

2016年04月12日

史丹利 (002588.SZ)

## 业绩持续稳健增长，继续看好公司转型农业服务商

■事件一：公司公告15年年报，15年实现营业收入70.41亿元，同比增长24.53%；实现归属于上市公司股东的净利润6.20亿元，同比增长25.23%，折合EPS为1.06元。加权平均ROE为18.57%，较去年增加1.14个百分点。同时公司预计2016年1-3月份归属于上市公司股东的净利润1.47亿至1.60亿元，同比增长15%至25%，并拟向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），以资本公积金每10股转增10股。公司业绩符合预期。

■事件二：公司拟以全资子公司史丹利化肥定西有限公司作为实施主体，投资44,972.00万元建设50万吨/年新型功能性作物专用肥项目。

■销量持续增加，营收和利润双增长：15年公司在继续夯实复合肥业务发展的同时，制定了向农业服务商转型的发展战略，致力于从单一农资供应商向综合农业服务商的角色转变，为种植大户、农业合作社、家庭农场等提供包括种子、化肥、农药、农机、农技、粮食贸易、金融、信息等一体化服务，开启种植全产业链综合服务，积极实现转型升级。在营销与品牌建设方面，通过多种方式全面持续推进营销工作，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。种植产业链开发与农业服务方面，设立全资子公司史丹利农业服务有限公司，作为开展种植产业链开发、搭建农业服务平台的媒体。研发方面，继续加大投入，在硝基复合肥、水溶肥、生物肥、缓释肥、海藻肥等方面取得了新进展。生产基地建设与生产方面，继续坚持全国布局，积极推荐在建项目的建设，完成了我国大部分种植区域的覆盖。

15年公司实现化肥销量242.9万吨，同比增长18.86%，在销量的持续增长下，取得了营收与利润的双增长，毛利率21.71%，同比增长0.98个百分点，三项费用率11.83%，同比增长0.92个百分点，其中销售费用同比增长26.67%，主要是由于公司加大广告投入及增加了职工薪酬，管理费用增长36.37%，主要是由于公司加大了科研投入及公司发行限制性股票费用所致。

■坚持全国化布局，继续新型复合肥建设：公司目前已具备复合肥产能580万吨/年，此次拟投资建设的项目为50万吨/年新型功能性作物专用肥项目，包括2条10万吨/年新型功能性作物专用肥生产线、1条20万吨/年高塔熔体造粒复合肥生产线、1条10万吨/年水溶肥生产线及其配套设施。预计项目建设期24个月，投资总额为人民币44,972.00万元。根据国家关于推进农业现代化的要求，提高肥料利用率是农业

公司快报

证券研究报告

复合肥

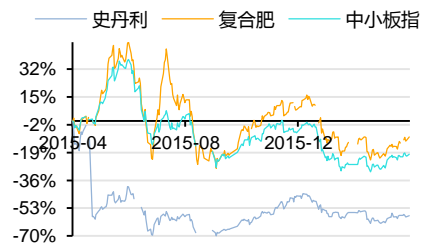
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**36元**  
股价(2016-04-11) **26.89元**

### 交易数据

总市值(百万元)	15,677.72
流通市值(百万元)	5,607.85
总股本(百万股)	583.03
流通股本(百万股)	208.55
12个月价格区间	19.00/64.05元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.42	-9.92	2.41
绝对收益	12.65	-6.99	-11.01

**王席鑫** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450514050003  
wangxx@essence.com.cn  
021-35082937

**孙琦祥** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450514050001  
sunqx@essence.com.cn  
021-35082016

**肖晴** 报告联系人  
xiaqing@essence.com.cn  
021-35082066

**罗雅婷** 报告联系人  
luoyt@essence.com.cn  
021-35082781

### 相关报告

史丹利：业绩稳定增长，继续看好公司向农业服务商转型！	2016-02-02
史丹利：业绩超预期，继续看好向农业服务商的转型发展	2015-10-30
史丹利：年报符合预期，公司价值显现	2015-08-27
史丹利：业绩符合预期，	

可持续发展的必然趋势，该项目的实施有利于推进公司具有自主知识产权的新型复合肥建设项目的产业化进程，达产后公司总产能将进一步提升，同时加大了对甘肃、陕西、宁夏、青海、新疆等地区的辐射，优化了生产布局并拓展了市场范围。

■ **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近7400多万元，主要服务三农企业、个体工商户等小微企业。

■ **继续看好公司向农业服务商转型，维持“买入-A”的投资评级：**在农资大变革时代，公司积极推出新产品提高市占率，增资磷矿企业向上游延伸降低成本，成立美国子公司积极拓展海外业务，同时建立“农资+金融+信息”体系转型农业服务商。我们预计公司16-18年的EPS分别为1.36、1.70和2.13元，维持公司“买入-A”的投资评级，目标价36元。

■ **风险提示：粮价持续下跌**

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	5,654.0	7,047.0	8,808.7	11,010.9	13,763.6
净利润	495.2	620.2	794.2	991.1	1,241.2
每股收益(元)	0.85	1.06	1.36	1.70	2.13
每股净资产(元)	5.23	6.23	7.33	8.76	10.64

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	31.6	25.3	19.7	15.8	12.6
市净率(倍)	5.1	4.3	3.7	3.1	2.5
净利润率	8.8%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
净资产收益率	16.2%	17.0%	18.6%	19.4%	20.0%
股息收益率	0.9%	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%
ROIC	34.1%	37.5%	26.2%	41.1%	57.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,654.0	7,047.0	8,808.7	11,010.9	13,763.6	成长性					
减:营业成本	4,481.9	5,512.4	6,906.0	8,643.5	10,765.9	营业收入增长率	5.8%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
营业税费	4.6	7.1	3.5	4.4	8.3	营业利润增长率	16.7%	23.2%	32.4%	24.9%	24.4%
销售费用	364.8	462.1	580.4	743.2	894.6	净利润增长率	24.7%	25.2%	28.1%	24.8%	25.2%
管理费用	292.7	399.2	400.8	469.6	664.3	EBITDA 增长率	20.0%	31.0%	30.5%	22.3%	22.3%
财务费用	-41.0	-27.4	-	-	-	EBIT 增长率	18.0%	27.6%	37.8%	24.9%	24.4%
资产减值损失	0.5	29.2	-0.4	-0.3	9.5	NOPLAT 增长率	24.1%	23.8%	42.3%	24.9%	24.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.6%	103.9%	-20.4%	-10.8%	7.4%
投资和汇兑收益	16.0	33.4	5.4	3.2	14.0	净资产增长率	14.4%	25.2%	16.8%	18.6%	20.7%
营业利润	566.4	697.8	923.8	1,153.5	1,435.0	利润率					
加:营业外净收支	17.1	57.9	11.5	13.9	27.8	毛利率	20.7%	21.8%	21.6%	21.5%	21.8%
利润总额	583.5	755.7	935.3	1,167.4	1,462.7	营业利润率	10.0%	9.9%	10.5%	10.5%	10.4%
减:所得税	88.4	133.7	140.3	175.1	219.4	净利润率	8.8%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	495.2	620.2	794.2	991.1	1,241.2	EBITDA/营业收入	10.6%	11.2%	11.7%	11.4%	11.2%
						EBIT/营业收入	9.3%	9.5%	10.5%	10.5%	10.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	54	68	59	44	33
						流动资产周转天数	-15	5	12	-2	0
						流动营业资本周转天数	183	165	167	178	188
						流动资产周转天数	183	165	167	178	188
						应收帐款周转天数	1	12	12	6	8
						存货周转天数	50	52	52	51	52
						总资产周转天数	299	291	282	265	255
						投资资本周转天数	88	114	110	74	58
						投资回报率					
						ROE	16.2%	17.0%	18.6%	19.4%	20.0%
						ROA	9.7%	9.8%	10.7%	11.4%	11.5%
						ROIC	34.1%	37.5%	26.2%	41.1%	57.3%
						费用率					
						销售费用率	6.5%	6.6%	6.6%	6.8%	6.5%
						管理费用率	5.2%	5.7%	4.6%	4.3%	4.8%
						财务费用率	-0.7%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	10.9%	11.8%	11.1%	11.0%	11.3%
						偿债能力					
						资产负债率	40.0%	39.4%	40.1%	39.2%	40.7%
						负债权益比	66.6%	64.9%	66.9%	64.5%	68.5%
						流动比率	1.80	1.52	1.77	1.96	2.01
						速动比率	1.26	1.02	1.24	1.40	1.47
						利息保障倍数	-12.83	-24.44			
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	-	0.26	0.27	0.25
						分红比率	29.4%	0.0%	19.0%	16.1%	11.7%
						股息收益率	0.9%	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	495.1	622.0	794.2	991.1	1,241.2	EPS(元)	0.85	1.06	1.36	1.70	2.13
加:折旧和摊销	78.1	123.6	106.2	106.2	106.2	BVPS(元)	5.23	6.23	7.33	8.76	10.64
资产减值准备	0.5	29.2	-	-	-	PE(X)	31.6	25.3	19.7	15.8	12.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.3	3.7	3.1	2.5
财务费用	11.3	11.3	-	-	-	P/FCF	47.2	-17.3	11.2	12.6	14.5
投资损失	-16.0	-56.6	-5.4	-3.2	-14.0	P/S	2.8	2.2	1.8	1.4	1.1
少数股东损益	-0.1	1.9	0.7	1.2	2.1	EV/EBITDA	15.8	23.2	13.4	10.1	7.6
营运资金的变动	177.2	-992.2	529.3	145.5	-265.9	CAGR(%)	26.1%	26.0%	26.0%	26.1%	26.0%
经营活动产生现金流量	707.3	158.8	1,425.1	1,240.9	1,069.7	PEG	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-546.6	-1,175.3	40.7	-3.9	6.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-87.4	93.2	-153.0	-158.9	-145.6	REP					

资料来源: 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮编： 200122

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034