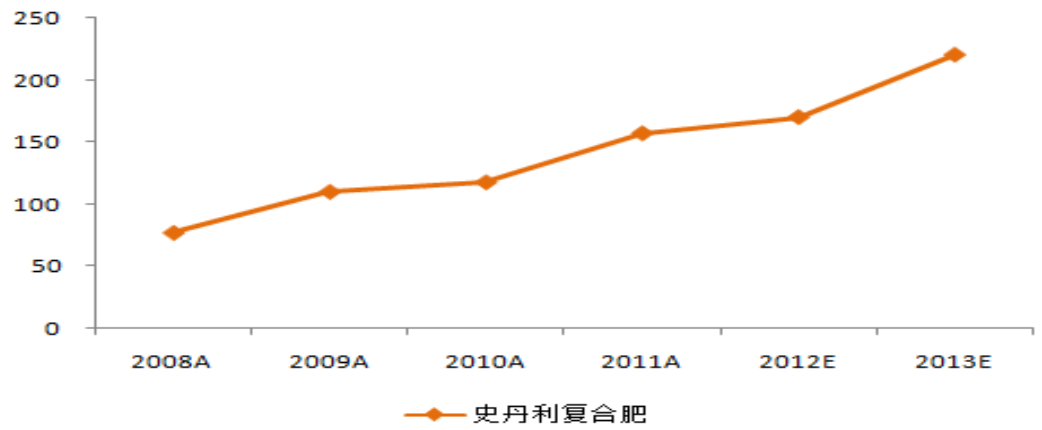
图表5 预计2012~2015年我国复合肥施用量年均增速为6.5%

	2002 ~ 2011A 年均增速	2007 ~ 2011A 年均增速	2011A	2012 ~ 2015E 年均增速	2015E
预测方法 1 化肥施用量	3.0%	3.0%	5704 万吨	3.0%	6420 万吨
复合化率	1 个百分点	1 个百分点	33.2%	1 个百分点	37.2%
复合肥施用量			1895 万吨		2390 万吨
预测方法 2 复合肥施用量	6.8%	6.5%	1895 万吨	6.5%	2438 万吨

注: 两种预测方法得出的2015年复合肥施用量基本一致。

资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表6 史丹利复合肥销量快速增长（万吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
流动资产	2895	2875	3731	4682	
现金	1325	1500	1800	2000	
应收账款	0	0	0	0	
其他应收款	24	26	34	47	
预付账款	387	359	473	658	
存货	1149	987	1420	1973	
其他流动资产	10	3	3	5	
非流动资产	616	1256	1728	1968	
长期投资	4	4	4	4	
固定资产	362	779	1140	1344	
无形资产	213	273	333	393	
其他非流动资产	36	200	251	227	
资产总计	3511	4131	5459	6651	
流动负债	1410	1785	2808	3580	
短期借款	340	583	1256	1466	
应付账款	111	135	178	247	
其他流动负债	959	1067	1374	1867	
非流动负债	64	50	30	30	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	64	50	30	30	
负债合计	1473	1835	2838	3610	
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	926	1251	1671	
归属母公司股东权益	2038	2296	2622	3041	
负债和股东权益	3511	4131	5459	6651	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
经营活动现金流	14	624	215	409	
净利润	245	284	354	455	
折旧摊销	38	50	88	120	
财务费用	-6	-24	0	23	
投资损失	-0	0	0	0	
营运资金变动	-300	329	-207	-189	
其他经营现金流	36	-15	-20	0	
投资活动现金流	-150	-690	-560	-360	
资本支出	150	630	500	300	
长期投资	0	-0	0	0	
其他投资现金流	0	-60	-60	-60	
筹资活动现金流	1112	241	645	151	
短期借款	0	243	673	209	
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	-2	-29	-58	
现金净增加额	975	175	300	200	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
营业收入	4569	5185	6820	9450	
营业成本	3972	4488	5918	8220	
营业税金及附加	1	2	2	3	
营业费用	214	249	293	406	
管理费用	98	130	171	236	
财务费用	-6	-24	0	23	
资产减值损失	1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	288	341	436	562	
营业外收入	13	15	10	10	
营业外支出	3	4	3	3	
利润总额	298	352	443	569	
所得税	53	68	89	114	
净利润	245	284	354	455	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	245	284	354	455	
EBITDA	321	367	524	705	
EPS (元)	1.89	1.68	2.10	2.69	

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入(%)	57.5%	13.5%	31.5%	38.6%
营业利润(%)	34.4%	18.3%	27.8%	28.9%
归属于母公司净利润(%)	39.6%	15.8%	24.6%	28.4%
获利能力				
毛利率(%)	13.0%	13.4%	13.2%	13.0%
净利率(%)	5.4%	5.5%	5.2%	4.8%
ROE(%)	12.0%	12.4%	13.5%	15.0%
ROIC(%)	21.0%	18.0%	16.6%	18.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.0%	44.4%	52.0%	54.3%
净负债比率(%)	23.1%	31.8%	44.3%	40.6%
流动比率	2.05	1.61	1.33	1.31
速动比率	1.24	1.06	0.82	0.76
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.4	1.4	1.6
应收账款周转率				
应付账款周转率	22.3	36.5	37.9	38.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.68	2.10	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	3.69	1.27	2.42
每股净资产(最新摊薄)	12.06	13.59	15.51	17.99
估值比率				
P/E	17.7	15.3	12.3	9.6
P/B	2.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.5	9.2	6.4	4.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257