

证券研究报告

平安基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号 S1060210050001  
电话 0755-22625476  
邮箱 chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵

投资咨询资格编号 S1060511110001  
电话 0755-22621410  
邮箱 yanzhubing290@pingan.com.cn

研究助理

郭敏

投资咨询资格编号 S1060112070096  
电话 021-38639286  
邮箱 guoming465@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，  
如经由未经许可的渠道获得研究报告，  
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的  
声明内容。

史丹利 (002588)

产能增加，布局优化

事项:

公司发布公告：超募资金投资的当阳和遂平各 80 万吨复合肥项目以及非募集资金投资的宁陵 80 万吨复合肥项目部分项目已于近日投产。公司同时公告控股子公司德州史丹利取得营业执照。

平安观点:

■ 产能增长 50%，为市占率提升奠定基础:

2013 年初包括湖北当阳和河南遂平各 30 万吨先期投产的产能，公司共拥有复合肥产能 280 万吨，根据我们预计公司 2013 年销量在 190 多万吨，开工率约为 70%，考虑到复合肥季节性，公司产能利用在行业中已处于较好的水平，继续扩大规模需配套相应的新产能。此次三个项目投产正当其时，实际新增复合肥产能包括湖北当阳和河南遂平各 50 万吨以及河南宁陵 40 万吨，共 140 万吨，相比 2013 年增长幅度高达 50%。目前复合肥正处于产业整合过程中，市场份额向优势龙头企业集中，三个项目投产将为公司继续借助品牌、渠道优势，扩大市场占有率奠定坚实基础。

■ 公司产能布局更为合理，市场辐射范围进一步扩大:

复合肥销售受到运输半径的限制（通常辐射范围在 500 公里），公司现有生产基地主要位于山东、吉林以及广西，市场覆盖面相对有限。三个投产项目除了增加产能外，同时优化了公司产能及市场布局，其中遂平和宁陵生产基地分别位于河南南都和中东部，当阳基地位于湖北中部，而河南和湖北均为我国复合肥主要市场，2012 年用量分别位居全国第一和第八。公司同时公告成立的德州史丹利（公司持有 65% 股权）位于山东北部，除了强化山东市场影响力外，德州市临近河北省，未来新公司正常运转后，公司有望将市场拓展至我国第五大复合肥市场河北。由此可见，三个项目投产以及德州公司的成立将有利于公司抢占中国主要复合肥市场，公司市场辐射能力大大增强。

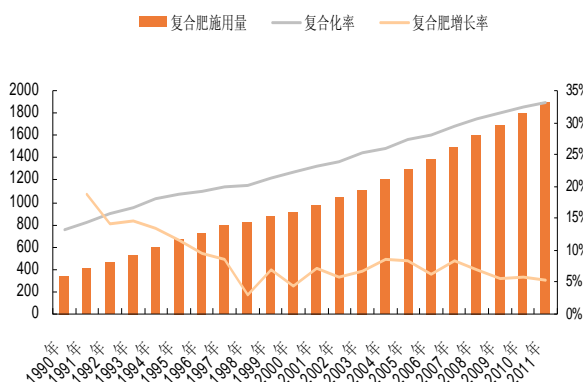
■ 盈利预测及投资评级:

我们维持此前盈利预测，预计公司 2013~2015 年的 EPS 分别为 1.72 元、2.08 元和 2.58 元，对应前收盘价的 PE 分别为 20.2、16.8 和 13.5 倍，继续看好公司市占率提升的空间以及新产能带来的业绩增长，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示:

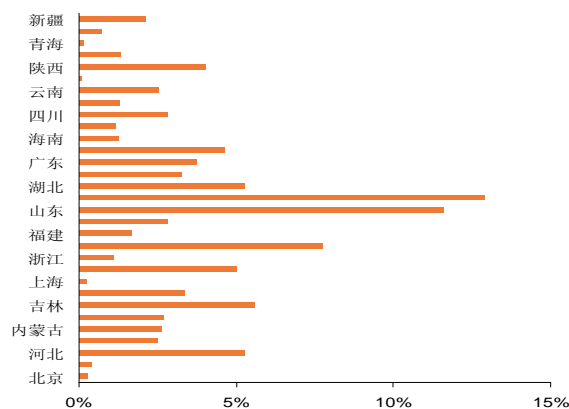
原材料库存损失、新项目达产进度低于预期。

图表 1 我国化肥复合化率不断提高 单位: 万吨 (折 100%营养成分)



资料来源: CEIC

图表 2 华北是中国复合肥主要消费区域



资料来源: CEIC

图表 3 2014年公司复合肥产能增加较多

生产地点	2012 年底 (万吨)	2014 年初 (万吨)	2014 年底 (万吨)
山东临沭	120	120	200 (普通复合肥 120万吨, 缓释肥: 80万吨)
山东平原	50	50	60
河南遂平	30	80	80
河南宁陵	0	40	80
湖北当阳	30	80	80
吉林省吉林市	20	20	20
广西贵港市	30	30	40
产能合计	280	420	560

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所 备注: 除山东临沭预计2014年投产80万吨缓释肥, 其余均为普通复合肥

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3040	2836	3422	4338
现金	1494	1191	1168	1523
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	18	20	26	33
预付账款	501	532	730	912
存货	1024	1065	1460	1824
其他流动资产	3	28	38	46
非流动资产	1023	1564	1758	1872
长期投资	4	0	0	0
固定资产	436	1131	1335	1388
无形资产	250	275	299	324
其他非流动资产	333	159	124	160
资产总计	4063	4401	5180	6211
流动负债	1695	1688	2010	2474
短期借款	0	0	0	0
应付账款	147	177	243	304
其他流动负债	0	0	0	0
非流动负债	64	64	64	64
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	64	64	64	64
负债合计	1759	1752	2074	2538
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	169	220	220	220
资本公积	1201	1151	1151	1151
留存收益	933	1278	1735	2302
归属母公司股东权益	2304	2649	3106	3673
负债和股东权益	4063	4401	5180	6211

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	930	332	288	612
净利润	292	379	457	567
折旧摊销	47	85	141	168
财务费用	-32	-25	-20	-23
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	591	-109	-289	-101
其他经营现金流	33	2	-1	1
投资活动现金流	-437	-626	-331	-281
资本支出	437	600	300	250
长期投资	0	-4	0	0
其他投资现金流	0	-30	-31	-31
筹资活动现金流	-367	-9	20	23
短期借款	-340	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	39	51	0	0
资本公积增加	-39	-51	0	0
其他筹资现金流	-27	-9	20	23
现金净增加额	126	-303	-23	354

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5057	5329	7187	8978
营业成本	4335	4437	6081	7601
营业税金及附加	3	2	2	3
营业费用	264	302	359	449
管理费用	142	160	216	267
财务费用	-32	-25	-20	-23
资产减值损失	0	1	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	345	453	548	682
营业外收入	16	8	8	8
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	357	461	556	690
所得税	65	82	99	123
净利润	292	379	457	567
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	292	379	457	567
EBITDA	360	512	669	827
EPS (元, 摊薄后)	1.33	1.72	2.08	2.58

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入 (%)	10.7	5.4	34.9	24.9
营业利润 (%)	19.7	31.2	21.0	24.5
归属母公司股东权益	18.8	29.9	20.7	24.1
获利能力				
毛利率 (%)	14.3	16.7	15.4	15.3
净利率 (%)	5.8	7.1	6.4	6.3
ROE (%)	12.7	14.3	14.7	15.4
ROIC (%)	30.6	23.6	22.0	24.7
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.3	39.8	40.0	40.9
净负债比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.79	1.68	1.70	1.75
速动比率	1.19	1.05	0.98	1.02
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.26	1.50	1.58
应收账款周转率	-	-	-	--
应付账款周转率	33.58	27.34	28.91	27.78
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.72	2.08	2.58
每股经营现金流	4.23	1.51	1.31	2.79
每股净资产	10.48	12.06	14.14	16.72
估值比率				
P/E	26.3	20.2	16.8	13.5
P/B	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	17	12	9	7

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257