2014 年 12 月 5 日

高观朋
C0061@capital.com.tw

目标价(元) 42.0

史丹利 (002588.SZ) Buy 买入

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2014/12/5)	34.00
深证成指(2014/12/5)	10067.28
股价 12 个月高/低	39.28/19.69
总发行股数(百万)	285.61
A 股数(百万)	164.62
A 市值(亿元)	55.97
主要股东	高文班 (23.15%)
每股净值(元)	10.40
股价/账面净值	3.36

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	7.5	39.9	21.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

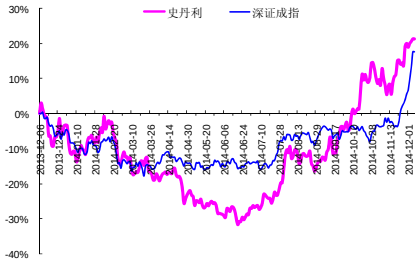
产品组合

滚筒氯基	49.3%
高塔氯基	20.0%
滚筒硫基	14.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.6%
券商集合理财	1.19%
社保	1.22%

股价相对大盘走势



异地扩产布局步入收获期，未来销售放量可期

结论与建议：

- **公司是国内复合肥行业龙头之一，且成长性良好：**公司主营复合肥业务，目前已具备 500 万吨复合肥产能，位列行业第三位。2008 年公司营收和净利润仅有 23 亿元和 0.87 亿元，2013 年营收和净利润已达 53 亿元和 3.97 亿元，年复合增长率分别为 18%和 35%。
- **国内化肥复合化率有望继续提高：**我国化肥的复合化率 2012 年为 34%，与发达国家 80%、全球平均 50%的比例相比明显较低，因此我国复合肥行业成长空间依然较大。按复合化率每年提高 1%估计，2015 年国内化肥复合化率将达到 37%，2020 年有望达 42%，逐步向全球平均水平靠拢。按使用量推算，2015 年国内复合肥折纯使用量有望达 2289 万吨，到 2020 年达 2840 万吨，每年新增需求量 100 万吨左右，年均增长率超过 4.5%。
- **公司将受益行业集中度提升：**由于技术壁垒较低，生产企业众多，据统计，目前国内获得复合肥生产许可证的企业有 4000 多家，其中大多为产能在 1～5 万吨的小企业，营收规模 2000 万以上企业数量在 1200 家左右。行业前十名的企业 2006 年市场占有率仅在 20%左右，2011 年提高到 30%左右，在相关政策鼓励下 2015 年有望达 50%。由于复合肥生产具有轻资产属性，资金和品牌尤其重要，因此，上市公司在此方面优势显著。
- **全国性布局扩张逐渐迎来收获期：**2010 年，公司复合肥产能仅有 190 万吨/年，经过近几年的布局扩张，公司复合肥产能目前已达 500 万吨/年，是上市前的 2.63 倍。2014 年公司新增 280 万吨产能，2015、2016 年将有望分别新增 120、100 万吨复合肥产能，届时公司整体复合肥产能有望超过 700 万吨。
- **公司复合肥销售毛利率或将企稳，未来放量可期：**受 2012 年以来氮、磷、钾等单质原料化肥价格下跌影响，公司复合肥销售毛利率持续提升。展望未来，我们认为单质原料化肥价格下跌空间有限，公司复合肥销售毛利率或将企稳。公司复合肥销量方面，我们认为未来随着公司新增产能的投产，品牌影响力的扩大和渠道建设的加强，公司 15、16 年复合肥销售放量可期。
- **股权激励助力长期发展：**公司于 2014 年 10 月公布了股权激励计划草案，公司拟对包括高层管理人员、其他管理人员及公司董事会认定的核心业务（技术）人员等合计 84 人授予 730 万份股票期权，占公司总股本的 2.556%。其中首次授予 670 万股，预留 60 万股。公司股权激励的行权条件为 2014、2015、2016 年的净利润相比 2013 年增长率不低于 20%、44%、73%。
- **盈利预测：**公司预计 2014 年全年实现净利润 4.77~4.96 亿元，yoy+20%~+25%。我们预计公司 2014/2015/2016 年分别实现净利 4.92、6.68、7.99 亿元，yoy 分别为+24%,+36%,+20%，折合 EPS 分别为 1.72/2.34/2.80 元。目前股价对应的 2014/2015/2016 年 PE 分别为 20、15、12 倍。鉴于公司异地扩张迎来收获期，未来复合肥销售放量可期，我们给予买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014E	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	292	397	492	668	799
同比增减	%	18.83%	36.16%	23.81%	35.75%	19.66%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.02	1.39	1.72	2.34	2.80
同比增减	%	18.83%	36.16%	23.81%	35.75%	19.66%
A 股市盈率(P/E)	X	33.29	24.45	19.75	14.55	12.16
股利 (DPS)	RMB 元	0.02	0.05	0.10	0.15	0.30
股息率 (Yield)	%	0.06%	0.15%	0.29%	0.44%	0.88%

公司概况

公司前身为临沭县华丰化肥厂，设立于 1995 年，最初为集体企业。1998 年公司临沭县华丰化肥厂改组为临沭县华丰化肥有限公司，由高文班、高文安、高英、高斌、曹允胜、井沛花、李汇溪、密守洪等 8 位内部职工共同出资 52 万元人民币设立。2006 年公司更名为化肥华丰有限公司，2007 年整体变更为史丹利化肥股份有限公司。公司于 2011 年在深交所上市。

公司的控股股东和实际控制人为高文班、高文班之子高进华、高文班妻子古龙粉、高文班之女高英、高文班二弟高文安、六弟高文靠、四弟高文秋和三弟高文都，其合计持有公司 1.51 亿股，占公司股份总数的 52.82%。

图 1：公司实际控制人持股比例

持有人	持股比例
高文班	23.15%
高进华	15.22%
高文安	4.63%
高文靠	4.63%
高英	4.63%
古龙粉	0.53%
高文秋	0.02%
高文都	0.01%
合计	52.82%

资料来源：公司公告，群益证券整理

公司主营复合肥产品

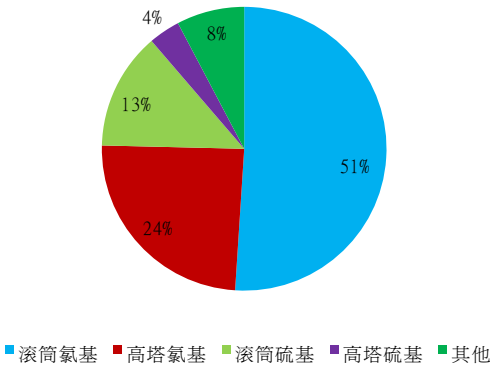
公司主营复合肥产品，主要包括高塔氯基复合肥、高塔硫基复合肥、滚筒氯基复合肥、滚筒硫基复合肥和其他系列复合肥等产品系列。

从营收情况来看，公司 2013 年实现营收 53.46 亿元，其中滚筒氯基复合肥贡献 26.77 亿元，占比 50.08%；高塔氯基复合肥贡献 12.76 亿元，占比 23.88%；滚筒硫基复合肥贡献 6.99 亿元，占比 13.07%。

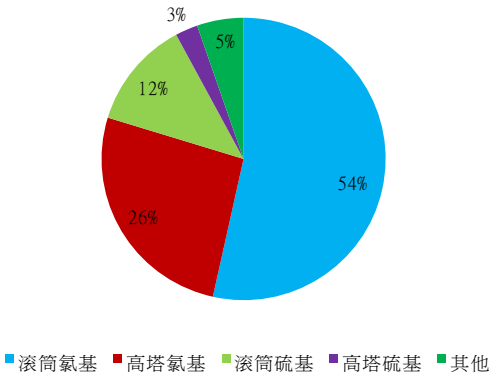
从毛利情况来看， 2013 年滚筒氯基复合肥贡献 5.43 亿元，占比 52.41%；高塔氯基复合肥贡献 2.66 亿元，占比 25.68%；滚筒硫基复合肥贡献 1.26 亿元，占比 12.14%。

图：公司主营产品收入

图：公司主营产品毛利



资料来源：公司公告，群益证券整理

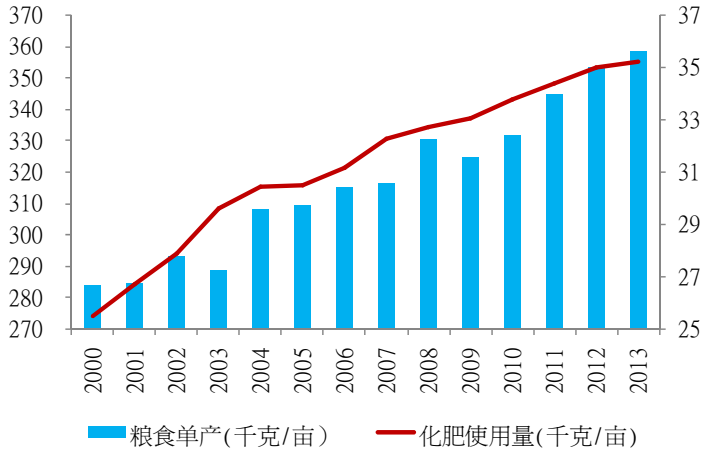


资料来源：公司公告，群益证券整理

国内化肥复合化率未来有望继续提升

化肥对农作物增产有重要作用，是现代农业生产的“必需品”，是“粮食的粮食”。据联合国粮农组织(FAO)的统计资料，发展中国家通过施肥可提高粮食作物单产 55%～57%。根据国家统计局数据显示，我国单位面积化肥使用量从 2000 年的 25.5 千克/亩到 2013 年的 35.2 千克/亩，增加了 38%，与此同时，粮食单产从 2000 年的 284 千克/亩到 2013 年的 358 千克/亩，提高了 26%，两者具有明显的正相关关系。

图：我国单位面积使用量与粮食单产呈正相关关系



资料来源：国家统计局，群益证券整理

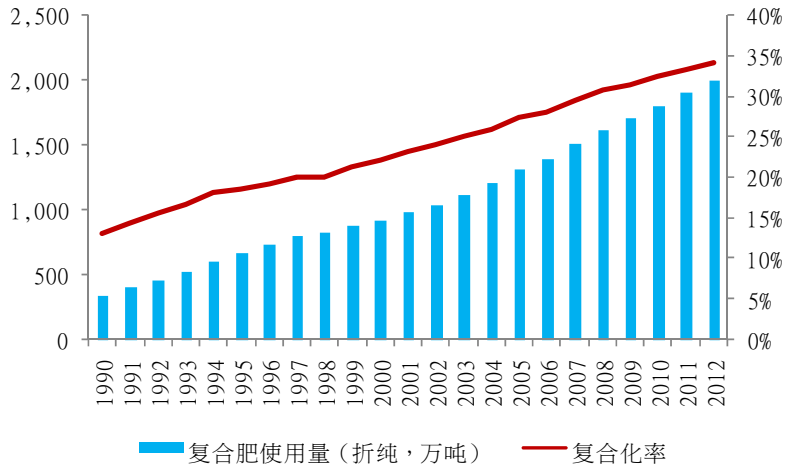
化肥一般分为单质肥（氮肥、磷肥、钾肥）和复合肥。化肥具有养分含量高，施用量少的特点，化肥的养分含量一般比农家肥高 20 倍以上，个别高效化肥甚至高百倍以上。此外，化肥肥效快，大多数易溶于水，能很快被作物吸收利用，一般施肥后 3-5 天便可见效。

复合肥相较单质肥除了具备上述优点以外，还具备营养元素更加丰富、含氮量低、不易造成土壤板结、造粒后物理性状更好、便于贮存和使用等特点，因此，在农业生产中应用广泛。

由于复合肥相比单质肥有点更为突出，发达国家复合肥使用量占总化肥用量的 80%左

右，全球平均水平在 50%左右。我国自上世纪 70 年代开始施用复合肥，经历了较长的时间才逐渐被农民接受。自上世纪 90 年代初，我国开始自行生产复合肥产品以来，复合肥施用量迅速增加，1990 年到 2012 年复合肥折纯施用量从 342 万吨增长至 1990 万吨，增长了 4.8 倍，化肥复合化率由 13%提高至 34%，每年提高 1%左右。尽管我国复合肥使用量和复合化率不断提高，但是与发达国家和国际平均水平相比，仍存在较大差距。

图：我国复合肥使用量及化肥复合化率



资料来源：中国统计年鉴，群益证券整理

按照目前国内的化肥复合化率发展速度，我们预计 2015 年国内化肥复合化率将达到 37%，2020 年有望达 42%，逐步向全球平均水平靠拢。按使用量推算，2015 年国内复合肥折纯使用量有望达 2289 万吨，到 2020 年达 2840 万吨，每年新增需求量 100 万吨左右，年均增长率超过 4.5%。

复合肥行业集中度未来有望继续提高

复合肥生产工艺实质上是将各单质肥原料按配方（包括选择一定比例的填料、添加剂）通过物理、化学的方法，进行混合和造粒等。国内有代表性的造粒工艺包括转鼓造粒、料浆造粒、高塔造粒和氨化造粒技术等。这些造粒工艺成熟、先进，在国内均有大量生产企业使用。

由于技术壁垒较低，生产企业众多，据统计，目前国内获得复合肥生产许可证的企业有 4000 多家，其中大多为产能在 1～5 万吨的小企业，营收规模 2000 万以上企业数量在 1200 家左右。行业前十名的企业 2006 年市场占有率仅在 20%左右，2011 年提高到 30%左右。因此，我国复合肥行业整体呈现集中度低、竞争激烈的态势。

表：国内主要复合肥企业市场占有率统计

生产厂家	市占率
金正大	5.09%
史丹利	4.07%
新洋丰	4.00%
中东集团	3.56%
施可丰	3.13%

西洋集团	2.60%
鲁西化工	2.33%
湖北鄂中	2.29%
中化化肥	2.24%
江苏华昌	2.20%
合计	31.51%

资料来源：群益证券整理，2011 年数据

为了推动复合肥行业的健康发展，中国石油和化学工业协会制定的《石油和化工产业结构调整指导意见》（2009 年）指出，鼓励企业实施兼并重组，提高产业集中度，争取到 2015 年复合肥前 10 名企业的产量比例提高到 50%以上。

公司将是复合肥行业集中度提高的极大受益者

与中小企业相比，公司作为龙头企业具备资金和品牌双重优势，将是未来产业集中度提高的受益者。

（1）资金优势

龙头企业往往流动资金较为充足，周转能力强。复合肥生产成本中氮磷钾等单质肥原材料所占比例较大，且行业内部一般采用“现款现货”或“先款后货”模式销售单质肥，因此，复合肥生产企业需要大量流动资金用于周转。

龙头企业资金实力雄厚，淡季产能利用率依然较高。受农业生产规律制约，复合肥销售存在较明显的季节性，每年 3 至 10 月为复合肥销售旺季，11 月至次年 2 月为销售淡季。而氮磷钾等单质肥价格具有明显的季节波动性，因此，为降低生产成本，复合肥生产企业一般会在冬季单质肥价格较低时采购一部分单质肥。这对于复合肥生产企业的资金也提出了较高的要求，因此，在淡季时中小型复合肥企业由于资金实力有限往往无法提高产能利用率，生存压力极大。

龙头企业凭借资金优势更易于扩张。复合肥行业的经济运输半径为 500 公里，太远将降低产品性价比，而且在运力紧张的情况下存在不能及时把货物运送到市场的风险，因此，龙头企业往往通过就近设立生产基地的方式抢夺市场。

（2）品牌优势

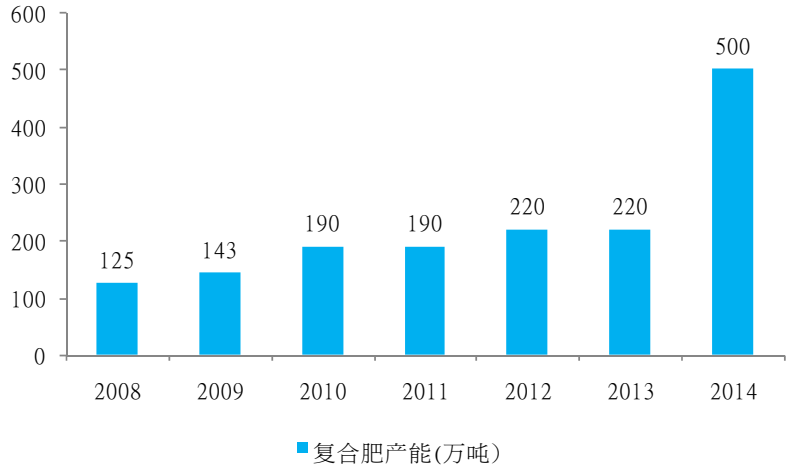
在化肥中，氮肥、磷肥、钾肥产品质量标准明确，市场相对规范，产品同质化，品牌不是很重要，而复合肥由于生产企业众多、产品差异化、种类繁多，市场较为混乱，不乏伪劣产品。龙头企业往往投入较多的资源比如资金、人员、时间等来建设和推广自己的品牌，提高辨识度和影响力。在我国农业生产极度分散的情况下，更高的知名度和美誉度意味着更容易获得农户的信任。因此，具备品牌优势的龙头企业将在行业整合显著受益。

公司异地扩张逐渐迎来收获期

公司上市后资金实力加强，品牌影响力进一步扩大，在此基础上实现了产能的快速扩张。2010 年，公司复合肥产能仅有 190 万吨/年，经过几年的布局，公司复合肥产能目前已达 500 万吨/年，是上市前的 2.63 倍，生产基地也从山东、吉林、广西逐步拓展到湖北、

河南、江西等地。

图：公司复合肥产能变化



资料来源：公司公告，群益证券整理

随着公司异地布局加快，2014-2016 年公司产能将快速增加，2014 年公司新增产能在 280 万吨，2015、2016 年将有望分别新增 120、100 万吨复合肥产能，届时公司整体产能有望超过 700 万吨。

表：公司新增产能预测

	2014	2015	2016
湖北当阳	80		
河南遂平	80		
河南宁陵	80		
山东临沭	40	40	
山东平原			40
广西贵港		20	
江西丰城		60	
吉林扶余			60
合计新增产能	280	120	100
总产能	500	620	720

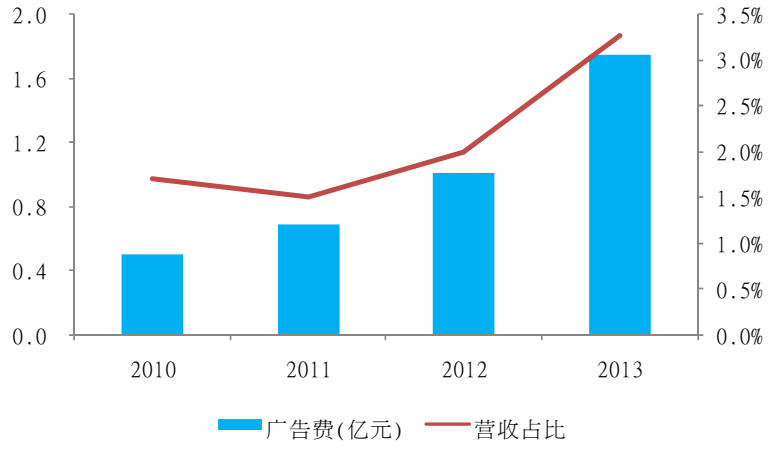
资料来源：公司公告，群益证券整理

努力塑造品牌+深耕渠道助力公司产品销售

复合肥产品的质量、功效关系到农民的切身利益，因此农民将肥效与安全放在最重要的位置。目前复合肥市场集中度偏低，企业诚信度参次不齐。在我国农业生产极度分散的情况下，更高的知名度和美誉度意味着更容易获得农户的信任，而企业树立产品的知名度和美誉度需要投入更多资源，比如资金、人员、时间等，成本很高。

公司一直重视品牌的建设，广告费逐年攀升，2010 年公司广告费投入仅有 0.5 亿元，2013 年已达 1.74 亿元，营收占比达 3.26%。受此影响，公司生产的“史丹利”牌复合肥是全国复合肥中单品牌销量最大的品牌之一，公司商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。

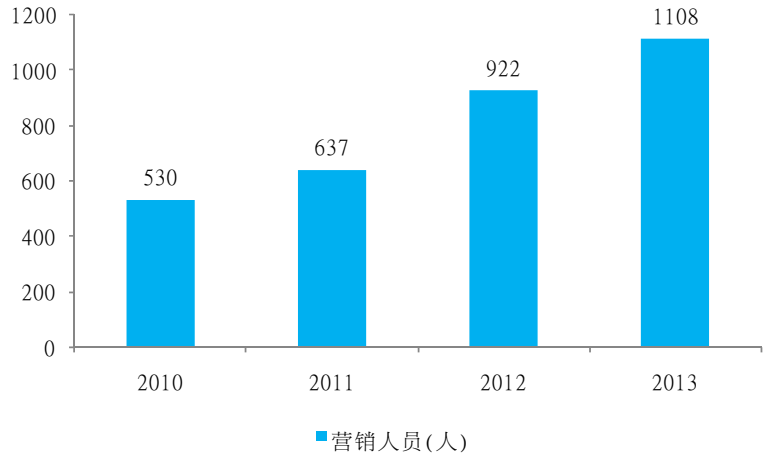
图：公司广告费投入及营收占比



资料来源：公司公告，群益证券整理

在营销方面，公司销售人员不断扩张，2010 年公司仅有销售人员 530 人，截至目前，公司已拥有一支 1100 多人的具有丰富销售经验的销售队伍，建立了覆盖全国大部分省县级区域的销售网络，发展了许多在当地实力强、信用好的一级经销商。此外，公司还成立了农化服务中心，配置了农化服务车，销售人员和农化服务人员常年服务于农业生产一线，公司的农化服务有力地促进了产品销售。

图：公司销售人员数量变化



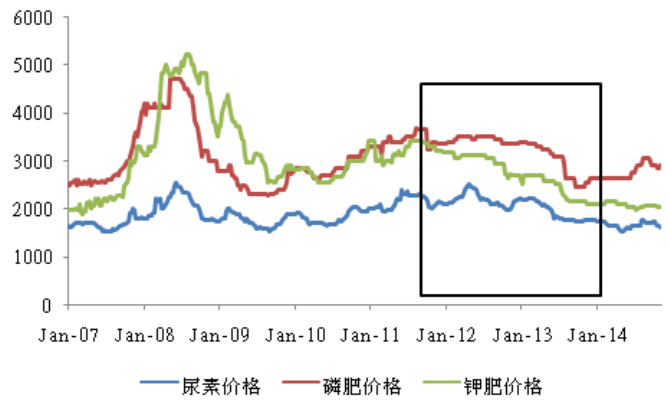
资料来源：公司公告，群益证券整理

公司复合肥销售毛利率或将企稳，未来销售放量可期

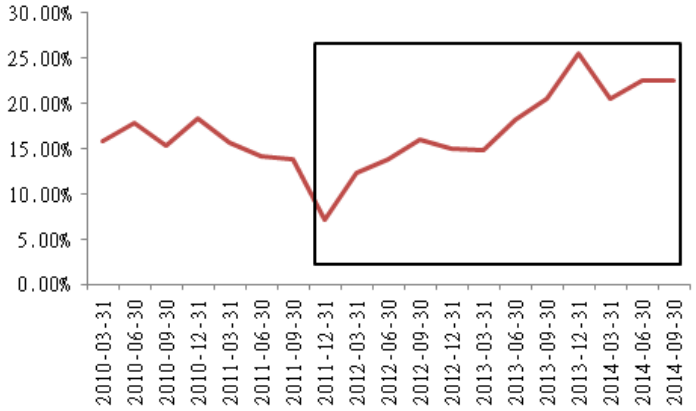
2012 年以来，受全球性产能过剩和国内宏观经济增速放缓影响，复合肥的主要原料氮、磷、钾等单质肥国内市场价格步入下跌通道。尽管公司复合肥销售价格也受到一定的影响，但是由于具有一定的品牌优势，价格降幅小于单质化肥，因此导致公司复合肥销售毛利率稳步提升。

图：单质化肥价格走势

图：公司综合毛利率变化



资料来源：隆众石化，群益证券整理



资料来源：公司公告，群益证券整理

2014 年下半年以来，氮磷钾等单质原料化肥价格有所企稳，使得公司销售毛利率稳定在 22.5%左右的水平。展望未来，我们认为随着落后产能的退出和库存的消化，单质肥料价格进一步下降空间有限，并且受制于整体产能过剩，大幅上涨的概率也较小，因此，公司复合肥销售毛利率未来有望保持在目前较高的水平。

公司复合肥产品销量方面，由于受 12、13 年新增产能较少影响，复合肥销售量并未大幅增加，我们认为未来随着公司新增产能的投产，品牌影响力的扩大和渠道建设的加强，公司 15、16 年复合肥销售放量可期。

表：公司复合肥销售量预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
复合肥产能(万吨)	220	220	500	620	720
复合肥产量(万吨)	167	189	260	380	460
复合肥销量(万吨)	166	187	240	360	440
YOY	5.80%	12.85%	28.08%	50.00%	22.22%

资料来源：公司公告，群益证券整理

股权激励助力公司快速发展

公司于 2014 年 10 月公布了股权激励计划草案，拟对包括公司董事、中高层管理人员、核心业务（技术）人员等合计 84 人授予 730 万份股票期权，占本激励计划签署时公司股本总额 28561 万股的 2.556%。其中首次授予 670 万份，预留 60 万份，其中首次授予的股票期权授予价格为 13.63 元/股，较目前股价低 60%左右。

图：公司股权激励对象及数量

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
张磊	副总经理	30	4.11%	0.105%
杨其洪	副总经理	30	4.11%	0.105%
王臣	副总经理	20	2.74%	0.070%
古荣彬	销售总监	20	2.74%	0.070%
高杨	销售总监	20	2.74%	0.070%
张宗礼	销售总监	20	2.74%	0.070%
王家强	销售总监	20	2.74%	0.070%
王经明	总监	20	2.74%	0.070%
祖林海	财务负责人	10	1.37%	0.035%
胡照顺	副总经理、董事会秘书	10	1.37%	0.035%
其他管理人员、核心业务（技术）人员（74 人）		470	64.38%	1.646%
预留限制性股票数		60	8.22%	0.210%
合计（84 人）		730	100%	2.556%

资料来源：公司公告

公司股权激励的行权条件为 2014、2015、2016 年的净利润相比 2013 年增长率不低于 20%、44%、73%。从行权条件来看，公司每年净利润增速不低于 20%，彰显了管理层对于公司未来盈利前景的信心。

图：公司股权激励业绩行权条件

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	相比2013年，2014年净利润增长率不低于20%，净资产收益率不低于15%
第二个解锁期	相比2013年，2015年净利润增长率不低于44%，净资产收益率不低于15%
第三个解锁期	相比2013年，2016年净利润增长率不低于73%，净资产收益率不低于15%

资料来源：公司公告

我们认为此次激励将有效吸引和留住优秀人才，充分调动公司高层管理人员、其他管理人员、核心业务（技术）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司长远发展。

盈利预测

公司 2014 年 1-3Q 实现营收 41.55 亿元，yoy-0.34%，实现净利润 4.13 亿元，yoy+23.25%，折合 EPS1.45 元。单季度来看，公司 Q3 实现营收 14.05 亿元，yoy+15.31%，实现净利润 1.52 亿元，yoy+24.57%，折合 EPS0.53 元。公司净利润增长主要是由于高端

产品销售增加，整体毛利率提升所致。公司预计 2014 年全年实现净利润 4.77~4.96 亿元，yoy+20%~+25%。

我们预计公司 2014/2015/2016 年分别实现净利 4.92、6.68、7.99 亿元，yoy 分别为 +24%,+36%,+20%，折合 EPS 分别为 1.72/2.34/2.80 元。目前股价对应的 2014/2015/2016 年 PE 分别为 20、15、12 倍。鉴于公司异地扩张迎来收获期，未来复合肥销售放量可期，我们给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5057	5346	5567	6958	8141
经营成本	4335	4308	4343	5393	6310
营业税金及附加	3	1	4	2	2
销售费用	264	372	360	434	524
管理费用	142	231	328	419	449
财务费用	(32)	(40)	(43)	(70)	(81)
投资收益	0	12	6	8	8
营业利润	345	486	577	789	945
利润总额	357	492	586	801	957
所得税	65	95	94	133	159
少数股东损益	0	0	(0)	0	0
归属于母公司股东权益	292	397	492	668	799

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1494	1537	1690	1859	2045
应收账款	0	0	0	0	0
存货	1024	661	595	714	785
流动资产合计	3040	2730	3371	3773	4099
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	436	523	1046	1360	1632
在建工程	292	701	400	300	200
非流动资产合计	1023	1563	1823	2037	2209
资产总计	4063	4293	5194	5810	6308
流动负债合计	1695	1292	1421	1564	1720
非流动负债合计	64	329	0	0	0
负债合计	1759	1621	1864	2051	2256
少数股东权益	0	5	5	5	5
股东权益合计	2304	2672	3330	3759	4052
负债及股东权益合计	4063	4293	5194	5810	6308

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	930	424	848	1018	1221
投资活动产生的现金流量净额	-437	-502	-800	-600	-400
筹资活动产生的现金流量净额	-367	232	106	-249	-635
现金及现金等价物净增加额	126	155	154	169	186

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。