



复合肥行业

报告原因：公司调研

2013年9月2日

市场数据：2013年9月2日

总股本/流通股本(亿)	2.20/0.71
收盘价(元)	28.47
流通市值(亿元)	20.25

基础数据：2013年6月30日

资产负债率	37.73%
毛利率	16.54%
净资产收益率(摊薄)	8.59%

相关研究

2013 半年报点评：原料价格下调仍保价格刚性，迎产能投放丰收期

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层

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

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

史丹利 (002588)

维持

新产品增长动力足，密集营销争市场份额

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

① **今年上半年销量增速平稳，明年迎来产能释放高峰期。**今年上半年公司销售总量平稳增长，同比增速达到 14%，销售收入增速仅 8.55%。今年下半年开始总共将陆续投放 380 万吨新产能。

② **多重因素打压上游单质肥价格。**农村人口总量的减少、农村劳动力迁移、耕地总量的维持不变、单质肥产能高速扩张等因素加大了单质肥价格下行的压力。

③ **原材料降价让利销量实为双刃剑。**公司上半年整体毛利率达 16.54%，比去年同期上升 3.41 个百分点。原材料价格持续下降不仅带来盈利空间的提升，同时也打压了渠道商进货的积极性。

④ **公司山东临沭 80 万吨缓释肥将于明年年中陆续投产。**合理、丰富的产品结构是发挥渠道优势的首要条件。缓释肥在我国普及时间较短，通过行业龙头的大力推广，终端对缓控释肥的认知度已经大幅度提高。

⑤ **差异化产品今明两年使用效果显现。**公司三安复合肥 2012 年销量约 40 万吨，根据今年上半年销量预测，今年全年销量约 60 万吨，届时同比增速将达 50%。

⑥ **销售团队规模将随产能扩张。**公司今年上半年网点增加数量、一级经销商数量增长接近 20%，目前拥有 1600 家专营店；计划于四季度初为明年销售团队扩张做前期招聘、培训等准备，销售团队规模有望扩张 30%。

⑦ **渠道扁平化提高渠道控制力度。**公司认为通过扁平化的渠道提高二级经销商和经销网点的密集度是争夺市场份额有效途径之一。

⑧ **盈利预测和评级。**公司今年上半年因原材料降价利增量减，经销商库存保持地位，但盈利空间扩大，且差异化磷酸三铵产品市场接受程度快速提高，明年更将投放市场认知度已经有所提高的缓释肥 80 万吨；因此我们认为可以给予 17 倍市盈率及“增持”的评级。

⑨ **风险提示。**渠道模式的改革从试点开始，如若大规模改革伤及二级经销商利益，引起经销商的流失；产能大规模投放，新产品投放跟不上细分市场的需求增长，市场份额流失同时没有能及时降低产能消化压力。

④ **今年上半年销量增速平稳，明年迎来产能释放高峰期。**今年上半年公司销售总量平稳增长，同比增速达到 14%，销售收入增速仅 8.55%；而差异化产品三安复合肥增长较快，销量同比增速接近 50%。今年下半年开始公司将迎来产能投放高峰期，总共将有 380 万吨新产能投放，对公司渠道建设和拓展产生较大压力。

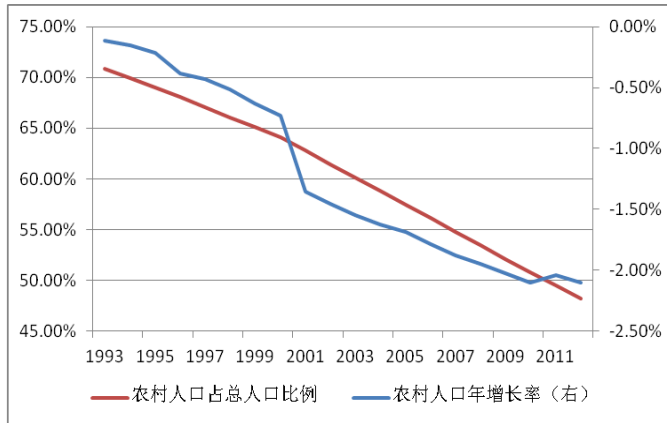
图表 1 公司将迎来产能投放高峰期（单位：万吨）

	产能	计划投产时间	产品类别
湖北当阳	30	已进入试生产阶段	新型复合肥
	50	2013.7 试生产	新型复合肥
河南遂平	30	已进入试生产阶段	新型复合肥
	50	2013.9 试生产	新型复合肥
河南宁陵	80	2013.12.31	新型复合肥
山东平原	32	2013.12.31	新型复合肥
广西贵港	9	2013.12.31	新型复合肥
	20	2014.6.30	新型复合肥
山东临沭	80	2014.6.30	缓释肥
合计	381		

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

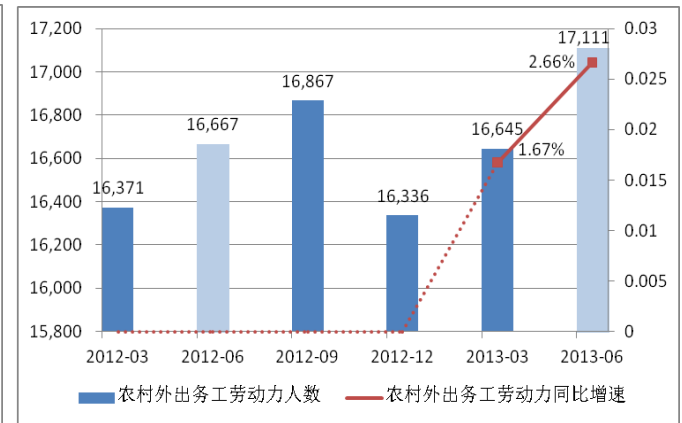
④ **多重因素打压上游单质肥价格。**随我国城镇化进程推进，农村人口总数 1992 年起持续 21 年呈现负增长，下滑速度逐年加快，2012 年农村人口负增长率突破 -2%；此外，在农村人口总量缩小的同时，主要劳动力外出打工人数在今年上半年增长到 17111 万人，比去年同期增长 2.66%，农村劳动力量流失导致耕种开工率下降，这对主要耕种资料化肥需求影响较大；2004-2007 年我国耕种面积的大幅增长拉动了下游农资需求，以粮食播种面积为例，2008 年后我国主要粮食产区中原五省和东北三省粮食播种总面积基本保持不变，年增长率维持在 1% 以下。农村人口总量的减少、农村劳动力迁移、耕地总量的维持不变、单质肥产能高速扩张等因素加大了单质肥价格下行的压力。

图表 2 农村人口数量下滑速度逐年加快



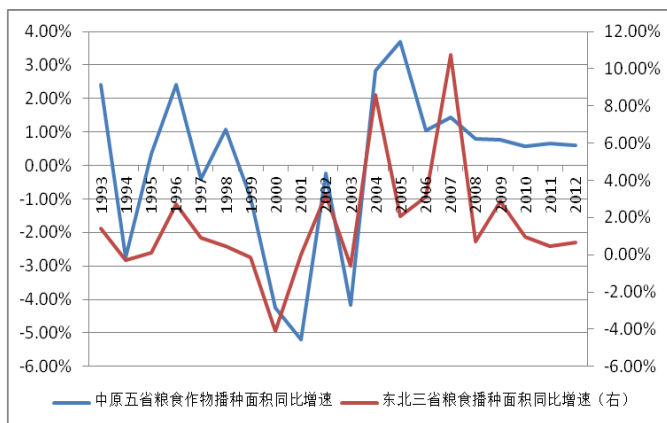
数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 3 上半年农村外出务工劳动力进一步增长(单位:万人)



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 4 粮食作物播种面积增速放缓



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 5 三季度尿素价格进一步下滑(单位:元/吨)



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

⊕ **原材料降价赠利削量实为双刃剑。**根据上半年原材料价格不断下跌的趋势, 下游复合肥经销商观望心态浓重, 渠道库存较低; 6 月底公司今年首次调整复合肥产品价格, 降幅约为 10%, 公司上半年整体毛利率达 16.54%, 比去年同期上升 3.41 个百分点。相对谨慎的价格调整策略旨在保护渠道上利益和维持渠道秩序。原材料价格持续下降不仅带来盈利空间的提升, 同时也打压了渠道商进货的积极性, 从而导致今年上半年总销量增速的下滑。

⊕ **优化产品结构充分利用渠道资源, 新型缓释肥明年投产。**复合肥市场产品差异化程度较小, 终端农民产品差异辨识度更需通过产品特性、品牌形象、渠道差异、农化服务等方面的差异化营销形成核心竞争力。合理、丰富的产品结构是发挥渠道优势的首要条件。

公司山东临沭 80 万吨缓释肥将于明年年中陆续投产。缓释肥在我国普及时间较短, 通过行业龙头的大力推广, 终端对缓控释肥的认知度已经大幅度提高, 公司作为该产品的跟进企业享受了先行企业的推广效应,



同时也面临新产品品牌替代的挑战。不过公司在复合肥市场市场份额较大，单品牌模式也使品牌知名度得到充分推广，新产品的推广能够得到品牌形象的支持。

④ **差异化产品今明两年使用效果显现。**公司自主研发的三安产品已经通过多年市场开发和终端体验，提高了市场认知度，建立一定的差异化产品形象。公司三安复合肥 2012 年销量约 40 万吨，根据今年上半年销量预测，今年全年销量约 60 万吨，届时同比增速将达 50%。

④ **销售团队规模将随产能扩张。**截至明年年底，公司将按计划投产 380 万吨新产能，现有渠道消化能力将超负荷运转，扩张渠道规模匹配新产能投放成首要目标。公司今年上半年网点增加数量、一级经销商数量增长接近 20%，目前拥有 1600 家专营店；计划于四季度初为明年销售团队扩张做前期招聘、培训等准备，销售团队规模有望扩张 30%。公司招聘销售队伍标准为以一半以上有行业经验人员为主，以接近三分之一高学历人才为辅，以行业经验与团队活力相辅相成来迎接渠道建设挑战。

④ **渠道扁平化提高渠道控制力度。**公司销售团队扩张核心任务一是辅助一级经销商开发二级经销商，在市场从规模扩张阶段进入整合阶段后，经销商的流动已经不足以配合公司的规模扩张以及对经销商素质的要求，所以公司认为通过扁平化的渠道提高二级经销商和经销网点的密集度是争夺市场份额有效途径之一。

④ **盈利预测和评级。**公司今年上半年因原材料降价利增量减，经销商库存保持地位，但盈利空间扩大，且差异化磷酸三铵产品市场接受程度快速提高，明年更将投放市场认知度已有所提高的缓释肥 80 万吨；因此我们认为可以给予 17 倍市盈率及“增持”的评级。

④ **风险提示。**渠道模式的改革从试点开始，如若大规模改革伤及二级经销商利益，引起经销商的流失；产能大规模投放，新产品投放跟不上细分市场需求增长，市场份额流失同时没有能及时降低产能消化压力。



当前股价		28.47					更新日期: 13/09/02				
财务报表预测与财务指标		单位: 百万									
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
						负债总额	1,473.28	1,759.28	1,822.95	2,136.16	2,581.91
						少数股东权益	0.00	0.00	1.80	6.30	11.96
						股东权益	2,037.51	2,303.53	2,647.28	3,069.73	3,600.97
						负债和股东权益	3,510.79	4,062.81	4,472.04	5,212.18	6,194.84
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力						税后利润	245.48	291.72	381.95	469.38	590.27
营业收入	57.5%	10.7%	7.1%	19.3%	22.7%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	1.80	4.50	5.66
营业利润	34.4%	19.7%	32.9%	23.9%	26.2%	公允价值变动	0.65	0.10	0.47	0.38	0.36
净利润	39.6%	18.8%	30.9%	22.9%	25.8%	折旧和摊销	38.37	46.42	75.49	118.37	161.36
获利能力						营运资金的变动	-291.07	613.04	-8.23	21.26	32.92
毛利率(%)	13.0%	14.3%	16.8%	17.6%	18.4%	经营活动现金流	-6.57	951.28	451.47	613.89	790.57
净利率(%)	5.4%	5.8%	7.1%	7.3%	7.5%	短期投资	0.91	-1.01	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	12.0%	12.7%	14.4%	15.3%	16.4%	长期股权投资	-0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	7.0%	7.2%	8.5%	9.0%	9.5%	固定资产投资	-95.39	-372.24	-631.72	-918.95	-793.94
偿债能力						投资活动现金流	-94.66	-373.25	-631.72	-918.95	-793.94
流动比率	2.05	1.79	1.65	1.37	1.27	股权融资	1,097.39	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	1.24	1.19	1.04	0.77	0.67	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	42.0%	43.3%	40.8%	41.0%	41.7%	公司债券发行/ (0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-26.74	-29.16	-38.19	-46.94	-59.03
总资产周转率	130.1%	124.5%	121.1%	123.9%	127.9%	计入循环贷款前融	1,070.65	-29.16	-38.19	-46.94	-59.03
应收账款周转天数	2.13	1.33	1.33	1.33	1.33	循环贷款的增加/	-20.99	-350.23	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	106.45	86.93	86.93	86.93	86.93	融资活动现金流	1,022.92	-408.55	-38.19	-46.94	-59.03
每股指标 (元)						现金净变动额	921.69	169.48	-218.44	-352.00	-62.39
每股收益	1.89	1.73	1.74	2.14	2.69						
每股净资产	15.67	13.63	12.05	13.97	16.39						
估值比率											
P/E	15.1	16.5	16.4	13.3	10.6						
P/B	1.8	2.1	2.4	2.0	1.7						

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。