

史丹利(002588.SZ)

农产品跌价影响传导显现，
渠道与产业链核心价值仍在

 评级：**买入**

 前次：**买入**

目标价(元)：

16

分析师

联系人

陈奇

张斌梅

S0740514070005

021-20315189

021-20315115

chenqi@r.qlzq.com.cn

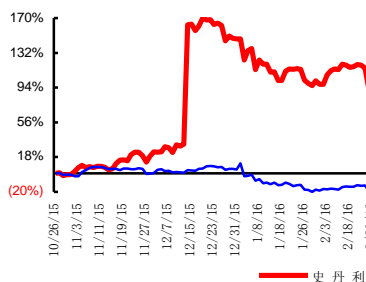
zhangbm@r.qlzq.com.cn

2016年10月23日

基本状况

总股本(百万股)	1,165
流通股本(百万股)	711
市价(元)	11.71
市值(百万元)	13,643
流通市值(百万元)	8,330

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,654.0	7,040.6	6,651.9	7,419.8	8,387.9
营业收入增速	5.77%	24.53%	-5.52%	11.54%	13.05%
归属于母公司的净利润	24.68%	23.97%	3.18%	18.15%	17.73%
净利润增长率	1.73	1.05	0.54	0.64	0.76
摊薄每股收益(元)					
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	22.46	30.89	49.50	41.90	35.59
PEG	0.91	1.29	15.54	2.31	2.01
每股净资产(元)	10.69	6.24	3.66	4.30	5.06
每股现金流量	2.48	0.27	1.00	0.46	0.83
净资产收益率	16.22%	16.87%	14.83%	14.91%	14.93%
市净率	3.64	5.21	7.34	6.25	5.31
总股本(百万股)	285.61	583.03	1,166.0	1,166.0	1,166.0

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **事件：**史丹利发布 2016 年三季报，公司前三季度营业收入为 46.57 亿元 (-24.66%)，归属于上市公司股东的净利润为 4.63 亿元 (-14.35%)；第三季度实现营业收入 16.37 亿元 (-42.44%)，归属于上市公司股东的净利润为 0.85 亿元 (-60.11%)；公司预期 2016 年全年业绩增幅为-20%~10%。
- **三季度销量同比大幅下滑约-28%，农产品跌价影响传导显现。**受国内经济下行压力、农产品行情低迷、增值税优惠政策取消、上游原材料价格持续走低等多种因素影响，农户购肥、经销商备货积极性降低，公司三季度销量出现较大幅度下滑（销量同比约为-28%）；同时在单质肥价格较低的情况下，复合肥价格也有一定的下降；此外，由于销量下降，平均运行成本提升，使得公司三季度出现大幅利润下滑。
- **参股种子巨头利马格兰在华平台，农业服务体系迈出行业整合关键一步。**安徽恒基种业持有恒基利马格兰种业 55%股权，另 45%股权由利马格兰控股子公司威迈香港持有。利马格兰集团是欧洲最大的种子公司，大田种子位居世界第四，蔬菜种子位居世界第二；合资公司恒基利马格兰于 2015 年 7 月设立，2015 年安徽恒基种业公司营业收入 3493.7 万元，营业利润-991.07 万元，2016 年 H1 营业收入 3453.5 万元，营业利润-210.8 万元，经营时间较短但未来表现值得期待，其华美、利合系列玉米品种具备较强性状表现，目标区域是玉米价补分离变革下的东华北市场，与公司开展农业服务有较强协同作用，进一步完善“种子+肥料+粮食收购”的产业链纵向布局。
- **行业加速进入底部区域，四季度能否恢复增长是预期修复的关键。**我们当前对种植链依旧维持加速进入底部区域的趋势判断，在此阶段，终端农户的利润收缩、农资投入品受到量与价的挤压，优质企业也可能出现利润增速下滑甚至收缩，但总体而言应表现出市场份额提升、产业链延伸布局等特征。对股票而言，能否在排除去年增值税带来的季节销售波动之外，实现四季度、全年的量增是市场预期修复的起点。

- 我们下调对史丹利的盈利预测，预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 0.54 元和 0.64 元（前值为 0.64 元和 0.78 元），同比增长 3.2%和 18.2%（前值为 21.9%和 21.5%），给予 25X2017PE，目标价 16 元，维持“买入”评级。
- 风险因素：（1）单质肥价格继续下行，影响复合肥销量的风险；（2）粮价下跌超预期，农民农资投入减少的风险。

图表 1：重点复合肥企业估值表

所属行业	代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润			PE		
					2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
复合肥	002470.SZ	金正大	7.7	240.8	11.1	12.0	14.0	21.7	20.1	17.2
复合肥	002588.SZ	史丹利	11.7	136.4	6.2	6.3	7.5	22.0	21.7	18.2
复合肥	000902.SZ	新洋丰	11.6	152.5	7.5	9.0	10.8	20.4	16.9	14.1
复合肥	002539.SZ	云图控股	13.0	130.9	2.0	3.2	5.5	65.3	40.5	24.0
复合肥	002538.SZ	司尔特	9.6	68.8	2.5	2.9	3.5	27.9	23.4	19.4
复合肥	002170.SZ	芭田股份	10.4	90.9	1.6	1.8	2.1	57.3	50.5	43.3
平均 PE								35.7	28.9	22.7

来源：中泰证券研究所

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。