

## 史丹利(002588)/化工

## 中报略超预期，继续看好复合肥景气

**评级：买入(维持)**

市场价格：6.07

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

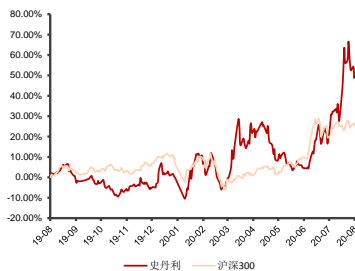
Email: xienan@r.qlzq.com.cn

研究助理：叶欣怡

Email: yexy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,156.88
流通股本(百万股)	786.59
市价(元)	6.07
市值(亿元)	7,022.29
流通市值(亿元)	2,904.79

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 史丹利深度报告：转型农业服务商，打开成长新空间

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,693	5,781	6,177	6,494	7,627
增长率 yoy%	8.05%	1.54%	6.85%	5.14%	17.44%
净利润	192	108	217	415	503
增长率 yoy%	-29.23%	-43.55%	100.28%	91.32%	21.31%
每股收益(元)	0.17	0.09	0.19	0.36	0.44
每股现金流量	-0.27	0.99	-0.36	1.32	-0.08
净资产收益率	4.47%	2.47%	4.29%	7.68%	8.66%
P/E	36.60	64.84	32.37	16.92	13.95
P/B	1.31	0.97	-4.15	0.61	0.21

**投资要点**

- **事件：**公司发布 2020 年半年报，上半年实现营收 33.61 亿元，同比增加 7.81%，归母净利润为 1.38 亿元，同比增加 36.10%，扣非后归母净利润为 1.17 亿元，同比增加 29.41%。第二季度，公司实现营业总收入 15.03 亿元，同比下降 6.18%，环比下降 19.32%，公司归母净利润为 0.75 亿元，同比增长 22.75%，环比增长 19.05%。

**点评：**

- **复合肥价差扩大增厚业绩，公司毛利率环比显著提升。**2019 年以来复合肥与单质肥价格波动式下行，2020 年上半年，氯基复合肥市场均价同比下滑 8.7%，硫基复合肥市场均价同比下滑 10.3%，而作为原料的三大单质肥价格下滑幅度更为明显，其中氯化钾市场价同比下滑 16.1%，硫酸钾同比下滑 8.2%，尿素同比下滑 13.2%，磷酸一铵同比下滑 10.9%。得益于单质肥价格下行，公司复合肥产品毛利率扩大，今年上半年硫基复合肥毛利率达 16.6%，同比上升 0.73pct，氯基复合肥毛利率达 17.61%，同比上升 1.06pct。上半年公司销量同比增长 14% 左右，价差扩大与销量增长共同增厚公司业绩。

单季度来看，二季度复合肥价差扩大趋势更为明显，山东地区氯基和硫基复合肥 Q2 市场均价分别为 1898 元/吨和 2133 元/吨，环比 Q1 变动-1.1%和 0.2%，而原料氯化钾 Q2 均价环比-8.4%，硫酸钾环比+1.4%，尿素环比-2.3%，磷酸一铵环比-5.4%。公司 Q2 单季度销售毛利率达到 20.47%，较 Q1 增加 5.87pct。当下公司销售毛利率已恢复至 2018 年的水平，未来单质肥价格受供给侧改革边际影响减弱，且三大单质肥均有新增产能投放，价格上行空间有限，复合肥企业将具备更强的定价权，公司有望受益于复合肥景气周期来临。

- **现金流充裕，期间费用率持续降低。**2020 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 8.91 亿元，同比增加 336.07%，主要是本期收到货款较同期增加，及消耗期初库存减少本期采购所致。公司三费控制良好，除研发外，期间费用率自 2017 年起延续下行趋势。今年上半年公司销售费用率为 5.48%，管理费用率为 3.02%，财务费用率为-0.34%，分别较 2019 年下降 0.64pct、0.72pct、0.33pct。销售方面，公司上半年开始打造园艺肥品牌，采取线上销售为主的策略，上半年园艺肥实现全网销售额 900 多万元。营销方面，公司继续加强央视的广告投放，坚持《星光大道》独家冠名，上半年广告促销费达 7264 万元，同比增加 23.5%。复合肥作为 To C 端产品，持续加大宣传有利于公司将品牌影响力下沉到经销商、终端用户，带动销量提升。

- **风险提示:** 单质肥及复合肥价格大幅变动, 粮食价格大幅波动, 宏观经济下行。
- **盈利预测:** 考虑到单质肥价格下行, 复合肥行业毛利扩大, 我们调整盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.17 亿元、4.15 亿元、5.03 亿元 (调整前预测值分别为 1.57 亿元、3.36 亿元、4.25 亿元), 对应 PE 为 32/17/14 倍, 维持买入评级。

图表 1：盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业总收入</b>	<b>5,693</b>	<b>5,781</b>	<b>6,177</b>	<b>6,494</b>	<b>7,627</b>	货币资金	922	985	2,132	1,997
增长率	8.1%	1.5%	6.9%	5.1%	17.4%	应收款项	76	112	85	147
营业成本	-4,675	-4,909	-5,199	-5,445	-6,366	存货	1,105	2,192	1,110	2,573
% 销售收入	82.1%	84.9%	84.2%	83.8%	83.5%	其他流动资产	1,282	1,463	1,307	1,555
毛利	1,018	872	978	1,049	1,261	流动资产	3,384	4,753	4,634	6,272
% 销售收入	17.9%	15.1%	15.8%	16.2%	16.5%	% 总资产	51.3%	61.1%	62.5%	71.5%
营业税金及附加	-42	-34	-27	-38	-56	长期投资	213	176	123	54
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.4%	0.6%	0.7%	固定资产	2,288	2,125	1,958	1,790
营业费用	-375	-354	-338	-356	-418	% 总资产	34.7%	27.3%	26.4%	20.4%
% 销售收入	6.6%	6.1%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	428	406	383	360
管理费用	-216	-216	-187	-196	-230	非流动资产	3,211	3,023	2,777	2,504
% 销售收入	3.8%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	% 总资产	48.7%	38.9%	37.5%	28.5%
息税前利润 (EBIT)	386	268	426	459	556	<b>资产总计</b>	<b>6,596</b>	<b>7,776</b>	<b>7,410</b>	<b>8,776</b>
% 销售收入	6.8%	4.6%	6.9%	7.1%	7.3%	短期借款	290	337	0	0
财务费用	-20	0	-9	-10	-11	应付款项	1,433	1,900	1,543	2,518
% 销售收入	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	121	121	121	121
资产减值损失	68	-6	0	0	0	流动负债	1,843	2,358	1,664	2,639
公允价值变动收益	0	-21	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	49	-1	0	0	0	其他长期负债	228	228	228	228
% 税前利润	10.2%	—	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,071</b>	<b>2,586</b>	<b>1,891</b>	<b>2,867</b>
营业利润	483	240	417	449	545	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,382</b>	<b>5,056</b>	<b>5,402</b>	<b>5,813</b>
营业利润率	8.5%	4.2%	6.7%	6.9%	7.1%	少数股东权益	143	134	117	96
营业外收支	1	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,596</b>	<b>7,776</b>	<b>7,410</b>	<b>8,776</b>
税前利润	<b>484</b>	<b>240</b>	<b>417</b>	<b>449</b>	<b>545</b>					
利润率	8.5%	4.2%	6.7%	6.9%	7.1%	<b>比率分析</b>				
所得税	-22	-13	-27	-51	-62					
所得税率	4.5%	5.6%	6.4%	11.4%	11.4%	<b>每股指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	190	104	208	398	483	每股收益 (元)	0.09	0.19	0.36	0.44
少数股东损益	-2	-4	-9	-17	-21	每股净资产 (元)	3.79	4.37	4.67	5.02
归属于母公司的净利润	<b>192</b>	<b>108</b>	<b>217</b>	<b>415</b>	<b>503</b>	每股经营现金净流 (元)	0.99	-0.36	1.32	-0.08
净利率	3.4%	1.9%	3.5%	6.4%	6.6%	每股股利 (元)	0.02	0.03	0.06	0.08
						<b>回报率</b>				
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	2.47%	4.29%	7.68%	8.66%
	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	1.57%	2.68%	5.37%	5.50%
净利润	190	104	208	398	483	投入资本收益率	2.47%	5.91%	9.43%	15.33%
加: 折旧和摊销	203	207	205	208	210	<b>增长率</b>				
资产减值准备	68	1	0	0	0	营业总收入增长率	1.54%	6.85%	5.14%	17.44%
公允价值变动损失	0	21	0	0	0	EBIT增长率	-31.39%	69.24%	7.69%	21.23%
财务费用	39	33	9	10	11	净利润增长率	-43.55%	100.28%	91.32%	21.31%
投资收益	-49	1	0	0	0	总资产增长率	-10.21%	17.89%	-4.70%	18.43%
少数股东损益	-2	-4	-9	-17	-21	<b>资产管理能力</b>				
营运资金的变动	-161	672	-836	910	-797	应收账款周转天数	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-318</b>	<b>1,150</b>	<b>-414</b>	<b>1,525</b>	<b>-93</b>	存货周转天数	88.4	96.1	91.5	86.9
固定资本投资	21	-10	-30	-30	-30	应付账款周转天数	8.9	10.6	9.7	10.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>461</b>	<b>-333</b>	<b>-18</b>	<b>38</b>	<b>61</b>	固定资产周转天数	140.7	128.6	113.2	88.5
股利分配	-23	-23	-36	-69	-92	<b>偿债能力</b>				
其他	156	-693	531	-347	-11	净负债/股东权益	-15.37%	-34.59%	-36.19%	-60.91%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>132</b>	<b>-716</b>	<b>495</b>	<b>-416</b>	<b>-103</b>	EBIT利息保障倍数	-845.6	46.0	47.1	48.6
<b>现金净流量</b>	<b>275</b>	<b>102</b>	<b>63</b>	<b>1,147</b>	<b>-135</b>	资产负债率	31.40%	33.25%	25.52%	32.66%

资料来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**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。