

年报符合预期，公司价值显现

■ **事件：**史丹利公告15年半年报，实现营业收入33.36亿元、同比增长21.31%，实现归属于上市公司股东的净利润为3.27亿元、同比增长34.3%，扣非净利润增长27.52%。同时公司预计15年1-9月归属于上市公司股东的净利润同比增长25.13%。我们认为公司业绩符合预期。

■ **公司发展战略清晰，业绩平稳增长：**15年公司继续推进品牌战略，夯实渠道基础，形成以史丹利、三安为战略品牌，第四元素为高端子品牌的双品牌双渠道战略，并通过冠名农民真人秀节目加强营销。产品开发方面，公司根据市场需求，开发了高塔复合肥、水溶肥、硝基肥等等高端肥料，同时公司继续坚持布局全国，河南、湖北、广西等多地项目的建设和技术改造将加快公司的产能释放，丰富公司的产品品种，提高高端化、差异化的复合肥品种，将巩固公司提升市占率的基础。15年上半年，公司高塔复合肥营收增长较快，其中高塔硫酸基营收大幅增长75.69%。

■ **农资大变革时代已经到来：**在土地流转的加速和农业产业链互联网化的大趋势下，联想控股、京东和阿里等产业资本积极进入农业并改变着农业的生态圈，农业向着信息化和智能化方向发展，未来复合肥行业也将面临重大的变革。目前复合肥行业需求年均5-7%以上的增长将持续，而作为行业龙头企业的金正大和史丹利截止目前合计市占率不到10%，有很大的提升空间。我们判断在土地流转的大背景下，借助互联网的优势，未来具有强大的线下渠道的行业龙头的市占率将得到显著攀升。近1-2年开始，复合肥企业的占有率已经开始分化，前十大企业市占率相比之前几年已经提升10%（从21%上升至31%），中小型企业份额明显下降，复合肥行业格局有望改善。

■ **农业服务商转型进展明显，“农资+金融+信息”体系初成：**见下页；

■ **系统性风险过后公司价值显现，给予买入-A评级：**我们认为农资及复合肥行业未来的发展趋势非常良好，整个行业蛋糕的增速每年在5-7%同时龙头企业依靠渠道扩张、品种丰富和品牌全国化等可以实现跑马圈地式的发展，并且这个发展势头在3-5年内将维持。另一方面，农村渠道改革、农业现代服务业崛起的大背景下，农资企业无论是向种植服务商转型、引入先进农资产品并产业化、还是利用互联网等工具改革农村渠道等等，都非常有利于龙头企业的转型快速发展。我们认为市场暴跌下农资类优质公司的价值已经显现，维持公司“买入-A”的投资评级。

■ **风险提示：**复合肥销量不及预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,345.5	5,654.0	6,547.9	7,661.0	9,193.2
净利润	397.2	495.2	626.2	822.0	971.0
每股收益(元)	0.68	0.85	1.08	1.41	1.67
每股净资产(元)	4.58	5.24	6.58	7.61	8.84
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	27.7	22.2	17.6	13.4	11.3
市净率(倍)	4.1	3.6	2.9	2.5	2.1
净利润率	7.4%	8.8%	9.6%	10.7%	10.6%
净资产收益率	14.9%	16.2%	16.4%	18.5%	18.9%
股息收益率	1.0%	1.3%	1.3%	2.0%	2.3%
ROIC	46.8%	34.1%	41.9%	40.0%	79.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

28.00元

股价(2015-08-25)

18.90元

交易数据

总市值(百万元)	11,006.60
流通市值(百万元)	6,656.61
总股本(百万股)	582.36
流通股本(百万股)	352.20
12个月价格区间	18.90/64.05元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.85	-5.67	-56.42
绝对收益	-31.99	-46.00	-26.54

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

罗雅婷

021-68765295

luoyt@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期，期待战略转型农业服务商	2015-04-23
战略转型“农资+金融+信息”服务商	2015-03-31
正式进军农业综合服务，继续看好公司转型发展	2015-02-03

■ **农业服务商转型进展明显，“农资+金融+信息”体系初成：**未来公司的战略发展目标是在巩固和扩大原有复合肥主业外，还将实行战略转型，致力于从单一的农资供应商向农业种植服务商的角色转变，为种植大户、家庭农场、农业合作社等提供农业种植的全套综合性解决方案，最终将自己打造成为农业生产的组织者，实现公司的转型升级。15年公司将打造和完善农资一体化平台、农业技术服务平台、农业金融服务平台和物联网信息化平台，提供“农资+金融+信息”的农业服务体系，实现向商业模式 2.0 升级，向农业服务商转变的基础。

目前公司的农业服务公司已经与多个当地的大户成立农业服务公司，已在东北、内蒙、华北等地区流转土地 4 万多亩，服务土地 20 余万亩，已拥有粮食烘干能力 55 万吨/年。小额贷款公司 15 年上半年共发放贷款 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。信息化建设方面，公司完成了官网手机版、微型企业号等项目，互联网分销系统正在内测中，农业 O2O 平台项目已启动。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,345.5	5,654.0	6,547.9	7,661.0	9,193.2	成长性					
减:营业成本	4,308.2	4,481.9	5,254.0	6,040.7	7,262.7	营业收入增长率	5.7%	5.8%	15.8%	17.0%	20.0%
营业税费	1.5	4.6	2.6	3.1	3.7	营业利润增长率	40.7%	16.7%	28.0%	31.8%	18.2%
销售费用	372.5	364.8	368.3	430.9	517.1	净利润增长率	36.2%	24.7%	26.4%	31.3%	18.1%
管理费用	231.0	292.7	202.3	236.6	284.0	EBITDA 增长率	39.7%	20.0%	29.0%	29.7%	17.3%
财务费用	-40.2	-41.0	-	-	-	EBIT 增长率	42.4%	18.0%	38.0%	31.8%	18.2%
资产减值损失	-0.9	0.5	-0.3	-0.4	-0.3	NOPLAT 增长率	40.5%	24.1%	38.2%	31.8%	18.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	70.2%	12.6%	38.3%	-40.7%	54.6%
投资和汇兑收益	12.1	16.0	4.1	5.4	3.2	净资产增长率	16.0%	14.4%	25.4%	15.7%	16.1%
营业利润	485.5	566.4	725.1	955.5	1,129.3	利润率					
加:营业外净收支	6.9	17.1	11.5	11.5	13.0	毛利率	19.4%	20.7%	19.8%	21.2%	21.0%
利润总额	492.4	583.5	736.6	967.0	1,142.3	营业利润率	9.1%	10.0%	11.1%	12.5%	12.3%
减:所得税	95.2	88.4	110.5	145.1	171.4	净利润率	7.4%	8.8%	9.6%	10.7%	10.6%
净利润	397.2	495.2	626.2	822.0	971.0	EBITDA/营业收入	9.4%	10.6%	11.9%	13.1%	12.8%
						EBIT/营业收入	8.3%	9.3%	11.1%	12.5%	12.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	32	54	63	52	42
货币资金	1,536.7	1,699.2	1,865.0	3,340.2	3,386.1	流动营业资本周转天数	-8	-15	-5	-8	-8
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	194	183	190	209	217
应收帐款	11.7	18.8	23.8	20.9	33.4	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	-	17.4	3.8	7.0	10.3	存货周转天数	57	50	60	55	54
预付帐款	518.9	354.8	760.3	536.4	968.9	总资产周转天数	281	299	303	303	293
存货	660.7	908.0	1,267.4	1,058.3	1,723.4	投资资本周转天数	70	88	96	76	60
其他流动资产	2.3	5.7	3.5	3.9	4.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	3.8	1.3	1.7	2.3	ROE	14.9%	16.2%	16.4%	18.5%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.3%	9.7%	10.5%	11.9%	12.1%
长期股权投资	3.8	-	-	-	-	ROIC	46.8%	34.1%	41.9%	40.0%	79.6%
投资性房地产	-	27.3	27.3	27.3	27.3	费用率					
固定资产	523.2	1,173.4	1,131.2	1,089.0	1,046.8	销售费用率	7.0%	6.5%	5.6%	5.6%	5.6%
在建工程	701.0	409.0	409.0	409.0	409.0	管理费用率	4.3%	5.2%	3.1%	3.1%	3.1%
无形资产	306.9	422.1	412.6	403.0	393.5	财务费用率	-0.8%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	28.4	53.1	39.3	37.8	40.9	三费/营业收入	10.5%	10.9%	8.7%	8.7%	8.7%
资产总额	4,293.4	5,092.7	5,944.5	6,934.7	8,046.4	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	37.8%	40.0%	35.5%	36.0%	35.9%
应付帐款	275.0	258.3	317.9	376.7	455.2	负债权益比	60.7%	66.6%	55.0%	56.3%	56.1%
应付票据	431.7	703.6	735.2	900.8	1,031.1	流动比率	2.11	1.80	2.11	2.28	2.37
其他流动负债	585.6	706.0	803.3	902.7	1,093.8	速动比率	1.60	1.26	1.43	1.79	1.71
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-11.08	-12.83			
其他非流动负债	329.0	367.4	253.6	316.7	312.5	分红指标					
负债总额	1,621.3	2,035.3	2,110.0	2,496.9	2,892.6	DPS(元)	0.19	0.25	0.25	0.38	0.44
少数股东权益	5.3	5.2	5.1	5.1	5.0	分红比率	27.7%	29.4%	22.9%	26.6%	26.3%
股本	219.7	285.6	582.4	582.4	582.4	股息收益率	1.0%	1.3%	1.3%	2.0%	2.3%
留存收益	2,447.2	2,766.7	3,247.0	3,850.4	4,566.6						
股东权益	2,672.2	3,057.4	3,834.5	4,437.8	5,153.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	397.2	495.1	626.2	822.0	971.0	EPS(元)	0.68	0.85	1.08	1.41	1.67
加:折旧和摊销	57.3	78.1	51.7	51.7	51.7	BVPS(元)	4.58	5.24	6.58	7.61	8.84
资产减值准备	-0.9	0.5	-	-	-	PE(X)	27.7	22.2	17.6	13.4	11.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.6	2.9	2.5	2.1
财务费用	10.7	11.3	-	-	-	P/FCF	191.5	33.2	-3,172.4	6.5	36.1
投资损失	-12.1	-16.0	-4.1	-5.4	-3.2	P/S	2.1	1.9	1.7	1.4	1.2
少数股东损益	-	-0.1	-	-0.1	-0.1	EV/EBITDA	13.4	15.8	11.9	7.7	6.5
营运资金的变动	97.5	177.2	-600.9	776.5	-713.5	CAGR(%)	27.4%	25.2%	29.0%	27.4%	25.2%
经营活动产生现金流量	424.0	707.3	72.9	1,644.8	306.0	PEG	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-501.6	-546.6	8.6	4.8	2.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	232.4	-87.4	84.3	-174.4	-262.2	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

