

公司调研简报

2013年7月5日

证券研究报告

基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

研究助理

郭敏 一般从业资格编号
S1060112070096
0755-22626270
guomin465@pingan.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。

史丹利 (002588)

产销保持增长，盈利水平提升

事项：

近期我们拜访了史丹利，了解公司经营情况和未来发展规划。

平安观点：

■ 2013年下半年起大量新产能投产，公司市场辐射能力大为增强：

公司是我国复合肥的龙头企业，规模位居行业前三甲，2012年销量约为170万吨。公司现有复合肥年产能280万吨，包括山东临沭本部120万吨、山东平原50万吨、广西贵港30万吨和吉林市20万吨，以及河南遂平和湖北当阳先期投产的60万吨产能。

2013年下半年到2014年公司将陆续有新产能建成投放，其中2013年下半年河南遂平、湖北当阳各80万吨产能将全部投产，河南宁陵80万吨产能建设也在加紧推进，预计2013年年底投产；2014年山东平原、广西贵港二期以及临沭80万吨缓释肥逐步投产。预计到2014年底，公司将在山东、河南、吉林、广西、湖北五省拥有7个生产基地，总产能560万吨，辐射我国种植主要区域华东、华中、东北以及华南。

■ 预计产销量保持增长，盈利水平提升：

年初以来，单质肥尿素、磷肥和钾肥持续低迷，复合肥行业整体景气度并不高。公司凭借品牌影响力和较强营销能力依然实现了增长，2013年一季度公司收入增长10.73%，销量增长在15~20%之间，我们预计二季度公司复合肥销量仍有望保持稳步增长态势。

从百川资讯数据，尽管单质肥价格下行，但龙头企业并没有随之下调出厂价；另一方面，针对原材料价格低迷现状，公司调整了采购政策，缩短采购周期，并优化原材料定价方式，预计公司毛利率有望保持较好水平，从而带动盈利水平提升。

■ 公司具有渠道、品牌以及资金优势：

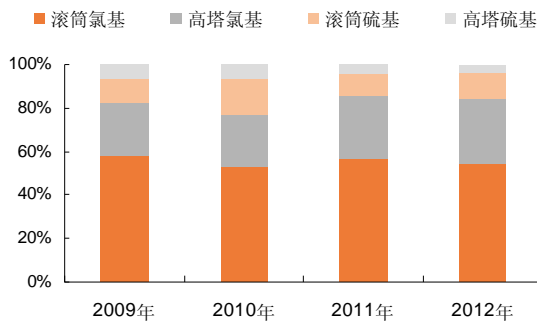
公司优势主要体现在三个方面：第一、渠道优势。目前公司的合作经销商1000余家，大部分为县级主流经销商，其中近四分之一是专营经销商，贡献公司近一半的销售量。公司相应配备900多个营销人员，通过示范推广、会议、测土配方等方式为农户提供科学选肥、用肥指导；第二、品牌优势。公司是我国最早进行品牌建设的复合肥生产企业，目前主要使用“史丹利”品牌，经过多年的培育，“史丹利”已经成为复合肥行业标杆性品牌，据北京名牌资产评估有限公司评估，品牌价值高达27.2亿元；三、资金优势。公司经营活动现金流良好，2012年及2013年一季度经营性净现金流入分别为9.3亿元和1.59亿元。公司在手现金充裕，2012年底达到14.94亿元，2013年一季度随着库存消化，资金回笼良好，在手现金回升到17.06亿元，能为公司后续产能扩张和灵活采购政策的实施提供有力支持。

■ 看好公司持续成长前景，维持“推荐”投资评级：

目前复合肥仍处于行业集中度提升的过程中，以2012年销量计，公司市占率仅约为4%，未来凭借品牌、渠道优势，公司积极进行全国布局，产销有望保持增长。考虑到公司今年盈利水平提高可能性较大，我们将公司2013年EPS预测由此前的1.62元提高至1.72元，预计公司2013~2015年EPS分别为1.72元、2.08元和2.58元，对应7月4日收盘价的PE分别为16.9、13.9和11.3倍，维持“推荐”投资评级。

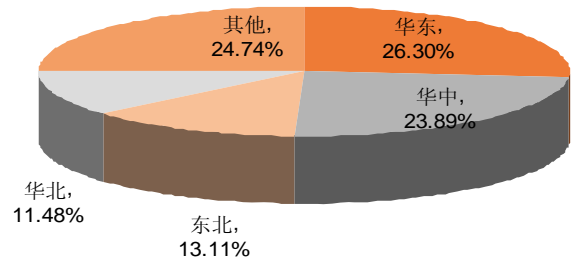
■ 风险提示：新项目投产进度低于预期的风险、库存损失的风险。

图表 1 氨基复合肥约占公司收入的80%



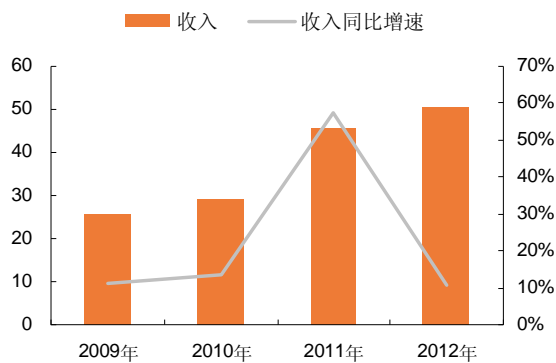
资料来源：Wind

图表 2 公司收入区域来源较为均衡



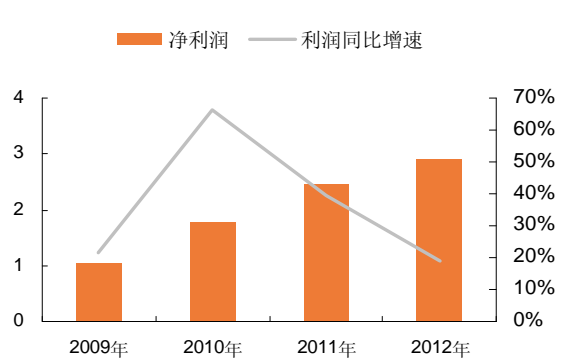
资料来源：Wind

图表 3 近年来，公司主营收入保持增长 单位：亿元



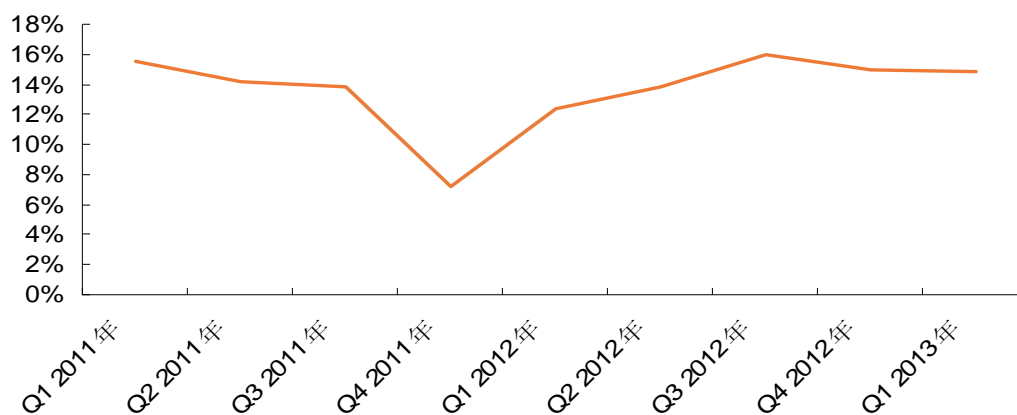
资料来源：Wind

图表 4 近年来，公司净利润较快增长 单位：亿元



资料来源：Wind

图表 5 2012年起公司毛利率呈回升态势



资料来源: Wind

图表 6 2013年、2014年公司将有大量产能投放

生产地点	2012 年底 (万吨)	2013 年底 (万吨)	2014 年底 (万吨)
山东临沭	120	120	200 (普通复合肥 120万吨, 缓释肥: 80万吨)
山东平原	50	50	60
河南遂平	30	80	80
河南宁陵	0	80	80
湖北当阳	30	80	80
吉林省吉林市	20	20	20
广西贵港市	30	30	40
产能合计	280	460	560

资料来源: 平安证券研究所整理 备注: 除山东临沭预计2014年投产80万吨缓释肥, 其余均为普通复合肥

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3040	303	357	453
现金	1494	116	113	147
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	18	22	28	36
预付账款	501	606	792	990
存货	1024	121	158	198
其他流动资产	3	31	40	50
非流动资产	1023	156	175	187
长期投资	4	0	0	0
固定资产	436	113	133	138
无形资产	250	275	299	324
其他非流动资产	333	159	124	160
资产总计	4063	460	533	640
流动负债	1695	189	216	266
短期借款	0	0	0	0
应付账款	147	202	264	330
其他流动负债	0	0	0	0
非流动负债	64	64	64	64
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	64	64	64	64
负债合计	1759	195	222	273
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	169	220	220	220
资本公积	1201	115	115	115
留存收益	933	127	173	230
归属母公司股东权	2304	264	310	367
负债和股东权益	4063	460	533	640

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	930	307	274	601
净利润	292	378	458	566
折旧摊销	47	85	141	168
财务费用	-32	-25	-20	-23
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	591	-132	-30	-11
其他经营现金流	33	2	-1	1
投资活动现金流	-437	-626	-33	-28
资本支出	437	600	300	250
长期投资	0	-4	0	0
其他投资现金流	0	-30	-31	-31
筹资活动现金流	-367	-9	20	23
短期借款	-340	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	39	51	0	0
资本公积增加	-39	-51	0	0
其他筹资现金流	-27	-9	20	23
现金净增加额	126	-328	-37	344

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5057	5941	7738	9668
营业成本	4335	5049	6603	8253
营业税金及附加	3	2	2	3
营业费用	264	297	387	483
管理费用	142	166	217	271
财务费用	-32	-25	-20	-23
资产减值损失	0	1	0	1
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	345	452	549	681
营业外收入	16	8	8	8
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	357	460	557	689
所得税	65	82	99	123
净利润	292	378	458	566
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	292	378	458	566
EBITDA	360	511	670	826
EPS (元)	1.33	1.72	2.08	2.58

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.7	17.5	30.2	24.9
营业利润	19.7	30.9	21.6	24.0
归属母公司股东权益	18.8	29.5	21.2	23.6
获利能力				
毛利率(%)	14.3	15.0	14.7	14.6
净利率(%)	5.8%	6.4%	5.9%	5.9%
ROE(%)	12.7	14.3	14.7	15.4
ROIC(%)	30.6	23.1	21.6	24.2
偿债能力				
资产负债率(%)	43.3	42.5	41.8	42.7
净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.79	1.61	1.65	1.70
速动比率	1.19	0.97	0.92	0.96
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.37	1.56	1.65
应收账款周转率	-	-	-	--
应付账款周转率	33.58	28.9	28.3	27.7
每股指标(元)				
每股收益	1.33	1.72	2.08	2.58
每股经营现金流	4.23	1.40	1.25	2.74
每股净资产	10.48	12.0	14.1	16.7
估值比率				
P/E	21.8	16.9	13.9	11.3
P/B	2.8	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	13	9	7	6

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 2013 版权所有。保留一切权利。



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