东兴证券
DONGXING SECURITIES

原料涨价影响显现，农服布局不断完善

——史丹利（002588）事件点评

2017 年 01 月 06 日

强烈推荐/维持

史丹利 | 事件点评

刘宇卓
010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480516110002
杨若木
010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480510120014
梁博
021-65465597 liangbo@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480512060006
杨行远 联系人
010-66554024 yangxy@dxzq.net.cn
廖鹏飞 联系人
010-66554121 liaopf@dxzq.net.cn

事件：

近期单质肥价格持续上涨。尿素价格因煤价上涨推动、西北地区运力紧张等因素，自 2016 年 8 月末至今累计上涨 48%至 1670 元/吨；磷酸一铵主产区湖北省因环保核查停车检修导致供应短缺，价格自 11 月底至今累计上涨 21%至 2000 元/吨；磷酸二铵因行业巨头集体限产保价，价格自 11 月中旬至今累计上涨 11%至 2550 元/吨；氯化钾因青海地区外运限制导致市场供应偏紧，价格自 12 月上旬至今累计上涨 6%至 1920 元/吨。

目前复合肥企业产品价格普遍有所上调，自 10 月底至今累计上调幅度平均在 200 元/吨左右。在涨价预期下，近期下游经销商付款积极性提高。

主要观点：

1. 春耕供需缺口凸显+出口关税优惠提振，化肥行业景气度提升

春耕供需缺口凸显，单质肥价格有望持续上涨。春耕旺季（2 月~5 月）将近，春耕备肥期即将启动。随着经销商博弈态度下的推迟淡储，当前经销商尿素淡储进度仅 30%左右，且行业内库存较低，平均开工率不足 5%，短期内尿素供需矛盾有望集中爆发，尿毒价格上涨行情有望延续至 2017 年年中。磷肥、复合肥也将迎来需求旺季。

尿素、磷肥供需格局改善。考虑到国家政策调控、环保压力、高成本产能自发淘汰因素叠加，行业落后产能有望持续退出，国内供给过剩压力逐步缓解，我们预计未来几年国内尿素、磷肥产能大概率净减少。

出口关税优惠提振国内化肥出口竞争力，有望促进行业过剩产能消化。2017 年，尿素、磷肥出口关税取消，三元复合肥税率由 30%下调至 20%。在当前我国氮肥、磷肥、复合肥产能整体过剩的背景下，本次彻底取消氮肥、磷肥的出口关税，下调复合肥出口关税，将有力促进国内过剩产能的消化。

交易数据

52 周股价区间（元）	11.74-28.13
总市值（亿元）	136.78
流通市值（亿元）	48.94
总股本/流通 A 股（万股）	116509/41687
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.99

52 周股价走势图

资料来源：东兴证券研究所

2. 复合肥行业国内第二，高附加值产品市占率提升空间大

公司复合肥年产能 580 万吨，2015 年产销量约 240 万吨，产品覆盖高塔复合肥、硝基复合肥、水溶肥、生物肥、缓控释肥、海藻肥、中微量元素肥、作物专用肥等全品类产品，分别在山东、吉林、河南、湖北、广西、江西、甘肃建设了共计 11 个生产基地，覆盖全国大部分种植区域，可快速响应各种植区域的肥料需求。公司以“史丹利”、“三安”作为战略品牌，以“第四元素”、“劲素”作为高端品牌，形成中高端品牌产品全覆盖，其中“史丹利”牌产品在行业内连续多年销量第一。公司产能建设现已基本告一段落，未来产能扩张或将集中在新产品上。

经济作物用肥市占率提升空间大。公司复合肥产品总体市占率约 5%，其中大田作物用肥的市占率约 9%，经济作物用肥的市占率仅约 1.2%。公司未来将重点发展经济作物用肥，2017 年推广 10 种作物的专用肥，预计未来经济作物用肥的销量有望大幅提升。

3. 打造农业服务全产业链体系

成立农业服务有限公司，建设全产业链服务平台。2015 年，公司设立了全资子公司史丹利农业服务有限公司，规划提供全产业链服务，为种植大户、家庭农场、农业合作社等提供包括种子、化肥、农药、农机、农技、粮食贸易、金融、信息等一体化服务。2015 年，农业服务公司在东北、内蒙、华北、西北等地区共成立了 16 家农业合资公司，流转土地 5 万多亩，服务土地 30 余万亩，拥有粮食烘干能力 55 万吨/年，粮食仓储库容 50 万吨，初步实现了产收销一体化。

信息化服务平台开展线上整合。2016 年上半年，公司的农业信息化服务平台——史丹利农服平台上线。农服平台立足于农业信息化，规划建设农资供应系统、会员管理系统、金融支付系统和农业服务系统等，由史丹利制定战略发展规划和合作伙伴遴选，并在全国进行业务推广。截至 2016 年半年报，农服平台已完成一期、二期功能的开发实施。

农业金融服务方面，小额贷款公司持续拓宽业务渠道，为种植大户和农业合作社提供适当的资金支持。2016 年上半年，小额贷款公司累计发放贷款 9195.5 万元，服务客户 60 余家。

参股恒基种业，完善农业服务体系。2016 年 9 月公司收购安徽恒基种业公司 35%股权，标的公司持有恒基利马格兰种业 55%股权。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位，蔬菜种子位居世界第二位。恒基利马格兰是利马格兰集团进入中国市场的唯一平台，目前共有 4 个审定玉米品种。通过与恒基种业合作，史丹利可进一步完善种子、肥料、粮食收购的产业链纵向布局，完善一体化农业服务体系。

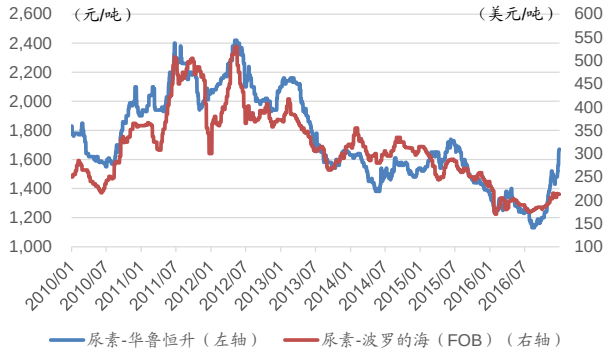
结论：

我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.54 元、0.64 元、0.78 元，目前股价对应 P/E 分别为 22 倍/18 倍/15 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

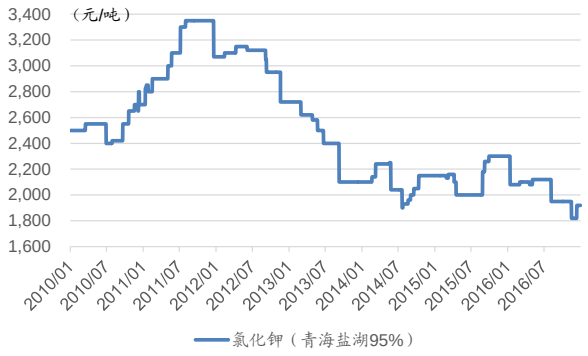
农产品价格下滑，化肥价格下滑，农化服务推广不及预期。

图 1：尿素价格



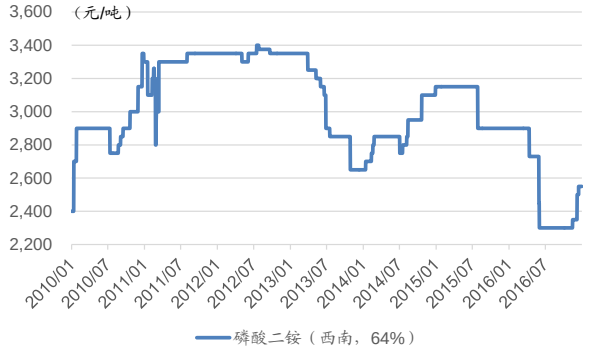
资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 2：钾肥价格



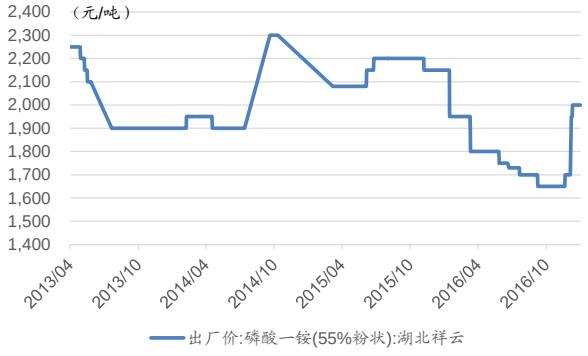
资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 3：磷酸二铵价格



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 4：磷酸一铵价格



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 5：自 2014 年开始中国化肥出口政策逐步放开， 2017 年起氮肥、磷肥关税取消

	2013	2014	2015	2016	2017
尿素					
基准价（元/吨）	2,260	无			
旺季及税率	1-6、11-12月， 75%	1-6、11-12月， 15%+40			
淡季	7-10月	7-10月			
淡季税率（出口税前价格<基准价）	2%	Rmb 40	80元/吨	80元/吨	0
淡季税率（出口税前价格>基准价）	(1.02-基准价格/出口税前价格)*100%	15%+Rmb 40			
DAP					
基准价（元/吨）	3,500	无			
旺季及税率	1月1日-5月15日， 10月16日-12月31日， 出口税率75%	1月1日-5月15日， 10月16日-12月31日， 出口税率15%+Rmb 50			
淡季	5月16日-10月15日	5月16日-10月15日			
淡季税率（出口税前价格<基准价）	5%	Rmb 50	100元/吨	100元/吨	0
淡季税率（出口税前价格>基准价）	(1.05-基准价格/出口税前价格)*100%				
MAP					
基准价（元/吨）	3,200	3,200			
旺季及税率	1月1日-5月15日， 10月16日-12月31日， 出口税率75%	1月1日-5月15日， 10月16日-12月31日， 出口税率15%+Rmb 40			
淡季	5月16日-10月15日	5月16日-10月15日			
淡季税率（出口税前价格<基准价）	5%	Rmb 40	100元/吨	100元/吨	0
淡季税率（出口税前价格>基准价）	(1.05-基准价格/出口税前价格)*100%				

资料来源：财政部，东兴证券研究所

图 6：P/E 和 P/B 区间

资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3004	3441	3700	4601	5780
货币资金	1699	817	921	1402	2080
应收账款	9	406	442	525	625
其他应收款	10	64	483	574	683
预付款项	355	451	70	83	99
存货	908	1141	1221	1452	1728
其他流动资产	23	563	563	564	564
非流动资产合计	2089	2874	3082	3228	3305
长期股权投资	0	83	83	93	107
固定资产	1173	1492	1719	1909	2050
无形资产	422	458	448	437	427
其他非流动资产	493	842	834	788	721
资产总计	5093	6315	6782	7829	9085
流动负债合计	1668	2262	2215	2632	3131
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	161	358	384	456	543
预收款项	587	469	511	608	723
一年内到期的非	0	200	0	0	0
非流动负债合计	367	225	225	225	225
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	199	0	0	0	0
负债合计	2035	2487	2440	2857	3356
少数股东权益	5	190	194	197	201
实收资本（或股	286	584	1165	1165	1165
资本公积	1085	899	899	899	899
未分配利润	1682	2156	2085	2710	3464
归属母公司股东	3052	3638	4149	4774	5528
负债和所有者权	5093	6315	6782	7829	9085

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	707	159	749	869	1026
净利润	495	620	627	751	904
折旧摊销	77	119	142	165	187
财务费用	-41	-27	-22	-37	-52
应收账款减少	108	765	154	420	501
预收帐款增加	376	394	153	417	498
投资活动现金流	-547	-1175	-350	-300	-250
公允价值变动收	0	0	0	0	0
长期股权投资减	-565	-705	-350	-300	-250
投资收益	16	33	0	11	14
筹资活动现金流	-87	93	-295	-88	-99
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	1	1	-200	0	0
普通股增加	0	181	0	0	0
资本公积增加	-66	-186	0	0	0
现金净增加额	73	-923	105	481	677

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5654	7047	7666	9120	10856
营业成本	4487	5520	5910	7028	8364
营业税金及附加	5	7	8	9	11
营业费用	365	462	537	657	782
管理费用	293	399	475	565	673
财务费用	-41	-27	-22	-37	-52
资产减值损失	0	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	16	33	0	11	14
营业利润	566	698	766	917	1103
营业外收入	23	62	0	0	0
营业外支出	6	4	0	0	0
利润总额	584	756	766	917	1103
所得税	88	134	135	162	195
净利润	495	622	630	755	908
少数股东损益	0	-2	-4	-4	-4
归属母公司净利润	495	620	627	751	904
EBITDA	543	726	740	876	1048
EPS（元）	0.43	0.53	0.54	0.64	0.78

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	5.77%	24.64%	8.79%	18.96%	19.04%
营业利润增长	16.66%	23.19%	9.77%	19.67%	20.33%
归属于母公司净利润	24.68%	25.23%	1.08%	19.78%	20.42%
获利能力					
毛利率(%)	20.65%	21.68%	22.90%	22.93%	22.96%
净利率(%)	8.76%	8.83%	8.22%	8.27%	8.36%
总资产净利润（%）	9.72%	9.82%	9.24%	9.59%	9.95%
ROE(%)	16.22%	17.10%	15.20%	15.80%	16.42%
偿债能力					
资产负债率(%)	40%	39%	36%	36%	37%
流动比率	1.80	1.52	1.67	1.75	1.85
速动比率	1.26	1.02	1.12	1.20	1.29
营运能力					
总资产周转率	3.10	2.84	2.57	2.89	3.32
应收账款周转率	1220.77	33.95	18.09	18.86	18.87
应付账款周转率	21.78	18.99	18.25	18.25	18.25
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.53	0.54	0.64	0.78
每股净现金流(最新	0.06	-0.79	0.09	0.41	0.58
每股净资产(最新摊	2.62	3.12	3.56	4.10	4.74
估值比率					
P/E	27.62	22.05	21.82	18.22	15.13
P/B	4.48	3.76	3.30	2.87	2.47
EV/EBITDA	5.75	4.23	1.64	1.32	2.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

联系人简介

杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。