

三季度毛利率增长，收入增速负增长

投资要点：

- 公司公布三季报：今年前三季度，公司实现营业收入 41.69 亿元，同比增长 1.12%，归属于上市公司股东净利润 3.35 亿元，同比增长 36.24%，EPS 1.53 元。今年第三季度，公司实现营业收入 12.18 亿元，同比减少 13.26%，归属于上市公司股东净利润 1.22 亿元，同比增加 32.45%，EPS 0.55 元。
- **原料价格跌跌不休，公司产品价格调整仅一次，吨毛利提升。**今年公司主要原材料氮、磷、钾等单质肥的价格持续下跌，公司在 6 月末下调了产品价格，在今年第三季度，由于原料价格仍然持续下跌，因此公司成本降低，吨成本有所提升。在单质肥价格下跌而复合肥价格基本平稳的时候，对复合肥市场的冲击较大，公司采取了较为积极的销售策略，产品的销量保持了稳定。从财务数据来看，公司第三季度毛利率 20.49%，环比增长 2.3 个百分点，同比增长 4.4 个百分点，销售费用率 6.5%，环比增长 1.3 个百分点，同比增长 0.56 个百分点。
- **公司几大基地产能逐步释放，为未来的增长奠定基础。**公司的湖北当阳、河南遂平等几大基地这两年有 320 万吨左右的产能释放，预计 2015 年公司的产能将会达到 560 万吨，预计未来销量仍有较大幅度的增长空间。
- **行业仍处于持续扩张阶段，对于行业龙头，首次给予“增持”的投资评级。**我们认为目前复合肥行业仍然处于快速扩张发展的时期，虽然化肥价格不景气，但渠道品牌优势和产能扩张仍将能保证公司未来获得一定利润，我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 1.85 元、2.18 元、2.64 元，首次给予“增持”的投资评级。
- **风险提示。**单质肥价格持续下跌的风险，化肥企业价格战的风险，公司营销效果不达预期的风险。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5056.71	5860.73	7227.45	9002.51
增长率(%)	10.68	15.90	23.32	24.56
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	291.72	407.39	479.40	579.25
增长率(%)	18.83	39.65	17.68	20.83
毛利率%	14.27	16.88	17.09	16.85
净资产收益率(%)	12.66	14.49	14.56	14.96
EPS(元)	1.33	1.85	2.18	2.64
P/E(倍)	21.18	15.16	12.89	10.67
P/B(倍)	2.06	2.70	2.31	1.96

数据来源：民族证券

史丹利
(002588.SZ)

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel：010-59355977

Email：qiqs@chinans.com.cn

联系人：黄景文

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

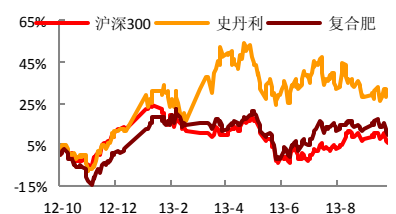
投资评级

本次评级：增持
跟踪评级：首次
目标价格：34

市场数据

市价(元) 27.73
上市的流通 A 股(亿股) 0.71
总股本(亿股) 2.2
52 周股价最高最低(元) 43.3-24.7
上证指数/深证成指 2132.96/
8379.61
2012 年股息率 %

52 周相对市场改变



相关研究

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3040.23	3784.14	4490.77	5365.85	营业收入	5056.71	5860.73	7227.45	9002.51
现金	1494.21	1897.10	2005.69	2162.02	营业成本	4335.22	4871.61	5992.34	7485.89
应收账款	0.07	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	3.09	29.30	36.14	45.01
其他应收款	501.41	660.74	812.74	1116.84	销售费用	263.98	322.34	397.51	495.14
预付账款	18.34	32.11	39.60	49.33	管理费用	141.89	205.13	252.96	315.09
存货	1023.60	1189.33	1625.48	2030.62	财务费用	-32.48	-35.16	0.00	0.00
其他	2.59	4.87	7.25	7.04	资产减值损失	0.10	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1022.58	1027.09	1262.68	1576.18	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.80	3.80	3.80	3.80	投资净收益	0.23	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	977.81	964.68	1186.60	1482.35	营业利润	345.14	467.51	548.50	661.39
其他	40.97	58.61	72.27	90.03	利润总额	356.88	496.81	584.64	706.40
资产总计	4062.81	4811.23	5753.45	6942.03	所得税	65.16	89.43	105.23	127.15
流动负债	1694.83	1940.30	2389.45	2981.04	净利润	291.72	407.39	479.40	579.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1547.44	1779.73	2191.44	2734.40	归属母公司净利	291.72	407.39	479.40	579.25
其他	147.39	160.57	198.01	246.64	EBITDA	359.85	480.58	607.83	735.51
非流动负债	64.45	58.61	72.27	90.03	EPS (元)	1.328	1.854	2.182	2.637
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	64.45	58.61	72.27	90.03	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	1759.28	1998.91	2461.73	3071.06	成长能力				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	10.68%	15.90%	23.32%	24.56%
归属母公司股东权益	2303.53	2812.31	3291.72	3870.96	营业利润	19.71%	35.54%	17.32%	20.58%
负债和股东权益	4062.81	4811.22	5753.44	6942.03	归属母公司净	18.83%	39.65%	17.68%	20.83%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	14.27%	16.88%	17.09%	16.85%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	5.77%	6.95%	6.63%	6.43%
经营活动现金流	950.14	304.46	383.02	517.32	ROE	12.66%	14.49%	14.56%	14.96%
净利润	291.72	407.39	479.40	579.25	ROIC	25.50%	32.13%	29.61%	27.11%
资产减值损失	0.10	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
折旧摊销	47.41	48.23	59.33	74.12	资产负债率	43.30%	41.55%	42.79%	44.24%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-62.07%	-65.37%	-58.74%	-53.53%
财务费用	-32.48	-35.16	0.00	0.00	流动比率	179.38%	195.03%	187.94%	180.00%
投资损失	-0.23	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.19	1.34	1.20	1.12
营运资本变化	649.34	-95.56	-148.88	-127.17	营运能力				
递延税款变化	-5.74	-20.44	-6.83	-8.88	总资产周转率	1.24	1.22	1.26	1.30
投资活动现金流	-448.32	-32.30	-288.09	-378.74	应收帐款周转	72732.38	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资本支出	-448.54	-32.30	-288.09	-378.74	应付帐款周转	4.54	4.56	4.56	4.56
其他投资	0.23	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-332.34	130.72	13.67	17.75	每股收益	1.328	1.854	2.182	2.637
短期借款	-339.12	-5.84	13.67	17.75	每股经营现金	5.50	1.13	1.42	1.91
新发股份	0.30	135.20	0.00	0.00	每股净资产	13.63	10.40	12.17	14.32
分红	-26.00	-33.80	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	21.18	15.16	12.89	10.67
财务费用	32.48	35.16	0.00	0.00	P/B	2.06	2.70	2.31	1.96
现金净增加额	169.48	402.88	108.59	156.33	EV/EBITDA	9.77	12.39	9.71	7.92

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工、纺织行业研究工作，两年证券行业研究经验。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)