

**史丹利 (002588)**
**强烈推荐**
**行业：复合肥**

### 3季度业绩超预期，推出套期保值业务对冲原材料下跌风险

事件：(1)史丹利公告2014年三季报，报告显示公司1-3季度实现营业收入41.55亿元，同比去年增长-0.34%，归属上市公司股东净利润4.13亿元，同比增长23.25%，扣非后归属于上市公司股东的净利润4.06亿元，同比增长24.25%，实现EPS1.45元；3季度实现营业收入14.04亿元，同比增长15.31%，归属上市公司股东净利润1.52亿元，同比增长24.57%，扣非后归属于上市公司股东的净利润1.50亿元，同比增长28.64%，实现EPS0.53元，超市场预期约4%；公司预计14年归属上市公司股东净利润区间为4.77亿元-4.96亿元，增速为20.00%-25.00%；(2)公司公告就目前生产经营相关的原材料作为套期保值品种，开展商品期货套期保值业务。

#### 投资要点：

- ✧ **1-3季度营业收入增速-0.34%，第3季度营业收入增速15.31%。**由于上游单质肥价格在3季度企稳回升，经销商3季度拿货积极性提高，复合肥销量同比增长约14%，相较上半年销量持平可见3季度为行业拐点；同时复合肥中高端品种占比不断提升使价格同比去年增长约1.15%，营业收入在3季度恢复增长。
- ✧ **3季度复合肥毛利率同比上升4.1%，销售费用率同比下降0.86%，管理费用率同比上升2.46%。**3季度毛利率高达21.79%，同比去年上升4.10%，毛利率提升的主要原因是(1)复合肥调价滞后于单质肥导致毛利率不断提升；(2)3季度高端肥料销量增长较快；3季度管理费用率上升较快的主要原因是研发投入增长较快。
- ✧ **产品结构的升级加速，带动毛利率、销量提升。**公司计划在江西新增60万吨产能(+11.5%)布局南方市场，以硝基水溶肥、缓控释肥、高浓度专用肥等高端肥料为主，预计公司未来产品结构将加速升级，同时也利于南方市场的进一步开拓，带动毛利率和销量的持续提升。
- ✧ **推出套期保值业务对冲原材料下跌风险，稳定吨毛利。**公司公告就目前生产经营相关的原材料作为套期保值品种，开展商品期货套期保值业务，预计单次或占用期货保证金余额不超过5000万元，这将有利于公司在淡季的时候对冲原材料下跌的风险，减少库存损失，稳定产品的吨毛利。
- ✧ 公司2014-2016年EPS分别为1.74、2.15、2.64元，对应PE分别为18.29、14.78、12.03，未来6-12个月的目标价为37.2元，给予“强烈推荐”评级。
- ✧ **风险提示：**原材料价格下滑带来的市场收缩、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	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5345	6040	7525	9280
收入同比(%)	6%	13%	25%	23%
归属母公司净利润	397	496	613	754
净利润同比(%)	36%	25%	24%	23%
毛利率(%)	19.4%	18.3%	18.2%	18.2%
ROE(%)	14.9%	16.2%	16.7%	17.1%
每股收益(元)	1.39	1.74	2.15	2.64
P/E	22.83	18.29	14.78	12.03
P/B	3.40	2.97	2.47	2.05
EV/EBITDA	15	12	9	8

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

**署名人：李凡**

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

**署名人：周惠敏**

S0960513080001

010-63222547

zhouchuimin@china-invs.cn

**6-12个月目标价：37.2**

当前股价：31.40

评级调整：维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	286
流通股本(百万股)	165
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	52
成交量(百万股)	1.77
成交额(百万元)	55.62

#### 股价表现



#### 相关报告

《史丹利-业绩符合预期，南方市场产能布局逐渐完善+产品结构升级加速》

2014-07-29

《史丹利-1季度业绩符合预期，预计随上游尿素价格企稳销量增速将恢复》

2014-04-16

《史丹利-13年4季度销量超预期，预计14年1季度之后销量将逐渐回升》

2014-03-25

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>				
现金	2730	3235	4153	5283
应收账款	1537	1868	2449	3182
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	12	13	17	21
存货	519	594	741	914
其他	661	757	944	1164
	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>				
长期投资	1563	1599	1605	1595
固定资产	4	4	4	4
无形资产	523	852	980	1006
其他	307	357	407	457
	729	387	215	128
<b>资产总计</b>	4293	4834	5758	6877
<b>流动负债</b>				
短期借款	1292	1446	1756	2122
应付账款	0	0	1	1
其他	197	226	282	348
	1095	1220	1473	1773
<b>非流动负债</b>				
长期借款	329	330	330	330
其他	0	0	0	0
	329	330	330	330
<b>负债合计</b>	1621	1776	2086	2452
少数股东权益	5	5	5	5
股本	220	286	286	286
资本公积	1151	1085	1085	1085
留存收益	1296	1682	2296	3050
归属母公司股东权益	2667	3053	3666	4420
<b>负债和股东权益</b>	4293	4834	5758	6877

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	424	515	647	790
折旧摊销	397	496	613	754
财务费用	57	76	105	122
投资损失	-40	-26	-32	-42
营运资金变动	-12	-12	-12	-12
其它	-26	-19	-27	-32
	48	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	-502	-100	-100	-100
长期投资	514	54	54	54
其他	0	-0	0	0
	13	-46	-46	-46
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	232	-83	34	43
长期借款	0	0	1	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	51	66	0	0
其他	-51	-66	0	0
<b>现金净增加额</b>	155	331	581	733

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	5345	6040	7525	9280
营业成本	4308	4937	6152	7588
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	372	320	399	492
管理费用	231	211	263	325
财务费用	-40	-26	-32	-42
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	12	12	12
<b>营业利润</b>	486	608	754	928
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	492	615	761	935
所得税	95	119	147	181
<b>净利润</b>	397	496	613	754
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	397	496	613	754
EBITDA	503	658	826	1007
EPS (元)	1.81	1.7362	2.1477	2.64
<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.7%	13.0%	24.6%	23.3%
营业利润	40.7%	25.2%	24.0%	23.1%
归属于母公司净利润	36.2%	24.8%	23.7%	22.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.4%	18.3%	18.2%	18.2%
净利率	7.4%	8.2%	8.2%	8.1%
ROE	14.9%	16.2%	16.7%	17.1%
ROIC	24.8%	31.2%	37.8%	45.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.8%	36.7%	36.2%	35.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.05%	0.04%
流动比率	2.11	2.24	2.36	2.49
速动比率	1.60	1.71	1.83	1.94
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.28	1.32	1.42	1.47
应收账款周转率	85535	23318	-	-
应付账款周转率	25.01	23.31	24.23	24.12
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.74	2.15	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.80	2.27	2.77
每股净资产(最新摊薄)	9.34	10.69	12.84	15.48
<b>估值比率</b>				
P/E	22.83	18.29	14.78	12.03
P/B	3.40	2.97	2.47	2.05
EV/EBITDA	15	12	9	8

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-07-29	《史丹利-业绩符合预期，南方市场产能布局逐渐完善+产品结构升级加速》
2014-04-16	《史丹利-1季度业绩符合预期，预计随上游尿素价格企稳销量增速将恢复》
2014-03-25	《史丹利-13年4季度销量超预期，预计14年1季度之后销量将逐渐回升》
2014-01-21	《史丹利-13年业绩超预期，上游价格企稳带动销量增速恢复》
2013-10-25	《史丹利-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》
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》
2012-07-31	《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》
2012-07-05	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

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

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

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