

# 短期业绩低于预期，农业服务寻求新增长点

——史丹利（002588）财报点评

2017年04月26日

强烈推荐/维持

史丹利

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

## 事件:

史丹利发布 2016 年年报及 2017 年 1 季报: 2016 年实现营业收入 62.29 亿元, YoY-11.53%, 归母净利润 5.13 亿元, YoY-17.36%, EPS 0.44 元。其中, 第四季度单季实现营业收入 15.72 亿元, YoY+82.40%, 归母净利润 4995 万元, YoY-37.66%。2017 年 1 季度实现营业收入 13.54 亿元, YoY-4.04%, 归母净利润 7960 万元, YoY-47.42%, EPS 0.07 元, 低于预期。公司拟每 10 股派息 1 元。

公司预计 2017 年上半年归母净利润区间为 2.64~3.78 亿元, YoY-30~0%。

## 公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入(百万元)	2846.64	863.25	1413.26	1610.31	1639.01	1574.56	1356.33
增长率(%)	102.67%	-42.41%	-13.67%	-5.28%	-42.42%	82.40%	-4.03%
毛利率(%)	21.45%	19.35%	26.18%	28.36%	20.73%	16.99%	21.52%
期间费用率(%)	11.34%	17.39%	13.61%	12.43%	15.33%	15.57%	15.08%
营业利润率(%)	9.03%	4.48%	13.23%	16.08%	4.87%	0.75%	6.32%
净利润(百万元)	213.00	80.12	151.37	226.26	84.96	49.95	79.60
增长率(%)	40.31%	-2.32%	18.31%	13.63%	-60.11%	-37.66%	-47.42%
每股盈利(季度, 元)	0.18	0.07	0.13	0.19	0.07	0.04	0.07
资产负债率(%)	38.63%	39.37%	33.36%	33.78%	36.22%	38.10%	39.59%
净资产收益率(%)	6.02%	2.20%	4.00%	5.81%	2.14%	1.24%	1.93%
总资产收益率(%)	3.51%	1.27%	2.53%	3.66%	1.29%	0.73%	1.11%

## 观点:

复合肥产销增长, 原料单质肥跌价使毛利率略有提升, 但因复合肥产品价格低迷导致盈利下滑。2016 年公司肥料产品销量 255.81 万吨, YoY+5.31%, 产量 261.05 万吨, YoY+10.25%。复合肥产品实现收入 46.52 亿元, YoY-16.27%, 毛利率提升 3.13ppt 至 25.60%。受全球农化市场需求低迷影响, 原料单质肥价格下滑, 2016 年尿素、磷酸一铵、氯化钾的市场均价分别同比下滑 17%、16%、12%至 1336 元/吨、1798 元/吨、

1917 元/吨。

**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。

**推进农业服务，寻求新增长点。**（1）农业服务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。农业服务公司通过合作、自建或联合当地企业共建的方式，建设粮食仓储库容，开展粮食收储、烘干、“粮食银行”、粮食贸易业务。（2）2016 年农业公司与世界农作物病虫害生物防治和生物授粉行业导航者荷兰科伯特生物系统有限公司签署合作协议，推出全新经济作物解决方案-“特利”系列，该系列包含营养型产品、功能型产品、熊蜂授粉。（3）与美国 Agsource 公司进行深入合作，在中国境内推广先进的测土配方、植物检测等技术，运用成熟的管理模式建立土壤检测数据库，帮助广大用户进行精准施肥，降低种植成本。

**参股恒基种业，完善农业服务体系。**2016 年 9 月公司以自有资金 1.5 亿元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 2017~2019 年净利润分别 5.59 亿元、6.58 亿元、7.81 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.57 元、0.68 元，目前股价对应 P/E 分别为 19 倍/16 倍/13 倍。因短期业绩低于预期，下调至“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：复合肥产品价格



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 2: 尿素产品价格

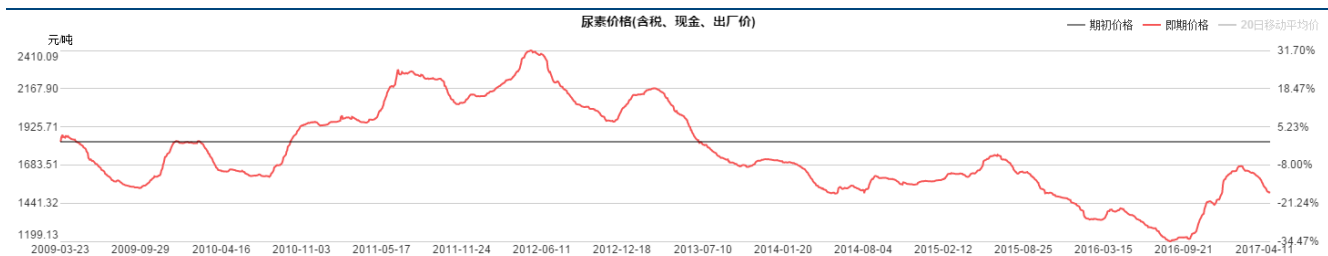


图 3: 磷酸一铵产品价格



图 4: 磷酸二铵产品价格

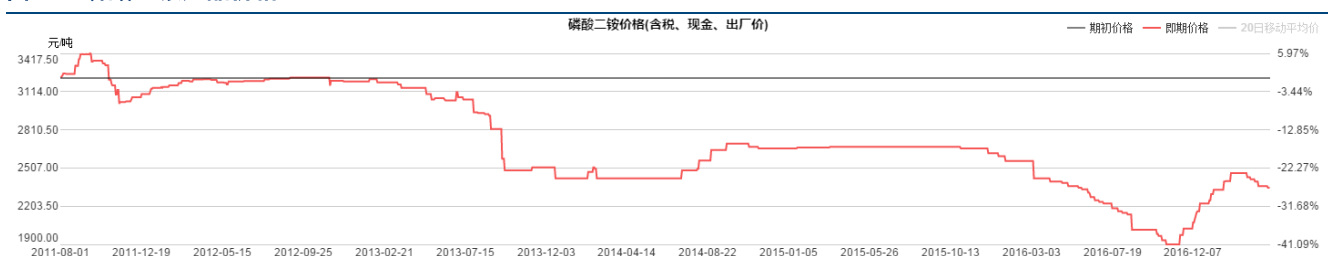
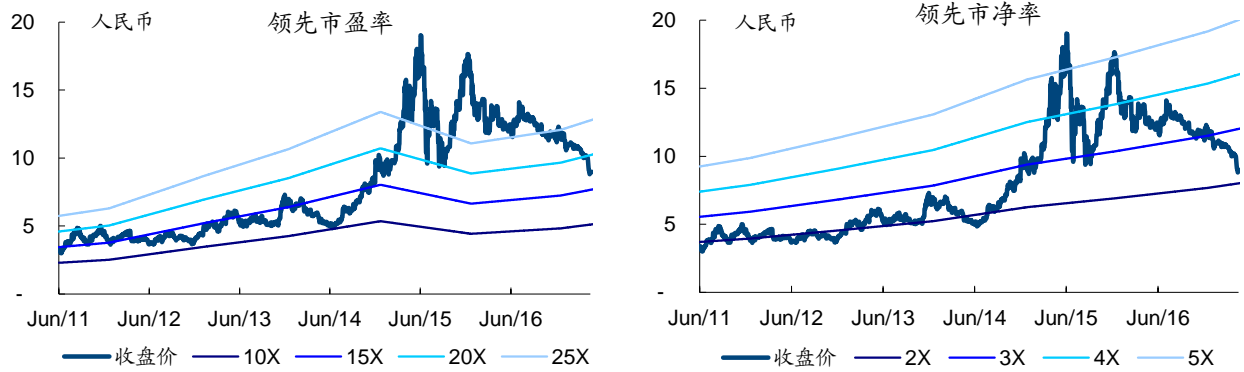


图 5: 钾肥产品价格



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					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	3441	3486	4180	5138	6412	<b>营业收入</b>	7047	6237	7412	8814	10489
货币资金	817	352	691	1212	1963	<b>营业成本</b>	5520	4842	5718	6805	8104
应收账款	406	156	185	220	262	营业税金及附加	7	39	47	55	66
其他应收款	64	75	951	1132	1348	营业费用	462	491	583	693	825
预付款项	451	806	89	105	126	管理费用	399	410	487	579	689
存货	1141	914	1080	1285	1530	财务费用	-27	-11	-11	-11	-19
其他流动资产	563	1184	1184	1184	1184	资产减值损失	29	-4	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	2874	3372	3522	3603	3569	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	83	245	256	270	287	投资净收益	33	28	11	14	18
固定资产	1492	1837	2121	2291	2361	<b>营业利润</b>	698	538	646	763	908
无形资产	458	476	465	454	442	营业外收入	62	61	0	0	0
其他非流动资产	842	813	680	588	479	营业外支出	4	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	6315	6858	7702	8741	9981	<b>利润总额</b>	756	592	646	763	908
<b>流动负债合计</b>	2262	2375	2785	3286	3885	所得税	134	88	96	113	135
短期借款	0	144	144	144	144	<b>净利润</b>	622	504	551	650	773
应付账款	358	181	213	254	302	少数股东损益	-2	8	9	8	8
预收款项	469	892	1060	1261	1501	归属母公司净利润	620	513	559	658	781
一年内到期的非流	200	0	0	0	0	EBITDA	726	589	644	760	897
<b>非流动负债合计</b>	225	238	238	238	238	<b>BPS (元)</b>	0.54	0.44	0.48	0.57	0.68
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	2487	2613	3023	3524	4123	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	190	210	201	193	184	营业收入增长	24.64%	-11.49	18.83%	18.92%	19.00%
实收资本(或股本)	584	1165	1157	1157	1157	营业利润增长	23.19%	-22.96	20.23%	18.02%	19.04%
资本公积	899	318	318	318	318	归属于母公司净利润	25.23%	-17.36	9.12%	17.67%	18.74%
未分配利润	2156	2552	3003	3549	4199	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3638	4035	4478	5024	5674	毛利率(%)	21.68%	22.36%	22.86%	22.80%	22.74%
<b>负债和所有者权</b>	6315	6858	7702	8741	9981	净利率(%)	8.83%	8.08%	7.43%	7.37%	7.37%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>经营活动现金流</b>	159	888	744	871	1014	<b>偿债能力</b>					
净利润	620	513	559	658	781	资产负债率(%)	39%	38%	39%	40%	41%
折旧摊销	119	140	160	183	201	流动比率	1.52	1.47	1.50	1.56	1.65
财务费用	-27	-11	-11	-11	-19	速动比率	1.02	1.08	1.11	1.17	1.26
应收账款减少	765	-114	354	438	523	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	394	169	410	501	599	总资产周转率	2.84	2.00	2.15	2.47	2.92
<b>投资活动现金流</b>	-1175	-1229	-300	-250	-150	应收账款周转率	33.95	22.22	43.53	43.55	43.56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.14	31.67	31.74	31.70	31.67
长期股权投资减少	-705	-509	-300	-250	-150	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	33	28	11	14	18	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.44	0.48	0.57	0.68
<b>筹资活动现金流</b>	93	-140	-105	-101	-113	每股净现金流(最新)	-0.79	-0.41	0.29	0.45	0.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.12	3.46	3.84	4.34	4.90
长期借款增加	1	-56	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	181	28	0	0	0	P/E	16.74	20.25	18.56	15.77	13.28
资本公积增加	-186	-581	0	0	0	P/B	2.87	2.59	2.33	2.07	1.83
<b>现金净增加额</b>	-923	-481	339	520	751	EV/EBITDA	5.46	14.06	12.23	9.88	7.79

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。

## 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。