

史丹利 (002588)

稳健转型农业服务，有望打开成长空间

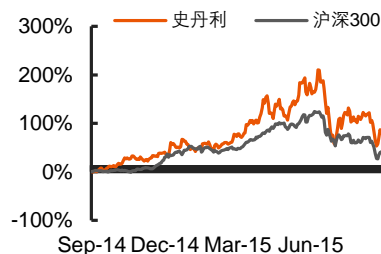
强烈推荐（维持）

现价：20.99 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.shidanli.cn
大股东/持股	高文班/22.71%
实际控制人/持股	高文班/23.15%
总股本(百万股)	584
流通 A 股(百万股)	352
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	122
流通 A 股市值(亿元)	74
每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	35.90

行情走势图



相关研究报告

- 《史丹利*002588*推出员工持股，看好向农业服务转型》 2015-06-26
- 《史丹利*002588*一季度开局良好，全年业绩增长可期》 2015-04-23
- 《史丹利*002588*毛利率提升助推业绩，大农资平台前景看好》 2015-03-31

证券分析师

郭哲 投资咨询资格编号
S1060514120003
021-20660280
GUOZHE370@pingan.com.cn

蒲强 投资咨询资格编号
S1060514120001
021-20662845
PUQIANG587@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **史丹利拥有优势复合肥品牌和渠道：**史丹利在我国复合肥行业位列前三，现有 2000 多个县级经销商网点遍布国内，渠道优势明显。“史丹利”品牌价值高达 27.2 亿元，深受农村市场的认可。公司过去七年收入和销量复合增速达 16%和 18%，显著高于行业，在规模效应逐步显现下，同期净利润复合增速更是高达 33%，利润率维持在行业中高水平。
- **转型农业服务将为史丹利打开成长空间：**我国农资行业处于变革期，农资企业对农业产业链的一体化服务能力将决定其未来。史丹利顺应大势，积极扎实向农业服务转型。具体方式是“自营+平台”，以开展土地集约种植的自营示范为先导，然后整合资源打造四大平台（农资一体化、农业技术服务、农业金融服务和物联网信息化），以更优的性价比为种植大户、家庭农场或合作社提供综合农业种植解决方案，包括种子、化肥、农药、农技服、金融、储销等，不仅为农户实现增产增效，还将提升与其粘性，形成竞争壁垒。象屿农产打造类似商业模式已经取得成效，2015 上半年实现收益 1.62 亿元，并已有合作种植面积共 231 万亩。我们认为史丹利凭借现成的农村渠道优势和强大平台战略，有望实现农业服务模式的高效扩张复制，现已覆盖土地超 20 万亩。我们测算单亩土地包括农资+农技+金融服务+仓储等利润有望达 150-200 元/亩，仅东北就有仅 4 亿亩土地，未来国内千亿市场可期，这将为史丹利打开成长空间。
- **估值与投资建议：**我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 1.13/1.48/1.87 元，市盈率为 18.6/14.2/11.2 倍。九家农资上市公司横向对比，史丹利估值位于底部，高总 21 元增持和员工持股 27 元实施买入都显示公司信心，我们维持对公司的“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**转型农业服务不及预期；复合肥竞争加剧。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5345	5,654	6,757	8,108	9,567
YoY(%)	5.7	5.8	19.5	20.0	18.0
净利润(百万元)	397	495	658	863	1,093
YoY(%)	36.2	24.7	32.9	31.2	26.6
毛利率(%)	19.4	20.7	21.2	21.4	22.0
净利率(%)	7.4	8.8	9.7	10.6	11.4
ROE(%)	14.9	16.2	18.4	19.5	19.8
EPS(摊薄/元)	0.68	0.85	1.13	1.48	1.87
P/E(倍)	30.8	24.7	18.6	14.2	11.2
P/B(倍)	4.6	4.0	3.4	2.8	2.2

正文目录

一、史丹利拥有强势的复合肥品牌和渠道	4
1.1 复合肥市场份额位于行业前三	4
1.2 品牌和渠道优势突出	5
1.3 市场份额持续扩大，毛利率行业领先	7
二、向农业服务转型为史丹利打开成长空间	9
2.1 农业产业链一体化服务能力决定农资企业未来	9
2.2 史丹利顺应农资变革趋势，积极向农业服务转型	11
2.3 国内农业服务已有先行者——象屿农产	12
2.4 史丹利有望更好复制扩张上述模式	13
三、估值与投资建议	16

图表目录

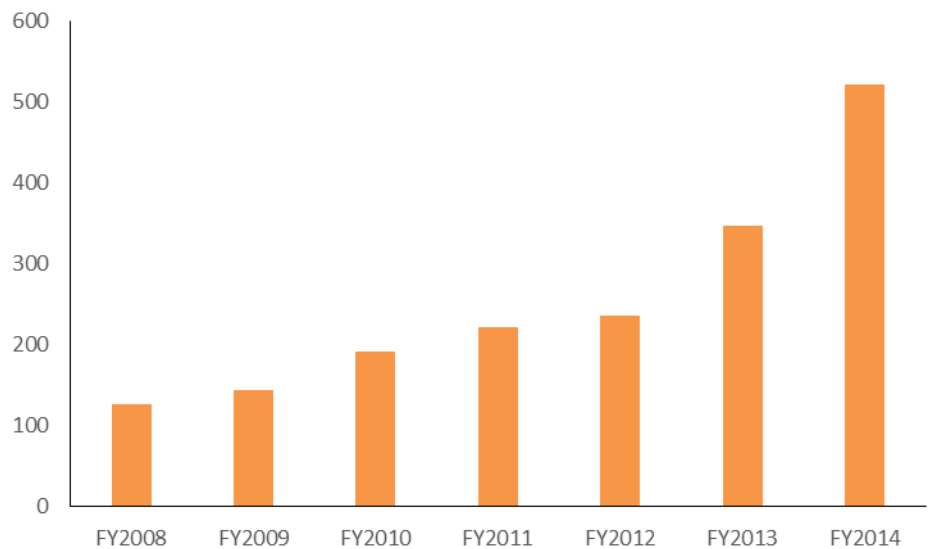
图表 1	史丹利历年产能情况（万吨）	4
图表 2	史丹利销售市场分布（2014 年）	4
图表 3	史丹利公司销售人员数量历年统计	5
图表 4	史丹利销售渠道遍布全国	6
图表 5	史丹利复合肥的“史丹利”、“三安”和“第四元素”品牌	6
图表 6	史丹利广告投放情况	7
图表 7	史丹利广告支出情况（亿元）	7
图表 8	史丹利公司产销量情况（万吨）	8
图表 9	史丹利收入及 YOY 情况（万元）	8
图表 10	史丹利净利润及 YOY 情况（万元）	8
图表 11	复合肥行业主要上市公司毛利率情况（单季）	9
图表 12	我国土地流转面积不断扩大（亿亩）	10
图表 13	发达国家土地流转改革后农业现代化程度大幅提升	10
图表 14	国外农业发达国家的生产模式	11
图表 15	我国农业产业链中多个环节需要更好的效率提升	11
图表 16	史丹利农业服务商业模式示意图	12
图表 17	象屿农产合作种植模式示意图	13
图表 18	史丹利农业服务布局已有多家公司（不完全统计）	13
图表 19	史丹利为转型农业服务而打造四大平台	15
图表 20	史丹利农业金融服务平台运行形式	15
图表 21	孟山都利用信息化发展精准农业	16
图表 22	行业可比公司的估值对比（wind 一致预期，2015/8/28）	16
图表 23	史丹利历史 PE - Bands	17
图表 24	史丹利员工持股计划情况	17

一、 史丹利拥有强势的复合肥品牌和渠道

1.1 复合肥市场份额位于行业前三

史丹利是国内知名品牌复合肥生产企业之一，公司目前拥有产能 520 万吨，主要分布在山东省临沭县、吉林省吉林市、吉林省扶余市、山东省德州市、山东省平原县、河南省遂平市、河南省宁陵县、湖北省当阳市、广西壮族自治区贵港市、江西省丰城市等十个生产基地。2014 年销量 204 万吨，仅次于金正大和新洋丰，位列行业第三，市场遍布华北、东北、华东、华中等各主要农业产区。公司始终致力于研发高效环保、养分均衡的复合肥产品，公司有完善的产品结构，产品包括高塔肥、硝基肥、水溶肥、缓控释肥、海藻肥、生物肥、有机无机肥料等新型肥料等。

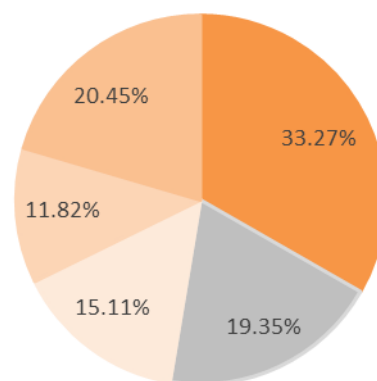
图表1 史丹利历年产能情况（万吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 史丹利销售市场分布（2014 年）

■ 华东 ■ 华中 ■ 华北 ■ 东北 ■ 其他(地区)

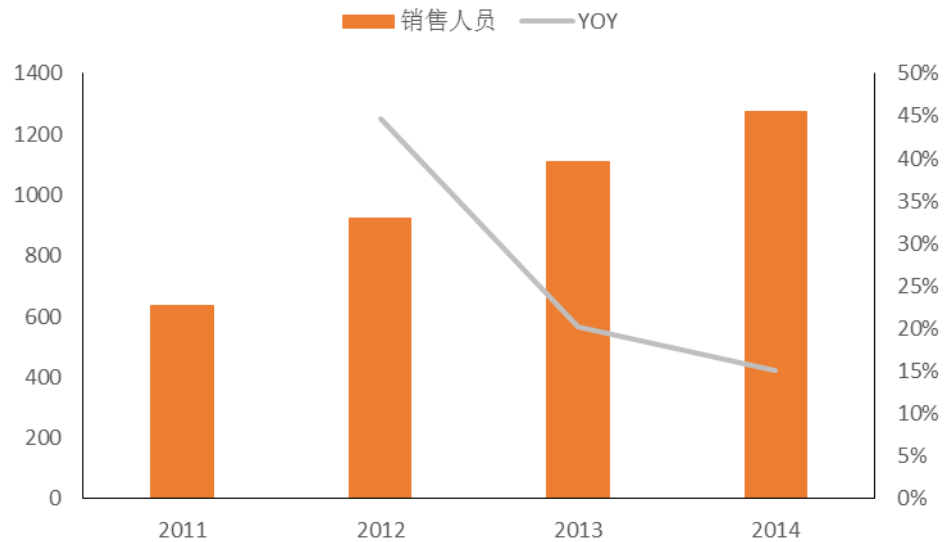


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 品牌和渠道优势突出

近年来，公司在全国范围内积极的进行研发、生产、渠道、品牌和服务布局和建设，在全国 31 个省、市、自治区建立了以县级为单位的 2000 多个经销商网点，经销商体系以专营经销为特色，熟悉所在区域的土地和农户市场情况。公司通过自身营销人员对经销商进行管控和支持，目前营销人员约 1700 人。

图表3 史丹利公司销售人员数量历年统计



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 史丹利销售渠道遍布全国



资料来源：公司网站，平安证券研究所

精细化的渠道及品牌管理是公司发展强大动力。在品牌经营战略上，多年来公司不同系列的产品大多以“史丹利”单一品牌出现，随着长期宣传强化及农化服务的深入，“史丹利”已经成为复合肥行业标杆性品牌，根据相关资产评估有限公司的评估，“史丹利”品牌价值高达 27.2 亿元。而随着产品结构的拓展，公司品牌战略逐步有向多元化发展的趋势，公司已于近期推出高端品牌“第四元素”，努力开拓渠道覆盖的广度，目前公司“第四元素”品牌的一级经销商已经达到 800 家。

图表5 史丹利复合肥的“史丹利”、“三安”和“第四元素”品牌



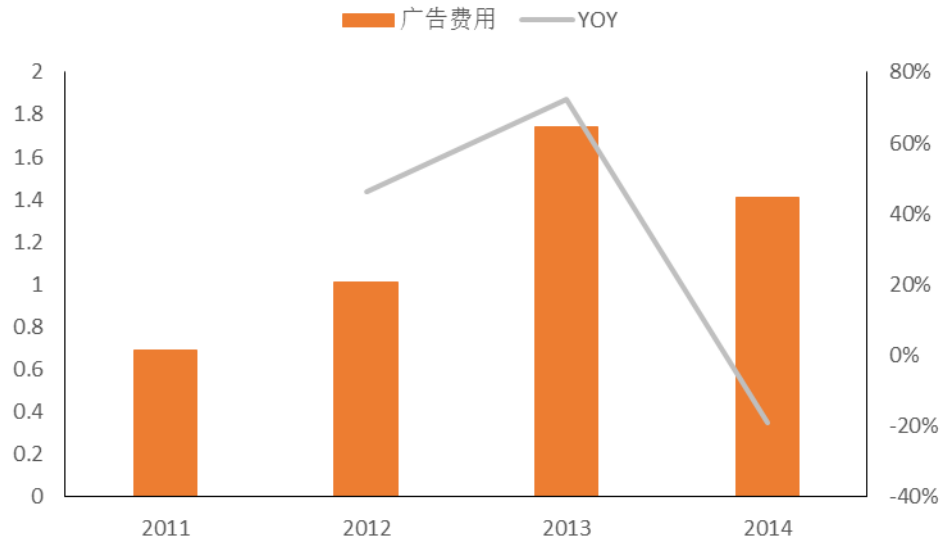
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表6 史丹利广告投放情况



资料来源: cctv, 平安证券研究所

图表7 史丹利广告支出情况 (亿元)

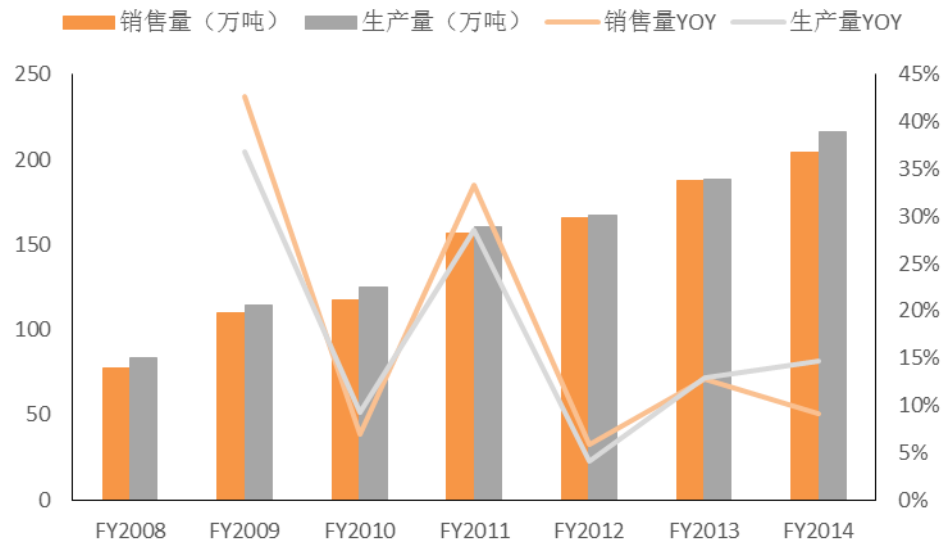


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.3 市场份额持续扩大, 毛利率行业领先

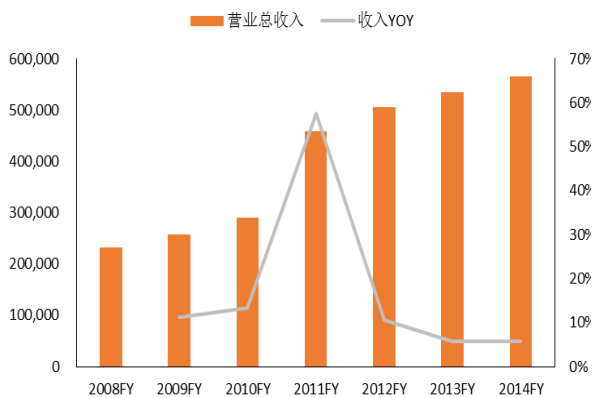
近年我国复合肥行业整体需求增速较慢, 行业集中度很低, 前四大公司的份额仅为 20%, 中小企业众多。史丹利凭借渠道和品牌实现了市场份额的不断扩大, 过去七年销售收入和数量增速持续分别达到 16%和 18%, 明显高于行业, 净利润增速更是过去七年复合增速达到 33%。公司近两年毛利率稳中趋升, 保持在行业较高水平。2015 上半年实现收入 33.4 亿元, 净利润 3.2 亿元, 同比分别增长 21%和 25%。

图表8 史丹利公司产销量情况（万吨）



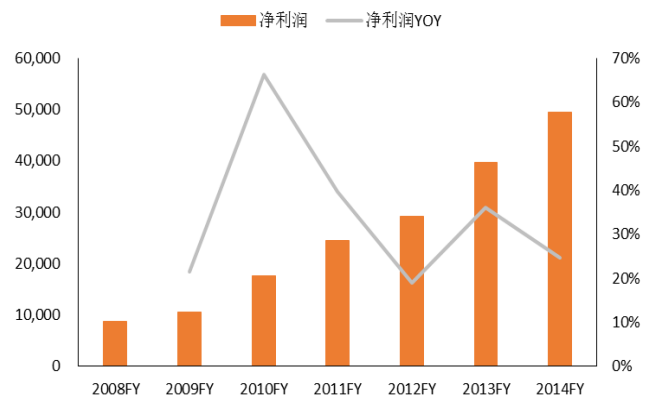
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表9 史丹利收入及 YOY 情况（万元）



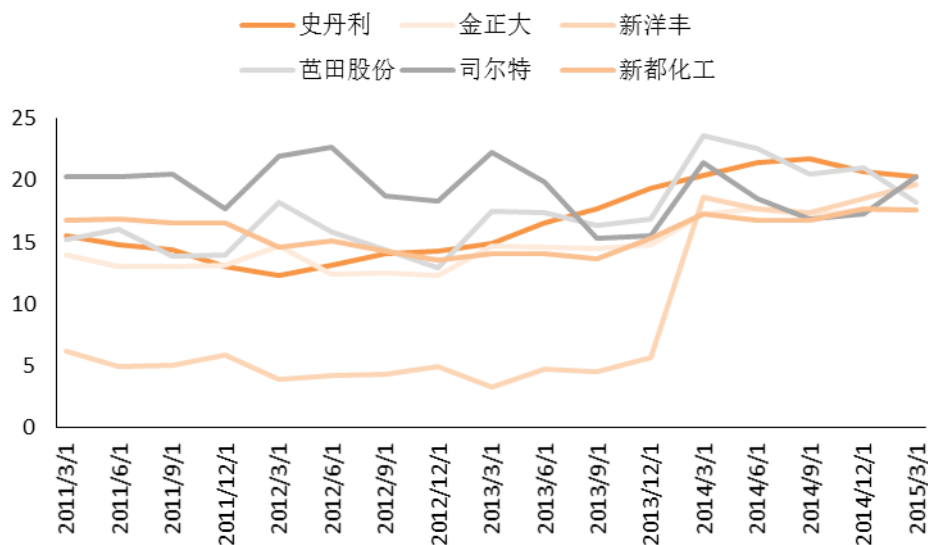
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表10 史丹利净利润及 YOY 情况（万元）



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表11 复合肥行业主要上市公司毛利率情况（单季）



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 向农业服务转型为史丹利打开成长空间

我国农业发展现阶段的主要矛盾是日益增长的农化服务需求与落后的农化服务能力之间的矛盾。面对这样的机遇与挑战，农化公司纷纷谋求转型。史丹利作为农资龙头企业，利用其突出的品牌及渠道管理优势，积极搭建农资一体化平台、农业技术服务平台、农业金融服务平台、物联网信息化平台四大平台，谋求向农业服务商的转型升级。

2.1 农业产业链一体化服务能力决定农资企业未来

我国农村生产的集约化趋势显著。

原因一是我国农业效率与发达国家的差距巨大。

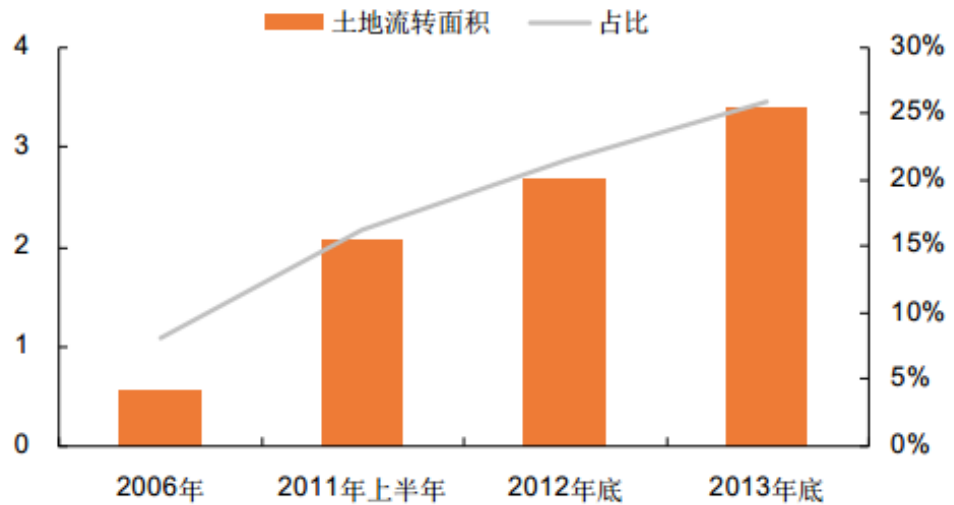
在农资的使用效率上表现为，我国粮食产量占全球 22%，却消费了全球约 30% 的化肥，其中氮肥利用率仅约为 30~35%、磷肥为 10~25%、钾肥为 35~50%，比发达国家低 20~30 个百分点，每年因化肥养分流失造成的经济损失约为 500 亿元，农药的利用率也仅有 30%。

从农业劳动生产效率来讲，我们的农业劳动生产效率是发达国家平均水平的 2%，是美国农业劳动生产效率的 1%，是世界平均效率的 64%。我国农业用水效率也和发达国家具有很大的差距。

从资源利用上看，由于多年来采用传统的大水漫灌方式，目前我国农业用水有效利用率仅为 40% 左右，远低于欧美等发达国家的 70%~80% 的水平。

原因二是我国农村土地流转正在加快推进，农户种植从以往的小农方式向大户转变。结合我国各主要种植地区的特点，我们认为我国东北适合美国的规模化、西北适合以色列的科技、中原适合法国模式、南方更适合日本。

图表12 我国土地流转面积不断扩大（亿亩）



资料来源: wind、平安证券研究所

图表13 发达国家土地流转改革后农业现代化程度大幅提升

国家	土地特点	实施法律	主要措施	实施时间	效果
法国	土地连片,较为平坦,小农经营	《农业指导法》	注重土地流转方式多样化,限制农地买卖	20世纪20年代	形成多个现代化农场和牧场
日本	小片土地,破碎不连续,小农经营	《农业基本法》、《农地法》、《农用地利用增进法》、《农业经营基盘强化法》	建立农业者认定制度;创建中介组织	20世纪60~90年代	提高土地利用效率,增加农业效益
美国	地广人稀,平坦广阔,公私共营	《土地先购权法》、《宅地法》	充分发挥市场作用;通过契约保障出租方利益	19世纪60年代	为发展现代化大农业奠定了重要基础

资料来源: CNKI, 平安证券研究所

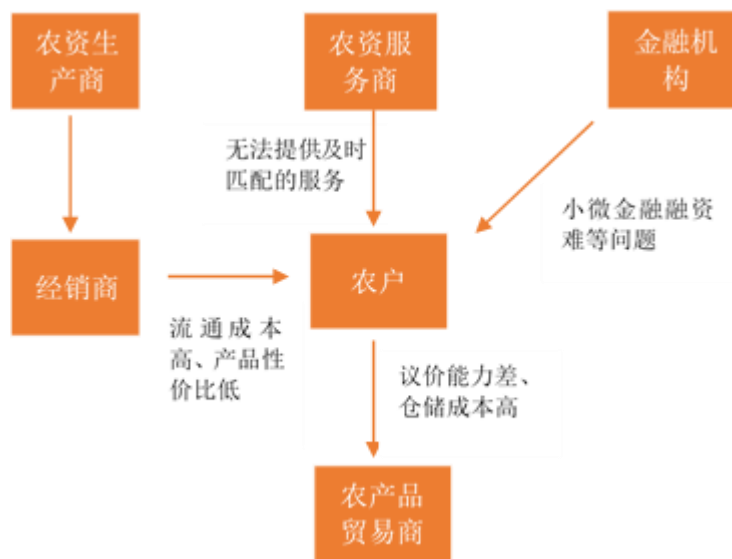
图表14 国外农业发达国家的生产模式

美国模式	日本模式	以色列模式	法国模式
人少地多、劳动力稀少。通过机械化生产来发展其农业，然后走向生物、化学和信息等技术化道路。以家庭农场经营为主，规模化经营程度高。	人多地少，资源匮乏。通过科学技术进步，侧重通过常规育种技术改良品种、加强农业水利建设、发展农田排灌工程和设施、发展农协组织，以及发展设施农业技术。	缺水又少土。集约化生产。充分发挥了科技的力量，在各个生产环节都追求高效，形成了高度专业分工的科技密集型农业。	土地和劳动力都较适中。通过制度改革转变了其传统的小农经济发展模式。通过政府补贴来实现农业机械化，设立了各种农业服务性合作社提供城乡社会化服务，追求规模化经营，实现农业专业化和作业专业化分工。

资料来源：CNKI，平安证券研究所

我国农业集约化趋势将在农业产前、产中或产后等多个环节对效率提升涌现出巨大需求。因此，如何能够通过一体化的产品和服务提供更具性价比解决方案，将成为未来农资企业的竞争焦点。

图表15 我国农业产业链中多个环节需要更好的效率提升

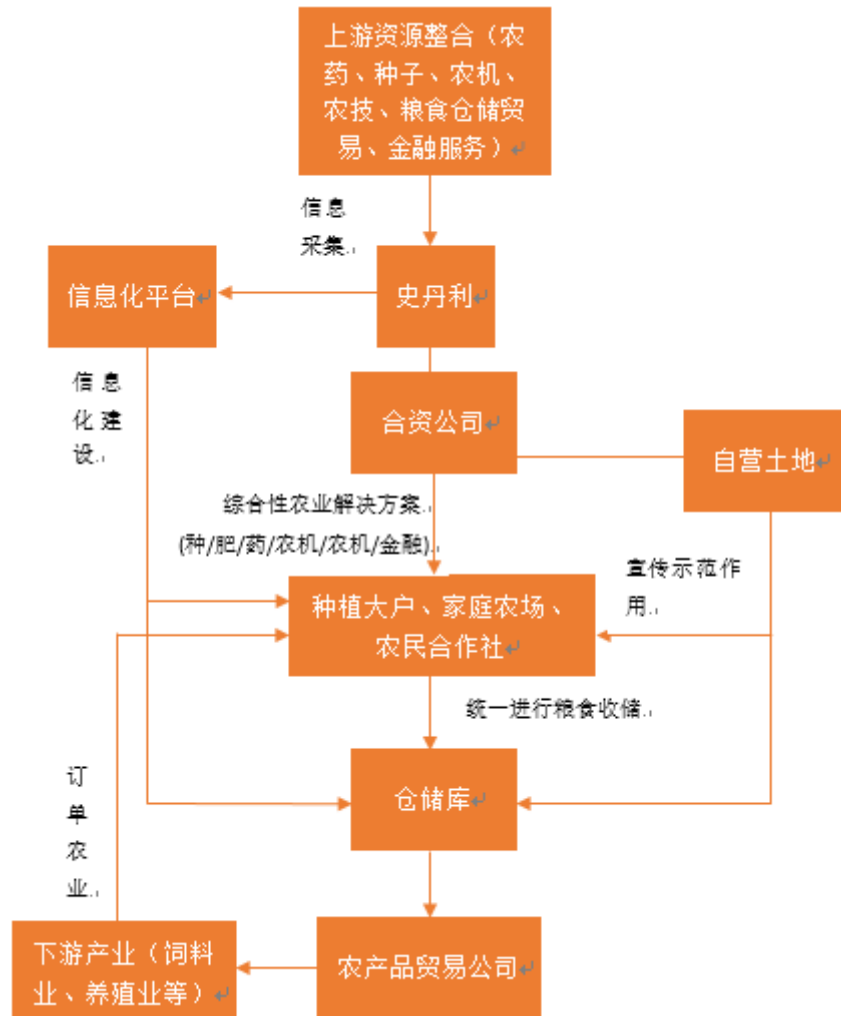


资料来源：平安证券研究所

2.2 史丹利顺应农资变革趋势，积极向农业服务转型

史丹利积极顺应上述农业生产的变革趋势，正在由单纯的复合肥企业向农业服务商转型。具体做法为，公司一方面充分发挥农村线下渠道对农村市场的影响力，通过合资/协议等方式与其进行紧密合作，另一方面凭借自身实力整合相关农资产品和服务的能力资源，在具体业务推进上，以开展土地集约种植的自营示范为先导，然后重心放在开拓当地种植大户、家庭农场或合作社等农户上，以更优的性价比为其提供综合农业种植解决方案，包括种子、化肥、农药、农业技术与服务、农用机械、金融服务、粮食仓储销售和高端订单农业等，不仅实现了为农户的增产增效，还有望提升与农户之间的粘性，形成竞争壁垒。

图表16 史丹利农业服务商业模式示意图



资料来源：WIND，平安证券研究所

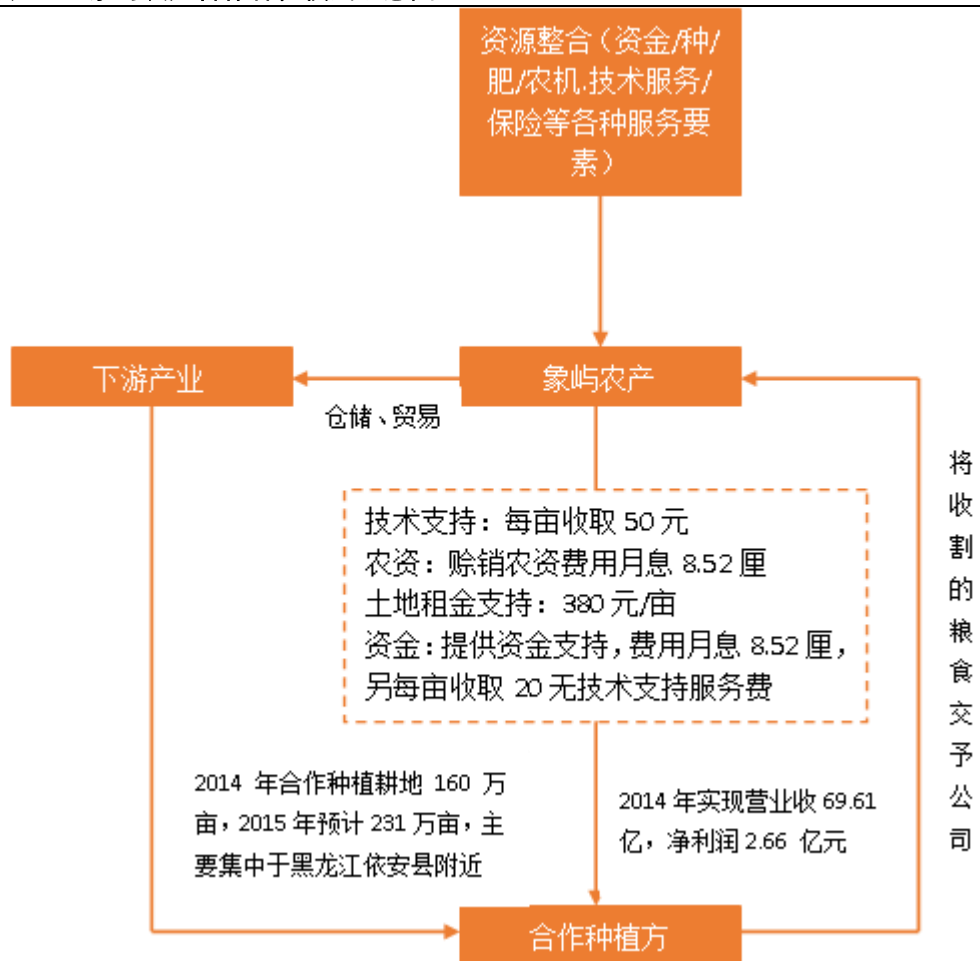
2.3 国内农业服务已有先行者——象屿农产

象屿农产是上市公司象屿股份的子公司，公开资料显示，其农资业务 2014 年销售种子 200 万斤，公司拥有玉米知识产权超过 12 个品种，2013 年初投入使用，并拥有化肥三大系列 20 多个品种，2014 年销售量达到 30 万吨，销售范围遍布黑龙江省各大粮食生产基地。

象屿农产近两年开始在东北的黑龙江省依安县开展农业合作种植模式，即在自身贸易物流优势基础上，并与在依安县拥有多年农业收购仓储等经营经验的穆氏家族进行合作，以粮食仓储物流为支点，逐步将农资、农技和贷款等农业一体化产品服务做起来。

该模式在 2014 年已经取得成效，象屿农产 2014 年覆盖土地 160 万亩，净利润 2 亿元以上。2015 上半年，象屿农产上半年实现营业收入 35.78 亿元，同比增长 105.23%，净利润 2.01 亿元，同比增长 67.64%；实现合作经营收益 1.62 亿元，并完成合作种植面积共 231 万亩，为下一收购季打下了较好的基础。

图表17 象屿农产合作种植模式示意图



资料来源：象屿农产，平安证券研究所

2.4 史丹利有望更好复制扩张上述模式

强大的农村渠道优势：

公司凭借多年复合肥经营基础，已经建立起了深入农村的强大传统线下渠道，可以通过对这些渠道的改造，就能快速将农业服务新模式导入到市场中去。目前公司的农服模式已经在覆盖了 20 万亩左右土地，同时自营示范面积有 4 万多亩，粮食烘干能力已经有 55 万吨，走在了农资同行的前头。

图表18 史丹利农业服务布局已有多家公司（不完全统计）

成立日期	公司名称	持股比例	经营范围
2014/7/29	临沭县史丹利小额贷款公司	51%	办理各项小额贷款；中小企业发展、管理、财务等咨询服务
2015/2/3	史丹利农业服务有限公司	100%	化肥、种子、农药、农机具的销售；粮食及粮油副产品的收储、加工、销售；仓储服务；农业服务；农业种植；农业投资与咨询服务；生态绿化

2015/3/24	讷河市史丹利聚丰农业服务有限公司	51%	小麦、水稻、稻谷、杂粮、农副产品收购、仓储、加工、销售、烘干；化肥、种子、农膜、农机具销售；复合肥生产、销售；农业服务、农业种植、农业投资与咨询服务；生态绿化。	提供农业服务的土地已超过 10 万亩
2015/2/3	翁牛特旗史丹利农业技术咨询有限公司	51%	农业技术咨询服务；农作物种植；化肥、原包装种子、粮食收购；农机具购销	提供农业服务的土地已超过 5 万亩
2015/5/11	任丘市史丹利农业服务有限公司	51%	销售：化肥、小包装种子、农膜、农机具；生产：复合肥；农产品及其副产品的收储、加工、销售；烘干及仓储服务；农作物种植及技术服务；农业投资与咨询服务	任丘市耕地面积约 90 万亩
2015/5/15	龙江县史丹利江之源农业服务有限公司	51%	农业机械服务，灌溉服务，农村土地整理服务，农业技术开发、咨询、交流、转让、推广服务，粮食仓储服务，玉米、稻谷、杂粮收购，粮食烘干，经销不再分装的农作物包装种子、化肥、农业机械、农副产品，道路货物运输、物流服务	龙江县耕地面积约 600 万亩，江源油脂目前有合作关系的农业合作社和种植大户的土地面积约 5 万亩

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四大平台为转型提供全力资源支持：

公司依靠强大上市公司平台和多年实力积淀，打造四大平台，配套助力向农业服务转型。四个平台相辅相成，形成共力，达成公司向农业服务商转变的战略。

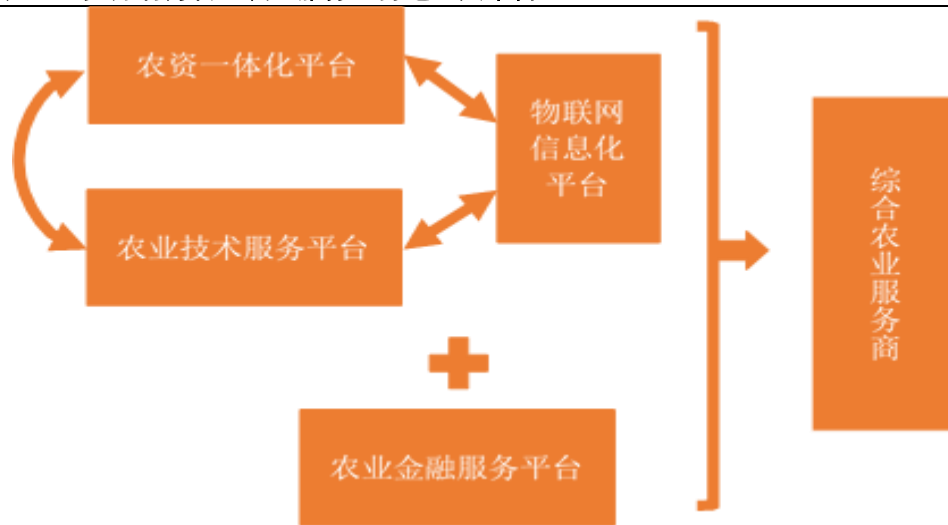
四大平台之一——农资一体化平台：公司将通过合作或并购等方式实现化肥、种子、农药、农机的农资一体化，从而为种植大户、大农场、农业合作社等客户全套的农业生产解决方案。

四大平台之二——农业技术服务平台：公司将以史丹利农业服务有限公司为依托，以经销商为支点，以土地流转示范、农资套餐定制、农机服务、田间管理和科学种植方法等农业服务为手段，实现公司全程解决方案的落地，真正为种植大户、大农场、农业合作社带来效益的提升。

四大平台之三——农业金融服务平台：公司将以史丹利小额贷款公司为主体，辅以担保、第三方支付等形式，为经销商、种植大户、农场等提供便利快捷的金融支持。同时，公司继续积极发展供应链金融服务，与商业银行紧密合作，为经销商、种植大户、大农场、农业合作社提供资金支持，促进其发展壮大。

四大平台之四——物联网信息化平台：公司将以移动互联终端为载体，电商平台与传统渠道互动联合，实现订单农业、合作种植、下游采集、资金融通、农化服务一体化服务功能。同时，公司将坚持渠道下沉，搜集土地、作物等基础数据，建立农业大数据平台。

图表19 史丹利为转型农业服务而打造四大平台



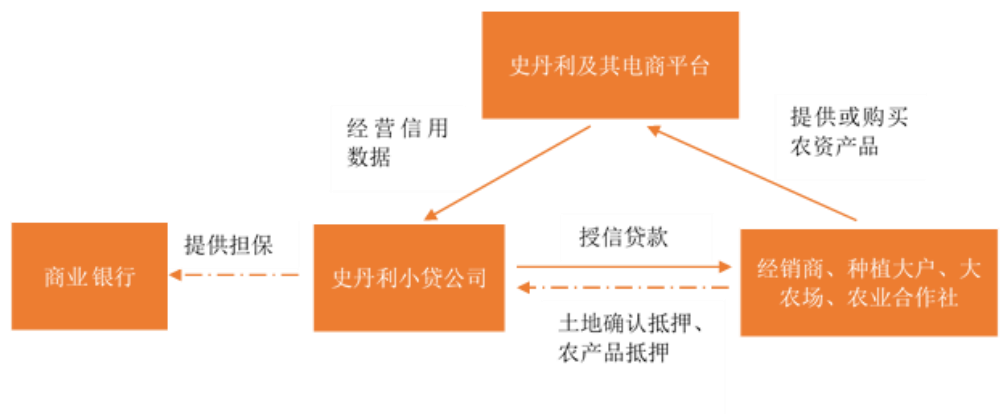
资料来源：平安证券研究所

农业金融服务平台将为农户提供业务上的金融支持，促成业务更好的开展。

作为农资巨头企业的史丹利积累了丰富的经销商和农户的实际经营信用数据，凭借雄厚的资金实力在发展农村金融服务方面具有天然优势。我国发展农村金融服务正当时。一方面随着信息技术的渗透，公司可以依托大数据平台更好的提供农村金融服务；另一方面随着农村土地确权的逐步完善，农地经营权可抵押为农村金融服务提供了更多可行的支持条件。

史丹利发展农村金融服务不仅利用供应链金融增加创收途径，更是增强对产业链的渗透力和粘性，对中长期提升盈利能力具有战略意义。

图表20 史丹利农业金融服务平台运行形式



资料来源：平安证券研究所

史丹利公司在物联网信息化平台建设方面，重视线下渠道的价值，希望通过在线下建立起强大有效的渠道入口，然后逐步引入互联网商业模式，将 O2O 电商、精准农业、大数据等模块整合起来，强化农业服务的效率和能力。。

图表21 孟山都利用信息化发展精准农业



资料来源：平安证券研究所，公司网站

综上所述，我们认为史丹利凭借现有农村渠道优势和搭建农资一体化、农业技术服务、农业金融服务和物联网信息化四大平台，有望将其农业服务战略更好更快的扩张复制。我们测算单亩土地包括农资+农技+金融服务+仓储等的合计利润在 150-200 元/亩以上，仅东北就有仅 4 亿亩土地，未来国内千亿市场可期，这将为史丹利打开成长空间。

三、估值与投资建议

我们预计史丹利 2015-2017 年分别实现销售收入 67.57 亿元、81.08 亿元、95.67 亿元，同比增长 19.50%、20.00%、18.00%，实现归属于母公司净利润 6.58 亿元、8.63 亿元、10.93 亿元，同比增长 32.90%、31.20%、26.60%，EPS 分别为 1.13、1.48、1.87 元，对应当前股价市盈率分别为 18.6、14.2、11.2 倍。

在与其他八家行业上市公司的横向对比上，史丹利的估值水平处于行业倒数后两位。与历史纵向估值水平对比，目前的市盈率水平也处于中位数水平。如果考虑到公司账面拥有近 10 亿现金，占公司市值近 8%，那么公司的估值水平将更具有吸引力。

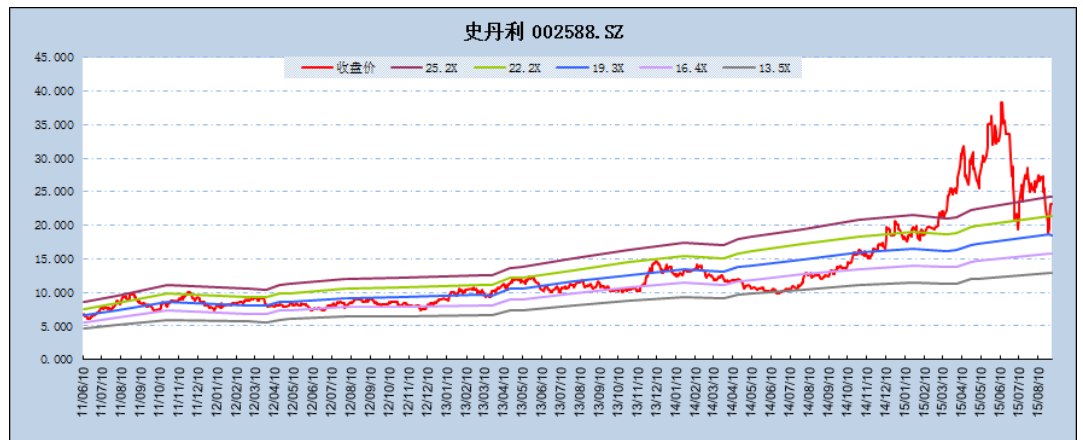
图表22 行业可比公司的估值对比 (wind 一致预期)

上市公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	2015 PE	2016 PE	PB	PS
金正大	281	27	24	19	3.8	1.5
芭田股份	89	62	37	24	4.9	4.1
新洋丰	148	21	19	14	3.4	1.4
史丹利	134	24	21	17	4.1	2.0
司尔特	69	36	27	16	3.7	2.2
新都化工	98	69	51	30	4.2	1.7

上市公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	2015 PE	2016 PE	PB	PS
诺普信	126	59	40	30	7.3	4.4
辉丰股份	64	31	23	18	2.1	2.1
辉隆股份	68	37	32	25	3.2	0.6

资料来源: wind、平安证券研究所。按 8 月 28 日收盘价计算

图表23 史丹利历史 PE - Bands



资料来源: wind、平安证券研究所

员工持股计划与实控人增持彰显公司信心

公司于 2015 年 7 月 25 日晚公告拟筹资 1 亿元推员工持股计划，主要对象为公司科长及以下基层员工。大股东以自有资金为此次员工持股计划提供两倍杠杆。

公司实际控制人高进华于 2015 年 7 月 3、6、8 日增持公司股份 30.46 万股股，增持均价在 21 元左右，占公司股份总数的 0.052%。同时公司员工持股已经在 27 元买入 2285 万元。

图表24 史丹利员工持股计划情况

筹集资金金额	不超过 1 亿元		
资金来源	员工合法薪酬、自筹资金等，杠杆比例为 2 倍，借款来自于大股东的自有资金		
主要对象	公司科长及以下基层员工		
锁定期	1 年		
股票来源	二级市场购买		
持有人名单及份额分配情况			
序号	持有人	出资额 (万元)	比例 (%)
1	职工代表监事李艳艳	6.50	0.19%

2	科长362人	2,356.50	70.69%
3	副科长242人	971.00	29.12%
	合计605人	3,334.00	100.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们看好公司向农业服务的稳健转型，未来有望贡献可观业绩，考虑到当前估值水平仍有较大安全边际，继续给予公司“强烈推荐”评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	2730	3004	3564	4842
现金	1537	1699	1784	1841
应收账款	0	9	2	31
其他应收款	12	10	16	65
预付账款	519	355	689	1338
存货	661	908	1064	1484
其他流动资产	2	23	9	83
非流动资产	1563	2089	2186	2225
长期投资	0	0	0	0
固定资产	523	1173	1270	1296
无形资产	307	422	473	528
其他非流动资产	733	493	442	401
资产总计	4293	5093	5749	7067
流动负债	1292	1668	1849	2344
短期借款	0	0	0	0
应付账款	197	161	265	244
其他流动负债	1095	1507	1584	2100
非流动负债	329	367	327	288
长期借款	199	199	160	120
其他非流动负债	130	168	168	168
负债合计	1621	2035	2177	2631
少数股东权益	5	5	5	5
股本	220	286	584	584
资本公积	1151	1085	799	799
留存收益	1296	1682	2340	3203
归属母公司股东权益	2667	3052	3568	4431
负债和股东权益	4293	5093	5749	7067

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	424	707	369	198
净利润	397	495	658	863
折旧摊销	57	78	104	117
财务费用	-40	-41	-45	-41
投资损失	-12	-16	-14	-15
营运资金变动	-26	160	-334	-726
其他经营现金流	48	31	0	0
投资活动现金流	-502	-547	-187	-142
资本支出	514	565	97	40
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	13	19	-90	-102
筹资活动现金流	232	-87	-98	1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	199	1	-40	-40
普通股增加	51	66	0	0
资本公积增加	-51	-66	0	0
其他筹资现金流	34	-88	-58	41
现金净增加额	155	73	85	58

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	5345	5654	6757	8108
营业成本	4308	4482	5324	6370
营业税金及附加	1	5	5	6
营业费用	372	365	399	438
管理费用	231	293	318	341
财务费用	-40	-41	-45	-41
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	16	14	15
营业利润	486	566	770	1010
营业外收入	13	23	0	0
营业外支出	6	6	0	0
利润总额	492	584	770	1010
所得税	95	88	112	146
净利润	397	495	658	863
少数股东损益	0	-0	0	0
归属母公司净利润	397	495	658	863
EBITDA	557	669	874	1126
EPS (元)	1.81	1.73	1.13	1.48

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	5.7	5.8	19.5	20.0
营业利润(%)	40.7	16.7	35.9	31.2
归属于母公司净利润(%)	36.2	24.7	32.9	31.2
获利能力				
毛利率(%)	19.4	20.7	21.2	21.4
净利率(%)	7.4	8.8	9.7	10.6
ROE(%)	14.9	16.2	18.4	19.5
ROIC(%)	13.5	14.6	16.7	18.1
偿债能力				
资产负债率(%)	37.8	40.0	37.9	37.2
净负债比率(%)	-50.1	-49.1	-44.3	-37.9
流动比率	2.1	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.6	1.3	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	91332.0	1220.8	1220.8	500.0
应付账款周转率	25.0	25.0	25.0	25.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.85	1.13	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.30	0.63	0.34
每股净资产(最新摊薄)	4.57	5.23	6.11	7.59
估值比率				
P/E	30.8	24.7	18.6	14.2
P/B	4.6	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	19.8	16.3	12.4	9.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033