

史丹利(002588.SZ)

转型农服快速推进,

业绩增长新看点初露峥嵘

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

42

分析师

联系人

陈奇

张斌梅

S0740514070005

021-20315189

021-20315115

chenqi@r.qlzq.com.cn

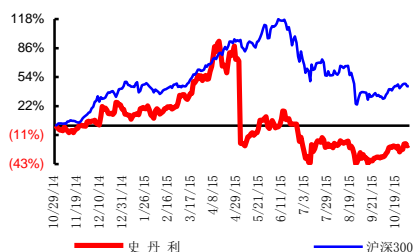
zhangbm@r.qlzq.com.cn

2016年1月19日

基本状况

总股本(百万股)	584
流通股本(百万股)	584
市价(元)	27.89
市值(百万元)	16,349
流通市值(百万元)	16,349

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	5.71%	5.77%	17.98%	19.96%	14.43%
净利润增长率	36.15%	24.68%	27.29%	29.80%	25.05%
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	17.50	13.48	10.78
PEG	0.56	0.91	0.64	0.45	0.43
每股净资产(元)	12.14	10.69	5.96	7.37	9.12
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%	18.12%	19.04%	19.23%
市净率	3.04	3.64	3.17	2.57	2.07
总股本(百万股)	219.70	285.61	583.56	583.56	583.56

投资要点

- 事件:** 史丹利公告旗下农服子公司分别与轩春霞等 5 个法人合资成立遂平县史丹利农业服务有限公司、辽宁东戴河新区史丹利弘顺农业服务有限公司、寿光市史丹利金沃农业服务有限公司、甘肃史丹利森源富民农业服务有限公司、史丹利天昊(吉林)农业服务有限公司。上述合资公司设立后,拟向周边地区的农业合作社、种植大户等提供农资、农机、农化植保服务、粮食仓储贸易、金融贷款等全套作物种植解决方案和全流程服务。
- 转型农服快速推进,今年有望实现 200-300 万亩服务面积。**公司种植服务商的转型思路清晰,2015 年提供服务覆盖 30 万亩农田,拥有粮食烘干能力 55 万吨/年;2016 年有望实现服务 200-300 万亩农田,通过对接下游加工企业、周转仓储等流通节点,快速圈地放大规模。我们估算种植综合服务一亩地的利润空间约为 150-200 元,主要有农资经销环节缩短获得的利润、放贷获得的利润和对接专业服务获得的服务利润:1)集中采购种子可分享原经销商部分利润 10 元,肥料 15 元;2)按全部成本放贷可得利息 60 元;3)农机服务利润 50-60 元(自有农机)、代找 5 元;4)后端粮食仓储贸易等。我们预计公司在现有的服务环节和服务能力下,能获得每亩服务收益约为 50-100 元,则今年农服子公司有望实现净利润规模为 8000-9000 万元,扣除少数股东权益归属上市公司净利润为 4000 万左右。尽管整体占比全年利润约为 5%,但增量趋势已成,未来农服公司的目标是 5 年覆盖 2000 万亩农田,在服务体系日趋完善之下,再造一个史丹利指日可待!
- 农产品价格低迷,新季肥料销售压力仍在,中小型产能加速洗牌。**农产品价格变动带来种植生产安排的节奏变动,例如集中拿货带来的物流压力、沉淀资金增加等变动都会带来成本上升;复合肥龙头企业在销售压力日益加大的行业形势下逆势生长,20-30%的业绩持续增长,是整合中小型产能退出的市场份额

的过程。我们预计公司今年的复合肥业务在渠道重塑的协同作用下，还将保持 20-30% 的稳健增速。

- 以稳定增长的复合肥主业为基础，种植服务初露峥嵘为新的利润贡献点，我们认为史丹利是为大种植板块中优质的成长标的。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 30X2016PE，目标价 42 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：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	002470.sz	金正大	17.22	269.12	0.55	0.74	0.93	31.06	23.27	18.52
复合肥	002588.sz	史丹利	26.52	154.76	0.85	1.08	1.40	31.25	24.56	18.94
复合肥	002538.sz	司尔特	9.34	67.07	0.20	0.37	0.57	46.56	25.24	16.39
复合肥	002539.sz	新都化工	15.32	154.75	0.11	0.21	0.39	136.32	72.95	39.28
复合肥	000902.sz	新洋丰	27.75	182.93	0.87	1.24	1.54	32.03	22.38	18.02
平均 PE								61.30	36.51	23.28

来源：中泰证券

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	2,233	2,569	3,529
增长率	10.68%	5.7%	5.8%	18.0%	20.0%	14.4%	应收账款	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	3,757	4,403	5,635
% 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%	62.0%	66.6%	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%	固定投资	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%	29.1%	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%	38.0%	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	6,061	6,587	7,676
% 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	47	59	78	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%	-0.9%	其他流动负债	68	114	119	537	223	252
资产减值损失	0	1	0	0	0	0	流动负债	1,695	1,292	1,668	2,209	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	2,576	2,285	2,350
营业利润	345	486	566	726	947	1,189	普通股股东权益	2,304	2,667	3,052	3,480	4,298	5,321
% 营业收入	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	6,061	6,587	7,676
% 税前利润	3.7%	1.3%	3.0%	2.3%	1.8%	1.6%	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	-181	每股指标						
% 税前利润	18.3%	19.3%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	1.726	1.808	1.734	1.080	1.402	1.753
净利润	292	397	495	630	818	1,023	每股净资产 (元)	13.630	12.139	10.687	5.963	7.365	9.118
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	1.339	1.137	2.058
% 归属于母公司的净利润	292	397	495	630	818	1,023	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%	9.5%	10.2%	11.2%	回报率						
							净资产收益率	12.66%	14.89%	16.22%	18.12%	19.04%	19.23%
							总资产收益率	7.18%	9.25%	9.72%	10.40%	12.42%	13.33%
							投入资本收益率	31.72%	26.21%	25.53%	35.57%	35.84%	48.16%
							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%	27.29%	29.80%	25.05%
							总资产增长率	15.72%	5.68%	18.62%	19.01%	8.69%	16.53%
							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%	-58.34%	-55.07%	-66.27%
							EBIT 利息保障倍数	-9.6	-10.8	-12.4	-14.2	-14.7	-14.0
							资产负债率	43.30%	37.76%	39.97%	42.50%	34.68%	30.62%

来源：中泰证券

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。