

## 史丹利(002588.SZ)

### 线下服务模式成型，线上正待发力

**评级:** 买入      **前次:** 买入  
**目标价(元):** 49  
 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5月18日

#### 基本状况

总股本(百万股)	582.36
流通股本(百万股)	571.22
市价(元)	29.47
市值(百万元)	17409.65
流通市值(百万元)	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%	27.25%	29.78%	25.06%
摊薄每股收益(元)	1.81	1.73	1.08	1.40	1.76
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	27.23	20.98	16.78
PEG	0.56	0.91	1.00	0.70	0.67
每股净资产(元)	12.14	10.69	6.01	7.43	9.20
每股现金流量	1.93	2.48	1.34	1.14	2.06
净资产收益率	14.89%	16.22%	18.18%	19.09%	19.28%
市净率	3.04	3.64	4.90	3.97	3.20
总股本(百万股)	219.70	285.61	582.36	582.36	582.36

备注: 市场预测取万得一致预期

#### 投资要点

- 事件:** 史丹利 15 日晚公告农服公司新参股设立 2 个子分公司: 一是在黑龙江龙江县与江原油脂合资设立农业服务公司, 出资 9887.76 万元, 占注册资本 51%; 二是在河北任丘市与嘉业农业设立农业服务公司, 出资 5100 万元, 占注册资本 51%。
- 农服公司参股项目纷纷上马, 以点带面服务圈地正当时。** 截至目前, 史丹利农服公司已在粮食种植大县市参股设立了 4 个合资子公司, 累计投资总额 1.6 亿元, 合作方已覆盖的服务面积超过 20 万亩, 合资公司的设立将大大增强实力, 未来以农业服务为突破口进行大规模“圈地”覆盖十分值得期待。
- 在 4 个项目的合作方中, 江源油脂是黑龙江省农业产业化重点龙头企业, 主营业务以玉米贸易为主、有机大米、化肥生产为辅。** 江源油脂将其全部农业服务业务转移至与史丹利设立的合资公司, 拟向龙江县及周边地区的农业合作社、种植大户等提供化肥、种子、农药、农机耕种收割, 粮食收储等全套作物种植方案和全流程服务。江源油脂具备物流、仓储以及地方品牌优势, 此次合作将有望帮助史丹利在当地的渠道、物流上获得双重提升。
- 锁定种植大区, 深耕大客户市场, 目标定位清晰。** 继农服公司 3 月底完成在黑龙江讷河市和内蒙古翁牛特旗设立合资子公司之后, 新项目又锁定黑龙江龙江县与河北任丘市两个种植大区。龙江县是著名的杂粮产区, 其农田规模经营面积达到 153 万亩, 综合机械化程度达到 86.3%; 任丘市耕地面积约 90 万亩, 机耕、机播面积分别占总播种面积的 86.7%、85.7%。我们认为公司对于未来农业服务的主要目标区域设计十分清晰: 与以往农村电商平台搭建时密集针对大量小型农户地推有所区别, 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; 由于种植大区良好的种植自然条件, 规模化经营的深入, 机械化程度较高, 潜藏着众多公司的优质目标客户, 未来将是公司战略推进的重点区域。

- **金融服务协同作用凸显，转型战略落地执行值得期待。**公司以农业服务为核心点，以小贷公司提供金融服务、农资产品一体化整合、线上线下全流程信息化为辅助手段进行战略转型。今年一季度小贷公司已经开始运作，并在农服合资公司中参与对当地纳入公司服务体系的种植大户和农业合作社提供适当的资金支持。随着后期合资、参股经销商、种植大户与农业合作社，金融服务的协同作用势必得到增强，在前期抓取线下客户，后期加强客户粘性上将产生极大助益。
- **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。**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；同时高端肥料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 1.08 元和 1.40 元，同比增长 27.25%和 30.07%，给予 35X2016PE，目标价 49 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)							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	2,218	2,556	3,518
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	3,742	4,391	5,624
%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%	66.8%	73.4%
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%	24.3%	18.4%
%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%	33.2%	26.6%
息税前利润 (EBIT)	313	432	510	665	873	1,095	<b>资产总计</b>	<b>4,063</b>	<b>4,293</b>	<b>5,093</b>	<b>6,046</b>	<b>6,575</b>	<b>7,665</b>
%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	46	61	80	应付账款	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	536	223	252
资产减值损失	0	1	0	0	0	0	流动负债	1,695	1,292	1,668	2,208	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%	<b>负债</b>	<b>1,759</b>	<b>1,621</b>	<b>2,035</b>	<b>2,575</b>	<b>2,285</b>	<b>2,350</b>
营业利润	345	486	566	726	949	1,190	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,304</b>	<b>2,672</b>	<b>3,058</b>	<b>3,466</b>	<b>4,285</b>	<b>5,310</b>
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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,063</b>	<b>4,293</b>	<b>5,093</b>	<b>6,046</b>	<b>6,575</b>	<b>7,665</b>
税前利润	357	492	584	741	964	1,205	<b>比率分析</b>						
利润率	7.1%	9.2%	10.3%	11.1%	12.0%	13.2%							
所得税	-65	-95	-88	-111	-145	-181	<b>每股指标</b>						
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	1.082	1.407	1.760
净利润	292	397	495	630	820	1,025	每股净资产 (元)	13.630	12.139	10.687	6.009	7.430	9.206
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	1.341	1.142	2.065
归属于母公司的净利润	292	397	495	630	820	1,025	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%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.66%	14.89%	16.22%	18.18%	19.13%	19.30%
							总资产收益率	7.18%	9.25%	9.72%	10.42%	12.47%	13.37%
							投入资本收益率	31.72%	26.21%	28.34%	39.76%	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%	25.01%
							总资产增长率	15.72%	5.68%	18.62%	18.72%	8.75%	16.58%
							<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%	-58.16%	-54.93%	-66.20%
							EBIT利息保障倍数	-9.6	-10.8	-12.4	-14.3	-14.3	-13.7
							资产负债率	43.30%	37.76%	39.96%	42.59%	34.75%	30.66%

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>高塔磺基</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>液筒磺基</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。