

证券研究报告

公司研究——点评报告

芭田股份 (002170.sz)

郭荆璞 行业首席分析师
 执业编号: S1500510120013
 联系电话: +86 10 63081257
 邮箱: guojingpu@cindasc.com



上次评级时间: 2012.04.18

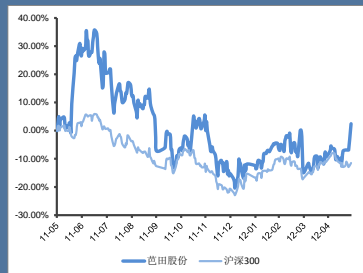
公司主要数据

52 周内股价	7.17-
波动区间(元)	12.23
最近一月涨跌幅(%)	12.97
总股本(亿股)	3.96
流通 A 股比例(%)	63.82
总市值(亿元)	37.01

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街九号院
 一号楼六层研究开发中心
 邮编: 100031

芭田股份相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

相关研究

- 《三驾马车驱动业绩高速增长》2010.9
- 《非公开发行项目完善公司产业链》2012.3
- 《“和原模式”提升公司利润率, 未来可期》2012.3

进军磷矿资源 完善产业链

事件点评

2012 年 5 月 29 日

本期内容提要:

事件: 公司公告与贵州省瓮安县人民政府签订《聚磷酸等高磷复肥及配套磷化工项目投资协议书》, 该协议拟在贵州省省级工业园(瓮安县工业园区磷化工产业园区)建设聚磷酸等高新磷复肥及配套磷化工项目, 并出资 2 亿元在贵州省设立全资子公司。

点评:

◇ **项目建设规模及进程。** 项目主要产品是聚磷酸生产的灌溉型、长效型、中微量元素等高新磷复肥, 规划分三期建设, 各期建设产能分别为 70 万吨/年, 分别投资 18.5 亿元、14.5 亿元以及 13 亿元, 同时磷矿配套项目预计投资 22 亿元, 合计 68 亿元。同时瓮安县政府承诺在公司建设投资部分到位后, 通过招拍挂方式向公司配套 2 亿吨以上储量 23% 以上品位磷矿的采矿权。项目建成三个系列装置共计年产 210 万吨高新磷复肥, 其中微量元素强化高效磷母粒装置 90 万吨/年, 灌溉型特效磷母粒装置 60 万吨/年, 生物型长效高磷母粒装置 60 万吨/年, 并配套工业级磷酸、磷酸盐等装置, 预计全部项目建设期限为 5-7 年。

◇ **进军磷矿资源、完善产业链。** 瓮安县政府在协议中承诺配套 2 亿吨以上储量 23% 以上品位磷矿资源, 实现公司进军磷矿资源的目标。通过打造磷资源产业链, 实现磷矿资源的低成本直接的综合利用以及磷肥原料的自给, 并向上游延伸产业链, 降低公司生产成本, 提升在复合肥行业市场占有率以及盈利水平。

◇ **项目与和原生态农业增值创新模式有机结合。** 公司通过建设特色磷母粒、特色复合肥等产品, 与和原生态模式有机结合, 依托当地丰富矿产资源等优势, 作为公司发展灌溉固体及液体型肥料、缓释长效肥料、测土配方专用肥料的磷源生产基地, 与公司产业链有机结合。公司预计一期项目达产后, 可增加收入 16.7 亿元, 按年费用 1.5 亿计算, 其中资金成本按照 1.2 亿元计算, 可实现税后净利润 3.1 亿元, 将大大增厚公司业绩。

◇ **预计灌溉肥项目、缓释肥项目将在 2012 年年底达产。** 芭田灌溉肥拓展了更广阔的市场空间, 我们预计 2012 年年底达产, 预计项目对公司 2012 年、2013 年及 2014 年收入的贡献为 1.16 亿元、5.16 亿元、11.94 亿元, 利润的贡献分别为 2700 万、1.16 亿元、2.22 亿元。缓释肥预计 2012 年、2013 年、2014 年项目的利润分别为 2400 万、7200 万以及 12000 万。

◇ **“和原生态增值模式”提高公司利润率。**经过两年左右时间的摸索与实验，“和原生态增值模式”得到了市场的广泛认可“和原生态增值模式”引领化肥行业的深刻变革，打造公司未来业绩爆观点。公司一季度预增 50%–70%的主要原因是因为实施调集资源实施配送服务中心模式(也就是和原生态模式)，实现 2012 年易粒多能复肥等专项销量大幅度提升，实现了单系更高的利润率，预计未来成为公司的重要战略。这和我们此前预期一致，和原生态的模式将在 2012 年度得到快速发展，开始对公司贡献利润。预计 2012 年、2013 年、2014 年项目的销售收入分别为 14.19 亿元、24.65 亿元以及 41.02 亿元。

◇ **盈利预测：**增发股本按 8700 万股进行预估，预计公司 2012~2014 年摊薄 EPS 分别为 0.36 元、0.62 元、0.86 元，对应 2012 年 5 月 28 日收盘价（9.23 元）的动态 PE 分别为 26 倍、15 倍、11 倍，对应 11 年静态 PE71 倍，维持“增持”评级。

◇ **风险因素：**定增项目发行时间不确定，对公司业绩影响明显；磷化工项目存在不确定性对公司业绩影响。

财务数据：

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	2323.77	4424.77	6690.68	8449.66
增长率 YoY %	50.58%	90.41%	51.21%	26.29%
净利润(百万元)	63.17	172.83	298.63	413.75
增长率 YoY%	-39.73%	181.57%	82.90%	38.55%
毛利率%	14.30%	15.72%	16.94%	17.54%
净资产收益率 ROE%	8.57%	18.64%	24.65%	25.62%
每股收益 EPS(元，前复权)	0.16	0.36	0.62	0.86
市盈率 P/E(倍)	71	26	15	11
市净率 P/B(倍)	4.76	3.86	2.94	2.20

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2012 年 5 月 28 日收盘价，2012、2013、2014 年股本按增发股本 8700 万股进行摊薄。

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	798.64	1658.77	2029.05	2873.19	营业收入	2323.77	4424.77	6690.68	8449.66
现金	264.30	482.61	830.95	1066.98	营业成本	2000.23	3729.06	5557.27	6967.55
应收账款	64.08	0.00	81.16	47.94	营业税金及附加	24.88	15.89	31.98	53.73
其它应收款	6.94	19.91	17.15	29.92	营业费用	93.06	210.07	301.47	373.42
预付账款	136.53	399.25	349.13	562.01	管理费用	109.58	221.24	321.15	405.58
存货	324.81	747.73	747.19	1157.74	财务费用	6.42	56.01	105.46	127.23
其他	1.97	9.27	3.48	8.60	资产减值损失	5.12	4.09	8.60	12.43
非流动资产	310.71	1043.54	1434.70	1561.47	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-1.47	-3.42	-6.03	投资净收益	-0.20	-0.07	-0.09	-0.12
固定资产	247.10	553.80	865.49	1061.89	营业利润	84.28	188.35	364.67	509.61
无形资产	17.46	38.35	58.46	71.72	营业外收入	7.05	7.80	8.33	12.00
其他	46.15	452.86	514.18	433.88	营业外支出	0.78	0.89	0.89	0.85
资产总计	1109.35	2702.31	3463.75	4434.66	利润总额	90.56	195.26	372.11	520.76
流动负债	333.43	1749.09	2210.83	2764.98	所得税	24.74	19.26	65.40	95.05
短期借款	210.28	1445.57	1950.45	2366.13	净利润	65.82	175.99	306.71	425.71
应付账款	50.64	128.73	127.76	181.86	少数股东损益	2.63	3.17	8.09	11.96
其他	72.51	174.79	132.62	217.00	归属母公司净利润	63.19	172.83	298.63	413.75
非流动负债	7.57	8.88	8.46	8.30	EBITDA	95.10	285.70	551.34	758.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.16	0.36	0.62	0.86
其他	7.57	8.88	8.46	8.30					
负债合计	341.00	1757.96	2219.29	2773.29	主要财务比率				
少数股东权益	15.68	18.85	26.94	38.89	会计年度				
归属母公司股东权益	752.67	925.49	1217.52	1622.48	成长能力				
负债和股东权益	1109.35	2702.31	3463.75	4434.66	营业收入增长率	50.58%	90.41%	51.21%	26.29%
					营业利润增长率	-30.43%	123.47%	93.62%	39.75%
					归属于母公司净利润增长率	-39.71%	173.48%	72.79%	38.55%
					获利能力				
					毛利率	13.92%	15.72%	16.94%	17.54%
					净利率	2.83%	3.98%	4.58%	5.04%
					ROE	8.57%	18.64%	24.65%	25.62%
					ROIC	7.12%	8.96%	11.95%	12.87%
					偿债能力				
					资产负债率	30.74%	65.05%	64.07%	62.54%
					净负债比率	27.37%	153.08%	156.73%	142.42%
					流动比率	2.40	0.95	0.92	1.04
					速动比率	1.42	0.52	0.58	0.62
					营运能力				
					总资产周转率	2.43	2.32	2.17	2.14
					应收账款周转率	65.69	162.14	164.87	130.90
					应付账款周转率	50.11	41.58	43.33	45.01
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.36	0.62	0.86
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.32	-0.45	1.10	0.54
					每股净资产 (最新摊薄)	1.94	2.39	3.14	4.20
					估值比率				
					P/E	49	22	13	9
					P/B	4.02	3.27	2.48	1.86
					EV/EBITDA	-0.32	14.29	7.70	5.85
					永续增长率	3.00%		WACC	7.38%
					终值	1313.73		Ke	10.60%
					企业价值	746.51		Kd	5.92%
					非核心资产价值	481.14		t	9.86%
					债务价值	1454.44		Rf	4.00%
					股权价值	-245.64		Rm	10.00%
					股本	395.93		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	-0.62		Beta	1.10

分析师简介

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究发展中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

化工行业重点覆盖公司

盐湖股份 (000792)	芭田股份 (002170)	神马股份 (600810)	天科股份 (600378)
烟台万华 (600309)	新纶科技 (002341)	云天化 (600096)	碧水源 (300070)
华昌化工 (002274)	高盟新材 (300200)	沧州大化 (600230)	江山股份 (600389)
扬农化工 (600486)	诺普信 (002215)	S 仪化 (600871)	风神股份 (600469)
三聚环保 (300072)	上海家化 (600315)	中国化学 (601117)	中化国际 (600500)
沈阳化工 (000698)			

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuang@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。