

史丹利 (002588)/化工

**业绩略超预期，景气叠加竞争力提升**
**评级：买入(维持)**

市场价格：5.16

分析师：谢楠

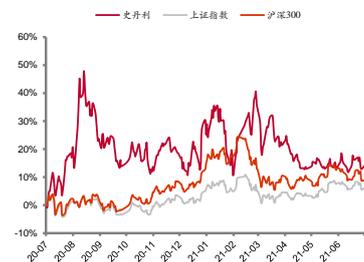
执业证书编号：S0740519110001

Email: xianan@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1156.88
流通股本(百万股)	786.59
市价(元)	5.16
市值(亿元)	59.70
流通市值(亿元)	40.59

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1. 史丹一季度报点评：Q1 业绩大增，看好复合肥景气上行。

### 公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,188	7,174	7,520	7,959
营业收入增速	7.04%	15.93%	4.83%	5.85%
归属于母公司的净利润	288	416	504	562
净利润增长率	165.62%	44.62%	21.05%	11.62%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.36	0.44	0.49
PE	20.75	14.35	11.85	10.62
PEG	0.75	0.48	0.17	0.39
每股净资产(元)	4.03	4.32	4.69	5.12

备注：股价取自 2021 年 7 月 5 日

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年度业绩预告，2021H1 实现归母净利润 2.35-2.76 亿元，同比增长 70%-100%；2021Q2 单季实现归母净利润 1.33-1.74 亿元，环比增长 30.39%-70.59%。
- **点评：**
- **2021H1 业绩预告高增，略超预期。**公司业绩增长主要由于以下两方面原因：  
**1) 多措并举提升毛利率：**在原材料上涨情况下，公司根据下游需求情况进行了多次价格调整，并发挥资金优势做好原材料战略采购，确保了产品的毛利空间，从而提升产品毛利率；截至 2021 年 7 月 5 日，根据卓创数据，中国区复合肥日度均价为 3114 元/吨，同比上涨 51.31%。同时 2021H1 产品销量实现了小幅上涨。  
**2) 货币资金充沛，投资收益大幅增加：**截至 2021Q1 公司账面货币资金达到 18.61 亿元，在该情况下，公司加强资金管理，从而实现理财利息收入的大幅增加，提高了营业利润。
- **复合肥景气来临，格局持续优化。**受疫情、需求等诸多因素影响，以玉米为代表的农产品价格持续上涨。根据 Wind，截止到 7 月 5 日，我国玉米进口价格达到 386.88 美元/吨，同比上涨 83.24%。玉米等农产品价格上涨将有利于提升农民种植积极性，复合肥行业步入量价齐升的景气阶段。**长期看，复合肥格局持续优化，优质企业充分受益。**由于化肥进入门槛较低，导致我国化肥行业早期粗放式发展，产能严重供过于求；但是随着环保等政策推进，劣质中小产能淘汰，供给端趋于集中，大型龙头企业市场份额有望进一步提升。从开工率看，根据卓创数据，中国复合肥行业开工率自 2018 年低点(37%)提升至 2020 年 43.47%，提升 6.47 pct。根据中国产业信息网，2019 年我国复合肥行业前四大企业产能仅占总产能的 21.6%，未来提升空间大。公司作为优质复合肥企业，在销售渠道、产能布局、成本端具备竞争优势，将充分受益行业集中化。
- **打通磷肥产业链，保障公司充分受益行业周期红利。**氮、磷、钾单质肥是复合肥主要生产成本，复合肥企业之间竞争最终体现成本的竞争。因此向上游资源延拓，实现纵向一体化经营是复合肥行业发展趋势。目前行业处于上行通道，公司拟通过收购优质磷肥资产黎河肥业，打通上游产业链，与公司复合肥业务形成协同效应，提升成本端竞争力，保障公司充分受益行业周期红利。
- **盈利预测：**我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 4.16 亿元、5.04 亿元、5.62 亿元，对应 PE 为 14.35/11.85/10.62，维持买入评级。
- **风险提示：**农产品价格提振不及预期，单质肥价格上涨带来成本压力，环境保护及安全生产的风险，农业政策变化风险。

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)				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>5,781</b>	<b>6,188</b>	<b>7,174</b>	<b>7,520</b>	<b>7,959</b>	货币资金	1,447	1,960	2,710	3,447
增长率	1.5%	7.0%	15.9%	4.8%	5.8%	应收款项	35	93	41	101
营业成本	-4,909	-5,064	-5,817	-6,228	-6,559	存货	879	1,400	1,040	1,529
% 销售收入	84.9%	81.8%	81.1%	82.8%	82.4%	其他流动资产	1,852	1,763	1,893	1,795
毛利	872	1,124	1,357	1,292	1,400	流动资产	4,213	5,216	5,684	6,872
% 销售收入	15.1%	18.2%	18.9%	17.2%	17.6%	% 总资产	59.2%	65.9%	70.3%	76.2%
营业税金及附加	-34	-39	-46	-48	-50	长期投资	142	101	48	16
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,215	2,019	1,823	1,628
营业费用	-354	-347	-403	-422	-447	% 总资产	31.1%	25.5%	22.5%	18.0%
% 销售收入	6.1%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	无形资产	417	395	373	350
管理费用	-216	-206	-239	-250	-265	非流动资产	2,904	2,697	2,405	2,149
% 销售收入	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	% 总资产	40.8%	34.1%	29.7%	23.8%
息税前利润 (EBIT)	268	532	670	572	638	<b>资产总计</b>	<b>7,118</b>	<b>7,913</b>	<b>8,089</b>	<b>9,022</b>
% 销售收入	4.6%	8.6%	9.3%	7.6%	8.0%	短期借款	15	0	0	0
财务费用	0	45	0	0	0	应付款项	1,387	1,857	1,604	2,044
% 销售收入	0.0%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	784	784	784	784
资产减值损失	-6	-51	0	0	0	流动负债	2,186	2,641	2,388	2,828
公允价值变动收益	-21	6	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	-1	-6	0	0	0	其他长期负债	210	210	210	210
% 税前利润	—	—	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,396</b>	<b>2,851</b>	<b>2,598</b>	<b>3,038</b>
营业利润	240	526	670	572	638	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,659</b>	<b>5,000</b>	<b>5,429</b>	<b>5,921</b>
营业利润率	4.2%	8.5%	9.3%	7.6%	8.0%	少数股东权益	62	62	62	62
营业外收支	0	-20	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,118</b>	<b>7,913</b>	<b>8,089</b>	<b>9,022</b>
税前利润	<b>240</b>	<b>506</b>	<b>670</b>	<b>572</b>	<b>638</b>					
利润率	4.2%	8.2%	9.3%	7.6%	8.0%	<b>比率分析</b>				
所得税	-13	-37	-56	-68	-76					
所得税率	5.6%	7.2%	8.4%	11.9%	11.9%	<b>每股指标</b>	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	104	271	416	504	562	每股收益 (元)	0.25	0.36	0.44	0.49
少数股东损益	-4	-17	0	0	0	每股净资产 (元)	4.03	4.32	4.69	5.12
归属于母公司的净利润	<b>108</b>	<b>288</b>	<b>416</b>	<b>504</b>	<b>562</b>	每股经营现金净流 (元)	1.31	0.52	0.64	0.66
净利率	1.9%	4.6%	5.8%	6.7%	7.1%	每股股利 (元)	0.02	0.05	0.06	0.06
						<b>回报率</b>				
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	6.17%	8.32%	9.28%	9.49%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.80%	5.26%	6.23%	6.23%
净利润	104	271	416	504	562	投入资本收益率	6.80%	24.52%	33.62%	44.93%
加: 折旧和摊销	207	205	207	207	207	<b>增长率</b>				
资产减值准备	1	100	0	0	0	营业总收入增长率	7.04%	15.93%	4.83%	5.85%
公允价值变动损失	21	-6	0	0	0	EBIT增长率	131.31%	15.02%	-14.65%	11.62%
财务费用	33	7	0	0	0	净利润增长率	165.62%	44.62%	21.05%	11.62%
投资收益	1	6	0	0	0	总资产增长率	7.91%	11.18%	2.23%	11.52%
少数股东损益	-4	-17	0	0	0	<b>资产管理能力</b>				
营运资金的变动	672	2,549	-18	30	-10	应收账款周转天数	3.1	3.1	3.1	3.1
经营活动现金净流	<b>1,150</b>	<b>1,510</b>	<b>605</b>	<b>740</b>	<b>759</b>	存货周转天数	57.7	57.2	58.4	58.1
固定资本投资	-10	185	0	0	0	应付账款周转天数	9.6	9.6	9.6	9.6
投资活动现金净流	<b>-333</b>	<b>-473</b>	<b>-1</b>	<b>84</b>	<b>48</b>	固定资产周转天数	131.0	106.2	92.0	78.0
股利分配	-23	-23	-61	-74	-70	<b>偿债能力</b>				
其他	-693	-343	-29	0	0	净负债/股东权益	-41.20%	-53.54%	-62.76%	-71.30%
筹资活动现金净流	<b>-716</b>	<b>-366</b>	<b>-90</b>	<b>-74</b>	<b>-70</b>	EBIT利息保障倍数	-13.1			
现金净流量	<b>102</b>	<b>671</b>	<b>513</b>	<b>750</b>	<b>736</b>	资产负债率	33.67%	36.03%	32.12%	33.68%

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。