

史丹利(002588.SZ)

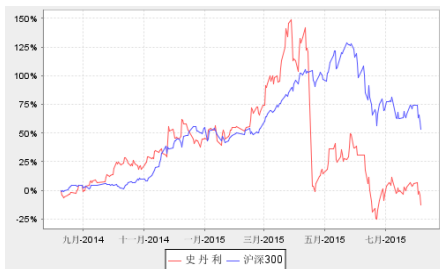
深度挖掘空白区域，销售增长再添支撑

评级： 买入 **前次：** 买入
目标价(元)： 28
 分析师 张俊宇
 谢刚 zhangjy@r.qlzq.com.cn
 S0740510120005 联系人
 021-20315178 张斌梅
 xiegang@r.qlzq.com.cn 2015年9月2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)	20.90
市值(百万元)	12212.06
流通市值(百万元)	7388.60

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

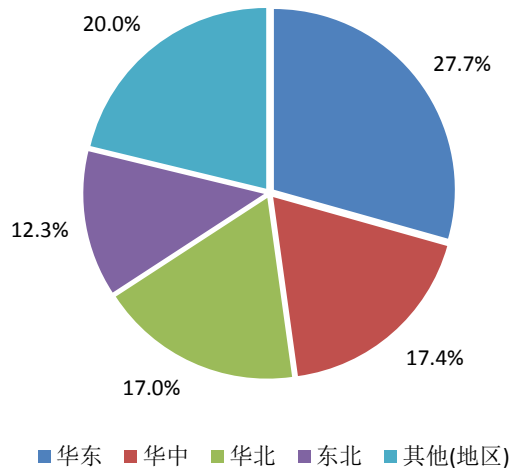
备注：市场预测取万得一致预期

投资要点

- 事件：**史丹利拟出资人民币 10,000 万元在甘肃省定西市设立全资子公司史丹利化肥定西有限公司，以借助当地优势条件，发展公司业务。定西公司将通过新建生产线等方式从事复合肥生产销售，以满足西北地区市场对公司产品的需求，提高西北地区供货反应速度，降低原料和产品的运输成本，优化公司的生产布局，提高公司盈利。
- 扩张符合战略规划，向西拓展覆盖薄弱区域。**从 2015 年半年报的销售区域分布看，公司的主要优势区域集中于中东部地区，华东、华中、华北、东北占比之和超过 80%，相较之下，西北、西南等地仍有待深度拓展。此次在甘肃定西设立子公司，并明确了有新建生产线的计划，延续以往自建产能的扩张之路，我们认为符合公司的发展需要，利好长期的业绩增长。
- 品牌溢价稳固，销售放量将是未来发展的题中之义。**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%。同时公司复合肥的价格有涨有跌总体稳定，上半年旺季销售的氯基复合肥价格约为 2350 元/吨，同比下降 15%；硫基复合肥旺季价格为 2650 元/吨，同比增长 23%。业绩看点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。以今年的原材料成本变动、化肥增值税的恢复增收、化肥行业电价优惠取消等等因素综合来看，复合肥企业依靠成本端低迷赚取较高毛利率贡献净利增长的时期已告段落，具备完善的销售网络、较高品牌认可度、优化的区域布局将是决定销售放量的核心竞争力。公司的品牌力、销售队伍优势明显，依靠向空白区域的产能布局，继续深度挖掘西部市场，十分值得关注。
- 公司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：**目前已提供服务覆盖 20 万亩农田，拥有粮食烘干能力 55 万吨/年，小额贷款公司共发放贷款 6800 多万元，公司的互联网分销系统也已运行。

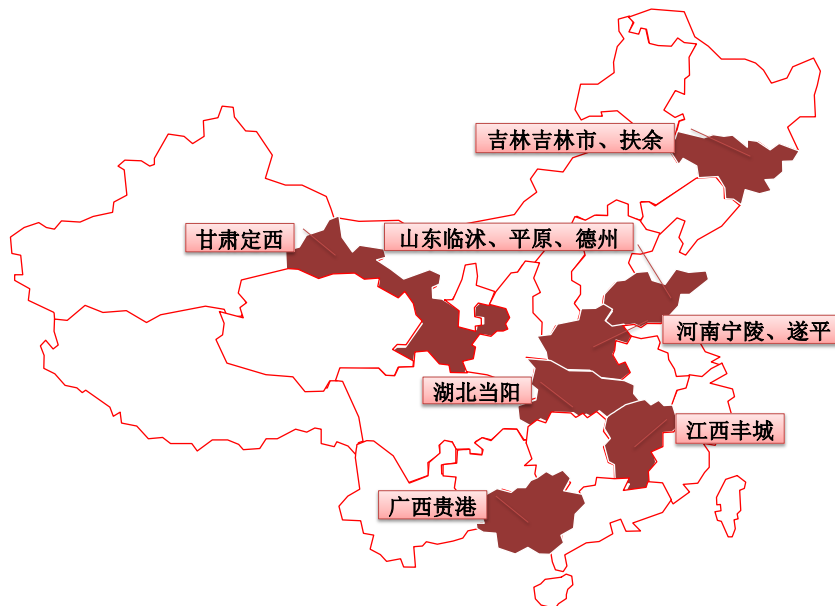
- 我们认为公司未来以稳定的业绩为基础，平台转型为展望，是优秀的复合肥龙头标的。我们预计公司2015-2016年EPS分别为1.08元和1.40元，同比增长27.25%和30.07%，给予20X2016PE，目标价28元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**(1) 农资服务平台战略推行需要一定时间，短期收益可能不达预期；(2) 下游单质肥价格反弹过快，利润增速低于预期的风险；(3) 小额贷款的金融服务如果面临政策加强监管，可能影响农资服务平台整体功能的风险。

图表 1：目前史丹利的销售区域分布



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：此次设立定西子公司后的产能布局



来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 史丹利三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	5,057	5,345	5,654	6,670	8,002	9,156
增长率	10.68%	5.7%	5.8%	18.0%	20.0%	14.4%
营业成本	-4,335	-4,308	-4,482	-5,266	-6,281	-7,146
% 销售收入	85.7%	80.6%	79.3%	78.9%	78.5%	78.0%
毛利	721	1,037	1,172	1,404	1,720	2,010
% 销售收入	14.3%	19.4%	20.7%	21.1%	21.5%	22.0%
营业税金及附加	-3	-1	-5	-6	-7	-8
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-264	-372	-365	-394	-448	-476
% 销售收入	5.2%	7.0%	6.5%	5.9%	5.6%	5.2%
管理费用	-142	-231	-293	-340	-392	-430
% 销售收入	2.8%	4.3%	5.2%	5.1%	4.9%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	313	432	510	665	873	1,095
% 销售收入	6.2%	8.1%	9.0%	10.0%	10.9%	12.0%
财务费用	32	40	41	45	58	77
% 销售收入	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	0	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	16	15	15	15
% 税前利润	0.1%	2.4%	2.7%	2.0%	1.6%	1.2%
营业利润	345	486	566	725	946	1,187
营业利润率	6.8%	9.1%	10.0%	10.9%	11.8%	13.0%
营业外收支	12	7	17	15	15	15
税前利润	357	492	584	740	961	1,202
利润率	7.1%	9.2%	10.3%	11.1%	12.0%	13.1%
所得税	-65	-95	-88	-111	-144	-180
所得税率	18.3%	19.3%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	292	397	495	629	817	1,022
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	292	397	495	629	817	1,022
净利率	5.8%	7.4%	8.8%	9.4%	10.2%	11.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,494	1,537	1,699	2,217	2,553	3,511
应收款项	18	12	36	51	61	70
存货	1,024	661	908	1,125	1,359	1,566
其他流动资产	504	521	361	348	414	470
流动资产	3,040	2,730	3,004	3,741	4,387	5,618
% 总资产	74.8%	63.6%	59.0%	61.9%	66.8%	73.4%
长期投资	4	4	31	31	31	31
固定资产	728	1,224	1,582	1,763	1,600	1,410
% 总资产	17.9%	28.5%	31.1%	29.2%	24.4%	18.4%
无形资产	254	311	426	461	503	550
非流动资产	1,023	1,563	2,089	2,304	2,184	2,041
% 总资产	25.2%	36.4%	41.0%	38.1%	33.2%	26.6%
资产总计	4,063	4,293	5,093	6,045	6,571	7,659
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,626	1,178	1,549	1,672	1,695	1,931
其他流动负债	68	114	119	536	223	252
流动负债	1,695	1,292	1,668	2,208	1,917	2,183
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	329	367	367	367	167
负债	1,759	1,621	2,035	2,575	2,285	2,350
普通股股东权益	2,304	2,667	3,052	3,465	4,282	5,304
少数股东权益	0	5	5	5	5	5
负债股东权益合计	4,063	4,293	5,093	6,045	6,571	7,659

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	1.726	1.808	1.734	1.081	1.403	1.755
每股净资产 (元)	13.630	12.139	10.687	5.950	7.352	9.107
每股经营现金净流 (元)	5.505	1.930	2.476	1.340	1.138	2.060
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.66%	14.89%	16.22%	18.16%	19.08%	19.27%
总资产收益率	7.18%	9.25%	9.72%	10.41%	12.43%	13.34%
投入资本收益率	31.72%	26.21%	28.34%	39.76%	39.01%	52.74%
增长率						
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%	27.07%	29.83%	25.09%
总资产增长率	15.72%	5.68%	18.62%	18.70%	8.70%	16.55%
资产管理能力						
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
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.87%	-50.07%	-49.05%	-58.15%	-54.89%	-66.16%
EBIT 利息保障倍数	-9.6	-10.8	-12.4	-14.7	-15.1	-14.3
资产负债率	43.30%	37.76%	39.96%	42.60%	34.77%	30.69%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	292	397	495	629	817	1,022
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	56	79	141	175	203
非经营收益	-1	-3	-26	-19	-19	-19
营运资金变动	592	-26	160	29	-310	-6
经营活动现金净流	930	424	707	780	662	1,199
资本开支	437	514	563	341	40	45
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	12	16	15	15	15
投资活动现金净流	-437	-502	-547	-326	-25	-30
股权筹资	0	5	0	74	0	0
债权筹资	-340	198	0	0	0	-200
其他	-27	29	-87	-11	-302	-11
筹资活动现金净流	-367	232	-87	64	-302	-211
现金净流量	126	155	73	518	335	959

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。