

史丹利(002588.SZ)
农业互联网高歌猛进,
农资综合服务平台始成型
评级: 买入
前次:
目标价(元):
68.34-69.12

分析师

分析师

谢刚

张俊宇

S0740510120005

S0740511120002

021-20315178

021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn

zhangjy@r.qlzq.com.cn

2015年4月7日

基本状况

总股本(百万股)	291.18
流通股本(百万股)	285.61
市价(元)	54.78
市值(百万元)	14600
流通市值(百万元)	8840

股价与行业-市场走 对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(万元)	5,345.5	5,654.0	6,670.3	8,001.6	9,156.1
营业收入增速	5.71%	5.77%	17.98%	19.96%	14.43%
净利润 增长率	36.15%	24.68%	27.07%	30.26%	25.23%
摊薄每股收益(元)	1.81	1.73	2.16	2.81	3.53
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	20.41	22.46	25.35	19.46	15.54
PEG	0.56	0.91	0.94	0.64	0.62
每股净资产(元)	12.14	10.69	12.40	15.21	18.74
每股现金流量	1.93	2.48	2.68	2.28	4.14
净资产收益率	14.89%	16.22%	17.43%	18.50%	18.81%
市净率	3.04	3.64	4.42	3.60	2.92
总股本(百万股)	219.70	285.61	291.18	291.18	291.18

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 史丹利是国内复合肥龙头企业之一,在传统复合肥领域,公司过往取得了骄人业绩,复合肥销量由2009年的110万吨增长至204万吨,净利润由1.05亿元增长至4.95亿元,年均复合增长36%。
- 2015年将成为公司“新模式、新起点”元年,我们认为当前市场对公司模式转型认知并不充分,将带来显著的预期差投资机会。在传统复合肥领域,公司取得巨大成功,但在土地流转、种植集中度提升的背景下,公司仍在积极利用信息化、金融和互联网手段加强农村市场渗透,以由农资生产企业向农村综合服务平台运营商转型。
- 公司农业综合服务平台依托四大子平台而展开:
 - 农资一体化:未来通过并购和战略合作等多种手段实现复合肥生产向种子、农药制剂及农机具一体化产品和综合服务解决方案提供商转型。
 - 农业技术服务公司:借助土地流转、农业经营规模化的浪潮,完成了线下客户的维护和拓展。同时通过技术服务、融资、粮食收储、销售和仓储系列服务。2015年公司将在黑龙江和山东展开土地流转试点,到2017年土地种植收益将达亿元以上。
 - 金融支持是农资服务平台的强大助力:从区域“三农”小微企业、个体经营者开始,帮助业务范围内有融资需求的客户解决资金难题,未来将借力信息化建设,形成农村互联网金融平台。
 - 农业信息化:信息化包括农业生产的大数据分析、线上销售电商平台构建、征信信息系统、农产品销售对接入口等内容,是整个农业互联网的技术基础。

- **未来史丹利的盈利增长主要来自于：**（1）传统农资销售，公司目前复合肥产能已达 520 万吨，预计 2015 年年末达到 640 万吨，产能增长以及营销模式创新带来传统业绩持续文件增长；（2）金融服务规模巨大，预计潜在金融服务空间至少在 200 亿以上，潜在盈利空间至少在 5-10 亿元。（3）巨大的农产品销售服务佣金提成，未来在大宗农产品仓储、物流服务上有较大盈利空间。
- **我们预计史丹利 2015-2017 年 EPS 分别为 2.16, 2.81, 3.53 元。**目前 A 股上市公司中，发展农资一体化、农业信息化及农业互联网的公司估值基本都在 35X 以上，例如涉足农业信息化的江淮动力公司估值 66X，涉足农资一体化的农发种业公司估值达 137X。按照公司 PEG=0.9，给予 32X2015PE，目标价 69.12 元，按 DCF 估值 68.34 元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 68.34-69.12 元。
- **风险提示：**（1）农资服务平台战略推行需要一定时间，短期收益可能不达预期；（2）下游单质肥价格反弹过快，利润增速低于预期的风险；（3）小额贷款的金融服务如果面临政策加强监管，可能影响农资服务平台整体功能的风险。

内容目录

产品、服务、信息、资金互联打造大农资综合服务平台	4
农资综合服务平台战略蓝图逐步清晰.....	4
四大平台逐步落地，农资巨头转型正当时.....	4
农资服务生态圈：壮大线下客户群，平台化、开放化可期.....	6
史丹利四大平台业务战略全解析	7
农资一体化平台建设提升公司核心竞争力.....	7
农业技术服务公司是公司平台建设的重要线下流量入口.....	8
金融服务规模巨大，未来将成为重要利润来源.....	10
信息化平台将成为农资服务平台的重要手段.....	11
核心复合肥业务积极开拓，产品、产能、布局、营销立体纵横	12
复合肥产业：产值巨大，机遇与挑战并存.....	12
产品毛利高，收入增长管理层信心足.....	13
品牌层次拓展，良好口碑维持溢价.....	15
产能扩张、区域布局步步为营，公司业绩有望再起飞.....	16
盈利预测与投资建议	19
盈利假设前提.....	19
盈利预测结果.....	19
相对估值结果.....	19
DCF 绝对估值结果.....	20
投资建议：目标价 68.34-69.12 元，“买入”评级.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1：农业综合服务平台战略蓝图	4
图表 2：公司农村服务平台建设的大体进程	5
图表 3：平台生态圈的客户群体	6

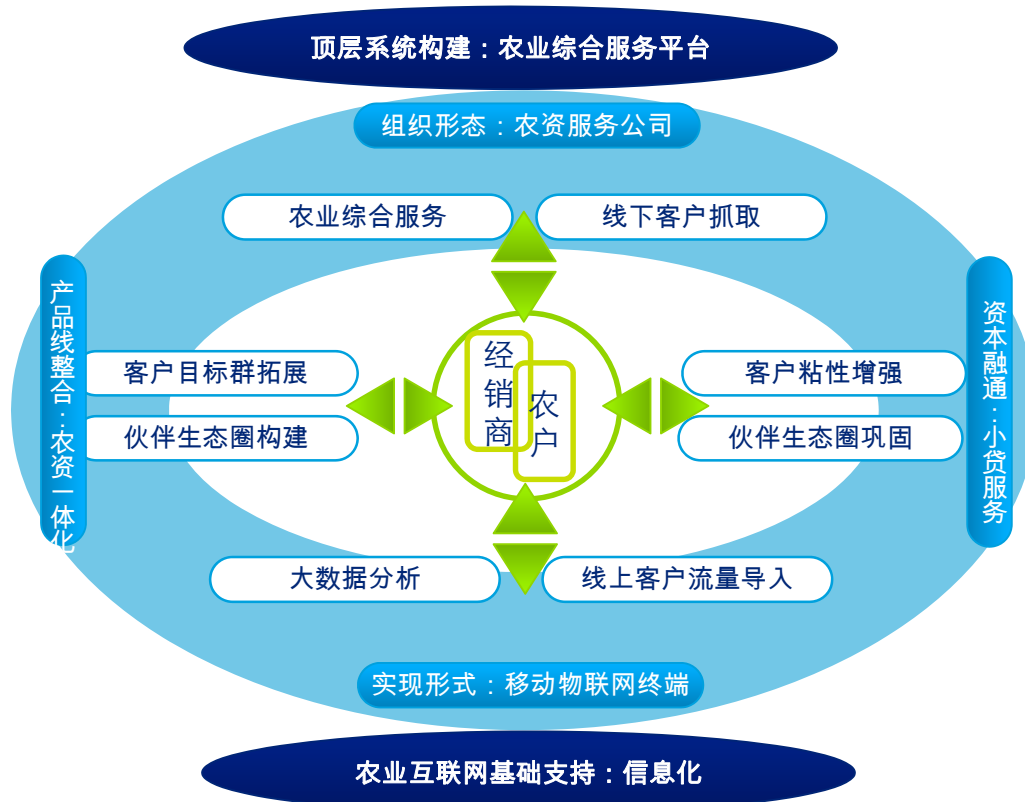
图表 4: 孟山都主营业务收入结构(百万美元).....	- 7 -
图表 5: 先正达主营业务收入结构(百万美元).....	- 7 -
图表 6: 史丹利农业服务公司投资标的	- 8 -
图表 7: 国内各省耕地面积 (前十)	- 9 -
图表 8: 各省人均耕地面积 (前十)	- 9 -
图表 9: 黑龙江省玉米种植成本情况 (2013 年)	- 9 -
图表 10: 山东省玉米种植成本情况 (2013 年)	- 10 -
图表 11: 史丹利金融服务的功能分析	- 11 -
图表 12: 史丹利信息化层级构架	- 12 -
图表 13: 我国化肥施用的复合化率.....	- 13 -
图表 14: 复合肥市场集中度	- 13 -
图表 15: 复合肥龙头企业产能急剧扩张	- 13 -
图表 16: 复合肥行业主要上市公司的毛利率	- 14 -
图表 17: 复合肥行业主要上市公司的净利率	- 14 -
图表 18: 史丹利股权激励计划概况.....	- 15 -
图表 19: 不同复合肥处理水稻的产量 (kg/亩)	- 15 -
图表 20: 复合肥价格比较.....	- 16 -
图表 21: 史丹利复合肥产能情况	- 16 -
图表 22: 史丹利近三年复合肥产能变动情况	- 17 -
图表 23: 史丹利主营业务地区分布 (2009)	- 18 -
图表 24: 史丹利主营业务地区分布 (2014)	- 18 -
图表 25: 国内部分省份复合肥施用量	- 18 -
图表 26: 史丹利费用和营业税金及附加假设	- 19 -
图表 27: 农资一体化、农业信息化及农业互联网上市公司估值一览	- 19 -
图表 28: 史丹利 DCF 估值结果.....	- 20 -
图表 29: 史丹利三张报表.....	- 21 -
图表 30: 史丹利主营业务收入预测表.....	- 22 -

产品、服务、信息、资金互联打造大农资综合服务平台

农资综合服务平台战略蓝图逐步清晰

- 史丹利是国内复合肥龙头企业之一，在传统复合肥领域，公司过往取得了骄人业绩，复合肥销量由 2009 年的 110 万吨增长至 204 万吨，净利润由 1.05 亿元增长至 4.95 亿元，年均复合增长 36%。
- 2015 年将成为公司“新模式、新起点”元年。在传统复合肥领域，公司取得巨大成功，但在土地流转、种植集中度提升的背景下，公司仍在积极利用信息化、金融和互联网手段加强农村市场渗透，以实现由农资生产企业向农村综合服务平台运营商转型。
- 公司综合服务平台的整体战略蓝图已逐步清晰：以平台系统构建为顶层设计，农资服务公司为具体的组织形态；整合农资产品线，形成一揽子农资服务解决方案；同时提供一系列金融服务，巩固客户与合作伙伴生态圈；导入信息化技术，为整个生态圈提供大数据分析、线上销售窗口、征信信息系统甚至反向的农产品销售对接入口等互联服务，构成农业互联网的基础支持和最终表现形式。

图表 1: 农业综合服务平台战略蓝图



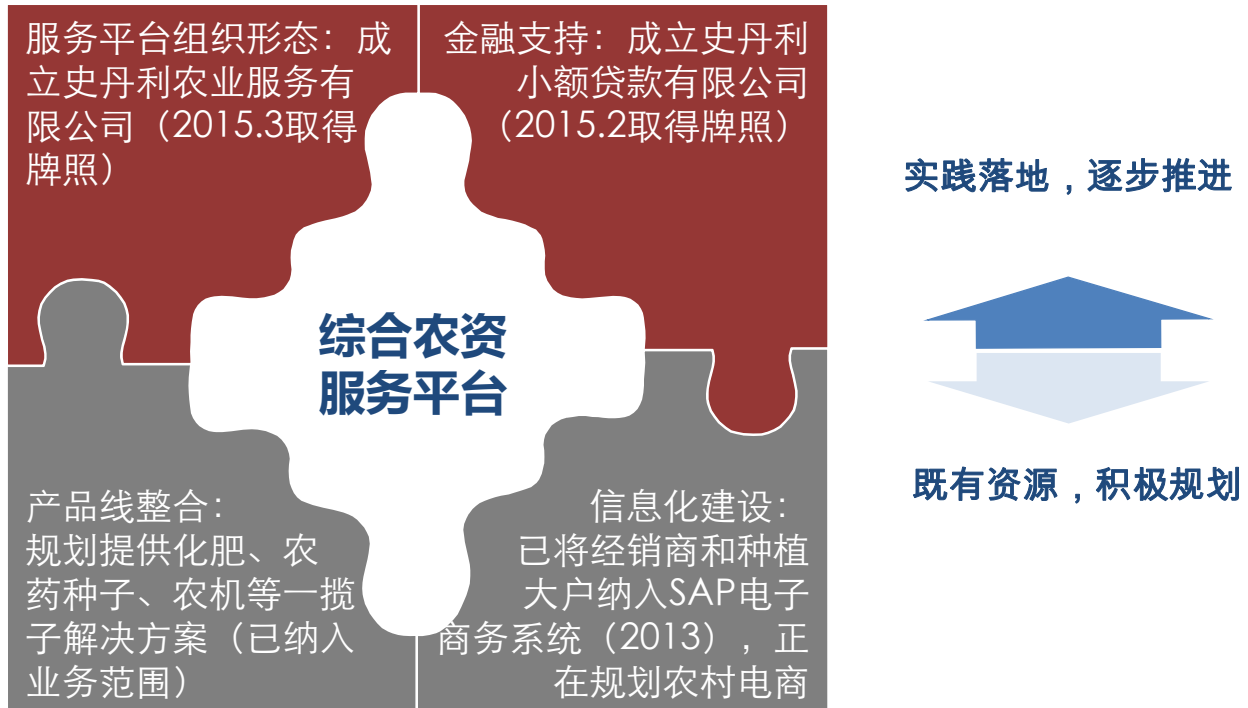
来源：齐鲁证券研究所

四大平台逐步落地，农资巨头转型正当时

- 2015 年 1 季度，小贷公司、注册资本 5 亿元的农业技术服务公司分别取得营业执照，注册成立，但市场对此解读并不充分。

- 我们认为公司的农业综合服务平台依托四大子平台而展开：农资一体化平台、农业技术服务平台、农村金融平台和农业信息化（线上和线下）平台。
- 经过前期详细的工作论证，2015年四大平台将逐步落地，公司农业综合服务平台建设的拼图将愈发清晰。

图表 2: 公司农村服务平台建设的大体进程



来源: 齐鲁证券研究所

- **农资一体化:** 未来通过并购和战略合作等多种手段实现复合肥生产销售型企业向种子、农药制剂及农机具一体化产品服务方案提供商转型。
- **农业技术服务公司:** 该子公司将通过对外投资、合资合作等方式为种植大户、农业合作社、家庭农场等提供综合性农业解决方案。
 - **参股经销商和种植大户, 帮助经销商实现经营模式转型。** 这一模式不仅避免了“去经销商化”带来的利益冲突, 而且借助土地流转、农业经营规模化的浪潮, 完成了线下客户的维护和拓展。
 - **服务外部化。** 不仅参股自身经销商, 其他外部种子、农药、化肥、农机具经销商只要自身想实现转型, 都将成为史丹利重要的合作伙伴。
 - **提供粮食收储、销售和仓储服务。** 农服公司同时拥有粮食及粮油副产品的收储、销售与仓储服务的业务许可, 这一设计就意味着农服公司将同时承担着反向的农产品销售对接的功能。
 - **目前公司在东北、山东等地已经做了 2 年的前期工作论证, 2015 年公司将通过参股经销商和种植大户, 实现土地流转的快速推进。**
- **金融支持是农资服务平台的强大助力:** 已经设立史丹利小额贷款有限公司, 并于 2 月正式取得牌照, 公司将开始在提供金融服务上进行初步探索, 从区域“三农”小微企业、个体经营者开始, 帮助业务范围内有融

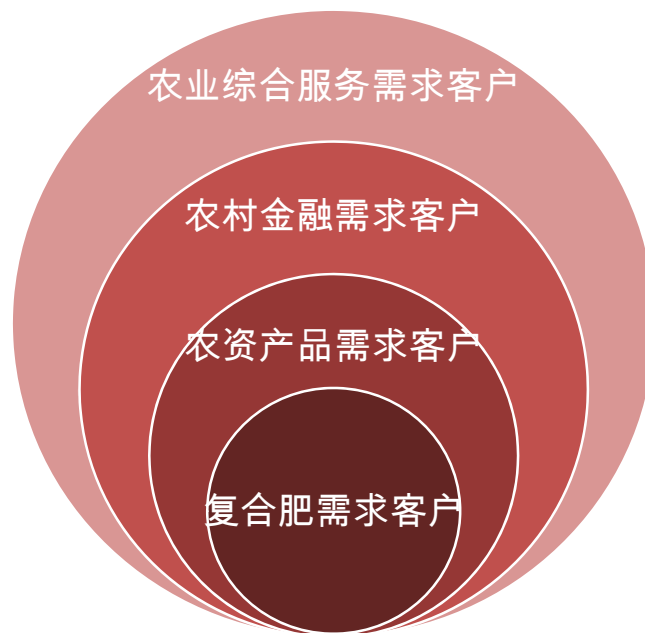
资需求的客户解决资金难题，未来将借力信息化建设，形成农村互联网金融的前景可期，

- **信息化建设是公司构建综合农资服务平台的基础支持：**信息化包括农业生产的大数据分析、线上销售电商平台构建、征信信息系统、农产品销售对接入口等内容，是整个农业互联网的技术基础。公司的信息化建设始于 2013 年，将所有一级经销商和部分二级经销商纳入到公司 SAP 系统中，加强了对经销商的管控力度，同时向部分种植大户开放 SAP 电子商务系统，向种植大户直销。在这一初步探索的基础上，公司正在积极论证研究涉足农村电商，并推出移动互联的技术服务、农资交易、金融服务、农产品对接销售平台。

农资服务生态圈：壮大线下客户群，平台化、开放化可期

- 在对农业互联网的研究和思考中我们逐渐建立起这样一套分析框架，即信息化是技术手段，产品线整合是伙伴集群，金融服务是资金纽带，服务平台是组织形态，而最终都将服务于客户群体，这也是整个互联网改造产业的核心精神——为客户服务。
- **农资服务平台化进程分析：**
 - （1）以目前单一售卖复合肥给经销商或农户为起点，与其他农资企业合作整合产品线，合并不同农资需求的客户群体；
 - （2）提供金融服务，圈进业务线上的企业、经销商以及终端的种植大户等群体，此为第二层拓展；
 - （3）最后在融合农资销售、农业技术服务、金融服务、农产品对接等业务之后，完成农业综合服务的客户全面拓展。

图表 3：平台生态圈的客户群体



来源：齐鲁证券研究所

- **农资服务开放化进程分析：**
 - （1）依托农业技术服务公司投资经销商、种植大户、农业合作社、

家庭农场的策略，同时辅助区域的金融服务增大客户粘性。特别是入股经销商助力转型的形式，将客户资源进行加强转化，利用经销商本来具备的销售网络和农业种植技术知识，在土地流转的大背景下，组织起规模化的种植经营。

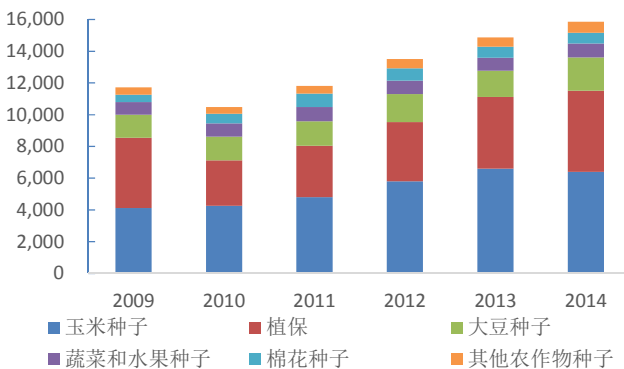
- (2) 线上平台的流量导入。在初期地推的基础上，线上电商平台的建立将加速客户群体的拓展。一个能够提供方便、及时、优质服务的互联网平台，将获得以几何级数增长的客户流量，农资平台受众是中国目前还占据近一半人口的农民群体，还有近百万互联网运用熟络的“新农人”，一旦传播效应起，必然形成燎原之势。
- (3) 长期客户获取则看公司对完整生态圈的构建，从农业生产的上游农资产品供应商、下游农资产品经销商、种植大户、普通农户，到农产品销售的下游食品、零售企业，都将成为公司农资综合服务平台的客户群体。

史丹利四大平台业务战略全解析

农资一体化平台建设提升公司核心竞争力

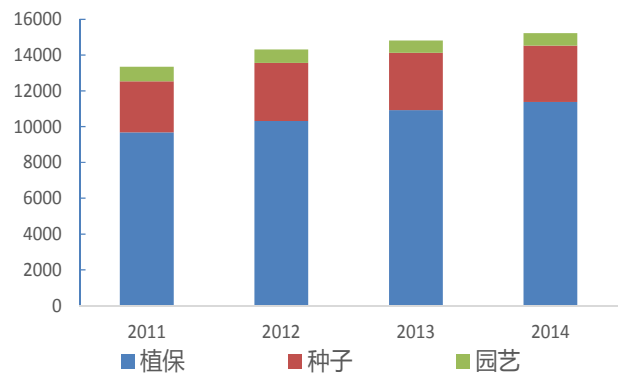
- 公司在 2014 年年报中明确提及了农资一体化平台战略：公司将通过合作或并购等方式实现化肥、种子、农药、农机的农资一体化，从而为种植大户、大农场、农业合作社等客户全套的农业生产解决方案。
- 从国际经验来看，国外农资巨头都纷纷实现了农资一体化的并购整合，实现产品多元化竞争格局，从而为种植户提供全套生产解决方案。
- 我们在 1 月 28 日《农业信息化专题报告：国际经验与畅想，看好农资综合服务平台运营商的崛起》中曾指出，即使在美国这样农业发达的国家，第三方技术平台型公司 farmlogs、farmworks 也很难通过农资销售实现客户流量变现。而诸如孟山都、约翰迪尔这样的农资巨头，基本都依赖于收购信息化公司来实现自身平台建设。
- 因此农资一体化将成为国内农资综合服务平台建设的重要环节，而史丹利的战略选择无疑切合了这一主流。

图表 4: 孟山都主营业务收入结构(百万美元)



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 5: 先正达主营业务收入结构(百万美元)

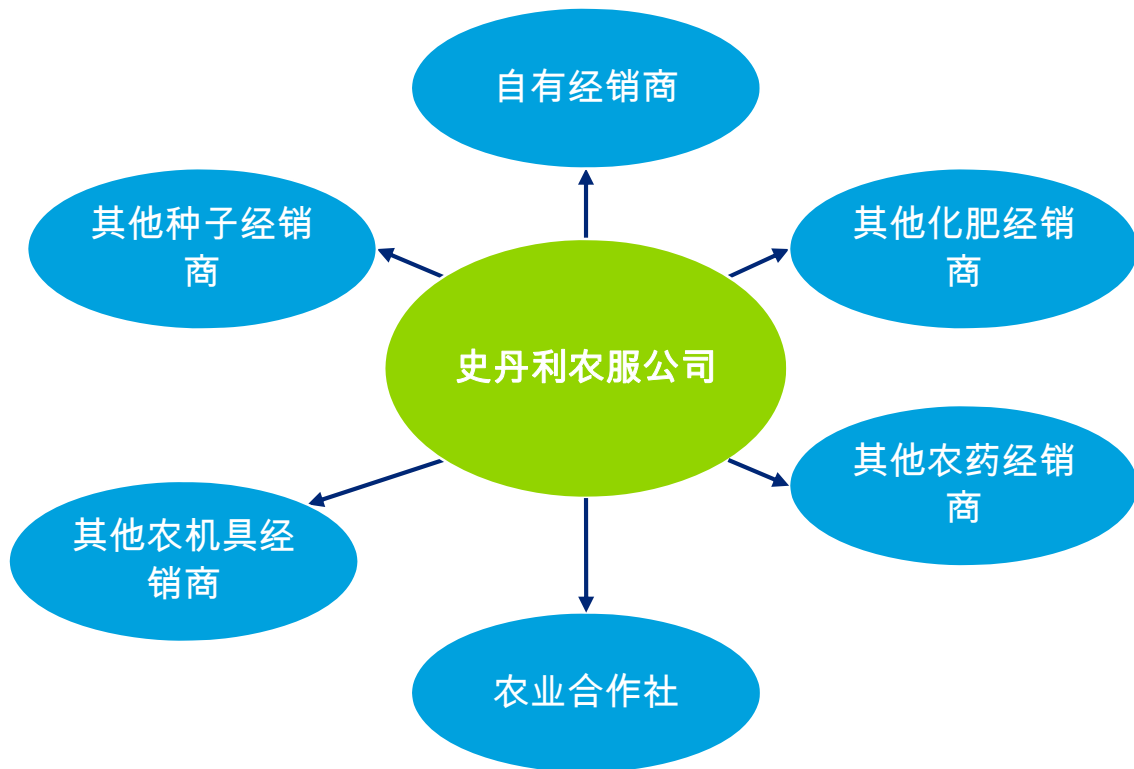


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

农业技术服务公司是公司平台建设的重要线下流量入口

- 史丹利通过全资子公司农业技术服务公司参股经销商和种植大户，将形成未来 2-3 年公司重要的平台线下流量入口。
- 流量导入的模式：通过农业技术服务公司参股经销商和种植大户而展开。
- 参股标的：具有转型意愿的史丹利经销商、外部种子/农化/农机具经销商、当地具有示范带头作用种植企业和种植大户。
- 模式推广区域：黑龙江和山东等农业大省。
- 参股经销商和种植企业的意义：（1）在新型的农资经营模式下，经销商本身需要实现转型，经销商利用其当地资源优势，参与到土地流转进程中，其本身成本一个种植业主体，也将更好的服务其下线的种植户；（2）史丹利通过参股为种植户提供技术服务、资金和信息化，甚至农产销售服务。

图表 6: 史丹利农业服务公司投资标的



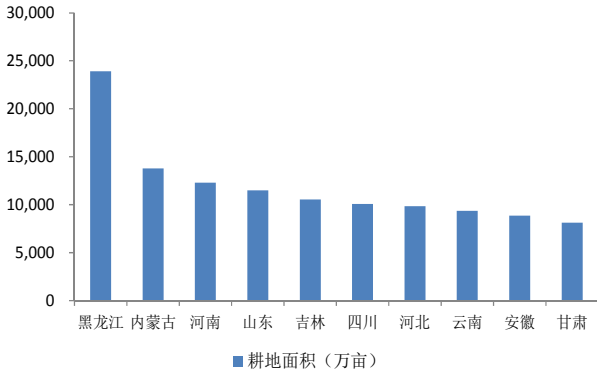
来源：齐鲁证券研究所

- 目前国内 18 亿亩耕地，已经流转 3.8 亿亩，但基本属于低层次的流转。而公司前期主要选择黑龙江和山东等种植大省，看重的是其土地流转的规模和单个种植主体的种植规模。
 - （1）2014 年 10 月，黑龙江省农村土地已流转 6507 万亩，比上年增长 16.2%；农村土地规模经营面积发展到 5971 万亩，比上年增长 17.1%；全省 200 亩以上的种植大户（家庭农场）发展到 10.5 万个。截至 2014 年 9 月底，山东省土地流转达 1808 万亩，占家庭经营面积的 19.6%，农业经营规模化率达到了 28.6%。
 - （2）截至 2014 年 6 月底，全国家庭承包经营耕地流转面积 3.8 亿

亩，占家庭承包耕地总面积的 28.8%，比 2008 年底提高 20 个百分点

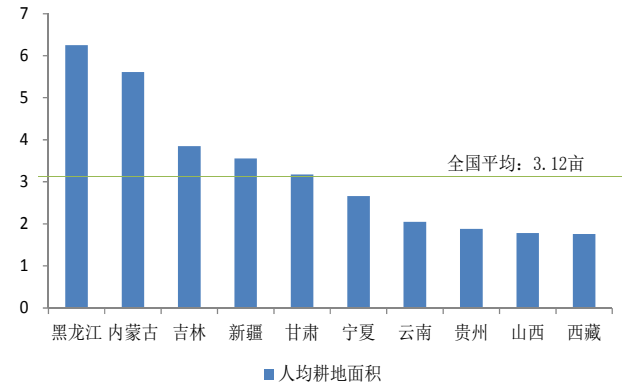
- (3) 截止 2014 年 6 月，黑龙江供销社领办各类农民专业合作社 3331 个，山东省全省供销合作社系统已领办农民合作社 8096 个。

图表 7: 国内各省耕地面积 (前十)



来源: 齐鲁证券研究所

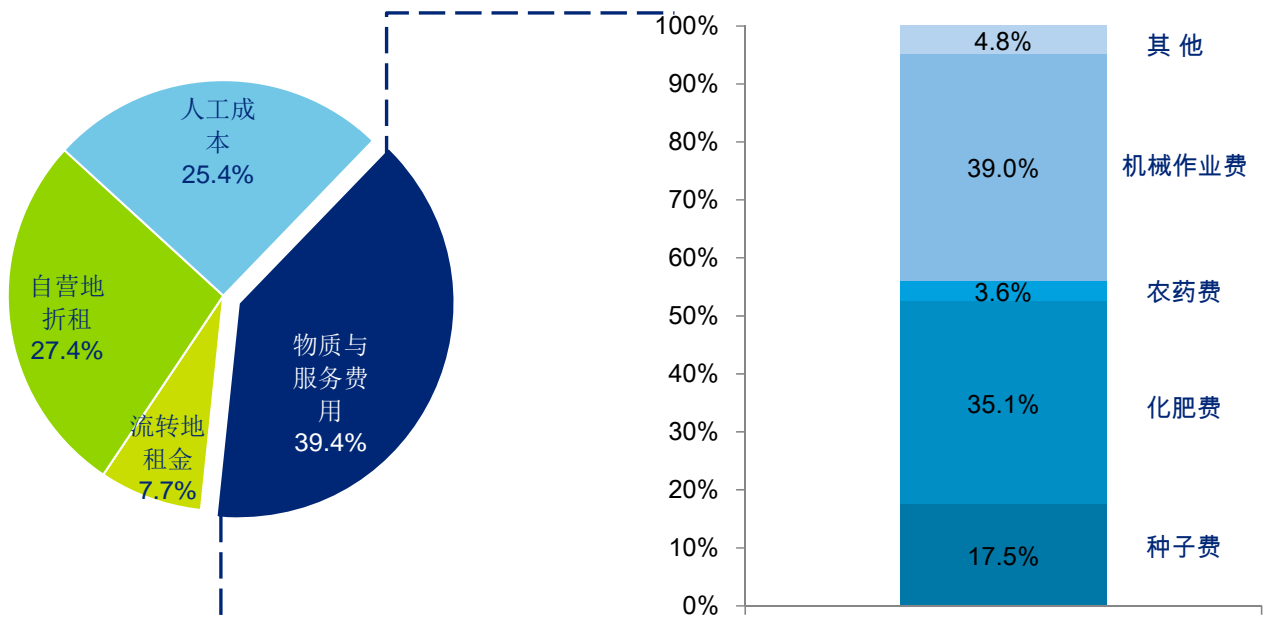
图表 8: 各省人均耕地面积 (前十)



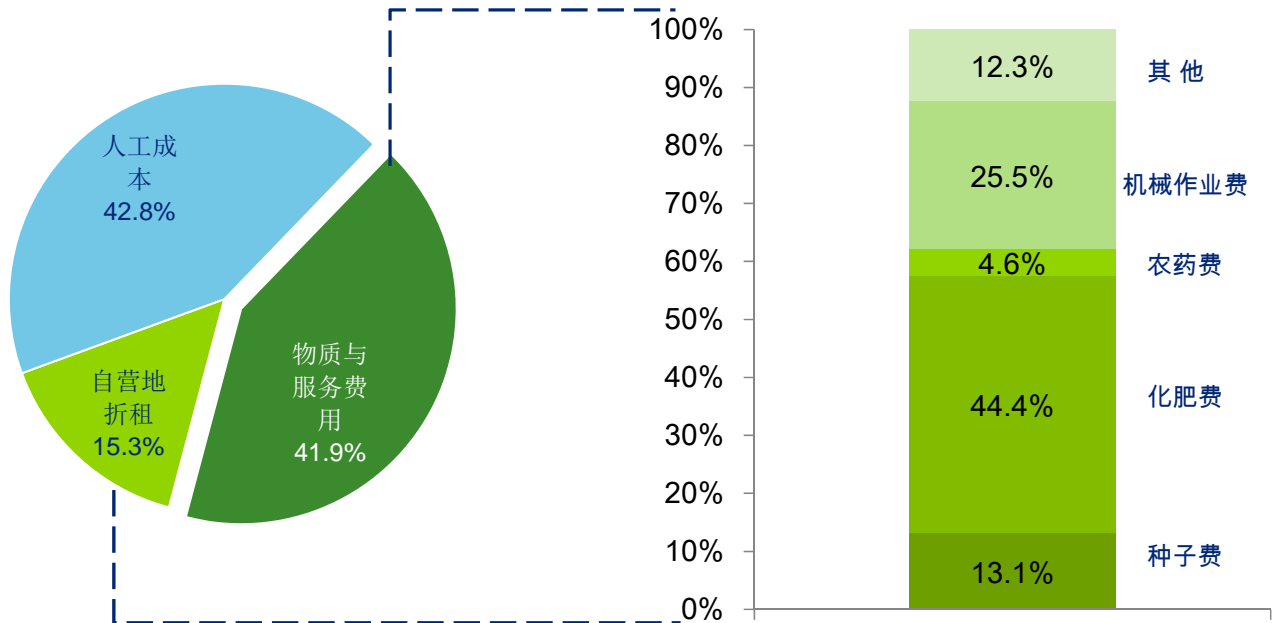
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

- **未来每亩收益或达到 500 元左右。**根据发改委《全国农产品成本收益资料汇编》，黑龙江和山东地区玉米种植全成本约为 867 元和 912 元，考虑到未来 800 元/亩租金成本。黑龙江地区玉米单产 1000 公斤/左右，年收入 2200 元，收益约 500 元/亩；山东地区玉米单产 700 公斤/左右，年收入 1500 元，但是华北地区属于小麦和玉米两年三季，因此年化收益不会低于黑龙江种植区域收益。

图表 9: 黑龙江省玉米种植成本情况 (2013 年)



来源：发改委、齐鲁证券研究所

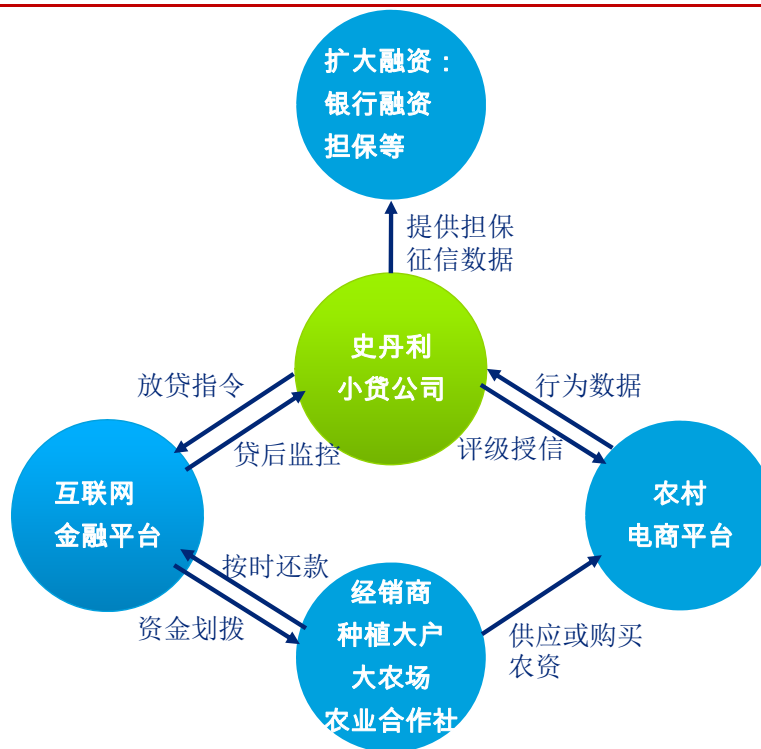
图表 10：山东省玉米种植成本情况（2013 年）


来源：发改委、齐鲁证券研究所

金融服务规模巨大，未来将成为重要利润来源

- 公司将以史丹利小额贷款公司为主体，辅以担保、P2P 等各种模式，为经销商、种植大户、农场等提供便利快捷的金融支持。
- 同时，公司继续积极发展供应链金融服务，与商业银行紧密合作，为经销商、种植大户、大农场、农业合作社提供资金支持，促进其发展壮大。
- **史丹利作为农业产业链的核心企业，是农资经销商、种植户、粮食收储加工企业的核心纽带。**核心企业最大的价值来自于在产业链经营过程中获取的大数据资源，由此带来潜在金融服务的风险控制能力。**通过农化信息化的技术手段和经营模式创新，核心企业的数据资源价值愈发凸显，主要包括：（1）种植户生产经营的数据，生产经营效率的数据、生产效率的数据；（2）经销商的库存流转数据、经营状况数据等等。**
- 在整个农产品交易过程中：农资企业→经销商→种植户→粮食收储加工企业，价值至少实现三次以上增值，以史丹利 2014 年销售 56 亿元为例，整个产业链经营过程，至少实现 200 亿元以上的价值，都是潜在金融服务增值的获利空间所在。
- 而且，公司未来将逐步通过收购或自己申请获得农村第三方支付牌照，理论上未来整个产业链经营环节的资金流动都将在完整的闭环内进行，资金安全将得到极大保障。

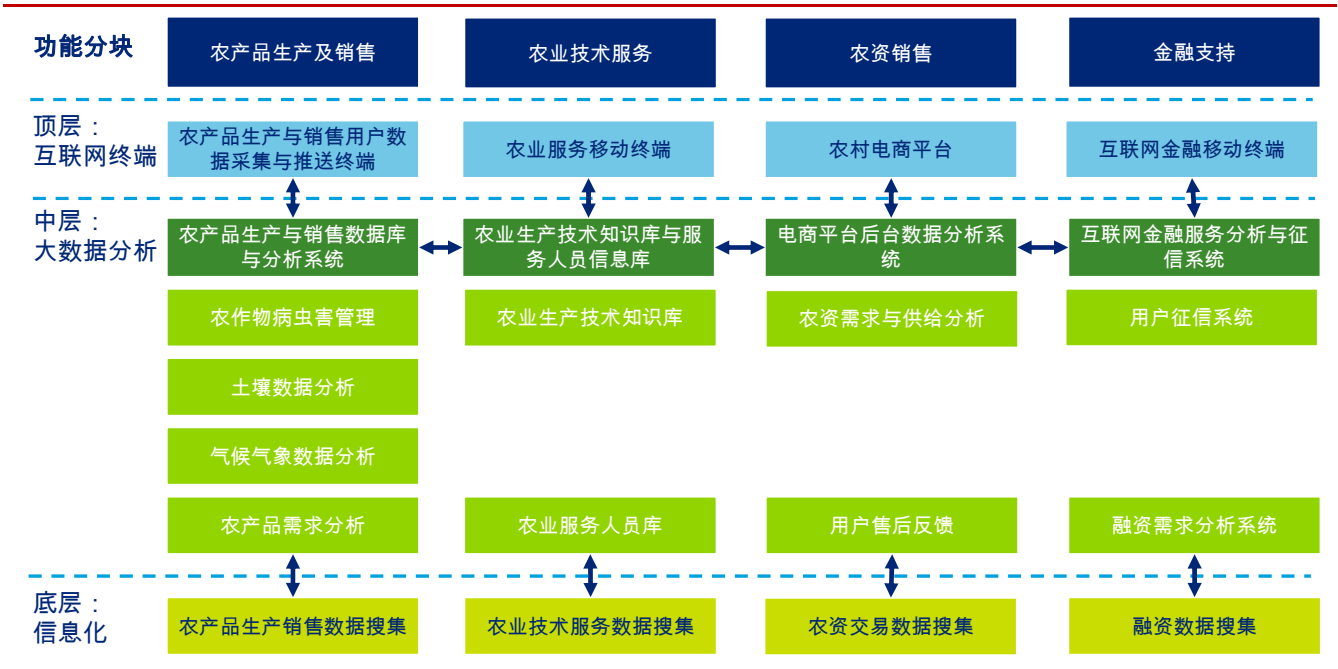
图表 11: 史丹利金融服务的功能分析



来源：齐鲁证券研究所

信息化平台将成为农资服务平台的重要手段

- 农业信息化不是农资服务平台的终极目标，而是为实现农资平台更好运营的手段。
- 农业信息化从底层、中层和顶层的功能分别为：（1）底层是为生产和交易服务的，比如未来要为种植户提供智能化的农业互联网设施，获取生产数据，可溯源数据；与经销商实现交易数据对接，获取经销商库存、财务数据为其更好做资金配置服务；（2）中层主要是看公司的数据分析能力，获取种植户和经销商的生产经营后，通过有效的模型运算，为种植户提供更好的生产技术服务指导、为经销商提供更好的存货管理服务、通过大数据分析种植户和经销商经营管理水平、资信能力，为其提供金融服务，控制风险；（3）顶层是基于移动互联的终端，以移动互联终端为载体，电商平台与传统渠道互动联合，实现订单农业、合作种植、下游采集、资金融通、农化服务一体化服务功能。
- 目前，公司致力于信息化平台的打造，公司已有 20-30 人的信息化团队为公司整体战略服务，目前与经销商的 B2B 电子服务平台已经上线。随着在黑龙江和山东等地的土地流转推进，未来基于种植服务、金融服务、销售对接服务的移动互联平台将逐步推向种植户和经销商。

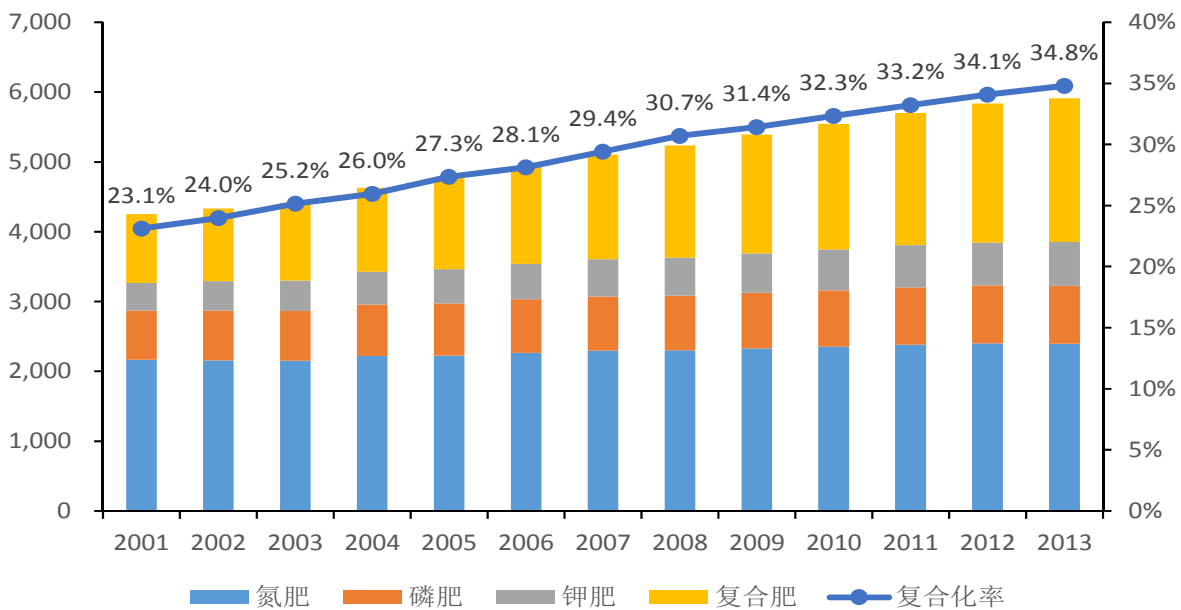
图表 12：史丹利信息化层级构架


来源：齐鲁证券研究所

核心复合肥业务积极开拓，产品、产能、布局、营销立体纵横

复合肥产业：产值巨大，机遇与挑战并存

- 调结构带来复合肥行业的发展机遇：**2014年年底，农业部提出2020年我国要实现化肥、农药用量零增长目标，对于农资行业来说无疑是一个新挑战。中央一号文件提出要加强农业生态治理，实现农业可持续发展，同时要求加强农业面源污染治理，深入开展测土配方施肥，大力推广生物有机肥；农业部审议并原则通过《化肥使用量零增长行动方案》；农业部还下发《2015年种植业工作要点》，提出要实行化肥、农药减量控害节本增效，推进测土配方施肥，推广新肥料新技术，有效利用有机肥资源。政策次次强调“零增长”，指明了化肥行业停止盲目扩张、调整结构的未来方向。
- 2012年全国复合肥施用量约1990万吨（折纯），而全国化肥的施用量约5839万吨（折纯），复合化率为34.1%，仍显著低于世界平均水平（40%）和发达国家水平（80%），复合化率仍有很大提升空间。**
- 单以2014年5912万吨的化肥使用量和未来五年达到60%的复合化率计算，复合肥的市场空间保守估计可达3547万吨（折纯），以目前市场主流的45%硫基和45%氯基复合肥均价的算术平均值2400元/吨计算，复合肥拥有851亿市场空间。**

图表 13: 我国化肥施用的复合化率


来源: 齐鲁证券研究所

- 随着农民科学施肥、品牌意识的提升, 加上复合肥龙头企业开始在全国布局, 销售渠道下沉, 持续深度分销, 未来小企业的市场份额将不断被蚕食。目前行业已经进入比拼产品创新能力、品牌、渠道、服务、资金规模和产能规模等综合实力的阶段, 未来将是一个大鱼吃小鱼的过程。无疑龙头企业在这些方面优势明显, 因此将充分受益于行业集中度的提升。根据《石油和化工产业结构调整指导意见》中提出的 2015 年复合肥前 10 大企业市场份额 50% 的目标, 前十大企业的产量复合增速将达到 33.4%。
- 2013 年复合肥市场前五大厂商市占率总和约为 20.4%, 虽然产能上快速扩张, 但以目前较低的开工率看, 2015 年要提高 CR10 至 50% 尚有不少空间。

图表 14: 复合肥市场集中度

产量 (万吨)	2011	2013
金正大	5.1%	5.5%
新洋丰	4.1%	4.7%
史丹利	4.0%	3.7%
施可丰	3.6%	3.2%
江苏中东集团	3.1%	3.2%
CR5	19.9%	20.4%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 15: 复合肥龙头企业产能急剧扩张

产能 (万吨)	2013	2014	2015E
史丹利	346	520	640
金正大	450	550	600
芭田股份	165	165	280
新洋丰	365	365	545
江苏中东集团		200	200
合计	1326	1800	2265

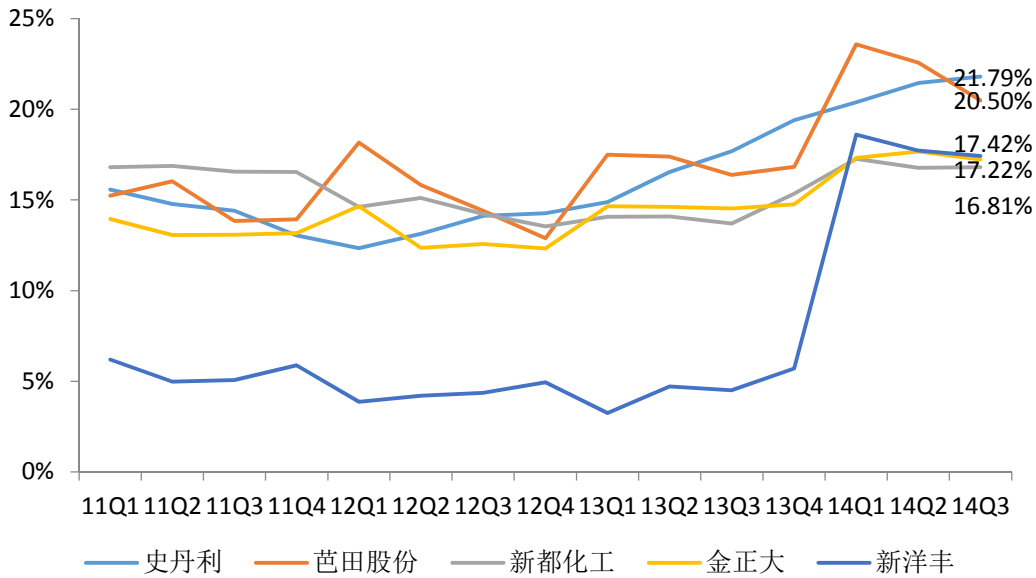
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

产品毛利高, 收入增长管理层信心足

- 公司在复合肥行业中毛利率常年保持前列, 12 年后在龙头企业中一直是毛利率和净利率双第一, 有很强的盈利能力和经营效率。2014 年, 平均

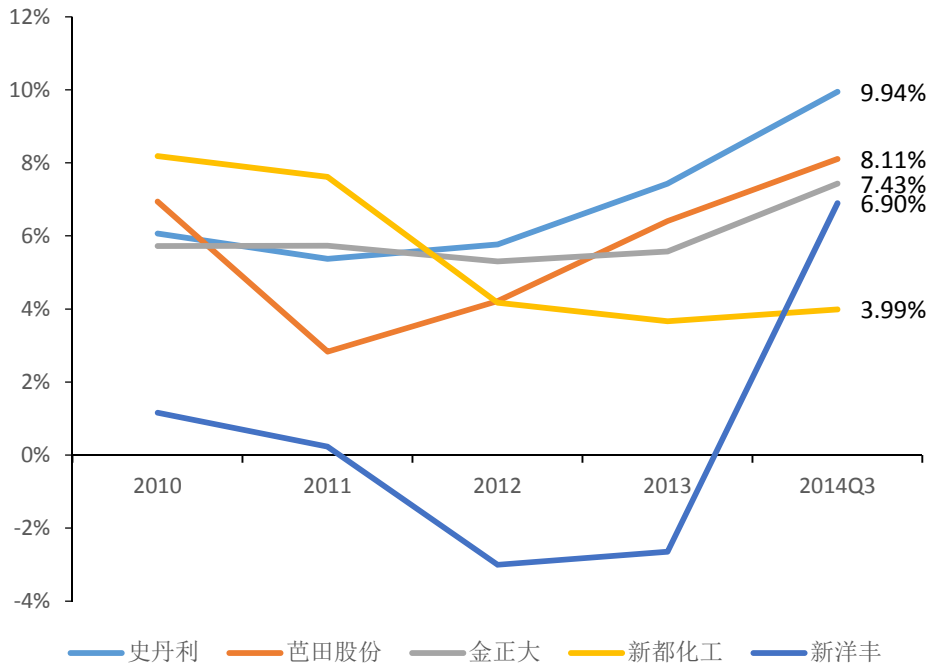
毛利率达 20.7%，公司的盈利能力日益增强。

图表 16: 复合肥行业主要上市公司的毛利率



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 17: 复合肥行业主要上市公司的净利率



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

- 2015 年 2 月 2 日，公司股权激励授予完成，一共向 89 名激励对象授予 557.00 万股限制性股票，占授予前上市公司总股本的比例为 1.950%。
- 公司股权激励的行权条件如下图所示。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。

图表 18: 史丹利股权激励计划概况

期权数量	557万股, 占总股本的1.950%			
股票来源	向激励对象定向发行公司股票			
行权价格	13.63元			
激励对象	公司中高层管理人员及核心人员共89人			
授予条件	公司无重大违法违规等不能实行股权激励计划的情形			
等待期	授权日与首次可行权日之间的间隔不少于一年, 分三次行权, 分别为30%、40%和30%			
首次行权条件	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%			
第二次行权条件	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%			
第三次行权条件	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%			
	2013	2014	2015	2016
扣非后净利润(百万元)	397.18	476.61	571.94	687.12
折合EPS(元)	1.36	1.64	1.96	2.36

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

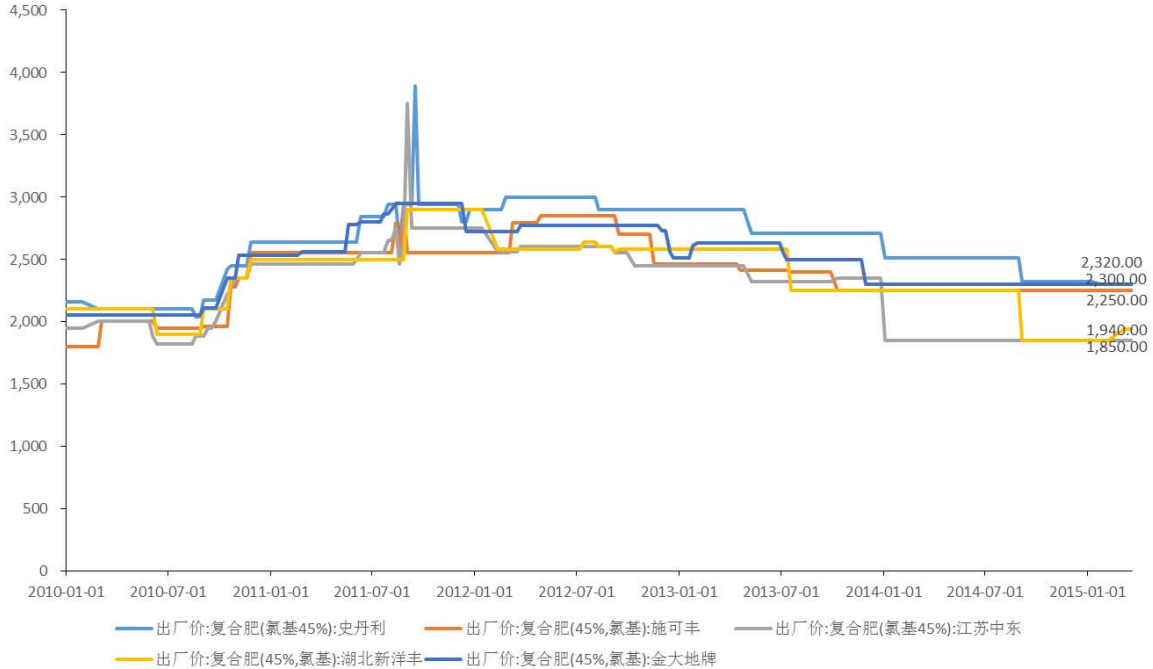
品牌层次拓展, 良好口碑维持溢价

- 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”。
- 多年以来, 公司坚持单品牌营销, 随着产品结构域的多元化, 品牌战略适时进行调整。2014年公司推出了高端复合肥品牌“第四元素”, 目标客户是对营养需求多元的经济作物种植户, 并且聘请王宝强为该品牌的代言人, 从网上评论看的确取得了良好反响。
- 除了营销经验丰富之外, 根据公司对第四元素的肥效试验, 新品牌复合肥具备更好的功效, 增产效果明显。第四元素处理水稻分蘖后期发力, 促进叶绿素积累、提高结实率, 提高了产量: 施肥处理的水稻亩产量均明显高于不施肥处理, 其中以施用第四元素的亩产量最高, 为624.03kg/667m²; 比习惯施肥增产127.27kg/667m², 增产率达25.6%; 比普通复合肥增产80.63kg/667m², 增产率达14.8%。
- 产品的优秀品质和有效的营销手段, 公司的复合肥享有每吨高于市场200-300元的溢价; 分销到农民手中的单包价格大概贵10-20元, 在农户愿为品牌信誉支付的心理承受范围之内。

图表 19: 不同复合肥处理水稻的产量(kg/亩)

	实际产量(kg/667m ²)			
	I	II	III	平均
第四元素	611.9	625.4	634.8	624.03d
普通复合肥	528.7	546.3	555.2	543.40c
习惯施肥	504.3	496.5	489.5	496.76b
空白	378.6	375.3	358.4	370.78a

来源：上市公司官网，齐鲁证券研究所

图表 20: 复合肥价格比较


来源：Wind，齐鲁证券研究所

产能扩张、区域布局步步为营，公司业绩有望再起飞

- 产能扩张：**目前，河南遂平项目、湖北当阳项目、河南宁陵项目、山东平原二期项目、广西贵港一期项目已竣工投产，山东临沭项目、广西贵港二期项目、江西丰城项目正加紧建设，吉林扶余项目正在设计中，公司积极进行产能扩张，改变三年前产能偏紧（一度超过 80%）的状况。2014 年公司的产能利用率（7 月投产的宁陵项目产能计算减半）约为 42.5%，为未来的发展预备了充足的空间。

图表 21: 史丹利复合肥产能情况

年份	产能 (万吨/年)
2008	125
2009	143
2010	190
2011	221
2012	235
2013	346
2014	520
2015E	640

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

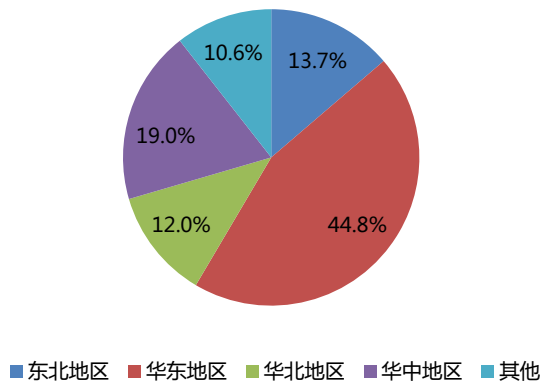
图表 22: 史丹利近三年复合肥产能变动情况

2013年投产情况			
名称	产能情况	地点	投产日期
高塔	1条20万吨高塔熔体造粒生产线	河南遂平	2013.12
	1条9万吨/年滚筒双烘双冷复合肥生产线	广西贵港	2013.12
滚筒	2条11万吨/年滚筒双烘双冷复合肥生产线	山东平原	2013.12
	2条15万吨蒸汽滚筒造粒生产线	河南遂平	2013.12
	1条10万吨缓控释肥生产线	河南遂平	2013.12
其他	1条10万吨脲甲醛缓控释型复合肥生产线	河南遂平	2013.12
	1条10万吨BB肥生产线	河南遂平	2013.12
2013年合计新增		111万吨	
2014年投产情况			
名称	产能情况	地点	投产日期
高塔	1条40万吨/年高塔熔体造粒作物专用缓释复合肥生产线	山东临沭	2014.7
	1条20万吨高塔熔体造粒生产线	湖北当阳	2014.1
	1条20万吨/年高塔复合肥生产线	河南宁陵	2014.7
滚筒	2条15万吨蒸汽滚筒造粒生产线	湖北当阳	2014.1
	2条15万吨/年滚筒造粒复合肥生产线	河南宁陵	2014.1
	1条10万吨缓控释肥生产线	湖北当阳	2014.1
其他	1条10万吨/年缓控释肥生产线	河南宁陵	2014.7
	1条10万吨脲甲醛缓控释型复合肥生产线	湖北当阳	2014.1
	1条10万吨/年脲甲醛缓释肥生产线	河南宁陵	2014.7
	1条10万吨BB肥生产线	湖北当阳	2014.1
	1条10万吨/年BB肥生产线	河南宁陵	2014.1
2014年停产情况			
名称	产能情况	地点	停产日期
临沭生产基地老厂区	4条滚筒生产线和2条掺混生产线, 共计26万吨	山东临沭	2014.3
2014年合计新增		174	
目前在建项目			
名称	产能情况	地点	预计投产日期
高塔	1条20万吨/年高塔熔体造粒硝基水溶复合肥	江西丰城	2015.1
	2条10万吨/年高浓度作物专用复合肥	江西丰城	2015.1
	1条10万吨/年喷浆造粒高浓度硫基复合肥	江西丰城	2015.1
其他	1条10万吨/年缓控释作物专用复合肥	江西丰城	2015.1
	1条20万吨/年新型复合肥	广西贵港	2014.12
	2条20万吨/年氨酸法转鼓造粒缓释复合肥生产线	山东临沭	2014.6
在建合计		120	

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

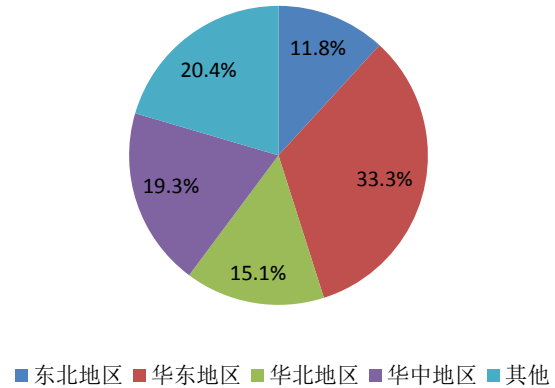
- 区域布局:** 复合肥行业的经济运输半径为 500 公里, 太远将降低产品性价比, 而且在运力紧张的情况下存在不能及时把货物运送到市场的风险, 因此, 龙头企业往往通过就近设立生产基地的方式抢夺市场。在此行业特点的驱动下, 公司积极进行全国布局, 目前拥有 7 个生产基地, 主要分布在山东、河南、吉林、广西、湖北等农业用肥大省, 正在江西建立第 8 个生产基地, 逐步实现生产基地全国布局, 将公司的优质复合肥产品投放到全国市场。

图表 23: 史丹利主营业务地区分布 (2009)



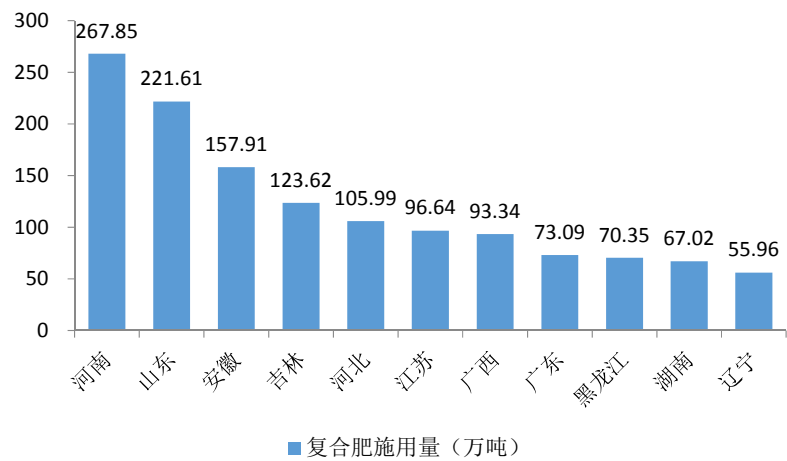
来源: 史丹利、齐鲁证券研究所

图表 24: 史丹利主营业务地区分布 (2014)



来源: 史丹利、齐鲁证券研究所

图表 25: 国内部分省份复合肥施用量



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 公司主要业务的销量、价格、毛利率预测详见销售收入预测表；
- 公司各年度期间费用预测如下；

图表 26: 史丹利费用和营业税金及附加假设

会计年度截止日: 12/31	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
单位: 人民币百万元									
营业税金及附加	0.35	1.01	1.40	3.09	1.49	4.65	5.60	7.20	8.24
占营业收入比重	0.01%	0.03%	0.03%	0.06%	0.03%	0.08%	0.08%	0.09%	0.09%
销售费用	107.69	140.02	214.04	263.98	372.47	364.78	393.55	448.09	476.12
占营业收入比重	4.21%	4.83%	4.69%	5.22%	6.97%	6.45%	5.90%	5.60%	5.20%
管理费用	80.23	123.53	97.76	141.89	230.97	292.71	340.19	392.08	430.34
占营业收入比重	3.13%	4.26%	2.14%	2.81%	4.32%	5.18%	5.10%	4.90%	4.70%
财务费用	7.69	7.82	-5.82	-32.48	-40.19	-40.96	-45.35	-61.09	-82.22
占营业收入比重	0.30%	0.27%	-0.13%	-0.64%	-0.75%	-0.72%	-0.68%	-0.76%	-0.90%

来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

盈利预测结果

- 我们预计史丹利 2015-2017 年分别实现销售收入 66.70 亿元、80.02 亿元、91.56 亿元, 同比增长 17.98%、19.96%、14.43%, 实现归属于母公司净利润 6.29 亿元、8.20 亿元、10.27 亿元, 同比增长 27.1%、30.3%、25.2%, 年均复合增速 27.7%, 2015-2017 年对应 EPS 分别为 2.16, 2.81, 3.53 元。

相对估值结果

- 目前公司所处的复合肥行业各大龙头估值水平基本处在 25-30X2015PE 左右, 目前史丹利估值约为 25X2015PE。但我们看到, 目前 A 股上市公司中, 发展农资一体化、农业信息化及农业互联网的公司估值基本都在 35X 以上, 例如涉足农业信息化的江淮动力公司估值 66X, 涉足农资一体化的农发种业公司估值达 137X。因此我们认为史丹利 PE 估值将超越复合肥行业的估值水平, 有望与农资一体化、农业信息化及农业互联网公司逐步接轨。
- 保守估计, 我们按照公司 PEG=0.9, 给予 32X2015PE, 目标价 69.12 元。

图表 27: 农资一体化、农业信息化及农业互联网上市公司估值一览

名称	代码	股价 (元)	股本 (亿)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
					2013A	2014A/E	2015E	2013	2014E	2015E
金正大	002470	40.62	7.81	317.41	0.95	1.23	1.52	42.76	33.02	26.72
芭田股份	002215	18.90	7.04	133.02	0.16	0.22	0.36	118.13	85.91	52.50
司尔特	002538	14.13	5.92	83.65	0.38	0.49	0.51	37.18	28.84	27.71
新洋丰	000902	23.75	6.02	142.93	-0.16	0.94	1.17	-148.44	25.27	20.30
诺普信	002215	18.21	7.04	128.17	0.33	0.28	0.45	55.2	65.0	40.5
辉丰股份	002496	31.23	3.97	123.89	0.67	0.64	0.99	46.6	48.8	31.5
江淮动力	000816	11.16	14.19	158.34	0.08	0.07	0.17	139.5	159.4	65.6
神州信息	000555	69.27	4.59	317.88	0.59	0.69	1.01	117.4	100.4	68.6
大北农	002385	24.76	16.65	412.25	0.47	0.48	0.72	52.68	51.58	34.39
新希望	000876	21.20	20.84	441.83	1.09	1.16	1.78	19.45	18.28	11.91
北大荒	600598	16.35	17.78	290.65	-0.21	0.46	0.59	-77.86	35.54	27.71
康达尔	000048	15.90	3.91	62.13	-0.02	0.32	0.5	-795.0	49.7	31.8
隆平高科	000998	23.20	9.96	231.10	0.37	0.29	0.44	62.7	80.0	52.7
登海种业	002041	46.81	3.52	164.77	0.96	1.08	1.39	48.8	43.3	33.7
农发种业	002470	39.60	7.81	309.44	0.12	0.25	0.29	330.0	158.4	136.6

来源: wind、齐鲁证券研究所

DCF 绝对估值结果

- 我们假设条件如下: 行业 Beta 为 0.90, 无风险利率 R 为 3.5%, 风险溢价为 5%, 资产贴现率为 8.00%, DCF 估值水平为 68.34 元。

图表 28: 史丹利 DCF 估值结果

III、DCF 估值 (FCFE 贴现)			
每股价值	68.34	TV 增长率	1.0%
隐含 P/E	31.62	Ke	8.00%
企业值	19,517.44	债务	199.40
		投资	1,730.30
股票价值	19,517.44	少数股东权益	5.16

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资建议: 目标价 68.34-69.12 元, “买入” 评级

- 结合公司相对估值与绝对估值水平, 给予公司目标价 68.34 元-69.12 元, 首次覆盖给予 “买入” 评级。

风险提示

- 农资服务平台战略推行需要一定时间，短期收益可能不达预期。
- 下游单质肥价格反弹过快，利润增速低于预期的风险。
- 小额贷款的金融服务如果面临政策加强监管，可能影响农资服务平台整体功能的风险。

图表 29: 史丹利三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	5,057	5,345	5,654	6,670	8,002	9,156	货币资金	1,494	1,537	1,699	2,217	2,701	3,664
增长率	10.68%	5.7%	5.8%	18.0%	20.0%	14.4%	应收账款	18	12	36	51	61	70
营业成本	-4,335	-4,308	-4,482	-5,266	-6,281	-7,146	存货	1,024	661	908	1,125	1,359	1,566
%销售收入	85.7%	80.6%	79.3%	78.9%	78.5%	78.0%	其他流动资产	504	521	361	348	414	470
毛利	721	1,037	1,172	1,404	1,720	2,010	流动资产	3,040	2,730	3,004	3,741	4,535	5,771
%销售收入	14.3%	19.4%	20.7%	21.1%	21.5%	22.0%	%总资产	74.8%	63.6%	59.0%	61.9%	67.5%	73.9%
营业税金及附加	-3	-1	-5	-6	-7	-8	长期投资	4	4	31	31	31	31
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	728	1,224	1,582	1,763	1,600	1,410
营业费用	-264	-372	-365	-394	-448	-476	%总资产	17.9%	28.5%	31.1%	29.2%	23.8%	18.1%
%销售收入	5.2%	7.0%	6.5%	5.9%	5.6%	5.2%	无形资产	254	311	426	461	503	550
管理费用	-142	-231	-293	-340	-392	-430	非流动资产	1,023	1,563	2,089	2,304	2,184	2,041
%销售收入	2.8%	4.3%	5.2%	5.1%	4.9%	4.7%	%总资产	25.2%	36.4%	41.0%	38.1%	32.5%	26.1%
息税前利润 (EBIT)	313	432	510	665	873	1,095	资产总计	4,063	4,293	5,093	6,045	6,719	7,811
%销售收入	6.2%	8.1%	9.0%	10.0%	10.9%	12.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	32	40	41	45	61	82	应付款项	1,626	1,178	1,549	1,672	1,695	1,931
%销售收入	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	其他流动负债	68	114	119	390	223	252
资产减值损失	0	1	0	0	0	0	流动负债	1,695	1,292	1,668	2,062	1,917	2,183
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	16	15	15	15	其他长期负债	64	329	367	367	367	167
%税前利润	0.1%	2.4%	2.7%	2.0%	1.6%	1.2%	负债	1,759	1,621	2,035	2,430	2,285	2,350
营业利润	345	486	566	725	949	1,192	普通股股东权益	2,304	2,667	3,052	3,610	4,430	5,457
营业利润率	6.8%	9.1%	10.0%	10.9%	11.9%	13.0%	少数股东权益	0	5	5	5	5	5
营业外收支	12	7	17	15	15	15	负债股东权益合计	4,063	4,293	5,093	6,045	6,719	7,811
税前利润	357	492	584	740	964	1,207	比率分析						
利润率	7.1%	9.2%	10.3%	11.1%	12.0%	13.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-65	-95	-88	-111	-145	-181	每股指标						
所得税率	18.3%	19.3%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	1.726	1.808	1.734	2.161	2.815	3.525
净利润	292	397	495	629	820	1,026	每股净资产 (元)	13.630	12.139	10.687	12.399	15.214	18.739
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	5.505	1.930	2.476	2.679	2.284	4.136
归属于母公司的净利润	292	397	495	629	820	1,027	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
净利率	5.8%	7.4%	8.8%	9.4%	10.2%	11.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.66%	14.89%	16.22%	17.43%	18.50%	18.81%
净利润	292	397	495	629	820	1,026	总资产收益率	7.18%	9.25%	9.72%	10.41%	12.20%	13.14%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	31.72%	26.21%	28.34%	36.07%	39.01%	52.74%
非现金支出	48	56	79	141	175	203	增长率						
非经营收益	-1	-3	-26	-19	-19	-19	营业总收入增长率	10.68%	5.71%	5.77%	17.98%	19.96%	14.43%
营运资金变动	592	-26	160	29	-310	-6	EBIT增长率	10.46%	38.33%	17.95%	30.37%	31.32%	25.45%
经营活动现金净流	930	424	707	780	665	1,204	净利润增长率	18.83%	36.15%	24.68%	27.07%	30.26%	25.23%
资本开支	437	514	563	341	40	45	总资产增长率	15.72%	5.68%	18.62%	18.70%	11.16%	16.25%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	12	16	15	15	15	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-437	-502	-547	-326	-25	-30	存货周转天数	91.5	71.3	63.9	78.0	79.0	80.0
股权募资	0	5	0	74	0	0	应付账款周转天数	10.9	14.6	14.6	18.0	18.0	18.0
债权募资	-340	198	0	0	0	-200	固定资产周转天数	28.8	32.7	54.8	67.5	64.4	60.2
其他	-27	29	-87	-11	-156	-11	偿债能力						
筹资活动现金净流	-367	232	-87	64	-156	-211	净负债/股东权益	-64.87%	-50.07%	-49.05%	-55.81%	-56.40%	-67.11%
现金净流量	126	155	73	518	484	963	EBIT利息保障倍数	-9.6	-10.8	-12.4	-14.7	-14.3	-13.3
							资产负债率	43.30%	37.76%	39.96%	40.19%	34.00%	30.09%

来源: 史丹利、齐鲁证券研究所

图表 30: 史丹利主营业务收入预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
高塔氯基								
销售收入	636.77	1,199.85	1,382.38	1,276.41	1,032.37	1,000.37	1,020.37	989.76
增长率 (YOY)	N/A	88.43%	15.21%	-7.67%	-19.12%	-3.10%	2.00%	-3.00%
毛利率	16.65%	12.33%	13.15%	20.84%	23.09%	23.09%	22.34%	21.54%
销售成本	530.74	1,051.87	1,200.57	1,010.44	793.96	769.35	792.43	776.58
增长率 (YOY)	N/A	98.19%	14.14%	-15.84%	-21.42%	-3.10%	3.00%	-2.00%
毛利	106.03	147.98	181.81	265.97	238.41	231.02	227.95	213.18
增长率 (YOY)	N/A	39.56%	22.86%	46.29%	-10.36%	-3.10%	-1.33%	-6.48%
占总销售额比重	21.95%	26.26%	27.34%	23.88%	18.26%	15.00%	12.75%	10.81%
占主营业务利润比重	33.44%	30.33%	30.50%	36.86%	22.98%	16.45%	13.25%	10.61%
高塔硫基								
销售收入	173.61	175.75	167.63	187.08	180.01	201.97	220.55	224.63
增长率 (YOY)	N/A	1.23%	-4.62%	11.60%	-3.78%	12.20%	9.20%	1.85%
毛利率	20.44%	14.38%	13.13%	13.92%	22.49%	22.49%	23.24%	22.45%
销售成本	138.12	150.48	145.62	161.03	139.52	156.54	169.30	174.21
增长率 (YOY)	N/A	8.95%	-3.23%	10.58%	-13.36%	12.20%	8.15%	2.90%
毛利	35.49	25.27	22.01	26.05	40.49	45.43	51.25	50.42
增长率 (YOY)	N/A	-28.80%	-12.90%	18.36%	55.43%	12.20%	12.82%	-1.62%
占总销售额比重	5.99%	3.85%	3.31%	3.50%	3.18%	3.03%	2.76%	2.45%
占主营业务利润比重	11.19%	5.18%	3.69%	3.61%	3.90%	3.24%	2.98%	2.51%
滚筒氯基								
销售收入	1,423.75	2,373.91	2,517.63	2,676.77	2,785.68	3,409.67	4,255.27	4,953.14
增长率 (YOY)	N/A	66.74%	6.05%	6.32%	4.07%	22.40%	24.80%	16.40%
毛利率	15.59%	12.33%	14.41%	20.28%	23.07%	23.07%	23.07%	23.07%
销售成本	1,201.85	2,081.31	2,154.75	2,133.94	2,143.01	2,623.04	3,273.56	3,810.42
增长率 (YOY)	N/A	73.18%	3.53%	-0.97%	0.43%	22.40%	24.80%	16.40%
毛利	221.90	292.60	362.88	542.83	642.67	786.63	981.71	1,142.71
增长率 (YOY)	N/A	31.86%	24.02%	49.59%	18.39%	22.40%	24.80%	16.40%
占总销售额比重	49.08%	51.96%	49.79%	50.08%	49.27%	51.12%	53.18%	54.10%
占主营业务利润比重	69.99%	59.96%	60.87%	75.23%	61.96%	56.02%	57.06%	56.85%
滚筒硫基								
销售收入	450.89	426.13	565.66	698.91	709.66	788.43	893.29	972.80
增长率 (YOY)	N/A	-5.49%	32.74%	23.56%	1.54%	11.10%	13.30%	8.90%
毛利率	20.09%	16.09%	14.56%	17.99%	20.17%	20.17%	20.17%	20.98%
销售成本	360.31	357.55	483.29	573.19	566.51	629.39	713.10	768.72
增长率 (YOY)	N/A	-0.77%	35.17%	18.60%	-1.17%	11.10%	13.30%	7.80%
毛利	90.58	68.58	82.37	125.72	143.15	159.04	180.19	204.07
增长率 (YOY)	N/A	-24.29%	20.11%	52.63%	13.86%	11.10%	13.30%	13.25%
占总销售额比重	15.54%	9.33%	11.19%	13.07%	12.55%	11.82%	11.16%	10.62%
占主营业务利润比重	28.57%	14.05%	13.82%	17.42%	13.80%	11.33%	10.47%	10.15%
其他								
销售收入	203.74	373.86	398.63	406.25	471.60	700.33	928.63	1,195.61
增长率 (YOY)	N/A	83.50%	6.63%	1.91%	16.09%	48.50%	32.60%	28.75%
毛利率	12.44%	11.75%	13.21%	13.34%	18.40%	19.23%	20.02%	21.57%
销售成本	178.39	329.93	345.99	352.04	384.81	565.67	742.73	937.69
增长率 (YOY)	N/A	84.95%	4.87%	1.75%	9.31%	47.00%	31.30%	26.25%
毛利	25.35	43.93	52.64	54.21	86.79	134.66	185.91	257.92
增长率 (YOY)	N/A	73.29%	19.83%	2.98%	60.10%	55.15%	38.06%	38.74%
占总销售额比重	7.02%	8.18%	7.88%	7.60%	8.34%	10.50%	11.61%	13.06%
占主营业务利润比重	8.00%	9.00%	8.83%	7.51%	8.37%	9.59%	10.81%	12.83%
非化肥业务								
销售收入	11.97	19.07	24.80	100.08	474.68	569.62	683.54	820.25
增长率 (YOY)	N/A	59.31%	30.05%	303.55%	374.30%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	72.01%	93.24%	79.88%	22.49%	4.33%	8.32%	13.67%	17.26%
销售成本	1.29	3.35	1.29	4.99	77.57	454.11	522.23	590.12
增长率 (YOY)	N/A	159.69%	-61.49%	286.82%	1454.51%	485.42%	15.00%	13.00%
毛利	10.68	15.72	23.51	95.09	397.11	115.51	161.31	230.13
增长率 (YOY)	N/A	47.19%	49.55%	304.47%	317.61%	-70.91%	39.66%	42.66%
占总销售额比重	0.41%	0.42%	0.49%	1.87%	8.40%	8.54%	8.54%	8.96%
占主营业务利润比重	3.37%	3.22%	3.94%	13.18%	38.28%	8.23%	9.38%	11.45%
销售收入小计	2900.73	4568.57	5056.73	5345.50	5654.00	6670.38	8001.66	9156.19
销售成本小计	2412.76	3972.43	4335.21	4308.21	4481.92	5266.22	6281.23	7146.26
毛利	317.04	487.97	596.14	721.52	1037.29	1404.16	1720.43	2009.93
平均毛利率	12.39%	16.82%	13.05%	14.27%	19.40%	21.05%	21.50%	21.95%

来源: 史丹利、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。