

原料价跌提升复合肥毛利

——史丹利（002588）三季度财报点评

2013年10月28日

强烈推荐/维持

史丹利

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号: S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件:

公司前三季度营业收入与归属于上市公司股东的净利润分别为 41.69、3.35 亿元，分别同比增长 1.12%、36.24%，基本每股收益 1.53 元。Q3 营业收入与净利润同比变动幅度分别为-13.26%、32.45%。公司预计 2013 年净利润同比增长 25%-45%。

投资亮点:

公司分季度财务指标

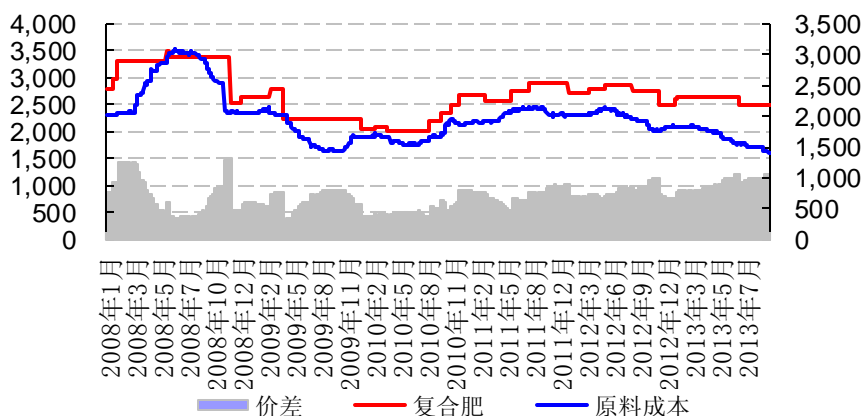
指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入（百万元）	1331.48	1387.01	1404.37	933.86	1474.38	1476.55	1218.09
增长率（%）	36.25%	4.26%	-0.32%	9.59%	10.73%	6.46%	-13.26%
毛利率（%）	12.35%	13.87%	16.03%	14.94%	14.87%	18.20%	20.50%
期间费用率（%）	7.78%	4.93%	8.07%	9.43%	7.90%	7.72%	8.91%
营业利润率（%）	4.57%	8.79%	7.91%	5.48%	6.88%	10.64%	11.89%
净利润（百万元）	53.60	100.45	92.01	45.65	82.49	130.88	121.87
增长率（%）	45.65%	20.47%	05.71%	19.34%	53.88%	30.29%	32.45%
每股盈利（季度，元）	0.41	0.59	0.54	0.27	0.49	0.60	0.55
资产负债率（%）	45.36%	43.92%	40.69%	43.30%	41.50%	37.73%	40.30%
净资产收益率（%）	2.56%	4.64%	4.08%	1.98%	3.46%	5.27%	4.68%
总资产收益率（%）	1.40%	2.60%	2.42%	1.12%	2.02%	3.28%	2.79%

观点:

- 原材料氮磷钾肥价格持续下跌导致复合肥吨毛利提升，是前三季度净利润增速较高的主要原因，1-9 月毛利率 17.69%，同比提高 3.57 个百分点，7-9 月毛利率为 20.5%，同比增 4.47%，环比增 2.3%，使公司 Q3 在收入下降的情况下净利润仍保持快速增长。
- 公司未来成长空间大。目前复合肥产能 280 万吨，结合陆续释放产能的河南宁陵、遂平、湖北当阳 3 个分别 80 万吨复合肥、已开工建设的 80 万吨缓释肥项目、14 年后可能投产的贵港 20 万吨与平原的 10 万吨项目，未来两年产能年增速 25%-30%，考虑到复合肥与缓释肥下游为农作物与高端经济作物，未来行情景气、需求刚性，公司业绩增长的持续性 with 确定性较强。目前公司市占率不到 6%，成长空间极大。

- 关注单质肥价格反弹可能带来的短期投资机会。近期尿素价格明显反弹，带动淡储企业备货积极性，从而可能带来持续涨价行情。目前复合肥企业下游旺季基本结束，“淡储旺销”的行业特性将带来投资机会。
- 土地流转加快将快速提升公司市占率。公司在单质肥价格持续下跌的不利局势下，旺季仍能保持复合肥价格稳定，既提高产品毛利，又避免了经销商的备货减值损失，同时凸显公司品牌优势与对经销商及市场的管理成效；土地流转是我国未来深化改革的重要主题之一，进程加快将使公司品牌与农化服务优势充分发挥，从而带来业绩快速增长。

图 1 原料价格持续下跌导致公司产品毛利提高



资料来源：东兴证券研究所

结论：

公司是国内复合肥行业龙头，品牌与渠道优势明显，近期单质肥价格企稳反弹有利于下游备货。国内复合肥行业仍处于消费量持续增长与集中度不断提升的景气阶段，公司未来业绩将持续增长。预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 1.76、2.20 元，对应 PE 16、13 倍，给予目标价 35.2 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

原料价格大幅波动的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	2895	3040	3757	4512	5920	营业收入	4569	5057	5148	7020	9126
货币资金	1325	1494	2008	2106	2738	营业成本	3972	4335	4257	5897	7757
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	1	3	0	0	0
其他应收款	24	18	19	25	33	营业费用	214	264	293	365	411
预付款项	387	501	501	678	911	管理费用	98	142	158	190	219
存货	1149	1024	1225	1696	2231	财务费用	-6	-32	-17	-7	-3
其他流动资产	8	2	2	2	2	资产减值损失	0.65	0.10	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	616	1023	1107	1355	1608	公允价值变动收益	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
长期股权投资	4	4	4	4	4	投资净收益	0.18	0.23	0.00	0.00	0.00
固定资产	362.44	435.77	629.29	867.03	1125.6	营业利润	288	345	461	580	747
无形资产	213	250	225	200	175	营业外收入	13.07	15.82	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	0	28	0	0	0	营业外支出	3.23	4.08	5.00	5.00	5.00
资产总计	3511	4063	4864	5866	7528	利润总额	298	357	471	590	757
流动负债合计	1410	1695	1911	2143	2912	所得税	53	65	85	106	136
短期借款	340	0	591	535	964	净利润	245	292	386	484	621
应付账款	111	147	93	129	170	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	423	603	654	725	816	归属母公司净利润	245	292	386	484	621
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	321	359	516	640	810
非流动负债合计	64	64	65	84	105	BPS (元)	2.16	1.73	1.76	2.20	2.83
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	1473	1759	1976	2228	3017	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	57.5%	10.7%	1.8%	36.4%	30.0%
实收资本(或股本)	130	169	220	220	220	营业利润增长	34.4%	19.7%	33.5%	25.8%	28.7%
资本公积	1240	1201	1201	1201	1201	归属于母公司净利润	39.6%	18.8%	32.4%	25.3%	28.3%
未分配利润	576	822	1019	1266	1583	获利能力					
归属母公司股东权	2038	2304	2698	3129	3681	毛利率(%)	13%	14%	17%	16%	15%
负债和所有者权益	3511	4063	4674	5356	6698	净利率(%)	5%	6%	8%	7%	7%
现金流量表						单位:百万元					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	总资产净利润(%)	7%	7%	8%	8%	8%
						ROE(%)	12%	13%	14%	15%	17%
经营活动现金流	14	930	-137	178	243	偿债能力					
净利润	245	292	386	484	621	资产负债率(%)	42%	43%	42%	42%	45%
折旧摊销	38.37	46.42	0.00	67.78	66.60	流动比率	2.05	1.79	1.97	2.10	2.03
财务费用	-6	-32	-17	-7	-3	速动比率	1.24	1.19	1.33	1.31	1.27
应付帐款的变化	0	0	-54	36	41	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	51	70	91	总资产周转率	1.58	1.34	1.18	1.40	1.51
投资活动现金流	-150	-437	33	4	4	应收账款周转率	33944	57850	48897	42115	41261
公允价值变动收益	0	0	5	5	5	应付账款周转率	25.60	39.17	42.84	63.08	60.99
长期投资	4	4	4	4	4	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.16	1.73	1.76	2.20	2.83
筹资活动现金流	1112	-367	618	-83	385	每股净现金流(最新)	7.50	0.75	2.34	0.45	2.88
短期借款	340	0	591	535	964	每股净资产(最新摊)	15.67	13.63	12.28	14.24	16.76
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	33	39	51	0	0	P/E	13.09	16.35	16.08	12.84	10.01
资本公积增加	1056	-39	0	0	0	P/B	1.80	2.07	2.30	1.99	1.69
现金净增加额	975	126	514	98	632	EV/EBITDA	8.39	9.15	9.29	7.25	5.48

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。