

业绩符合预期，转型发展值得期待

■ **事件：**史丹利公告 14 年业绩预告，实现营业收入 56.5 亿元、同比增长 5.8%，实现归属于上市公司股东的净利润为 4.9 亿元、同比增长 23.9%，折合 EPS 为 1.72 元，业绩符合预期。公司加权平均 ROE 为 17.33% 较上年提升 1.31 个百分点。

■ **复合肥行业分化已经开始，强者将恒强：**在土地流转加速及农耕效率提升的背景下，复合肥行业需求年均 5-7% 以上的增长将持续，而作为行业龙头企业的金正大和史丹利截止目前合计市占率不到 10%，有很大的提升空间。我们判断未来行业龙头的市占率将得到显著攀升，最大的优势和壁垒是全国性的供应链、渠道和品牌，而未来的优势和壁垒将逐步延伸至整个农资周边的农化服务等，产品粘性和差异化程度将显著提高。近 1-2 年开始，复合肥企业的占有率已经开始分化，前十大企业市占率相比之前几年已经提升 10% (从 21% 上升至 31%)，中小型企业份额明显下降，我们认为未来区域性不具有核心优势的复合肥企业也将逐步萎缩，而龙头企业将强者恒强。

■ **公司渠道优势下产品线已逐步丰富，未来模式转型值得关注：**公司之前产品线较为单一，因此受今年上半年单质肥市场的低迷销量增速出现调整，Q3-Q4 价格企稳后复合肥在正常的销售和补库存的需求下销量增速逐步提升起来；其次公司临沭 80 万吨新型缓释肥项目部分投产，同时公告江西丰城 60 万吨新型复合肥项目 (硝基水溶、生物肥、控释肥等)，将丰富公司的产品品种，提高高端化、差异化的复合肥品种，将巩固公司提升市占率的基础。同时在目前农资变革的大背景下，我们判断公司未来在农资电商平台、土地流转服务等领域均将有较大的转型发展。

■ **站在农资变革的起点未来公司发展空间巨大，维持买入-A 评级：**农业信息化和土地流转加速的背景下，农资的大变革时代已经到来，公司作为行业的强者之一后续转型空间巨大，推出股权激励将显著提升管理层积极性。我们预计公司 15-16 年 EPS 分别为 2.19 和 2.88 元，维持公司“买入-A”的投资评级，目标价 50 元。

■ **风险提示：**复合肥销量不及预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,056.7	5,345.5	5,653.9	6,547.8	7,661.0
净利润	291.7	397.2	492.1	626.1	821.9
每股收益(元)	1.02	1.39	1.72	2.19	2.88
每股净资产(元)	8.07	9.34	10.77	12.56	14.83
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	38.7	28.4	22.9	18.0	13.7
市净率(倍)	4.9	4.2	3.7	3.1	2.7
净利润率	5.8%	7.4%	8.7%	9.6%	10.7%
净资产收益率	12.7%	14.9%	16.0%	17.5%	19.4%
股息收益率	0.3%	1.0%	0.7%	1.0%	1.5%
ROIC	24.4%	46.8%	36.6%	32.3%	51.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

50.00 元

股价 (2015-01-21)

39.49 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,278.74
流通市值 (百万元)	6,500.95
总股本 (百万股)	285.61
流通股本 (百万股)	164.62
12 个月价格区间	19.69/41.58 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.13	-20.87	-49.28
绝对收益	5.03	24.97	12.96

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaoqing@essence.com.cn

相关报告

季报略超市场预期，期待后续转型发力，维持买入评级！	2014-10-28
股权激励提升管理层动力，转型启动下未来空间巨大	2014-10-20
业绩符合预期，转型逐步开始	2014-07-29

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,056.7	5,345.5	5,653.9	6,547.8	7,661.0	成长性					
减:营业成本	4,335.2	4,308.2	4,596.1	5,254.0	6,040.7	营业收入增长率	10.7%	5.7%	5.8%	15.8%	17.0%
营业税费	3.1	1.5	2.3	2.6	3.1	营业利润增长率	19.7%	40.7%	16.0%	28.8%	31.8%
销售费用	264.0	372.5	318.0	368.3	430.9	净利润增长率	18.8%	36.2%	23.9%	27.2%	31.3%
管理费用	141.9	231.0	174.6	202.3	236.6	EBITDA 增长率	11.9%	39.7%	23.6%	26.9%	29.9%
财务费用	-32.5	-40.2	-	-	-	EBIT 增长率	10.7%	42.4%	26.4%	28.8%	31.8%
资产减值损失	0.1	-0.9	-0.1	-0.3	-0.4	NOPLAT 增长率	9.9%	40.5%	33.2%	28.8%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.9%	70.2%	46.3%	-16.8%	34.2%
投资和汇兑收益	0.2	12.1	-	4.1	5.4	净资产增长率	13.1%	16.0%	15.4%	16.5%	18.1%
营业利润	345.1	485.5	563.0	725.1	955.5	利润率					
加:营业外净收支	11.7	6.9	16.0	11.5	11.5	毛利率	14.3%	19.4%	18.7%	19.8%	21.2%
利润总额	356.9	492.4	579.0	736.6	967.0	营业利润率	6.8%	9.1%	10.0%	11.1%	12.5%
减:所得税	65.2	95.2	86.9	110.5	145.1	净利润率	5.8%	7.4%	8.7%	9.6%	10.7%
净利润	291.7	397.2	492.1	626.1	821.9	EBITDA/营业收入	7.1%	9.4%	11.0%	12.0%	13.3%
						EBIT/营业收入	6.2%	8.3%	10.0%	11.1%	12.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	28	32	33	28	24
						流动资产资本周转天数	12	-8	6	3	1
货币资金	1,494.2	1,536.7	1,213.6	2,061.1	2,201.0	流动资产周转天数	211	194	190	189	196
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	2	1	1	1	1
应收帐款	18.4	11.7	30.3	16.8	35.0	存货周转天数	77	57	66	65	61
应收票据	-	-	2.3	0.9	0.8	总资产周转天数	270	281	294	288	288
预付帐款	501.4	518.9	564.0	622.3	783.6	投资资本周转天数	65	70	102	96	87
存货	1,023.6	660.7	1,414.9	938.4	1,660.1	投资回报率					
其他流动资产	2.6	2.3	4.2	3.0	3.2	ROE	12.7%	14.9%	16.0%	17.5%	19.4%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	9.3%	9.9%	11.3%	12.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	24.4%	46.8%	36.6%	32.3%	51.1%
长期股权投资	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	5.2%	7.0%	5.6%	5.6%	5.6%
固定资产	435.8	523.2	518.8	509.7	496.0	管理费用率	2.8%	4.3%	3.1%	3.1%	3.1%
在建工程	292.1	701.0	801.0	901.0	1,001.0	财务费用率	-0.6%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
无形资产	249.9	306.9	299.2	291.4	283.7	三费/营业收入	7.4%	10.5%	8.7%	8.7%	8.7%
其他非流动资产	41.0	28.4	104.5	189.6	265.5	偿债能力					
资产总额	4,062.8	4,293.4	4,956.3	5,538.0	6,733.6	资产负债率	43.3%	37.8%	37.8%	35.1%	37.0%
短期债务	-	-	-	-	-	负债权益比	76.4%	60.7%	60.8%	54.2%	58.7%
应付帐款	226.1	275.0	233.0	328.4	343.5	流动比率	1.79	2.11	1.88	2.07	2.06
应付票据	797.5	431.7	801.6	663.5	1,012.8	速动比率	1.19	1.60	1.05	1.53	1.33
其他流动负债	671.3	585.6	686.8	772.0	914.5	利息保障倍数	-9.63	-11.08			
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	64.5	329.0	152.4	181.9	221.1	DPS(元)	0.12	0.38	0.29	0.41	0.60
负债总额	1,759.3	1,621.3	1,873.8	1,945.8	2,491.9	分红比率	11.6%	27.7%	16.6%	18.6%	21.0%
少数股东权益	-	5.3	5.3	5.3	5.3	股息收益率	0.3%	1.0%	0.7%	1.0%	1.5%
股本	169.0	219.7	285.6	285.6	285.6						
留存收益	2,134.5	2,447.2	2,791.7	3,301.2	3,950.9						
股东权益	2,303.5	2,672.2	3,082.5	3,592.1	4,241.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	291.5	397.2	492.1	626.1	821.9	EPS(元)	1.02	1.39	1.72	2.19	2.88
加:折旧和摊销	47.4	57.3	57.1	61.8	66.4	BVPS(元)	8.07	9.34	10.77	12.56	14.83
资产减值准备	0.1	-0.9	-	-	-	PE(X)	38.7	28.4	22.9	18.0	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.2	3.7	3.1	2.7
财务费用	4.4	10.7	-	-	-	P/FCF	48.2	196.2	-46.0	11.6	36.6
投资损失	-0.2	-12.1	-	-4.1	-5.4	P/S	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	10.4	13.4	16.3	11.8	9.0
营运资金的变动	595.1	97.5	-432.8	479.3	-380.7	CAGR(%)	29.0%	27.4%	26.1%	29.0%	27.4%
经营活动产生现金流量	930.3	424.0	116.5	1,163.0	502.2	PEG	1.3	1.0	0.9	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-437.0	-501.6	-225.3	-221.0	-219.4	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-367.0	232.4	-214.3	-94.5	-142.8	REP					

数据来源: 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、袁善宸分别声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034