

2012年7月12日

公司研究

评级：增持

研究所

证券分析师：代鹏举

S0350512040001

0755-23936132

daipj@ghzq.com.cn

联系人：朱玮琳

zhuwl01@ghzq.com.cn

0755-23936019

渠道改善与新增产能驱动高速增长，

贵州项目稳步推进

——芭田股份（002170）调研报告

事件：

近日，我们到芭田股份进行了实地调研，与公司董秘、营销部经理和证代进行交流，了解公司经营状况以及未来发展规划。

1、公司近期经营情况

- **由于销售渠道的改善，公司今年产品销量与产能利用率较去年有所提升。**由于落后产能的淘汰，截止2011年底公司传统复合肥产能为163万吨。由于不同品种的化肥之间的产能可以转换，供给具有一定弹性。今年以来，公司产能利用率约为50%，高于去年同期的38%-40%，而全行业在28%-30%之间。行业产能利用率低的原因在于化肥行业具有明显的季节周期性。目前公司基本处于零库存状态，产能利用率的提升主要由于销售渠道的改善所带来销量的提升，另一方面在于公司将库存存放到经销商处。
- **公司通过各种手段加强销售和库存管理。**通过“三个合同四级仓库”的策略，公司一方面把旺季销售提前，平伏行业的季节周期性；另一方面，通过跟经销商协商，公司将库存存放到经销商处，充分利用社会上的仓库资源，降低自身库存成本，提高产能利用率。经过5月旺季，6月的库存处于低位，公司目前正加紧生产以迎接7月的化肥旺季。
- **硝酸铵下滑提升公司产品毛利率。**公司传统复合肥主要是硝基复合肥，其原材料主要为硝磷复合肥。硝磷复合肥的上游为硝酸铵，与尿素不存在直接联系，因此近期尿素价格上涨对公司影响甚微。反观今年以来由于下游民爆需求降温、硝酸铵产能大量释放等原因，硝酸铵企业转而生产硝磷复合肥，使得硝磷复合肥价格下滑，公司产品毛利得以提升。预计二季度毛利率跟一季度相若，维持在约18%的水平。
- **公司正逐渐进军大田作物领域。**公司复合肥产品主要用于经济作物，价格比国外的便宜，但比国内同类产品高200-300元左右，最高甚至达500元。水果、蔬菜使用芭田的肥料后生产周期明显加速，可以提早7~10天成熟，而且品相、口感俱佳。公司去年销售了一定量的小麦肥，开始逐步进军大田作物领域，预计以后会有更大的发展空间，发展的关键问题在于把成本降下来。相对于经济作物，大田作物的吨毛利要有所下降。
- **公司传统销售渠道与销售市场情况。**
 - 目前公司在全国拥有约30000个经销店，600名销售人员，除了新疆、西藏、青海，其余省市都已经涉及。公司传统复合肥主要通过经销商渠道销售，经销商在公司产品的盈利能力处于中等或偏下水平。公司目前的销售更多地依靠品牌和质量的效应所拉动，而非单纯的向经销商让利，2005年后公司产品在广东市场的成长主要依靠品牌和质量优势。

- 公司的化肥主要针对经济作物，因此主打市场为经济作物大省；由于具有地域优势，公司在广东市场是龙头老大，达 20%市场占有率；从全国范围来看，公司市场份额 2%~3%之间。公司销售市场区分为主要市场、战略市场和辐射市场三类。主要市场：广东、广西、海南、江苏、山东；战略市场：合肥，甘肃、青海等；辐射市场：吉林，东北等北方地区。对于辐射市场，公司一般先开设几个试点，成熟后升级至战略市场。

■ **和原模式经营模式主要分为两种模式：区域配送中心模式以及和原服务站模式。**

- **区域配送中心模式：**该模式主要销售区域性的同质化化肥，以大型的配送站为主，母粒在现场混配后销售，是最适合该区域的化肥品种。配送中心销售的化肥原料母粒有 6-7 种，配方根据不同区域的土壤和作物性质而作适当调整。配送中心模式仍然以经销商为核心，混肥后销售，物流是发展瓶颈。公司让不同的供货企业生产不同的母粒，但中微量元素自主生产，自己掌握化肥配方等核心信息。
- **和原服务站模式：**利用测土配方销售最适合用户土壤性质的化肥（即私家肥）。机器设备在零售店，直接面向农民和用户的。用户向机器设备输入数据，设备按数据调配相应肥料。农民可以凭借自己的经验修改配方，仅需支付母粒费用，对公司来说该模式等价于直接销售原材料。

■ **和原模式或将成为行业标准。**为调配最适合当地土壤性质的化肥，和原模式需要获得使用测土数据库。目前国家的测土数据库对国内企业免费开放，数据更新频率为一两年，同时芭田也拥有自己的数据库。公司预计将来国家的测土数据库可能会提高使用门槛，可能的情况是国家起草一个行业标准文件，以和原模式作为标准，能达到标准的企业就可以使用测土数据库，达不到要求的就无法使用。

■ **和原生态经营模式有望在 2013 年放量。**

- **目前和原生态经营模式尚未贡献业绩。**相对于前两年，和原生态模式的网点有增加。公司四月的数据显示，和原生态目前约有 5 个服务中心，30 个合作零售店，60 个定点。目前和原生态的业绩贡献还是相对较少，对传统渠道没造成冲击。
- **公司管理层预计和原生态模式将会在 2013 年放量。**一方面该模式经过两年培育期，公司将在明年开始加大推广力度；另一方面，公司于 2012 年 4 月被获选为广东省粮油糖（水稻）高产创建专用配方肥定点生产企业，预计粮油糖试点半年后将有成效，其后广东省政府也将在全省大力推广。广东省是公司传统的销售大区，但其市场占有率也仅约 20%，仍具有巨大的市场空间。随着广东对和原模式的大力推广（只选一家企业进行重点推广），公司有望受益。和原模式跟原来的经销商渠道存在一定竞争，毛利率较低，依靠数量取胜。目前和原生态经营模式的瓶颈在于网点不够多，议价能力不够。这两年尚在布点，主要是培育农民的使用习惯。

■ **公司未来发展战略：发展高端三肥（缓控释肥，灌溉肥，有机肥）。**公司认为缓控释肥、灌溉肥和有机肥将是未来中国化肥行业的发展方向。公司要走在行业领先地位，通过三肥占领高端领域。

■ **公司看好未来复合肥行业发展：农产品价格还会上涨，利好复合肥需求，同时复合肥行业处于整合当中。**公司认为现在复合肥行业这两年有好转：从下游需求来看，农产品价格与复合肥需求具有相关关系，未来农产品价格还会上涨，从而利好复合肥需求；从政策层面来看，国家鼓励农资行业打造几个百亿企业，整合大企业是行业发展趋势，目前国家和各地都着力培育农业龙头；从地方政府的行动来看，农资打假行动将利好龙头企业发展，如去年广东农资打假力度很大。

2、非公开募投新增产能：逐步投产贡献业绩

- **公司非公开募投的新增产能项目逐步投产贡献业绩。**公司非公开新增产能为 120 万吨，贵港的灌溉肥装置已经提前投入，去年销售额达 4000 多万，同时缓控施肥的装置已经试产了。目前新增产能逐步投产贡献业绩，预计新增产能在 2013 年新增产能会有更大的释放，2014 年年底基本能达到。在新增产能达产后，公司将会淘汰现有部分的落后产能。
- **公司看好灌溉肥的未来发展前景。**公司目前灌溉肥有三大类产品：一型产品全溶无渣的，水剂的高精度的滴管设施；二型产品用于一般的或过滤之后用，具有一定的渣粒；三型产品成本最低，目前普遍使用的更大的市场和销量，预计今年要翻几番。由于灌溉肥具有节水、环保等优点，公司看好灌溉肥的长期发展，其发展战略：肥料+方法+设备。目前公司的灌溉设施主要跟设备商合作，也在考虑对设备厂商进行并购。

3、聚磷酸等高新磷复肥及配套磷化工项目：稳步推进，静待靴子落地

- **公司贵州磷化工项目的发展规划。**公司聚磷酸等高新磷复肥及配套磷化工项目预计达产后产能为 210 万吨，分三期进行，以后氮磷肥自主生产。项目主要生产聚磷酸酯，为芭田生产高磷母粒，预计生产聚磷酸酯将占总产量 60%以上。在顺利拿到磷矿采矿权的前提下，公司会考虑配套的磷精细化工项目。
- **公司争取的磷矿质量较好。**公司要求当地政府提供的磷矿必须符合两个条件：一是磷矿的品位在 23%以上，二是储量在 2 亿吨以上。
 - 从磷矿的品位来看，贵州的磷矿是品质较优，磷矿的品位要求有保证，勘探所得样品品位在 28%左右，也有 35%品位的磷矿，但数量较少。23%-29%之间的磷矿需要经过选矿步骤，成本约增加 200 元/吨；29%以上的不用选矿，成本优势更为明显。
 - 从磷矿的储量来看，公司目前争取的磷矿大概有 10 亿吨的储量，但具体情况要等更详细的勘探结果。对于采矿权，政府要收取 2 元/吨的费用。公司目前预计计划拨 4 个亿来购买采矿权，对应储量约 2 亿吨。项目完全投产后，公司年开采 400 万吨的磷矿，可满足 210 万吨的产能需求，开采年限约 30-50 年。
- **公司磷矿采矿权的获得在稳步推进当中。**公司争取采矿权符合贵州省政府的政策导向：贵州一直以来卖矿为主，但随着磷矿的稀缺性日益凸现，现在政府规定原矿不能出省，并计划打造千亿工业园（是按达产后的产值计算的），预计引进 3-5 家企业，要求磷矿贸易必须满足当地磷肥企业的需求，之后才能对外地销售。公司与当地政府关系良好，采矿权的获得在稳步推进当中，争取 2013 年上半年获得探矿权，最快可能今年年底获得。

4、其他事项

- **管理层业绩目标：未来两年努力实现高增长。**公司 210 万吨/年聚磷酸等高新磷复肥及配套磷化工的项目投资额预计为 22 亿元，建设周期为 5-7 年，未来几年对资金需求量较大。管理层认为近两年的资金相对充裕，可通过银行贷款以及公司债满足。公司预计第三年可能会再增发的可能。
- **股权激励的费用确认情况。**公司 2011 年股权激励费用为 4000 多万，是费用最多的年份，未来费用将逐步减少。2012 年股权激励费用为 2100 万左右，2013 年也将维持在 2000 万左右，2014 年费用为几百万。
- **营业外贸易收入的情况。**2011 年公司有 4 亿多的贸易收入，该部分收入为在化肥出口窗口期公司采购其他公司的产品转手出口所得，赚取一定的差价，利润贡献不大。

5、投资评级：增持

- 在不考虑和原生态模式放量增长的假设下，我们预计公司 2012-2013EPS 分别为 0.3 和 0.42，对应 PE 分别为 30 倍、21 倍。从短期来看，公司渠道改善后销售能力大幅提升，随着产能释放未来高增长相对确定；从长期来看，聚磷酸等高新磷复肥及配套磷化工项目有望成为公司未来利润的增长点，继续推动公司高速发展。假如和原生态模式确实受到广东省政府的推广则公司业绩更有望超预期。给予公司“增持”评级。

表 1、芭田股份盈利预测

证券代码:		002170.SZ		股票价格:		8.68		投资评级:		增持		日期:		2012/7/11	
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E						
盈利能力					每股指标										
ROE	8%	14%	16%	20%	EPS	0.16	0.30	0.42	0.64						
毛利率	14%	18%	17%	17%	BVPS	1.90	2.14	2.53	3.14						
期间费率	10%	14%	14%	13%	估值										
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	54.38	29.13	20.64	13.46						
成长能力					P/B	4.57	4.05	3.43	2.76						
收入增长率	51%	73%	61%	39%	P/S	1.48	0.87	0.54	0.39						
利润增长率	-40%	89%	41%	53%											
营运能力					利润表 (百万元)										
总资产周转率	2.09	2.34	2.73	2.78	营业收入	2324	4015	6477	8984						
应收账款周转率	31.84	28.08	28.08	28.08	营业成本	2000	3293	5356	7456						
存货周转率	6.16	6.64	6.89	7.30	营业税金及附加	25	80	130	180						
偿债能力					销售费用	93	249	402	539						
资产负债率	31%	49%	56%	59%	管理费用	110	181	291	359						
流动比	2.40	1.93	1.61	1.53	财务费用	6	45	58	78						
速动比	1.42	1.12	0.79	0.76	其他费用/(-收入)	(5)	0	0	0						
资产负债表 (百万元)					营业利润	84	168	240	372						
现金及现金等价物	264	361	207	274	营业外净收支	6	0	0	0						
应收款项	73	143	231	320	利润总额	91	168	240	372						
存货净额	325	508	797	1046	所得税费用	25	42	60	93						
其他流动资产	137	201	324	449	净利润	66	126	180	279						
流动资产合计	799	1213	1558	2089	少数股东损益	3	6	11	20						
固定资产	247	372	575	918	归属于母公司净利润	63	120	169	259						
在建工程	21	71	151	101	现金流量表 (百万元)										
无形资产及其他	17	17	16	14	经营活动现金流	(38)	37	(79)	89						
长期股权投资	0	20	50	90	净利润	66	126	180	279						
资产总计	1109	1719	2375	3237	少数股东权益	3	6	11	20						
短期借款	210	310	460	660	折旧摊销	31	26	39	59						
应付款项	67	139	271	418	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	14	66	124	172	营运资金变动	(138)	(122)	(309)	(268)						
其他流动负债	42	114	114	114	投资活动现金流	(76)	(195)	(313)	(332)						
流动负债合计	333	629	969	1365	资本支出	(38)	(175)	(283)	(292)						
长期借款及应付债券	0	200	350	550	长期投资	4	(20)	(30)	(40)						
其他长期负债	8	8	8	8	其他	(43)	0	0	0						
长期负债合计	8	208	358	558	筹资活动现金流	151	288	286	387						
负债合计	341	837	1327	1923	债务融资	180	300	300	400						
股本	396	402	402	402	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	768	882	1049	1315	其它	(29)	(12)	(14)	(13)						
负债和股东权益总计	1109	1719	2375	3237	现金净增加额	36	129	(106)	144						

资料来源: 国海证券研究所

【石油和化工研究团队】

代鹏举： 分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，三年化工行业工作经历，四年证券行业化工研究经历，2011年新财富分析师入围。

翟卢琼： 分析师，化学工艺硕士，两年证券行业化工研究经历，主要负责基础化工行业及相关上市公司的研究。

周成娟： 分析师，四川大学高分子材料本科，四川大学高分子材料与工程硕士，蓝星新材1年工作经历，证券行业1年工作经历，目前主要负责新材料行业及相关上市公司的研究。

朱玮琳： 研究助理，中山大学应用化学本科，中山大学金融硕士。

梁冰： 研究助理，天津大学生物化工本科，南开大学财务管理硕士。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓 名	固 话	手 机	邮 箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
