

## 史丹利(002588.SZ)

### 农业服务公司模式快速推进， 平台转型正当时

**评级: 买入**      **前次: 买入**  
**目标价(元): 68.34-69.12**  
 分析师: 谢刚      分析师: 张俊宇  
 S0740510120005      S0740511120002  
 021-20315178      021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2015年4月22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)	56.84
市值(百万元)	17409.65
流通市值(万元)	10529.07

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5,345.5	5,654.0	6,670.3	8,001.6	9,156.1
营业收入增长率	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-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	20.41	22.46	27.67	21.24	16.96
PEG	0.56	0.91	1.02	0.70	0.67
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	4.82	3.93	3.19
总股本(百万股)	219.70	285.61	291.18	291.18	291.18

备注: 市场预测取万得一致预期

#### 投资要点

- 事件:** 史丹利发布 2015 年一季报, 期内公司实现营业收入 16.37 亿元, 较上年同期增长 20.48%, 实现归属于上市公司净利润 1.28 亿元, 较上年同期增长 24.53%, 折合 EPS 为 0.44 元; 同时公司公告建设吉林扶余项目及其规划内容, 将在两年内建成 60 万吨新型生物、缓控释复合肥生产线。
- 公司 2015 一季度的销售额与净利润继续实现快速增长。**在整个化肥行业产能过剩、政策限制需求增长的大环境下, 公司业绩保持快速增长, 一季度业绩增速落入预期的中等偏上区间; 公司自预测上半年的业绩增速将在 15-35% 区间波动, 对今年的营业状况展望乐观。
- 农服公司投资进展顺利, 截至 3 月底已经成立 2 家农业服务公司, 覆盖 15 万亩农田。**公司于 2 月设立的农业服务公司是整个公司平台转型战略的核心一环, 主要与农资经销商、种植大户、仓储物流加工企业合资成立服务公司流转土地, 进行示范经营, 打开线下流量空间。与以往对农村电商平台搭建时密集针对大量小型农户地推的设想有所区别, 公司主要目标群体是种植大户、经销商或农村合作社等体量较大的客户, 向其提供资金、农资、技术支持、农产品收购等多方位服务, 从深耕大客户市场开始, 推进整个公司的转型战略。公司 3 月份已经完成两项投资, 分别位于黑龙江和内蒙古, 投资总额 1530 万元, 服务范围覆盖 15 万亩农田。我们认为对于整个商业模式的选择上, 公司定位明确, 推进顺利, 未来拓展之路十分值得期待。
- 新型生物、缓控释肥料生产线规划建设, 新品、产能同步走。**公司计划在吉林扶余建设 60 万吨新型生物、缓控释复合肥生产线, 建设期为两年。这是公司第一个生物肥的生产基地, 进一步丰富了高端产品结构, 与农业现代化转型、环境友好的需求相契合, 基地辐射区域上也与转型战略中前期推进的重点地区重合。产能与新品的双重加法, 将给公司在行业中维持领先优势巩固好基础。

- 随着公司未来农业服务平台战略的推进，产品销售、农业服务、金融服务的收益有望进一步得到提升；同时新产能建设将继续巩固公司的优势地位。我们预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 2.16 元和 2.81 元，同比增长 27.25%和 30.07%，DCF 估值为 68.34 元，综合 32X2016PE 与 DCF 估值看，目标价 **68.34 元-69.12 元**，维持“买入”评级。作为转型战略清晰、产品销售稳增的农资龙头企业，未来发展空间正在迅速打开，建议积极买入。
- **风险因素：**（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。

**图表 1：史丹利三张报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	5,057	5,345	5,654	6,670	8,002	9,156
增长率	10.68%	5.7%	5.8%	18.0%	20.0%	14.4%
营业成本	-4,335	-4,308	-4,482	-5,266	-6,281	-7,146
%销售收入	85.7%	80.6%	79.3%	78.9%	78.5%	78.0%
毛利	721	1,037	1,172	1,404	1,720	2,010
%销售收入	14.3%	19.4%	20.7%	21.1%	21.5%	22.0%
营业税金及附加	-3	-1	-5	-6	-7	-8
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-264	-372	-365	-394	-448	-476
%销售收入	5.2%	7.0%	6.5%	5.9%	5.6%	5.2%
管理费用	-142	-231	-293	-340	-392	-430
%销售收入	2.8%	4.3%	5.2%	5.1%	4.9%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	313	432	510	665	873	1,095
%销售收入	6.2%	8.1%	9.0%	10.0%	10.9%	12.0%
财务费用	32	40	41	46	61	82
%销售收入	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	0	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	16	15	15	15
%税前利润	0.1%	2.4%	2.7%	2.0%	1.6%	1.2%
营业利润	345	486	566	726	949	1,192
营业利润率	6.8%	9.1%	10.0%	10.9%	11.9%	13.0%
营业外收支	12	7	17	15	15	15
税前利润	357	492	584	741	964	1,207
利润率	7.1%	9.2%	10.3%	11.1%	12.0%	13.2%
所得税	-65	-95	-88	-111	-145	-181
所得税率	18.3%	19.3%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	292	397	495	630	820	1,026
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	292	397	495	630	820	1,027
净利率	5.8%	7.4%	8.8%	9.4%	10.2%	11.2%

  

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,494	1,537	1,699	2,218	2,702	3,665
应收账款	18	12	36	51	61	70
存货	1,024	661	908	1,125	1,359	1,566
其他流动资产	504	521	361	348	414	470
流动资产	3,040	2,730	3,004	3,742	4,536	5,772
%总资产	74.8%	63.6%	59.0%	61.9%	67.5%	73.9%
长期投资	4	4	31	31	31	31
固定资产	728	1,224	1,582	1,763	1,600	1,410
%总资产	17.9%	28.5%	31.1%	29.2%	23.8%	18.1%
无形资产	254	311	426	461	503	550
非流动资产	1,023	1,563	2,089	2,304	2,184	2,041
%总资产	25.2%	36.4%	41.0%	38.1%	32.5%	26.1%
资产总计	4,063	4,293	5,093	6,046	6,720	7,812
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	1,626	1,178	1,549	1,672	1,695	1,931
其他流动负债	68	114	119	390	223	252
长期负债	1,695	1,292	1,668	2,062	1,917	2,183
其他长期负债	64	329	367	367	367	167
负债	1,759	1,621	2,035	2,430	2,285	2,350
普通股股东权益	2,304	2,667	3,052	3,611	4,431	5,457
少数股东权益	0	5	5	5	5	5
负债股东权益合计	4,063	4,293	5,093	6,046	6,720	7,812

  

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.726	1.808	1.734	2.164	2.815	3.525
每股净资产 (元)	13.630	12.139	10.687	12.402	15.217	18.743
每股经营现金净流 (元)	5.505	1.930	2.476	2.683	2.284	4.136
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.66%	14.89%	16.22%	17.45%	18.50%	18.81%
总资产收益率	7.18%	9.25%	9.72%	10.42%	12.20%	13.14%
投入资本收益率	31.72%	26.21%	28.34%	36.07%	39.01%	52.74%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	10.68%	5.71%	5.77%	17.98%	19.96%	14.43%
EBIT增长率	10.46%	38.33%	17.95%	30.37%	31.32%	25.45%
净利润增长率	18.83%	36.15%	24.68%	27.25%	30.07%	25.23%
总资产增长率	15.72%	5.68%	18.62%	18.72%	11.15%	16.25%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	91.5	71.3	63.9	78.0	79.0	80.0
应付账款周转天数	10.9	14.6	14.6	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	28.8	32.7	54.8	67.5	64.4	60.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-64.87%	-50.07%	-49.05%	-55.82%	-56.41%	-67.11%
EBIT利息保障倍数	-9.6	-10.8	-12.4	-14.3	-14.3	-13.3
资产负债率	43.30%	37.76%	39.96%	40.19%	33.99%	30.08%

来源：齐鲁证券研究所

**图表 2: 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
<b>高塔氨基</b>								
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%
<b>高塔碱基</b>								
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%
<b>液筒氨基</b>								
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%
<b>液筒碱基</b>								
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%
<b>其他</b>								
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%
<b>非化肥业务</b>								
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%
<b>销售收入小计</b>	<b>2900.73</b>	<b>4568.57</b>	<b>5056.73</b>	<b>5345.50</b>	<b>5654.00</b>	<b>6670.38</b>	<b>8001.66</b>	<b>9156.19</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>2412.76</b>	<b>3972.43</b>	<b>4335.21</b>	<b>4308.21</b>	<b>4481.92</b>	<b>5266.22</b>	<b>6281.23</b>	<b>7146.26</b>
<b>毛利</b>	<b>317.04</b>	<b>487.97</b>	<b>596.14</b>	<b>721.52</b>	<b>1037.29</b>	<b>1404.16</b>	<b>1720.43</b>	<b>2009.93</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>12.39%</b>	<b>16.82%</b>	<b>13.05%</b>	<b>14.27%</b>	<b>19.40%</b>	<b>21.05%</b>	<b>21.50%</b>	<b>21.95%</b>

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。