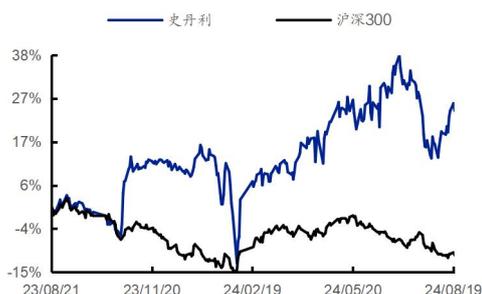


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

2024Q2 业绩同比大增, 看好复合肥量利齐升

——史丹利 (002588) 2024 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
史丹利	-2.8%	-2.1%	19.6%
沪深 300	-5.8%	-9.7%	-11.9%

市场数据

市场数据	2024/08/20
当前价格 (元)	6.91
52 周价格区间 (元)	4.72-7.70
总市值 (百万)	7,959.57
流通市值 (百万)	7,045.15
总股本 (万股)	115,189.20
流通股本 (万股)	101,955.88
日均成交额 (百万)	101.03
近一月换手 (%)	1.09

事件:

2024 年 8 月 20 日, 史丹利发布 2024 年半年度报告: 2024 年上半年公司实现营业收入 56.72 亿元, 同比增长 9.04%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.10 亿元, 同比增长 27.98%; 加权平均净资产收益率为 8.04%, 同比增长 0.93 个百分点。销售毛利率 18.59%, 同比增长 1.39 个百分点; 销售净利率 8.76%, 同比增长 1.13 个百分点。

其中, 公司 2024Q2 实现营收 30.44 亿元, 同比+41.51%, 环比+15.80%; 实现归母净利润 2.72 亿元, 同比+47.40%, 环比+13.99%; ROE 为 4.23%, 同比增长 1.01 个百分点, 环比增长 0.41 个百分点。销售毛利率 19.61%, 同比增长 0.28 个百分点, 环比增长 2.21 个百分点; 销售净利率 9.02%, 同比增长 0.72 个百分点, 环比增长 0.56 个百分点。

投资要点:

■ 复合肥量利齐升, 2024 年上半年业绩增长

2024 年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润 5.10 亿元, 同比增长 27.98%。公司复合肥业务量利双增, 业绩实现高速增长。公司硫基复合肥实现营收 11.61 亿元, 同比增长 11.61%, 毛利率 17.66%, 同比减少 0.14 个百分点; 氯基复合肥实现营收 32.47 亿元, 同比增长 11.22%, 毛利率 18.75%, 同比增长 1.47 个百分点; 新型肥料及磷肥等实现营收 12.13 亿元, 同比增长 9.66%, 毛利率 19.52%, 同比增长 1.78 个百分点。期间费用方面, 2024 年上半年公司销售费用率为 3.63%, 同比+0.04pct; 管理费用率为 3.34%, 同比+0.23pct; 研发费用率分别为 3.59%, 同比+0.40pct; 财务费用率分别为-0.41%, 上年同期为-1.14%, 主要系银行存款利率下降所致。2024 年上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.21 亿元, 同比+151.17%, 主要系两年预收货款节奏不同所致。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司合同负债为 10.52 亿元, 同比增长 130.60%。

■ 产供销高效协同, 2024Q2 利润同比大增

2024Q2, 公司实现归母净利润 2.72 亿元, 同比+0.88 亿元, 环比+0.34 亿元; 实现毛利润 5.97 亿元, 同比+1.81 亿元, 环比+1.39 亿

元。2024Q2 公司毛利同环比均实现大幅增长，公司通过实时研判原料价格变动趋势、灵活调整生产计划、动态调整原料库存、持续聚焦营销核心关键点、深化与经销商的信任关系等经营举措，不断提升经营管理水平，提高经营效率。据 wind 数据，2024Q2 氯基复合肥均价为 2452 元/吨，同比-8.41%，环比-6.40%，价差为 320 元/吨，同比-32.81%，环比-23.74%；硫基复合肥均价为 2807 元/吨，同比-3.09%，环比-3.90%，价差为 330 元/吨，同比-33.87%，环比-25.40%；磷酸一铵均价为 3045 元/吨，同比+12.75%，环比-1.09%，价差为 611 元/吨，同比+81.55%，环比-10.95%。期间费用方面，2024Q2 公司销售费用为 1.09 亿元，同比+0.15 亿元，环比+0.12 亿元；管理费用为 0.86 亿元，同比+0.09 亿元，环比-0.17 亿元；研发费用为 1.13 亿元，同比+0.52 亿元，环比+0.22 亿元；财务费用为-0.10 亿元，同比+0.22 亿元，环比+0.03 亿元。2024Q2 公司其他收益为 0.46 亿元，同比+0.29 亿元，环比+0.13 亿元，主要系增值税进项加计抵减增加；投资净收益为 0.43 亿元，同比+0.50 亿元，环比-0.08 亿元，同比增加主要系联营企业湖北宜化松滋肥业有限公司投资收益增加；资产减值损失为 0.40 亿元，同比+0.38 亿元，环比+0.40 亿元，主要系长期股权投资减值损失及固定资产减值损失增加。

据 wind 数据，2024Q3（截至 2024 年 8 月 19 日）氯基复合肥均价为 2506 元/吨，同比+4.20%，环比+2.17%，价差为 273 元/吨，同比-1.52%，环比-14.75%；硫基复合肥均价为 2850 元/吨，同比+4.17%，环比+1.53%，价差为 206 元/吨，同比-20.09%，环比-37.68%；磷酸一铵均价为 3364 元/吨，同比+20.37%，环比+10.50%，价差 921 元/吨，同比+61.97%，环比+50.71%。三季度进入秋肥旺季，尿素、钾肥价格有所下降，而磷酸一铵、复合肥价格稳中有升，公司具备磷酸一铵—复合肥产业链，看好公司量利增长。

■ 磷化工项目投产在即，磷肥原料供给能力有望增强

公司“南北磷化工”项目建设顺利推进。黎河肥业的新建扩建项目已于 2023 年年底建成投入使用，上半年正在产能爬坡阶段，黎河肥业项目全面投产后，将形成年产磷酸一铵 60 万吨、喷浆硫基复合肥 30 万吨、水溶肥 6 万吨的生产能力。该项目将覆盖东北和中原地区大部分市场，不仅能满足公司在北方地区对磷肥原料供给，还能填补公司北方市场喷浆硫基复合肥产品的空白。松滋新材料公司新能源材料前驱体磷酸铁及其配套项目的建设有序推进，40 万吨/年新型专用肥装置、180 万吨/年选矿装置、120 万吨/年硫磺制酸装置、30 万吨/年湿法磷酸装置、40 万吨/年多元素酸性生理专用肥装置、150 万吨/年磷石膏净化装置、5 万吨/年高档阻燃消防材料装置，已通过单机试车、联调联试及联动试车，进入试生产阶段。湖北金矿磷石膏库项目建设也在积极推进，目前磷石膏资料库项目一期工程主体完成，西侧库区具备投用条件。黎河肥业项目和湖北松滋项目的顺利投产和实现效益，将能够有效降低公司的生产成本，增加产品销量，进而提升公司的经营业绩。

■ 盈利预测和投资评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 107、123、134 亿元，归母净利润分别为 8.95、10.78、12.85 亿元，对应 PE 分别 8.93、7.42、6.22 倍。公司立足复合肥主业，在品牌力、营销渠道建设、新产品研发、农化服务等领域形成了显著的竞争优势，同时公司积极推进磷化工项目建设，形成磷化工—磷肥—复合肥的完整产业链，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9991	10660	12338	13362
增长率(%)	11	7	16	8
归母净利润（百万元）	701	895	1078	1285
增长率(%)	59	28	20	19
摊薄每股收益（元）	0.61	0.77	0.93	1.11
ROE(%)	11	13	14	15
P/E	10.46	8.93	7.42	6.22
P/B	1.21	1.16	1.03	0.91
P/S	0.74	0.75	0.65	0.60
EV/EBITDA	6.13	6.04	4.49	3.35

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1：史丹利主要产品半年度经营数据

		2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
氯基复合肥	营收 (亿元)	18.60	17.97	21.70	19.05	33.36	21.57	29.20	29.55	32.47
	毛利 (亿元)	3.27	3.54	3.91	3.29	5.20	2.50	5.05	5.10	6.09
	毛利率 (%)	17.61%	19.68%	18.00%	17.25%	15.59%	11.57%	17.29%	17.27%	18.75%
硫基复合肥	营收 (亿元)	7.17	6.71	6.64	4.71	9.80	5.42	10.40	10.01	11.61
	毛利 (亿元)	1.19	1.24	1.34	0.78	1.71	0.47	1.85	1.70	2.05
	毛利率 (%)	16.60%	18.50%	20.15%	16.63%	17.47%	8.60%	17.80%	16.96%	17.66%

资料来源：wind，国海证券研究所

表 2：主要产品市场价格变化情况 (元/吨) (截至 2024 年 8 月 19 日)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
氯基复合肥	价格	2968	3663	3569	3048	3027	2678	2405	2669	2620	2452	2506
	价差	375	462	689	462	430	476	277	324	420	320	273
硫基复合肥	价格	3270	3903	3744	3274	3272	2896	2736	2979	2921	2807	2850
	价差	321	288	625	493	388	499	257	285	442	330	206
磷酸一铵	价格	3113	4174	3330	3187	3276	2700	2795	3305	3078	3045	3364
	价差	502	623	561	413	552	336	568	830	686	611	921

资料来源：wind，国海证券研究所

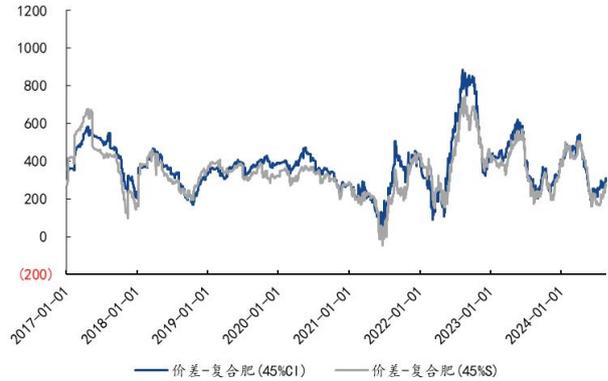
2、主要产品价格价差情况

图 1：复合肥价格情况（元/吨）



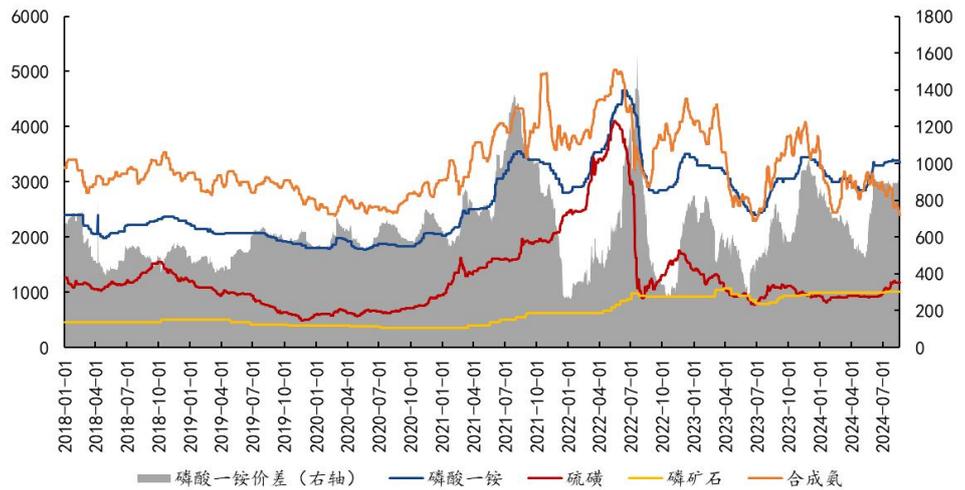
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：复合肥价差情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

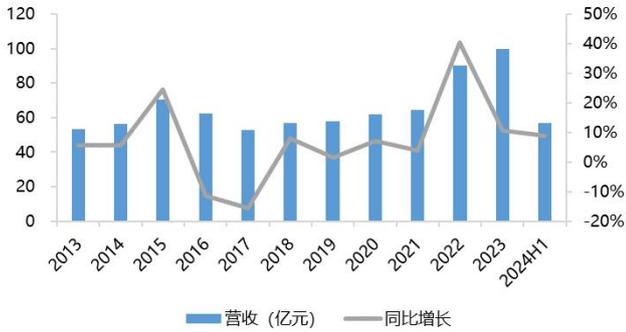
图 3：磷酸一铵价格价差情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

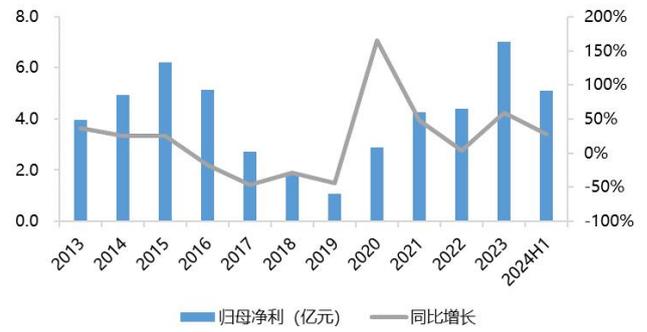
3、公司财务数据

图 4：2024H1 营收同比增长 9.04%



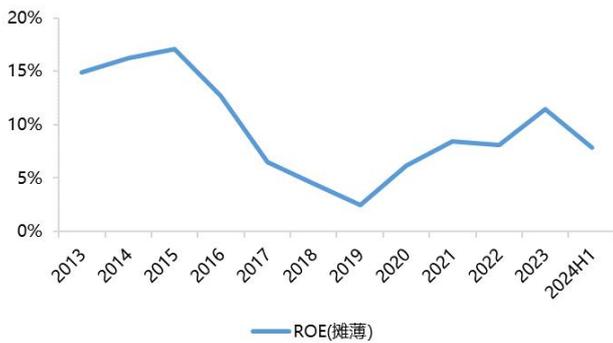
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2024H1 归母净利润同比增长 27.98%



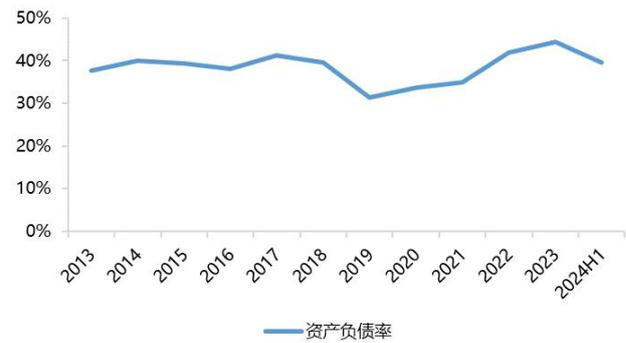
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：净资产收益率



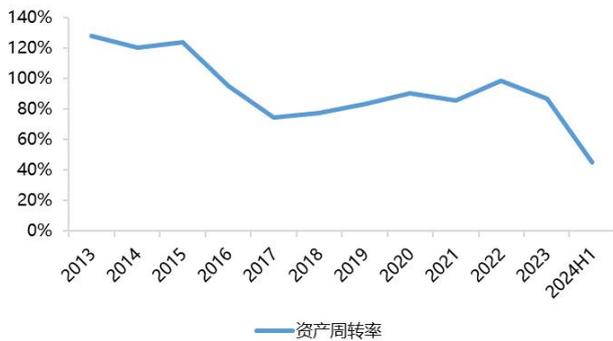
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：资产负债率



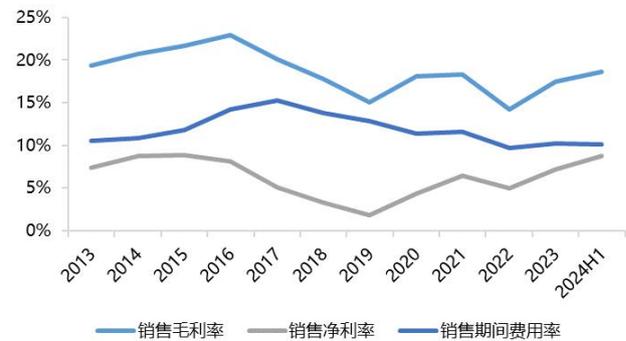
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：资产周转率



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10: 期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2024H1 经营活动现金流净额 1.21 亿元



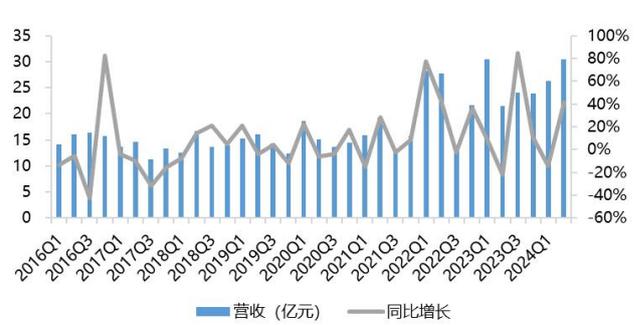
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2024H1 研发费用为 2.04 亿元



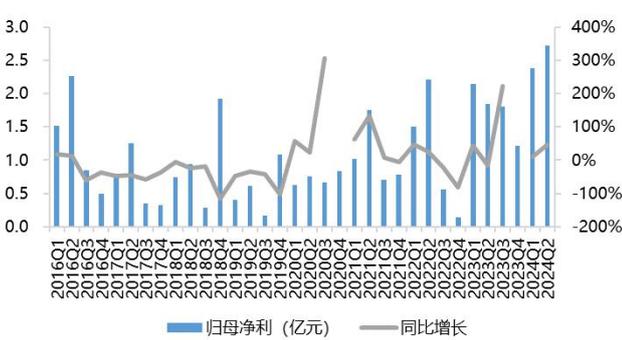
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2024Q2 营收同比增长 41.51%



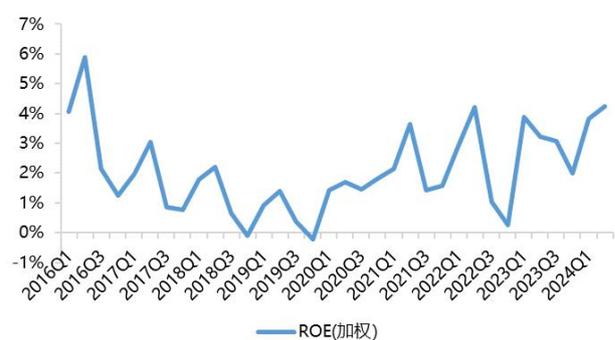
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2024Q2 归母净利润同比增长 47.40%



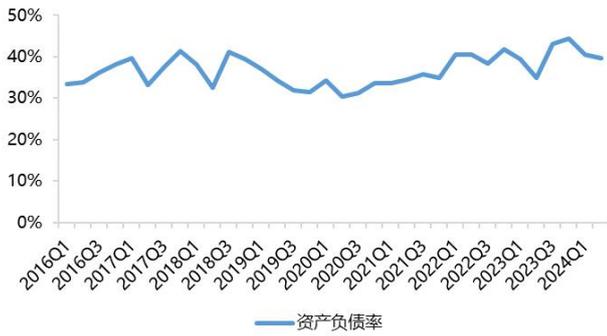
资料来源: wind, 国海证券研究所 (部分极值未标注)

图 15: 季度净资产收益率



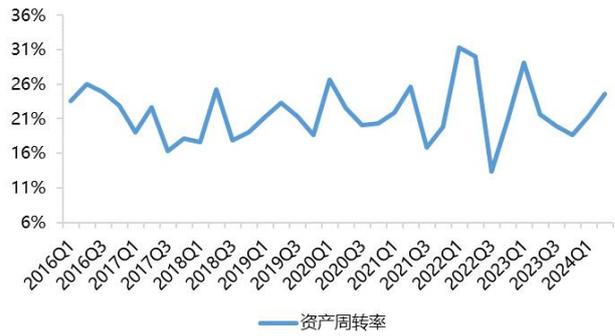
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产负债率



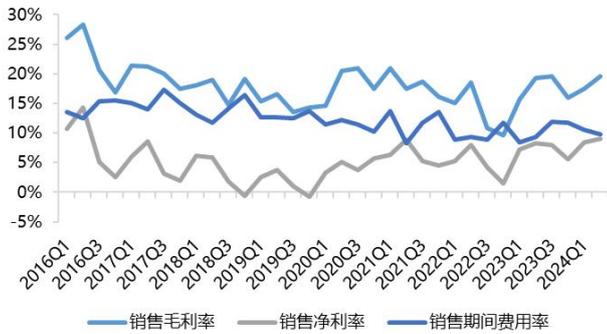
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产周转率



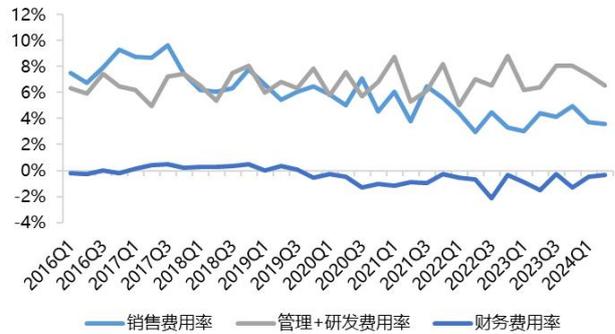
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度毛利率、净利率及期间费用率



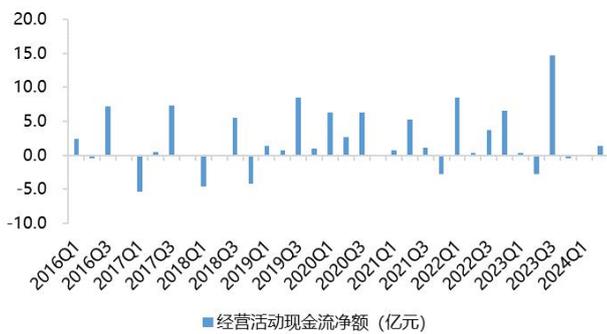
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度期间费用率



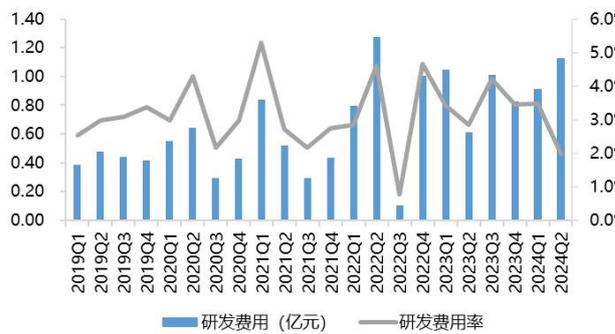
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 2024Q2 经营活动现金流净额 1.31 亿元



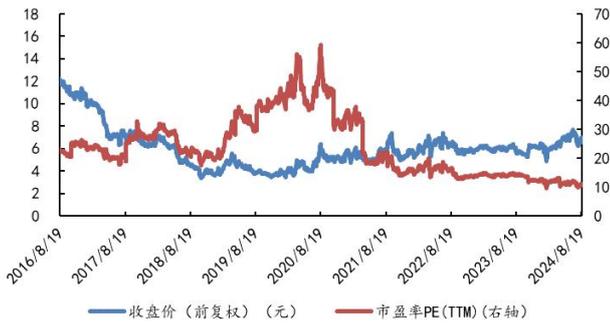
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度研发费用情况



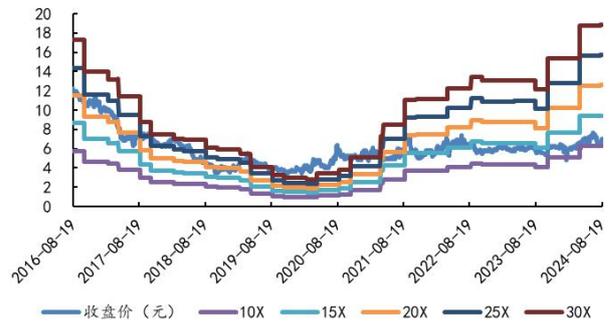
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 收盘价及 PE (TTM) (截至 2024/8/19)



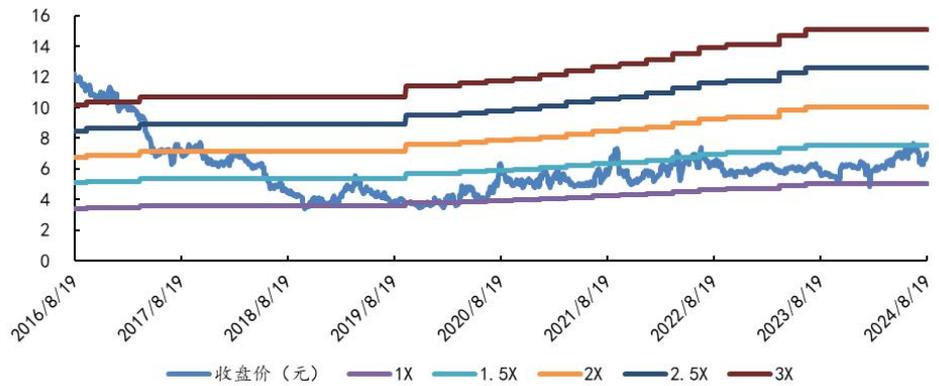
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: PE-BAND (截至 2024/8/19)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: PB-BAND (截至 2024/8/19)



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 107、123、134 亿元, 归母净利润分别为 8.95、10.78、12.85 亿元, 对应 PE 分别 8.93、7.42、6.22 倍。公司立足复合肥主业, 在品牌力、营销渠道建设、新产品研发、农化服务等领域形成了显著的竞争优势, 同时公司积极推进磷化工项目建设, 形成磷化工—磷肥—复合肥的完整产业链, 维持“买入”评级。

5、风险提示

宏观经济波动风险; 产能投放不及预期; 产品价格波动风险; 原材料价格波动的风险; 未来需求下滑; 新项目进度不及预期。

附表：史丹利盈利预测表

证券代码:	002588				股价:	6.91				投资评级:	买入				日期:	2024/08/20				
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E		每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						每股指标														
ROE	11%	13%	14%	15%		EPS	0.61	0.77	0.93	1.11										
毛利率	17%	18%	18%	19%		BVPS	5.29	5.93	6.68	7.57										
期间费率	7%	6%	6%	6%		估值														
销售净利率	7%	8%	9%	10%		P/E	10.46	8.93	7.42	6.22										
成长能力						P/B	1.21	1.16	1.03	0.91										
收入增长率	11%	7%	16%	8%		P/S	0.74	0.75	0.65	0.60										
利润增长率	59%	28%	20%	19%																
营运能力						利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.78	0.77	0.80	0.79		营业收入	9991	10660	12338	13362										
应收账款周转率	1847.43	2187.16	1481.68	1434.35		营业成本	8245	8777	10104	10824										
存货周转率	6.43	6.87	6.71	6.82		营业税金及附加	58	53	65	69										
偿债能力						销售费用	406	389	444	478										
资产负债率	44%	43%	44%	43%		管理费用	365	357	407	434										
流动比	1.23	1.23	1.23	1.27		财务费用	-98	-62	-72	-89										
速动比	0.88	0.87	0.87	0.91		其他费用/(-收入)	349	384	444	481										
						营业利润	817	1014	1246	1489										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		营业外净收支	6	0	0	0										
现金及现金等价物	3231	3372	4031	4643		利润总额	824	1014	1246	1489										
应收款项	5	5	8	9		所得税费用	101	137	172	216										
存货净额	1553	1551	1840	1960		净利润	723	877	1074	1273										
其他流动资产	1515	1627	1639	1677		少数股东损益	22	-18	-4	-11										
流动资产合计	6305	6555	7519	8289		归属于母公司净利润	701	895	1078	1285										
固定资产	2148	2534	2946	3353																
在建工程	1627	1881	2057	2206		现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1679	1882	2103	2316		经营活动现金流	1185	1158	1730	1713										
长期股权投资	1023	939	855	770		净利润	701	895	1078	1285										
资产总计	12782	13791	15478	16934		少数股东损益	22	-18	-4	-11										
短期借款	150	130	110	90		折旧摊销	230	267	301	338										
应付款项	2799	2886	3358	3584		公允价值变动	-3	0	0	0										
合同负债	1609	1755	2004	2153		营运资金变动	293	99	493	250										
其他流动负债	575	576	652	686		投资活动现金流	-3979	-924	-920	-907										
流动负债合计	5133	5347	6124	6513		资本支出	-2145	-1118	-1110	-1113										
长期借款及应付债券	352	402	452	502		长期投资	0	34	31	34										
其他长期负债	185	203	196	195		其他	-1834	160	159	172										
长期负债合计	537	604	648	697		筹资活动现金流	673	-143	-202	-245										
负债合计	5670	5951	6773	7210		债务融资	362	30	30	30										
股本	1157	1157	1157	1157		权益融资	378	0	0	0										
股东权益	7113	7840	8706	9724		其它	-67	-173	-232	-275										
负债和股东权益总计	12782	13791	15478	16934		现金净增加额	-2120	91	609	562										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。