

## 史丹利(002588.SZ)

### 高层增持与员工激励显信心， 业绩稳增与转型强预期

**评级:** 买入      **前次:** 买入  
**目标价(元):** 37.8  
 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7月6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)	20.96
市值(百万元)	12206.26
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5日发布公告,公司控制人高进华于3日增持10000股,并拟自本公告之日起的十二个月内继续通过深圳证券交易所交易系统以竞价交易方式增持公司股份所涉及的资金不低于人民币200万元(含本次增持资金),累计增持比例不超过公司股份总数的2%。
- 与救市行动同步,实际控制人与员工增持显示对未来发展转型笃定之信心。** 在目前股票市场形势波动较大,公司实际控制人的增持是一剂强心剂,有助于公司员工与投资人对公司发展保持乐观,稳定经营、稳定股价,同时也是管理层对已清晰规划、逐步落地的转型战略的信心和决心。此外,公司6月25日发布员工持股计划草案,面向基层管理人员,共计605名,拟募集资金不超过1亿元,其中员工的自有资金为3334万元,其余2/3资金由公司借款支持;员工持股计划受托人将在股东大会审议通过员工持股计划后6个月内,通过二级市场购买股票,该员工持股计划将购买公司股票不超过290万股,占公司现有股本总额的0.5%。公司进行员工持股激励,目标在于调动基层员工积极性、吸引和保留优秀人才,为中长期的转型之路做好智力储备,由于该计划面向对象的均为基层员工,公司借款支持2/3资金,体现了与员工共享业绩成果的决心和未来业绩乐观展望的信心。
- 借助参股投资攫取大客户,业绩稳增预期强。** 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,随着服务的推进,公司有望逐步打开专业种植的大客户市场空间;一季度财报预告2015年半年业绩预增区间为15%-35%,由于目前公司转型顺利推进,新产能建设持续,业绩稳增预期较强。
- 公司金融支持加码线下服务,农资综合服务转型战略稳步推进。** 与参股种植大户同时,小贷子公司已经开始运作,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，农资综合服务提供商之路日益清晰笃定。

- 我们认为公司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，未来以稳定的业绩为基础，平台转型为展望，是为优秀的复合肥龙头标的。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 35X2015PE，目标价 37.8 元，维持“买入”评级。
- 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
<b>营业总收入</b>	<b>5,057</b>	<b>5,345</b>	<b>5,654</b>	<b>6,670</b>	<b>8,002</b>	<b>9,156</b>	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%	应收款项	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	536	223	252
资产减值损失	0	1	0	0	0	0	其他非流动负债	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>2,667</b>	<b>3,052</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%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
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>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.66%	14.89%	16.22%	18.18%	19.13%	19.30%
净利润	292	397	495	630	820	1,025	总资产收益率	7.18%	9.25%	9.72%	10.42%	12.47%	13.37%
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%	39.76%	39.01%	52.74%
非现金支出	48	56	79	141	175	203	<b>增长率</b>						
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%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>930</b>	<b>424</b>	<b>707</b>	<b>781</b>	<b>665</b>	<b>1,202</b>	净利润增长率	18.83%	36.15%	24.68%	27.25%	30.07%	25.01%
资本开支	437	514	563	341	40	45	总资产增长率	15.72%	5.68%	18.62%	18.72%	8.75%	16.58%
投资	0	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-437</b>	<b>-502</b>	<b>-547</b>	<b>-326</b>	<b>-25</b>	<b>-30</b>	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	-302	-11	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-367</b>	<b>232</b>	<b>-87</b>	<b>64</b>	<b>-302</b>	<b>-211</b>	净负债/股东权益	-64.87%	-50.07%	-49.05%	-58.16%	-54.93%	-66.20%
<b>现金净流量</b>	<b>126</b>	<b>155</b>	<b>73</b>	<b>519</b>	<b>338</b>	<b>962</b>	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。