

史丹利 (002588.SZ) / 化工

证券研究报告/公司点评

2022年4月20日

评级: 买入 (首次)

市场价格: 7.21

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,183	6,436	6,490	6,920	7,866
增长率 yoy%	7%	4%	1%	7%	14%
净利润 (百万元)	288	425	531	620	747
增长率 yoy%	166%	48%	25%	17%	21%
每股收益 (元)	0.25	0.37	0.46	0.54	0.65
每股现金流量	1.31	0.36	1.63	0.43	1.40
净资产收益率	6%	8%	10%	11%	12%
P/E	29.0	19.6	15.7	13.5	11.2
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3

备注: 股价取自 2022/4/20

基本状况

总股本(百万股)	1,157
流通股本(百万股)	796
市价(元)	7.21
市值(百万元)	8,341
流通市值(百万元)	5,736

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件:** 4月19日, 公司发布2021年年报及2022年一季报: 2021年实现营业收入64.36亿元, 同比增长4.09%, 实现归属母公司净利润4.25亿元, 同比增长47.81%, 实现扣非归母净利润3.35亿元, 同比增长30.94%。2021Q4实现营业收入15.78亿元, 同比增长8.7%, 环比增长17.98%, 实现归属母公司净利润0.78亿元, 同比下降6.92%, 环比增长10.67%, 实现扣非归母净利润0.28亿元, 同比下降54.53%, 环比下降55.48%。2022Q1实现营业收入28.13亿元, 同比增长77%, 实现归属母公司净利润1.5亿元, 同比增长47%, 实现扣非归母净利润1.43亿元, 同比增长60.9%。
- 点评:**
- 复合肥景气上行, 助推公司业绩大增。** 2021年公司实现营业收入64.36亿元, 同比增长4.09%, 实现归属母公司净利润4.25亿元, 同比增长47.81%, 实现扣非归母净利润3.35亿元, 同比增长30.94%。2022Q1实现营业收入28.13亿元, 同比增长77%, 实现归属母公司净利润1.5亿元, 同比增长47%, 实现扣非归母净利润1.43亿元, 同比增长60.9%。公司业绩大幅提升主要受益于主营业务景气, 2021年公司毛利率为18.27%, 同比提升0.16pct, 净利率为6.42%, 同比提升2.04pct, ROE为8.80%, 同比提升2.42pct。2022Q1毛利率为15.09%, 同比下降5.87pct, 环比下降2.42pct, 净利率为5.32%, 同比下降0.97pct, 环比下降3.57pct, ROE为2.93%, 同比提升0.77pct, 环比下降0.71pct。在成本支撑及供不应求的双重推动下, 公司复合肥业务景气提升, 据卓创, 公司主营产品复合肥2021及2022Q1均价分别为2845元/吨和3365元/吨, 分别同比上涨21%和42%。
- 产能布局优势显著, 运营效率有效提升。** 公司生产基地覆盖了我国大部分种植区域, 能够快速响应各种种植区域的肥料需求, 降低运输成本。期间费用方面, 2021年公司期间费用率合计为11.61%, 同比提升0.27pct。其中, 销售费用率为5.37%, 同比下降0.25pct, 管理费用(含研发费用, 可比口径)率为7.04%, 同比提升0.6pct, 财务费用率为-0.8%, 同比下降0.08pct。2022Q1公司期间费用率合计为8.92%, 同比下降4.8pct。其中, 销售费用率为4.41%, 同比下降1.69pct, 管理费用(含研发费用, 可比口径)率为5.04%, 同比下降3.73pct, 财务费用率为-0.52%, 同比提升0.62pct。
- 成本支撑叠加开工不足, 复合肥价格景气上行。** 成本端, 原材料硫磺、合成氨价

格上扬，以及国际需求强劲，带动磷酸一铵价格上行；出口法检政策落地前，供不应求叠加印度发布新一轮尿素招标，尿素市场利好不断；钾肥也由于供不应求及进口受阻价格上调。国际方面，一季度俄乌冲突后，俄罗斯限制化肥出口，加剧了国际化肥的供应紧张形势，国际化肥价格飙升，带动国内化肥价格上涨。**开工方面**，2021年复合肥企业装置开工率低于2019年及2020年，据百川，2021年复合肥平均开工率为40%，较去年同期低7%。开工率低一方面是因为原材料货紧价高，厂家生产积极性不高，且原料短缺使得企业降负荷或停车。另一方面，环保、安全因素、能耗双控、限电等各项措施，使得部分装置开工受阻。其中开工率最高是在4月，开工率为48.65%。在成本和开工的双重作用下，复合肥价格不断上扬。据卓创资讯，公司主营产品复合肥2021及2022Q1均价分别为2845元/吨和3365元/吨，分别同比上涨21%和42%。

- **携手湖北宜化建设磷酸铁，公司业务有望迈上新台阶。**公司与湖北宜化合作，通过向湖北宜化全资子公司松滋宜化增资入股的方式，共同投资建设新能源材料前驱体磷酸铁及配套设施(包括新建选矿、硫酸、磷酸、净化磷酸等)、草余酸综合利用、新型肥料以及净化石膏综合利用项目。据湖北宜化公告，松滋肥业具备年产60万吨的磷酸二铵产能，原材料方面，配备硫酸80万吨/年、磷酸30万吨/年、氟硅酸8.3万吨/年及氟硅酸钠1.05万吨/年，增资后史丹利和湖北宜化各持股35%和65%。此次合作向下游延伸产业链，有助于双方发挥各自的优势，助推公司打开新的成长空间。
- **盈利预测与投资建议：**由于公司新增100万吨绿色高效复合肥项目，我们上调盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别为5.31亿元(原为5.04亿元)、6.20亿元(原为5.62亿元)、7.47亿元(新增)，EPS分别为0.46元、0.54元、0.65元。我们选取了同为化肥领域的新洋丰、司尔特、云天化为可比公司，可比公司在2022年、2023年和2024年的平均PE为12.91倍、11.17倍和8.95倍(对应2022年4月20日收盘价)，当前股价对应公司在2022年、2023年和2024年的PE分别为15.72倍、13.45倍和11.16倍，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；新建项目不及预期风险；原材料价格波动风险；所依据的数据信息滞后风险。

内容目录

一、史丹利：专注复合肥业务，营收较为稳定	- 5 -
二、景气支撑业绩大增，新项目打开成长空间	- 7 -
三、盈利预测及评级	- 8 -
四、风险提示	- 9 -

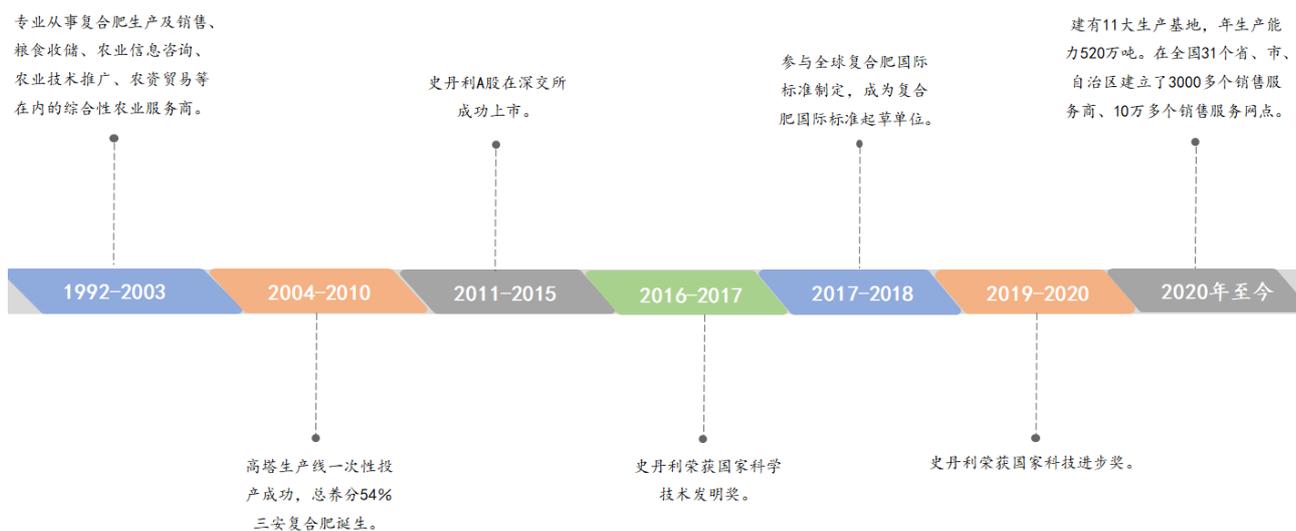
图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司主要产品“三安”、“第四元素”等.....	- 5 -
图表 3: 公司股权结构 (截至 2022 年 4 月 19 日)	- 6 -
图表 4: 公司营业收入及增速.....	- 6 -
图表 5: 公司归母净利润及增速.....	- 6 -
图表 6: 2021 年复合肥开工率下滑.....	- 7 -
图表 7: 复合肥价格	- 7 -
图表 8: 营业预测拆分.....	- 8 -
图表 9: 可比公司估值.....	- 8 -
图表 10: 盈利预测.....	- 10 -

一、史丹利：专注复合肥业务，营收较为稳定

- 史丹利以复合肥的生产和销售为主业，是国际复混肥料标准起草单位。成立于1992年，2004年，公司高塔生产线一次性投产成功，总养分54%三安复合肥诞生；2011年，史丹利A股在深交所成功上市；2016年，史丹利荣获国家科学技术发明奖；2017年，参与全球复合肥国际标准制定，成为复合肥国际标准起草单位；2019年，荣获国家科技进步奖。目前，公司已在山东临沭和平原、吉林扶余、广西贵港、湖北当阳、河南宁陵和遂平、江西丰城、甘肃定西、新疆轮台、河北隆化等地建有11大生产基地，复合肥年生产能力532万吨、磷酸一铵年生产能力12万吨。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、中泰证券研究所

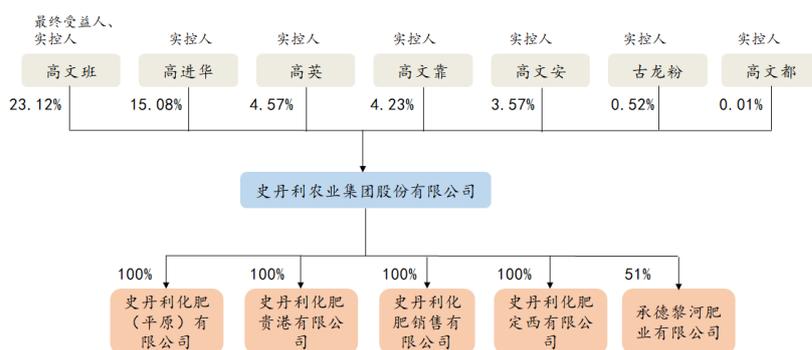
- 公司主要生产各类复合肥，“史丹利”复合肥是国内复合肥中单品牌销量最大的产品之一。公司复合肥产品种类多样，包括硫基复合肥、氯基复合肥、硝基复合肥等，经过多年的发展，公司推出了包括“三安”、“纯硫基”、“第四元素”、“锌动力”等在内的一系列知名品牌，复合肥发展迈入多元化渠道。

图表 2：公司主要产品“三安”、“第四元素”等



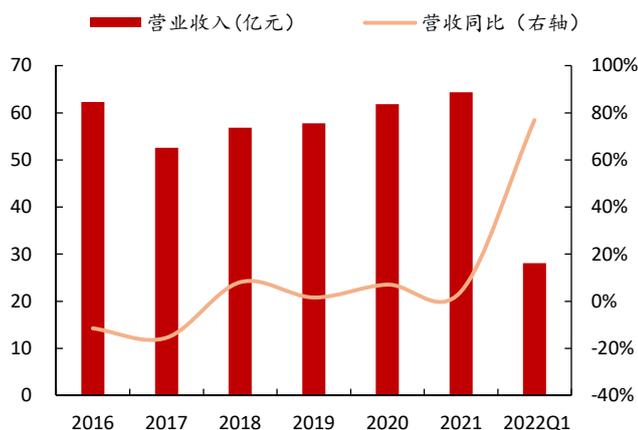
资料来源：公司官网、中泰证券研究所

- 高氏家族为公司实际控制人。**公司最终受益人为高文班先生，实控人为高氏家族，共持有公司 51.10%的股权，其中，高文班、高进华、高英、高文靠、高文安分别持有公司 23.12%、15.08%、4.57%、4.23%、3.57%的股权，总体而言，公司股权结构较为集中。2021 年，公司收购了黎河肥业 51%股权，黎河肥业成为了公司的控股子公司，黎河肥业的主营业务为磷酸一铵的生产销售，磷肥行业是公司的上游行业，收购黎河肥业、向产业链上游延伸，有利于进一步提高公司在成本端的竞争力。

图表 3: 公司股权结构 (截至 2022 年 4 月 19 日)


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司营收较为稳定，归母净利润随行业周期波动。**2016 年以来，公司从 62.29 亿元增长至 2021 年的 64.36 亿元，近几年营收基本稳定在 50 亿元到 60 亿元的区间内。归母净利润则受行业景气度影响较大，近几年归母净利润最高突破 5 亿，最低仅约 1 亿。2022Q1 实现营业收入 28.13 亿元，同比增长 77%，实现归属母公司净利润 1.5 亿元，同比增长 47%。

图表 4: 公司营业收入及增速


资料来源: Wind、中泰证券研究所

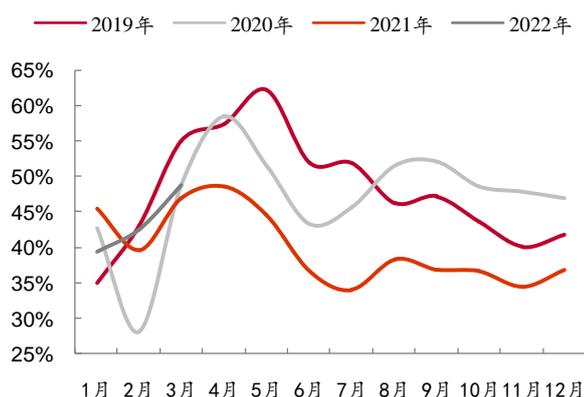
图表 5: 公司归母净利润及增速


资料来源: Wind、中泰证券研究所

二、景气支撑业绩大增，新项目打开成长空间

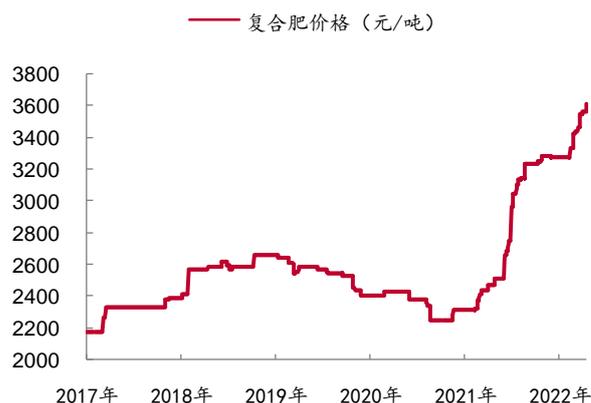
- 成本支撑叠加开工不足，复合肥价格景气上行。**成本端，原材料硫磺、合成氨价格上扬，以及国际需求强劲，带动磷酸一铵价格上行；出口法检政策落地前，供不应求叠加印度发布新一轮尿素招标，尿素市场利好不断；钾肥也由于供不应求及进口受阻价格上调。国际方面，一季度俄乌冲突后，俄罗斯限制化肥出口，加剧了国际化肥的供应紧张形势，国际化肥价格飙升，带动国内化肥价格上涨。开工方面，2021年复合肥企业装置开工率低于2019年及2020年，据百川，2021年复合肥平均开工率为40%，较去年同期低7%。开工率低一方面是因为原材料货紧价高，厂家生产积极性不高，且原料短缺使得企业降负荷或停车。另一方面，环保、安全因素、能耗双控、限电等各项措施，使得部分装置开工受阻。其中开工率最高是在4月，开工率为48.65%。在成本和开工的双重作用下，复合肥价格不断上扬。据卓创资讯，公司主营产品复合肥2021及2022Q1均价分别为2845元/吨和3365元/吨，分别同比上涨21%和42%。

图表 6: 2021 年复合肥开工率下滑



资料来源：百川盈孚、中泰证券研究所

图表 7: 复合肥价格



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 携手湖北宜化建设磷酸铁，公司业务有望迈上新台阶。**公司与湖北宜化合作，通过向湖北宜化全资子公司松滋宜化增资入股的方式，共同投资建设新能源材料前驱体磷酸铁及配套设(包括新建选矿、硫酸、磷酸、净化磷酸等)、草余酸综合利用、新型肥料以及净化石膏综合利用项目。据湖北宜化公告，松滋肥业具备年产60万吨的磷酸二铵产能，原材料方面，配备硫酸80万吨/年、磷酸30万吨/年、氟硅酸8.3万吨/年及氟硅酸钠1.05万吨/年，增资后史丹利和湖北宜化各持股35%和65%。此次合作向下游延伸产业链，有助于双方发挥各自的优势，助推公司打开新的成长空间。

三、盈利预测及评级

- 公司控股子公司黎河肥业（持股比例 51%）开始筹建 100 万吨绿色高效复合肥项目，其中包括 90 万吨/年高端复合肥及配套项目、6 万吨/年新型高端水溶肥项目和 4 万吨/年绿色高效叶面肥项目，项目周期 18 个月，力争年底之前实现一期项目建成投产。假设公司项目可如期投放：

图表 8：营业预测拆分

业务		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
复合肥	收入（亿元）	45.7	59.3	62.2	61.3	62.9	63.5
	YOY	-1.7%	29.8%	4.9%	-1.5%	2.6%	1.1%
	成本（亿元）	38.8	48.3	50.9	48.3	48.6	48.0
	毛利率	15%	19%	18%	21%	23%	24%
原料化肥销售	收入（亿元）	3.3	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1
	YOY	-3.7%	-24.8%	-14.8%	-14.8%	-14.8%	-14.8%
	成本（亿元）	3.2	2.3	1.7	1.7	1.9	1.9
	毛利率	3.2%	7.1%	19.7%	19.7%	10.9%	10.9%
绿色高效复合肥	收入（亿元）				1.5	4.2	13.0
	YOY				0.0%	180.0%	209.5%
	成本（亿元）				1.2	3.4	10.8
	毛利率				20%	18%	17%

资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 由于公司新增 100 万吨绿色高效复合肥项目，我们上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.31 亿元（原为 5.04 亿元）、6.20 亿元（原为 5.62 亿元）、7.47 亿元（新增），EPS 分别为 0.46 元、0.54 元、0.65 元。我们选取了同为化肥领域的新洋丰、司尔特、云天化为可比公司，可比公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的平均 PE 为 12.91 倍、11.17 倍和 8.95 倍（对应 2022 年 4 月 20 日收盘价），当前股价对应公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的 PE 分别为 15.72 倍、13.45 倍和 11.16 倍，维持“买入”评级。

图表 9：可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 2022/4/20	EPS				PE			
					21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000902.SZ	新洋丰	230.12	13.05	17.64	0.93	1.25	1.62	1.92	18.21	14.15	10.86	9.19
002538.SZ	司尔特	77.59	8.54	9.09	0.53	0.63	0.70		19.24	14.45	13.02	
600096.SH	云天化	502.67	18.36	27.38	1.98	2.70	2.84	3.14	9.90	10.12	9.62	8.71
	平均	153.85	10.79	13.37	1.15	1.53	1.72	2.53	15.78	12.91	11.17	8.95
002588.SZ	史丹利	83.41	11.57	7.21	0.37	0.46	0.54	0.65	19.62	15.72	13.45	11.16

资料来源：wind、中泰证券研究所

四、风险提示

- **新建项目不及预期风险：**公司业绩增长主要来自于新建的磷酸铁项目和100万吨绿色高效复合肥项目，若新增项目投建进度不及预期，可能会影响公司业绩。
- **下游需求不及预期风险：**若下游种植业需求不及预期，可能会影响公司复合肥的销售价格。
- **原材料价格波动风险：**公司生产复合肥的原材料为氮磷钾等单质肥，若单质肥价格上涨较快，可能会影响公司的利润空间。
- **所依据的数据信息滞后风险：**报告所使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 10：盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,612	2,619	2,312	3,240	营业收入	6,436	6,490	6,920	7,866
应收票据	2	0	0	0	营业成本	5,260	5,121	5,399	6,069
应收账款	11	4	-51	-81	税金及附加	43	43	44	51
预付账款	280	77	81	91	销售费用	346	385	399	446
存货	1,412	1,198	1,671	1,429	管理费用	244	238	252	284
合同资产	0	0	0	0	研发费用	209	206	220	250
其他流动资产	1,501	1,479	1,485	1,497	财务费用	-52	-48	-49	-32
流动资产合计	4,817	5,378	5,498	6,176	信用减值损失	-7	-13	-16	-21
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-24	-3	-21	-25
长期股权投资	128	128	128	128	公允价值变动收益	16	0	7	8
固定资产	2,226	2,727	3,234	3,745	投资收益	57	17	23	32
在建工程	35	135	235	135	其他收益	53	53	53	53
无形资产	439	407	381	363	营业利润	478	597	699	843
其他非流动资产	326	331	338	341	营业外收入	11	12	11	12
非流动资产合计	3,155	3,729	4,316	4,712	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	7,972	9,106	9,815	10,888	利润总额	483	603	704	849
短期借款	40	97	226	335	所得税	70	87	101	122
应付票据	1,088	952	1,013	1,207	净利润	413	516	603	727
应付账款	217	1,536	1,636	1,857	少数股东损益	-12	-15	-17	-21
预收款项	5	280	219	149	归属母公司净利润	425	531	620	748
合同负债	827	117	125	142	NOPLAT	369	475	561	699
其他应付款	124	124	124	124	EPS (按最新股本摊薄)	0.37	0.46	0.54	0.65
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	254	249	260	287					
流动负债合计	2,556	3,355	3,602	4,100					
长期借款	0	50	140	220					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	224	224	224	224					
非流动负债合计	224	274	364	444					
负债合计	2,780	3,629	3,966	4,544					
归属母公司所有者权益	5,033	5,332	5,720	6,236					
少数股东权益	160	146	128	108					
所有者权益合计	5,193	5,477	5,849	6,344					
负债和股东权益	7,972	9,106	9,815	10,888					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	417	1,883	499	1,624
现金收益	572	711	839	1,023
存货影响	-533	213	-473	243
经营性应收影响	80	214	72	45
经营性应付影响	47	1,459	98	346
其他影响	251	-715	-38	-33
投资活动现金流	-413	-799	-843	-685
资本支出	-252	-811	-866	-722
股权投资	14	0	0	0
其他长期资产变化	-175	12	23	37
融资活动现金流	-97	-77	37	-10
借款增加	25	107	219	189
股利及利息支付	-82	-404	-410	-543
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-40	220	228	344

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	4.1%	0.8%	6.6%	13.7%
EBIT增长率	67.2%	28.6%	18.2%	24.5%
归母公司净利润增长率	47.8%	24.8%	16.9%	20.5%
获利能力				
毛利率	18.3%	21.1%	22.0%	22.8%
净利率	6.4%	7.9%	8.7%	9.2%
ROE	8.2%	9.7%	10.6%	11.8%
ROIC	11.8%	13.7%	14.2%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	34.9%	39.9%	40.4%	41.7%
债务权益比	5.1%	6.8%	10.1%	12.3%
流动比率	1.9	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.2	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	1	0	-1	-3
应付账款周转天数	13	62	106	104
存货周转天数	78	92	96	92
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.46	0.54	0.65
每股经营现金流	0.36	1.63	0.43	1.40
每股净资产	4.35	4.61	4.94	5.39
估值比率				
P/E	20	16	13	11
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	29	24	20	16

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。