

复合肥**署名人: 李凡**

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 周惠敏

S0960513080001

0755-82026911

zhouhuimin@china-invs.cn

史丹利**002588****推荐****三季报业绩符合预期, 未来新品推出将为渠道贡献内生增长动力**

事件: 史丹利公告 2013 年 3 季报, 报告显示公司 1-9 月实现营业收入 41.69 亿元, 同比去年增长 1.12%, 归属于上市公司股东的净利润 3.35 亿元, 同比增长 36.24%; 实现 EPS1.53 元。7-9 月实现营业收入 12.18 亿元, 同比去年增长-13.26%, 归属母公司净利润 1.22 亿元, 同比去年增长 32.45%, 实现 EPS0.55 元, 符合我们之前的预期。同时, 公司公告预计全年净利润增长 25%-45%。按此计算, 2013 年每股收益 1.64-1.92 元。

投资要点:

- **复合肥价跌量升使 1-9 月营业收入微增 1.12%, 7-9 月复合肥价格下跌, 量与去年基本持平。**受原材料跌价的影响公司复合肥价格持续向下调整, 1-9 月复合肥均价同比去年下降 6.45%; 由于公司品牌强势、营销能力强, 1-9 月销量在逆势中增长约 8.09%, 价跌量涨两相抵消使 1-9 月营业收入同比微增 1.12%。单季度来看, 7-9 月单质肥价格持续下跌, 均价同比去年下降 11.29%; 由于考虑经销商库存损失, 复合肥在旺季一般不会降价, 导致复合肥和单质肥价差进一步扩大, 销售受到一定影响, 同时经销商的拿货积极性不高, 3 季度销量同比去年微降约 2%, 因此其营业收入同比下降 13.26%。
- **第 3 季度原材料持续跌价而复合肥调价滞后, 使该季度毛利率同比上升 4.47%。**公司 3 季度毛利率同比上升的主要原因是 3 季度单质肥价格持续下跌, 但是公司考虑经销商已经备货, 并未同步降价, 3 季度单季度吨毛利高达 567.4 元/吨, 同比去年增长约 13%, 从而使毛利率上升 4.47%。
- **第 3 季度销售费用率同比上升 0.56%, 单吨销售费用同比下降 2.93%。**去年上半年三铵复合肥销售情况较好, 公司 3 季度开始在央视增加一个月的电视广告, 增加的广告宣传费用约 1200 万, 使去年第 3 季度销售费用基数较高, 因此今年 3 季度的单吨销售费用同比下降了 2.93%。
- **未来公司产品结构逐渐丰富, 新品推出将为渠道贡献内生增长动力。**公司在临沭生产基地的 80 万吨缓释肥产能约在 2014 年 4 月投产; 同时, 公司会适当调整生产线适应市场需求, 明年或有硝基肥推出; 新品的推出为渠道贡献内生增长的动力, 也使公司在逆势环境下抗风险能力增强, 带动销量持续增长的同时也稳定毛利率。
- 公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.73、2.15、2.68 元, 对应 PE 分别为 16.26、13.06、10.50, 未来 6-12 个月的目标价为 34.4 元, 维持“推荐”评级。

风险提示:

- 原材料价格大幅下滑导致市场严重收缩、新市场开拓风险、新品推广不达预期

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5057	5112	6460	8110
收入同比(%)	11%	1%	26%	26%
归属母公司净利润	292	380	473	589
净利润同比(%)	19%	30%	25%	24%
毛利率(%)	14.3%	17.1%	16.7%	16.7%
ROE(%)	12.7%	14.3%	15.2%	15.9%
每股收益(元)	1.33	1.73	2.15	2.68
P/E	21.18	16.26	13.06	10.50
P/B	2.68	2.33	1.98	1.66

6-12 个月目标价: 34.40 元

当前股价: 28.12 元

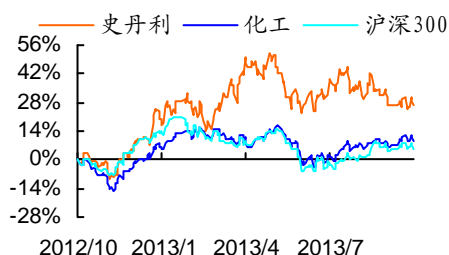
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2183.11
总股本(百万)	220
流通股本(百万)	71
流通市值(亿)	20
EPS	0.97
每股净资产(元)	11.30
资产负债率	37.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
史丹利	-1.99%	-6.24%	-13.57%
化工	-0.09%	7.00%	0.46%
沪深 300	-2.18%	6.74%	-1.26%

**相关报告**

《史丹利-三季报业绩符合预期, 未来进军缓控释肥领域带动毛利率提升》2012-10-23

《史丹利-中报业绩符合预期, 未来渠道深化+产能扩张带动业绩高速增长》

2012-7-31

《史丹利-强势品牌+专营模式助力产能渠道扩张, 带动业绩高速增长》2012-7-5

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3040	3641	4508	5590	营业收入	5057	5112	6460	8110
现金	1494	2061	2623	3336	营业成本	4335	4238	5378	6756
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	3	2	2	2
其它应收款	18	19	23	29	营业费用	264	291	355	446
预付账款	501	381	484	608	管理费用	142	156	194	243
存货	1024	735	933	1171	财务费用	-32	-27	-35	-45
其他	3	445	445	445	资产减值损失	0	-1	-1	-1
非流动资产	1023	1062	1087	1103	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	0	5	5	5
固定资产	436	579	639	655	营业利润	345	458	571	712
无形资产	250	291	322	353	营业外收入	16	12	12	12
其他	333	188	123	91	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	4063	4703	5595	6693	利润总额	357	465	578	719
流动负债	1695	1744	2163	2671	所得税	65	85	105	131
短期借款	0	1	1	1	净利润	292	380	473	589
应付账款	147	312	396	497	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1548	1431	1766	2173	归属母公司净利润	292	380	473	589
非流动负债	64	310	310	310	EBITDA	360	486	606	747
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.73	1.7298	2.1538	2.68
其他	64	310	310	310					
负债合计	1759	2054	2472	2981	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	169	220	220	220	成长能力				
资本公积	1201	1151	1151	1151	营业收入	10.7%	1.1%	26.4%	25.5%
留存收益	933	1279	1752	2341	营业利润	19.7%	32.6%	24.9%	24.7%
归属母公司股东权益	2304	2650	3123	3712	归属于母公司净利润	18.8%	30.3%	24.5%	24.4%
负债和股东权益	4063	4703	5595	6693	获利能力				
					毛利率	14.3%	17.1%	16.7%	16.7%
					净利率	5.8%	7.4%	7.3%	7.3%
					ROE	12.7%	14.3%	15.2%	15.9%
					ROIC	30.6%	39.9%	54.9%	80.5%
					偿债能力				
					资产负债率	43.3%	43.7%	44.2%	44.5%
					净负债比率	0.00%	0.05%	0.04%	0.03%
					流动比率	1.79	2.09	2.08	2.09
					速动比率	1.19	1.67	1.65	1.65
					营运能力				
					总资产周转率	1.34	1.17	1.25	1.32
					应收账款周转率	54877	139711	-	-
					应付账款周转率	33.58	18.47	15.20	15.13
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.33	1.73	2.15	2.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	4.23	2.11	2.79	3.43
					每股净资产(最新摊薄)	10.48	12.06	14.21	16.89
					估值比率				
					P/E	21.18	16.26	13.06	10.50
					P/B	2.68	2.33	1.98	1.66
					EV/EBITDA	13	10	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-23	《史丹利- 三季报业绩符合预期, 未来进军缓控释肥领域带动毛利率提升》
2012-7-31	《史丹利- 中报业绩符合预期, 未来渠道深化+产能扩张带动业绩高速增长》
2012-7-5	《史丹利- 强势品牌+专营模式助力产能渠道扩张, 带动业绩高速增长》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,7 年证券行业从业经验。

周惠敏,中投证券研究所基础化工行业分析师,中国人民大学经济学硕士,北京航空航天大学工学学士,2011 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434