

2014年07月23日

史丹利 (002588.SZ)

## 建议关注公司中长期的转型发展

■ **复合肥行业仍在跑马圈地期，龙头企业受益：**我们认为目前复合肥行业处于跑马圈地的初中期阶段，从区域看包括西北、东北及西南局部区域仍存在龙头企业的空白区域，并且原有主力市场的覆盖度仍有较大的提升空间，因此龙头企业集中度和市占率的提高在较长的一段时间内将会持续。上半年至今在单质肥单边快速走低的影响下，复合肥市场蛋糕的增速略有下降，我们认为这只是暂时现象，我们判断 Q3-Q4 季度复合肥行业的销量将逐步起来，长期看复合化率的提高趋势不可逆。

■ **复合肥行业目前的核心优势在供应链、渠道和品牌，后续将延伸至农技服务等：**在土地流转加速及农耕效率提升的背景下，复合肥行业需求年均 5-7% 以上的增长将持续，而作为行业龙头企业的金正大和史丹利截止目前合计市占率不到 10%，有很大的提升空间。我们判断未来行业龙头的市占率将得到显著攀升，最大的优势和壁垒是全国性的供应链、渠道和品牌，而未来的优势和壁垒将逐步延伸至肥料周边的农技服务等，产品粘性和差异化程度将显著提高。与此相对的，区域性的不具有核心优势的复合肥企业将逐步萎缩。

■ **公司渠道优势下产品仍具有后发优势，未来模式转型或成关键：**公司目前产品线较单一，在今年单质肥市场的低迷的背景下销量增速出现调整，但我们认为公司在其强大的供应链和渠道下在既定领域空间较大的条件下是具有很强的后发优势的。同时未来复合肥企业的竞争将逐步着重于服务的差异化及粘性，我们判断根据发达国家肥料行业的发展经验，后向一体化（即深入农业农资服务）或同样是一个空间广阔的领域，特别在目前全国部分地区土地流转已经较为成熟的背景下。

■ **目前股价具备较高的投资价值，给予买入-A 评级：**我们认为公司销量的放缓是在单质肥单边快速下跌的背景下出现的暂时现象，行业及公司的本质趋势没有改变。同时作为一个具有消费属性稳定增长（年均 5-7%）的大行业（行业年销售额 1000 亿以上）的龙头企业之一，目前公司市值已经调整至 60 亿左右（对应 14 年 12 倍 PE，市销率 1 倍），我们认为目前的股价已经具备较高的投资价值，预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.73、2.17、2.55 元，给予公司“买入-A”的投资评级。

■ **风险提示：**单质肥产品价格下跌的风险、复合肥行业竞争加剧的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,056.7	5,345.5	6,083.2	7,166.6	8,121.2
净利润	291.7	397.2	495.5	620.2	727.5
每股收益(元)	1.02	1.39	1.73	2.17	2.55
每股净资产(元)	8.07	9.34	10.78	12.55	14.56
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	21.3	15.7	12.6	10.0	8.6
市净率(倍)	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5
净利润率	5.8%	7.4%	8.1%	8.7%	9.0%
净资产收益率	12.7%	14.9%	16.1%	17.3%	17.5%
股息收益率	0.5%	1.8%	1.3%	1.9%	2.4%
ROIC	24.4%	46.8%	37.4%	31.6%	45.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 公司快报

证券研究报告

复合肥

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

28.00 元

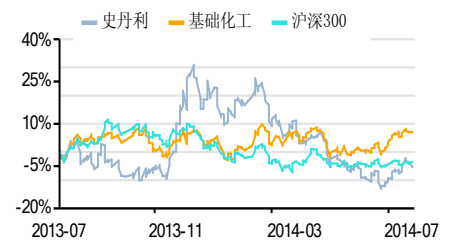
股价 (2014-07-22)

21.80 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	6,226.30
流通市值 (百万元)	6,212.65
总股本 (百万股)	285.61
流通股本 (百万股)	284.98
12 个月价格区间	19.69/39.28 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.76	-30.01	-23.27
绝对收益	9.38	-30.20	-23.70

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003  
wangxx@essence.com.cn  
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001  
sunqx@essence.com.cn  
021-68765993

报告联系人

袁善宸

021-68765906

yuansc@essence.com.cn

### 相关报告

史丹利：品牌与渠道优势明	2012-04-24
显：公司快报	
史丹利：品牌与渠道优势明	2011-12-30
显：公司快报	
史丹利：品牌与渠道优势明	2011-12-29
显：公司快报	

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年07月23日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>5,056.7</b>	<b>5,345.5</b>	<b>6,083.2</b>	<b>7,166.6</b>	<b>8,121.2</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,335.2	4,308.2	4,945.0	5,779.1	6,517.2	营业收入增长率	10.7%	5.7%	13.8%	17.8%	13.3%
营业税费	3.1	1.5	2.4	2.9	3.2	营业利润增长率	19.7%	40.7%	25.6%	25.6%	17.6%
销售费用	264.0	372.5	342.1	403.1	456.8	净利润增长率	18.8%	36.2%	24.8%	25.2%	17.3%
管理费用	141.9	231.0	187.9	221.4	250.9	EBITDA 增长率	11.9%	39.7%	33.0%	24.1%	16.8%
财务费用	-32.5	-40.2	-	-	-	EBIT 增长率	10.7%	42.4%	37.0%	25.6%	17.6%
资产减值损失	0.1	-0.9	-0.1	-0.3	-0.4	NOPLAT 增长率	9.9%	40.5%	35.8%	25.6%	17.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.9%	70.2%	48.5%	-17.8%	36.2%
投资和汇兑收益	0.2	12.1	4.2	5.5	7.2	净资产增长率	13.1%	16.0%	15.5%	16.4%	16.0%
<b>营业利润</b>	<b>345.1</b>	<b>485.5</b>	<b>609.9</b>	<b>765.9</b>	<b>900.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	11.7	6.9	9.5	9.4	8.6	毛利率	14.3%	19.4%	18.7%	19.4%	19.8%
<b>利润总额</b>	<b>356.9</b>	<b>492.4</b>	<b>619.4</b>	<b>775.3</b>	<b>909.3</b>	营业利润率	6.8%	9.1%	10.0%	10.7%	11.1%
减:所得税	65.2	95.2	123.9	155.1	181.9	净利润率	5.8%	7.4%	8.1%	8.7%	9.0%
<b>净利润</b>	<b>291.7</b>	<b>397.2</b>	<b>495.5</b>	<b>620.2</b>	<b>727.5</b>	EBITDA/营业收入	7.1%	9.4%	11.0%	11.5%	11.9%
						EBIT/营业收入	6.2%	8.3%	10.0%	10.7%	11.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	28	32	31	26	22
货币资金	1,494.2	1,536.7	1,187.8	2,054.6	2,085.7	流动营业资本周转天数	12	-8	7	4	2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	211	194	183	181	189
应收帐款	18.4	11.7	33.5	18.0	36.8	应收帐款周转天数	2	1	1	1	1
应收票据	-	-	2.4	1.0	0.8	存货周转天数	77	57	66	65	62
预付帐款	501.4	518.9	646.2	658.7	858.1	总资产周转天数	270	281	280	272	276
存货	1,023.6	660.7	1,572.5	1,016.0	1,787.4	投资资本周转天数	65	70	96	89	83
其他流动资产	2.6	2.3	4.2	3.0	3.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.7%	14.9%	16.1%	17.3%	17.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	9.3%	9.6%	11.0%	10.7%
长期股权投资	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	ROIC	24.4%	46.8%	37.4%	31.6%	45.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	435.8	523.2	518.8	509.7	496.0	销售费用率	5.2%	7.0%	5.6%	5.6%	5.6%
在建工程	292.1	701.0	801.0	901.0	1,001.0	管理费用率	2.8%	4.3%	3.1%	3.1%	3.1%
无形资产	249.9	306.9	299.2	291.4	283.7	财务费用率	-0.6%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	41.0	28.4	104.5	189.6	265.5	三费/营业收入	7.4%	10.5%	8.7%	8.7%	8.7%
<b>资产总额</b>	<b>4,062.8</b>	<b>4,293.4</b>	<b>5,173.7</b>	<b>5,646.8</b>	<b>6,822.1</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	43.3%	37.8%	40.4%	36.4%	38.9%
应付帐款	226.1	275.0	271.6	345.9	379.0	负债权益比	76.4%	60.7%	67.7%	57.3%	63.8%
应付票据	797.5	431.7	895.3	716.3	1,092.2	流动比率	1.79	2.11	1.78	2.00	1.96
其他流动负债	671.3	585.6	769.1	812.5	964.7	速动比率	1.19	1.60	0.97	1.46	1.23
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-9.63	-11.08			
其他非流动负债	64.5	329.0	152.4	181.9	221.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,759.3</b>	<b>1,621.3</b>	<b>2,088.3</b>	<b>2,056.7</b>	<b>2,657.0</b>	DPS(元)	0.12	0.38	0.29	0.40	0.53
少数股东权益	-	5.3	5.3	5.3	5.3	分红比率	11.6%	27.7%	16.6%	18.6%	21.0%
股本	169.0	219.7	285.6	285.6	285.6	股息收益率	0.5%	1.8%	1.3%	1.9%	2.4%
留存收益	2,134.5	2,447.2	2,794.5	3,299.3	3,874.2						
<b>股东权益</b>	<b>2,303.5</b>	<b>2,672.2</b>	<b>3,085.4</b>	<b>3,590.1</b>	<b>4,165.1</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	291.5	397.2	495.5	620.2	727.5	EPS(元)	1.02	1.39	1.73	2.17	2.55
加:折旧和摊销	47.4	57.3	57.1	61.8	66.4	BVPS(元)	8.07	9.34	10.78	12.55	14.56
资产减值准备	0.1	-0.9	-	-	-	PE(X)	21.3	15.7	12.6	10.0	8.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5
财务费用	4.4	10.7	-	-	-	P/FCF	26.6	108.3	-23.0	6.3	34.7
投资损失	-0.2	-12.1	-4.2	-5.5	-7.2	P/S	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	10.4	13.4	7.6	5.1	4.4
营运资金的变动	595.1	97.5	-461.4	503.4	-414.9	CAGR(%)	28.6%	22.4%	26.4%	28.6%	22.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>930.3</b>	<b>424.0</b>	<b>87.1</b>	<b>1,179.9</b>	<b>371.7</b>	PEG	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-437.0	-501.6	-221.1	-219.6	-217.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-367.0	232.4	-214.8	-93.4	-123.0	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

