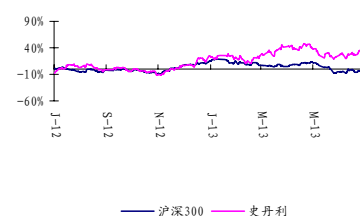


原材料 - 化工

2013 年 7 月 29 日

市场数据	2013 年 7 月 29 日
当前价格 (元)	29.50
52 周价格区间 (元)	25.76-42.51
总市值 (百万)	6540.47
流通市值 (百万)	2117.80
总股本 (百万股)	219.70
流通股 (百万股)	71.14
日均成交额 (百万)	38.22
近一月换手 (%)	37.15%
公司网址	http://www.shidanli.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
史丹利	3.98%	-4.92%	33.29%
沪深 300	0.09%	-12.54%	-4.79%

相关报告

《史丹利深度报告》，2012.8

《史丹利 1 季报点评》，2013.4

顾静

执业证书号 S1030510120007

(0755)83199599-8206

gijing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

毛利率提升，项目将陆续投产

——史丹利 (002588) 2013 年中报点评

评级： 增持 (维持)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	5057	5488	7522	9678
净利润 (百万元)	292	385	496	654
每股收益 - 稀释 (元)	1.33	1.75	2.26	2.98
净利润增长率 %	18.8%	32.0%	28.8%	32.0%
市盈率	22.22	16.83	13.07	9.90
市净率	2.81	2.37	2.00	1.67

资料来源：世纪证券研究所

- **业绩增长符合市场预期。**2013 年上半年，公司实现主营业务收入 2,950.92 百万元，同比增长 8.55%，实现归属于母公司股东的净利润 213.37 百万元，同比增长 38.50%，每股收益为 0.97 元。公司预计 2013 年前 3 季度业绩增速为 25%~45%。
- **利润增长受益于销量增加，毛利率提升。**报告期，由于复合肥上游氮、磷、钾原材料价格持续下滑，公司产品价格随原料价格下调，收入增长主要得益于销量的增加，预计为 15-20% 左右；得益于公司产品品牌知名度高，销售渠道下沉及对终端的服务和支持力度大，使公司产品价格的调整幅度和时间滞后于原材料的价格调整，综合毛利率为 16.54%，同比增加 3.4 个百分点。
- **未来业绩展望：项目将陆续投产。**2013 年下半年河南遂平 (50 万吨)、湖北当阳 (80 万吨/年) 将陆续投产，其中当阳子公司和遂平子公司项目中各有 30 万吨/年的生产线已进入试生产阶段，其余各 50 万吨也将于 3 季度陆续试产；河南宁陵 (80 万吨/年) 复合肥项目有望年底投产，预计 2013 年底产能将达到 460 万吨，2014 年底公司将新增 100 万吨/年复合肥产能，总产能将达到 560 万吨/年。我们认为，公司地域扩张不断深化，经销渠道遍布全国，凭借品牌渠道优势将保障新增的产能消化，不断提高市场占有率。
- **盈利预测及投资评级。**根据我们的预测，2013-2015 年公司每股收益分别为 1.75 / 2.26 / 2.98 元，对应 7 月 29 日收盘价的市盈率分别为 16.83 / 13.07 / 9.90 倍。考虑公司综合竞争优势显著，维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**1) 新项目扩张进度低于预期；2) 原材料价格大幅波动。

业绩增长符合市场预期

业绩增长符合市场预期。2013 年上半年，公司实现主营业务收入 2,950.92 百万元，同比增长 8.55%，实现归属于母公司股东的净利润 213.37 百万元，同比增长 38.50%，每股收益为 0.97 元。公司预计 2013 年前 3 季度业绩增速为 25%~45%。

利润增长受益于销量增加，毛利率提升。报告期，由于复合肥上游氮、磷、钾原材料价格持续下滑，公司产品价格随原料价格下调，收入增长主要得益于销量的增加，预计为 15-20% 左右；得益于公司产品品牌知名度高，销售渠道下沉及对终端的服务和支持力度大，使公司产品价格的调整幅度和时间滞后于原材料的价格调整，同时公司严格控制库存，加快原材料的周转并争取上游厂商的代储，使公司产品毛利有所提升，综合毛利率为 16.54%，同比增加 3.4 个百分点。

Figure 1 公司 2013 年中报利润表指标

单位：百万元

指标	2012-06-30	2013-06-30	同比
一、营业总收入	2,718.49	2,950.92	8.55%
二、营业总成本	2,535.92	2,693.12	6.20%
营业成本	2,361.67	2,462.91	4.29%
毛利率	13.13%	16.54%	3.41%
营业税金及附加	2.08	0.82	-60.35%
销售费用	116.07	158.26	36.35%
管理费用	69.35	88.17	27.15%
财务费用	-13.47	-15.98	-18.67%
期间费用率	6.33%	7.81%	1.48%
资产减值损失	0.23	-1.06	-564.85%
三、其他经营收益			
投资净收益	0.23	0.63	178.17%
四、营业利润	182.80	258.43	41.38%
加：营业外收入	8.14	8.58	5.36%
减：营业外支出	3.14	3.77	19.93%
营业外净收支	5.00	4.81	-3.80%
五、利润总额	187.80	263.25	40.17%
减：所得税	33.74	49.88	47.82%
所得税率	17.97%	18.95%	0.98%
六、净利润	154.06	213.37	38.50%
减：少数股东损益	0.00	0.00	#DIV/0!
归属于母公司所有者 的净利润	154.06	213.37	38.50%
总股本(万股)	16900	21970	30.00%
七、每股收益：			

稀释每股收益(元)	0.70	0.97	38.33%
-----------	------	------	--------

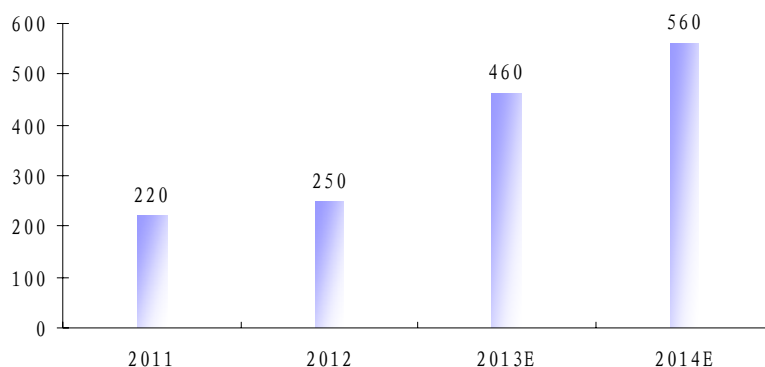
资料来源: wind、世纪证券研究所

未来业绩展望: 项目将陆续投产

公司目前拥有约 250 万吨/年复合肥产能。2013 年下半年河南遂平(50 万吨)、湖北当阳(80 万吨/年)将陆续投产,其中当阳子公司和遂平子公司项目中各有 30 万吨/年的生产线已进入试生产阶段,其余 50 万吨/年生产线正在联机调试,当阳子公司剩余 50 万吨/年生产线预计 7 月底进入试生产期,遂平子公司剩余 50 万吨/年生产线预计 2013 年 9 月进入试生产;河南宁陵(80 万吨/年)复合肥项目有望年底投产,预计 2013 年底产能将达到 460 万吨。14 年底公司将新增 100 万吨/年复合肥产能,总产能将达到 560 万吨/年。

公司以临沭及各外地子公司生产基地作为中心,积极拓展销售市场,扩大市场的深度及广度,同时加强销售渠道细分,进一步下沉销售渠道及销售人员,推动渠道的扁平化发展。公司销售区域由 17 个细分为 22 个,相应地扩大了销售队伍规模,经销商“专营专卖、公司化运营”模式推广顺利,公司业务人员及经销商业务人员加大了终端服务和销售力度我们认为,公司地域扩张不断深化,经销渠道遍布全国,凭借品牌渠道优势将保障新增的产能消化,不断提高市场占有率。

Figure 2 公司产能数据一览 单位: 万吨



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

关键假设条件:

根据公司项目建设进度及市场开拓情况, 预计 2013-2015 年销量分别为 203 万吨、276 万吨、362 万吨, 同比增速分别为 22.29%、35.96%、31.16%。

Figure 3 公司盈利预测关键假设 单位: 百万元

	2012	2013E	2014E	2015E
销量 (万吨)	166	203	276	362
同比	5.74%	22.29%	35.96%	31.16%
单位价格 (元/吨)	3031	2704	2725	2674
销售收入(百万元)	5032	5488	7522	9678
同比	10.60%	9.07%	37.05%	28.67%
毛利率	13.93%	16.05%	15.88%	15.96%

资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司盈利预测利润表 单位: 百万元

利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5057	5488	7522	9678
营业成本	4335	4608	6327	8133
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	264	290	401	511
管理费用	142	159	220	271
财务费用	-32	-31	-25	-30
资产减值损失	0	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	345	459	594	788
营业外收入	16	15	15	15
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	357	470	606	799
所得税	65	85	110	145
净利润	292	385	496	654
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	292	385	496	654
EBITDA	360	484	660	877
EPS (元)	1.33	1.75	2.26	2.98

资料来源: wind、世纪证券研究所

根据我们的预测，2013－2015 年公司每股收益分别为 1.75 /2.26 /2.98 元，对应 7 月 29 日收盘价的市盈率分别为 16.83 /13.07/9.90 倍。考虑公司综合竞争优势显著，维持公司“增持”评级。

风险提示

- 1) 新项目扩张进度低于预期;
- 2) 原材料价格大幅波动。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.