

史丹利(002588.SZ)

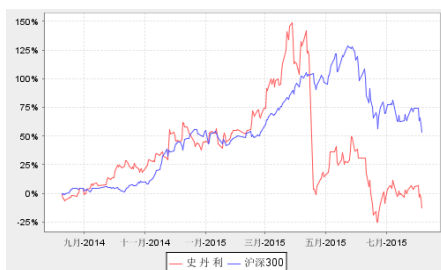
业绩符合预期，平台逐步推进

评级： 买入 **前次： 买入**
目标价(元)： 37.8
 分析师 分析师
 谢刚 张俊宇
 S0740510120005 zhangjy@r.qlzq.com.cn
 021-20315178 联系人
 xiegang@r.qlzq.com.cn 张斌梅
 2015年8月26日 zhangbm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	582.36
流通股本(百万股)	571.22
市价(元)	18.90
市值(百万元)	11006.60
流通市值(百万元)	10796.06

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%	29.83%	25.09%
摊薄每股收益(元)	1.81	1.73	1.08	1.40	1.75
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	17.49	13.47	10.77
PEG	0.56	0.91	0.65	0.45	0.43
每股净资产(元)	12.14	10.69	5.95	7.35	9.11
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%	18.16%	19.08%	19.27%
市净率	3.04	3.64	3.18	2.57	2.08
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：**史丹利发布2015年半年报，期内公司实现营业收入33.36亿元，较上年同期增长21.31%，实现归属于上市公司净利润3.27亿元，较上年同期增长25.53%，折合EPS为0.56元；二季度营业收入16.99亿元，同比增长22.12%，净利润1.99亿元，同比增长25.47%。公司预计前三季度将实现净利润增速区间为20%-40%，则第三季度净利润区间为1.69-2.51亿元。
- 公司上半年净利增长基本符合预期，收入与净利增速同步高于20%，从前两年原材料价格低迷带来毛利增长开始转变为利润率稳定后的销售放量驱动增长。从产品来看，高塔复合肥增速高于均值，特别是高塔氯基复合肥增速高达75.69%；从区域分布来看，农服子公司重点开展投资项目的东北与华北地区增速高于均值，预计入股种植大户/经销商模式对销售放量产生利好。**
- 多品牌营销不松懈，双渠道密集深耕。**公司目前有“史丹利”、“三安”两个战略品牌和“第四元素”一个高端品牌，通过品牌与产品的分类与组合，形成了清晰的品牌规划和产品序列。坚持“双品牌双渠道”，公司“第四元素”品牌一级经销商已达到800家，与原有的1600家一级经销商共同形成了高密度的下沉渠道，目前拥有行业内最壮大的1700人销售队伍。
- 平台逐步推进，种植与金融服务并行。**公司的种植一体化服务针对大客户群体如种植大户、经销商或农村合作社等，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。公司目前已在东北、内蒙、华北等地区流转土地4万多亩，提供服务覆盖20万亩农田，拥有粮食烘干能力55万吨/年；同时金融服务并行，上半年小额贷款公司共发放贷款6800多万元，发展客户80多家，主要服务三农企业、个体工商户等小微企业。此外，公司的互联网分销系统也已运行，可以精确分析经销商的进销数据，提高对经销商预估库存精准控制度。我们认为史丹利向农业种

植服务商的转型思路清晰，平台建设逐步推进，均有明确进展；随着农业经营方式的转变，生产走向规模化，这一模式得生命力将得以体现。

- 我们认为公司未来以稳定的业绩为基础，平台转型为展望，是优秀的复合肥龙头标的；此外公司正在进行第一期员工持股计划的购买，截止 8 月 12 日购入均价为 27.13 元/股。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 20X2016PE，目标价 28 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：重点复合肥企业估值表

所属行业	代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
复合肥	002588.sz	史丹利	18.90	110.07	0.85	1.08	1.41	22.23	17.50	13.40
复合肥	002470.sz	金正大	15.63	244.27	0.55	0.70	0.91	28.19	22.33	17.18
复合肥	002538.sz	司尔特	11.44	67.72	0.24	0.42	0.67	47.01	27.24	17.07
复合肥	002539.sz	新都化工	21.88	88.40	0.28	0.58	0.90	77.88	37.72	24.31
复合肥	002170.sz	芭田股份	9.29	81.45	0.21	0.13	0.27	43.76	71.46	34.41
复合肥	000902.sz	新洋丰	21.06	136.99	0.88	1.21	1.51	23.99	17.40	13.95
平均 PE								40.51	32.28	20.05

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 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	2,553	3,511
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	3,741	4,387	5,618
%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%	24.4%	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	资产总计	4,063	4,293	5,093	6,045	6,571	7,659
%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	58	77	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%	-0.7%	-0.8%	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%	负债	1,759	1,621	2,035	2,575	2,285	2,350
营业利润	345	486	566	725	946	1,187	普通股股东权益	2,304	2,667	3,052	3,465	4,282	5,304
营业利润率	6.8%	9.1%	10.0%	10.9%	11.8%	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	6,571	7,659
税前利润	357	492	584	740	961	1,202	比率分析						
利润率	7.1%	9.2%	10.3%	11.1%	12.0%	13.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-65	-95	-88	-111	-144	-180	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	1.081	1.403	1.755
净利润	292	397	495	629	817	1,022	每股净资产 (元)	13.630	12.139	10.687	9.950	7.352	9.107
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净额 (元)	5.505	1.930	2.476	1.340	1.138	2.060
归属于母公司的净利润	292	397	495	629	817	1,022	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%	18.16%	19.08%	19.27%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	7.18%	9.25%	9.72%	10.41%	12.43%	13.34%
净利润	292	397	495	629	817	1,022	投入资本收益率	31.72%	26.21%	28.34%	39.76%	39.01%	52.74%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	48	56	79	141	175	203	营业总收入增长率	10.68%	5.71%	5.77%	17.98%	19.96%	14.43%
非经营收益	-1	-3	-26	-19	-19	-19	EBIT增长率	10.46%	38.33%	17.95%	30.37%	31.32%	25.45%
营运资金变动	592	-26	160	29	-310	-6	净利润增长率	18.83%	36.15%	24.68%	27.07%	29.83%	25.09%
经营活动现金净流	930	424	707	780	662	1,199	总资产增长率	15.72%	5.68%	18.62%	18.70%	8.70%	16.55%
资本开支	437	514	563	341	40	45	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
其他	0	12	16	15	15	15	存货周转天数	91.5	71.3	63.9	78.0	79.0	80.0
投资活动现金净流	-437	-502	-547	-326	-25	-30	应付账款周转天数	10.9	14.6	14.6	18.0	18.0	18.0
股权募资	0	5	0	74	0	0	固定资产周转天数	28.8	32.7	54.8	67.5	64.4	60.2
债权募资	-340	198	0	0	0	-200	偿债能力						
其他	-27	29	-87	-11	-302	-11	净负债/股东权益	-64.87%	-50.07%	-49.05%	-58.15%	-54.89%	-66.16%
筹资活动现金净流	-367	232	-87	64	-302	-211	EBIT利息保障倍数	-9.6	-10.8	-12.4	-14.7	-15.1	-14.3
现金净流量	126	155	73	518	335	959	资产负债率	43.30%	37.76%	39.96%	42.60%	34.77%	30.69%

来源: 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。