

## 化肥行业

报告原因：半年报公布

2013年7月29日

市场数据：2013年7月29日

收盘价(元)	29.50
一年内最高/最低(元)	33.40/19.66
市净率	2.60
股息率	-
流通A股市值(百万元)	2098.59

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	11.30
资产负债率%	37.73
总股本/流通A股(百万)	219.70/71.14
流通B股/H股(百万)	-/-

### 相关研究

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

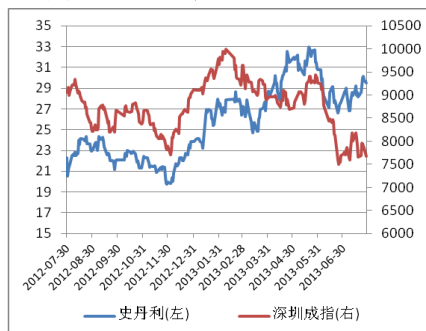
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

### 一年内公司股价与大盘对比走势：



## 史丹利 (002588)

增持

原料价格下调仍保价格刚性，迎产能投放丰收期

维持评级

半年目标价：29.91-33.76元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	5056.7	4335.2	291.7	1.73	17.1
2013E	5416.2	4507.8	381.9	1.74	17.0
2014E	6459.2	5324.8	469.4	2.14	13.8
2015E	7924.8	6466.5	590.3	2.69	11.0

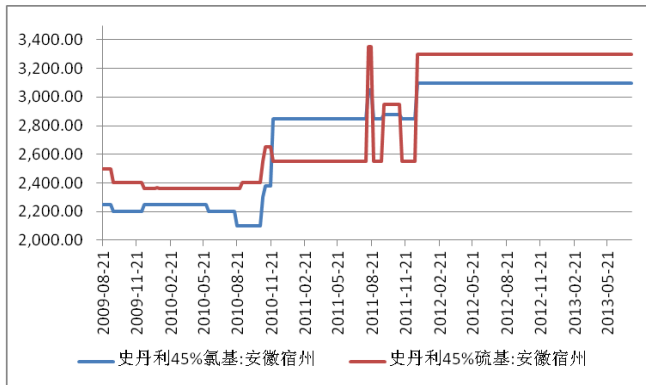
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

- **公司2013年半年报**显示：2013年上半年营业收入29.51亿元，营业成本24.63亿元，实现归属母公司净利润2.13亿元，同比分别增长8.55%、4.29%和38.50%。
- **上半年单一肥价格下调提升复合肥盈利空间。**上半年公司毛利率16.19%，比去年同期提升3.44个百分点。主要原因是来自上游原料的价格调降，以及公司的差异化品种复合肥市场议价能力较强。
- **复合肥差异化品种抵御需求严寒，上半年需求继续逆市平稳增长。**作为差异化品种的复合肥厂商，公司2013年上半年销量达103万吨，同比增长14%，报告期开工率约在70%左右。
- **产能按计划投放，年底将增加240万吨产能。**据公司介绍，公司当阳、遂平、宁陵三地各80万吨产能将于2013年底全部投产，至2013年底公司名义总产能将达460万吨。明年预计公司名义总产能将达570万吨。
- **上半年渠道规模扩张迎产能投放高峰期。**公司现共发展县级渠道经销商1400多家，比去年同期1300多家增加100家左右，同比增加7.79%，上半年营业收入同比增加8.55%。其中较为成熟的华东地区和华北地区基本实现每个县都有1个县级经销商。
- **销售团队扩张加强终端服务力度。**公司销售团队规模将随产能不断投放而扩大，公司2012年销售人员人数922人，同比增长44.74%。公司计划今年四季度新招收销售人员200-300人左右，届时经销商和终端服务将更为细化和深入。
- **我们预测**公司2013-2015年EPS为1.74、2.14、2.69元，公司2013年上半年上游单一肥价格大幅下调的同时保持一定价格刚性，凭差异化的产品和较强的议价能力，较大幅度提升了盈利能力；此外，今年下半年-2015年将是公司产能大量释放的时期，收入和利润将有较大幅度增长；所以我们给予19倍市盈率及“增持”评级，半年目标价29.91-33.76元。

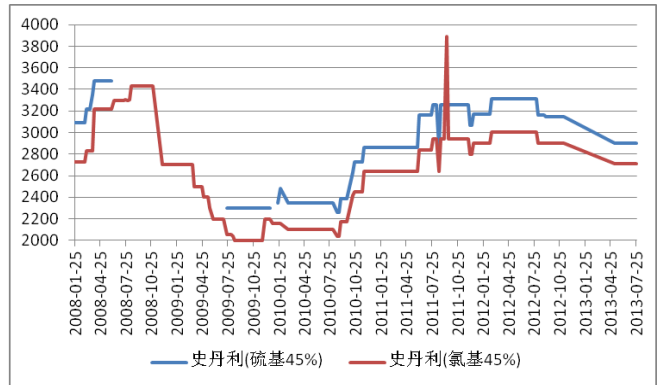
➤ 上半年单一肥价格下调提升复合肥盈利空间。上半年公司毛利率 16.19%，比去年同期提升 3.44 个百分点。主要原因是来自上游原料的价格调降，如华鲁恒生小颗粒尿素、三环中华 DAP 以及青海盐桥氯化钾分别较去年 6 月底下降 18%、7%、23%左右；不同品位磷矿石价格上半年下调幅度平均约在 10-25%左右。同时，复合肥价格也随原材料价格有所下调，但公司的差异化品种复合肥市场议价能力较强，价格基本保持平稳，少部分地区下调幅度小于原材料价格下调幅度。

图表 1 公司安徽宿州出厂价（元/吨）



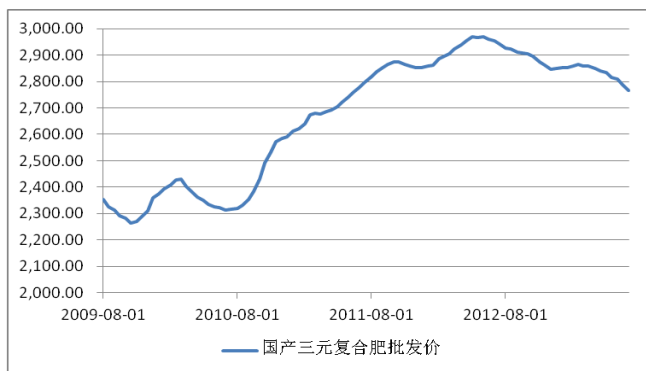
数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

图表 2 公司部分地区出厂价（元 / 吨）



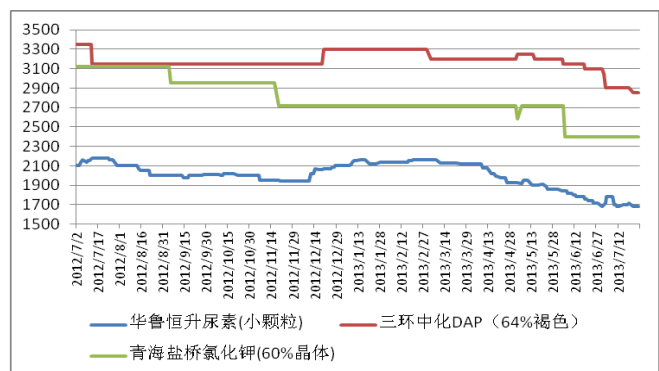
数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

图表 3 国产复合肥批发价（元/吨）



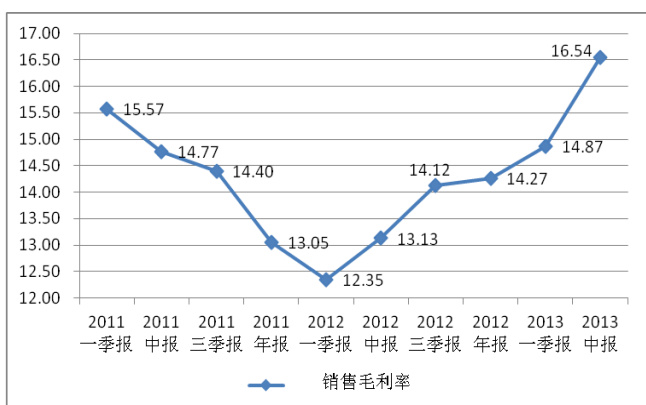
数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

图表 4 氮、磷、钾肥价格不同幅度下滑（元/吨）



数据来源：百川资讯、山西证券研究所

图表 5 公司毛利率延续爬升态势（%）



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

- **复合肥差异化品种抵御需求严寒，上半年继续逆市平稳增长。**在单一化肥企业上半年普遍面临下游需求不振，销量呈负增长态势，作为差异化品种的复合肥厂商，公司2013年上半年销量达103万吨，同比增长14%，报告期开工率约在70%左右。预计今年下半年产销情况将平稳增长。
- **产能按计划投放，年底将增加240万吨产能。**据公司介绍，公司当阳、遂平、宁陵三地各80万吨产能将于2013年底全部投产，其中已有当阳和遂平各30万吨于上半年已经投产。至2013年底公司名义总产能将达460万吨。临沭80万吨新型缓释肥、平原32万吨、贵港20万吨复合肥都计划于明年年中建成投产，届时公司名义总产能将达570万吨。2014-2016年将是产能大量释放的3年。
- **上半年渠道规模扩张迎产能投放高峰期。**公司现共发展县级渠道经销商1400多家，比去年同期1300多家增加100家左右同比增加7.79%，上半年营业收入同比增加8.55%。其中较为成熟的华东地区和华北地区基本实现每个县都有1个县级经销商。公司经销商目前还没有形成连锁经营的分销模式，现在还以区域买断避免渠道冲突为主，所以公司的渠道支持和终端服务大多通过对经销商的理念传达、窜货管理、业务人员素质提升等多方面进行培训和服务来影响终端。
- **销售团队扩张加强终端服务力度。**公司销售团队规模将随产能不断投放而扩大，公司2012年销售人员人数922人，同比增长44.74%。由于2012年为今明两年扩产储备了部分销售力量，所以销售团队扩张速度与营收增速差距较大；此外，由于随公司规模的扩大，需要加大力度深度挖掘市场需求，强化销售队伍的规模和实力，给予经销商深入全面的服务。所以导致人均工资和人均创收都有所下降，但同时销售人员人均服务经销商数量下降，人均服务经销商数量从1.85降至1.41。公司计划今年四季度新招收销售人员200-300人左右，届时经销商和终端服务将更为细化和深入。

图表 6 销售团队扩张提升终端服务覆盖度

	2010	2011	2012
销售人员数量	530	637	922
经销商数量	978	1100	1300
销售人员数量增速		20.19%	44.74%
营业收入增速	13.32%	56.84%	10.60%
人均工资（元）	50935	89217	63358
人均创收（万元）	547	714	546
人均销售费用（万元）	26	34	29
人均服务经销商数量（家）	1.85	1.73	1.41

数据来源：公司公告、山西证券研究所

➤ 核心假设：

1. 公司当阳、遂平、宁陵共 240 万吨产能于 2013 年底投产，2013 年不考虑其其中 180 万吨贡献的产量，各地区不同装置 2014 年达产率不超过 70%；临沭 80 万吨、平原 32 万吨、贵港 20 万吨分别从 2014 年下半年开始贡献产量。
2. 新投产产能按现有产品占比分配产出。
3. 募投和自筹项目资金投入按照原计划执行。
4. 不考虑公司可能或潜在的投资项目扩产项目。
5. 不考虑因未来装置正常运行后工艺优化后导致的成本降低。

➤ 风险提示：

1. 复合肥企业的营运资金周转需跟上产销规模的扩大，今明两年产能大量投放后企业资金大规模用于投资，资金周转率相对将有所降低。



当前股价 29.50

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：13/07/29

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,568.57	5,056.71	5,416.16	6,459.24	7,924.80	现金	1,324.73	1,494.21	1,275.77	923.77	861.38
YOY(%)	57.5%	10.7%	7.1%	19.3%	22.7%	交易性金融资产	0.00	1.01	1.01	1.01	1.01
营业成本	3,972.42	4,335.22	4,507.75	5,324.83	6,466.45	应收款项净额	26.62	18.41	19.72	23.52	28.85
营业税金及附加	1.40	3.09	2.52	3.15	3.97	存货	1,148.99	1,023.60	1,058.60	1,243.14	1,505.00
销售费用	214.04	263.98	296.48	390.57	521.12	其他流动资产	394.73	503.00	538.75	642.51	788.29
占营业收入比(%)	4.7%	5.2%	5.5%	6.0%	6.6%	流动资产总额	2,895.07	3,040.23	2,893.86	2,833.95	3,184.53
管理费用	93.61	135.97	147.42	167.86	210.39	固定资产净值	363.09	435.87	1,158.43	1,805.03	2,445.37
占营业收入比(%)	2.0%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%	减：资产减值准备	(0.65)	(0.10)	(0.27)	(0.41)	(0.56)
EBIT	282.95	312.53	451.98	562.84	712.87	固定资产净额	362.44	435.77	1,158.16	1,804.62	2,444.81
财务费用	(5.82)	(32.48)	(6.92)	(5.50)	(4.46)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.1%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	在建工程	33.04	292.10	135.30	298.90	300.77
资产减值损失	(0.65)	(0.10)	(0.47)	(0.38)	(0.36)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.18	0.23	0.19	0.20	0.20	固定资产总额	395.48	727.87	1,293.47	2,103.52	2,745.59
营业利润	288.31	345.14	458.63	568.16	717.18	无形资产	213.21	249.94	239.94	229.94	219.95
营业外净收入	9.84	11.74	9.60	10.35	10.33	长期股权投资	3.80	3.80	3.80	3.80	3.80
利润总额	298.14	356.88	468.23	578.52	727.51	其他长期资产	3.23	40.97	40.97	40.97	40.97
所得税	52.66	65.16	84.28	104.13	130.95	资产总额	3,510.79	4,062.81	4,472.04	5,212.18	6,194.84
所得税率(%)	17.7%	18.3%	18.0%	18.0%	18.0%	循环贷款	340.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	245.48	291.72	383.95	474.38	596.56	应付款项	540.38	944.50	976.80	1,147.08	1,388.70
占营业收入比(%)	5.4%	5.8%	7.1%	7.3%	7.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	(2.00)	(5.00)	(6.29)	其他流动负债	529.33	750.33	780.83	922.87	1,126.12
归属母公司净利润	245.48	291.72	381.95	469.38	590.27	流动负债	1,409.71	1,694.83	1,757.62	2,069.95	2,514.82
YOY(%)	39.6%	18.8%	30.9%	22.9%	25.8%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.89	1.73	1.74	2.14	2.69	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	63.57	64.45	65.33	66.21	67.09
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	1,473.28	1,759.28	1,822.95	2,136.16	2,581.91
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	1.80	6.30	11.96
营业收入	57.5%	10.7%	7.1%	19.3%	22.7%	股东权益	2,037.51	2,303.53	2,647.28	3,069.73	3,600.97
营业利润	34.4%	19.7%	32.9%	23.9%	26.2%	负债和股东权益	3,510.79	4,062.81	4,472.04	5,212.18	6,194.84
净利润	39.6%	18.8%	30.9%	22.9%	25.8%	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
获利能力						税后利润	245.48	291.72	381.95	469.38	590.27
毛利率(%)	13.0%	14.3%	16.8%	17.6%	18.4%	加：少数股东损益	0.00	0.00	1.80	4.50	5.66
净利率(%)	5.4%	5.8%	7.1%	7.3%	7.5%	公允价值变动	0.65	0.10	0.47	0.38	0.36
ROE(%)	12.0%	12.7%	14.4%	15.3%	16.4%	折旧和摊销	38.37	46.42	75.49	118.37	161.36
ROA(%)	7.0%	7.2%	8.5%	9.0%	9.5%	营运资金的变动	-291.07	613.04	-8.23	21.26	32.92
偿债能力						经营活动现金流	-6.57	951.28	451.47	613.89	790.57
流动比率	2.05	1.79	1.65	1.37	1.27	短期投资	0.91	-1.01	0.00	0.00	0.00
速动比率	1.24	1.19	1.04	0.77	0.67	长期股权投资	-0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	42.0%	43.3%	40.8%	41.0%	41.7%	固定资产投资	-95.39	-372.24	-631.72	-918.95	-793.94
营运能力						投资活动现金流	-94.66	-373.25	-631.72	-918.95	-793.94
总资产周转率	130.1%	124.5%	121.1%	123.9%	127.9%	股权融资	1,097.39	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	2.13	1.33	1.33	1.33	1.33	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	106.45	86.93	86.93	86.93	86.93	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						股利分配	-26.74	-29.16	-38.19	-46.94	-59.03
每股收益	1.89	1.73	1.74	2.14	2.69	计入循环贷款前融	1,070.65	-29.16	-38.19	-46.94	-59.03
每股净资产	15.67	13.63	12.05	13.97	16.39	循环贷款的增加(	-20.99	-350.23	0.00	0.00	0.00
估值比率						融资活动现金流	1,022.92	-408.55	-38.19	-46.94	-59.03
P/E	15.6	17.1	17.0	13.8	11.0	现金净变动额	921.69	169.48	-218.44	-352.00	-62.39
P/B	1.9	2.2	2.4	2.1	1.8						

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。