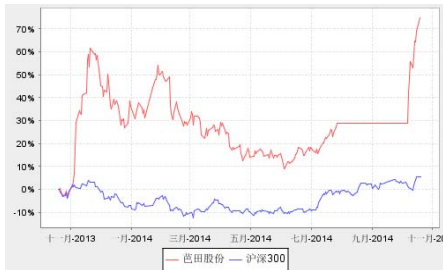


芭田股份 (002170.SZ)
产业信息化浪潮将至，农资航母扬帆起航

评级： 买入 **前次：**
目标价（元）： 14.09-14.40
 分析师 分析师
 谢刚 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014年11月5日

基本状况

总股本(百万股)	851.55
流通股本(百万股)	851.55
市价(元)	8.15
市值(百万元)	6940.16
流通市值(百万元)	6940.16

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,167.20	2,132.55	2,381.62	2,966.55	3,571.29
营业收入增速	-6.74%	-1.60%	11.68%	24.56%	20.39%
净利润增长率	41.05%	53.27%	53.95%	47.15%	33.30%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.16	0.25	0.36	0.48
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	39.91	39.77	35.55	24.16	18.12
PEG	0.97	0.75	0.66	0.51	0.54
每股净资产(元)	2.90	1.69	1.88	2.24	2.73
每股现金流量	0.65	0.20	0.31	0.26	0.41
净资产收益率	6.50%	9.49%	13.16%	16.22%	17.78%
市净率	2.59	3.77	4.68	3.92	3.22
总股本(百万股)	473.09	851.55	851.55	851.55	851.55

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 芭田股份是国内高端复合肥龙头企业，公司在高塔硝基肥及水溶肥领域具备绝对的技术优势和市场推广优势。目前正致力于从传统的复合肥生产销售企业向多层次的农资服务平台型公司转型。**
- 公司经营战略转型的最终目标是以“生态芭田”和“智慧芭田”为依托打造线下和线上的农资服务平台型公司。在复合肥农资领域打造“原材料-复合肥生产销售-品牌种植”全产业链运营体系；短期内公司线下渠道关注传统经销商的拓展，但未来将逐步以和原生态模式为重要支点，打造终极线下销售平台；中长期通过“农业信息化平台”建设，通过农业大数据、农业物联网、农业移动互联、农资交易平台，支撑线上和线下交易扩张。最终形成农资一体化、以品牌种植为示范、和原生态模式为支点，信息化为支撑的从肥料、农资到农产品销售的服务平台型公司。**
- 复合肥领域通过全产业链运营，产能扩张以及销售体系改善，复合肥销售增速将进入快车道。公司收购贵州1亿吨高品位磷矿，降低成本；2015年贵州复合肥第一期产能达产后，公司总产能由163万吨增长至283万吨，增长70%；公司2013年营销体系施行内公司体制，将“人权、事权、物权”充分下放至各内公司，通过销售人员对市场需求的反馈来安排基地生产，充分调动销售人员积极性，此外，还可以与阿姆斯特生态有机肥公司的渠道共享，以及金禾天成合作的1700个农技中心和数万名农技推广人员合作推广公司产品。我们预计公司2016年复合肥销量将超过100万吨，未来2-3年复合肥销售收入增速将由现有10%左右提升至20%左右。**
- 通过土地流转涉入品牌种植环节，简单的来讲一方面赚种植的钱，另一方面通过示范效应赚农资服务的钱。（1）公司通过与当地政府签订战略合作协议取得土地，通过自种、与专业种植户以及合作社合作的模式，通过公司的技术支持提升种植效率，赚种植的钱；（2）另一方面，通过示范效应，大力推广公司**

的和原生态测土配肥模式，再结合金禾天成的农业信息指导，输出农资、技术服务，赚农资服务的钱。(3) 未来公司在广西甘蔗种植经验可以逐步推广到其他品牌种植项目，实现乘法效应。

- **以金禾天成成为重要支撑的信息化平台建设，将公司最终打造成为农资和农产品的服务平台型公司。**(1) 利用金禾天成现有的大数据系统以及各地农业信息平台建设，指导农民如何种植，实现农资销售，短期内主要帮助公司自身农资的销售，长期来看，随着投入品数据完善，将成为其他所有农资产品销售的出口。(2) 通过品牌种植，生产高质量产品，利用金禾天成未来逐步落实的农产品检疫平台，与线下大型农产品交易商合作，构建农产品销售的服务型平台。
- **预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25, 0.36, 0.48 元，年均复合增速 44.3%，结合相对估值和绝对估值，给予目标价 14.09-14.40 元，首次覆盖“买入”评级。潜在催化剂：土地流转和农业信息化建设落地。**
- **风险提示：**土地流转带来的种植效益低于预期；信息化平台建设低于预期；化肥销售因天气等因素销售低于预期，并购事项不能获得审批通过风险。

内容目录

由复合肥企业向多层次的种植服务平台型公司转型	- 4 -
高端复合肥龙头企业，产能扩张、营销改善，增长上升新台阶	- 5 -
复合肥业务盈利能力强、品类齐全、新型复合肥占比较高	- 5 -
生产基地逐步扩张，2015 年贵州项目一期达产，产能大幅增长 70%	- 5 -
研发与技术优势明显，营销布局趋于完善	- 7 -
“农业信息化、品牌种植、农资销售”三维打造农资航母平台	- 8 -
“资源优势+信息化平台+多元化终端”智慧农业平台	- 8 -
和原模式提供一站式线下服务，铸就国内农资销售的终极模式	- 9 -
矿肥一体化，强化新型复合肥成本优势	- 11 -
复合肥行业前景广阔，公司新型复合肥正迎来发展新契机	- 12 -
示范并推广高效种植模式，构建多品牌种植体系	- 15 -
盈利预测与投资建议	- 16 -
盈利假设前提	- 16 -
盈利预测结果	- 17 -
相对估值结果 14.40 元	- 17 -
DCF 绝对估值结果 14.09 元	- 17 -
投资建议：目标价 14.09-14.40 元，“买入”评级	- 18 -
风险提示	- 18 -

图表目录

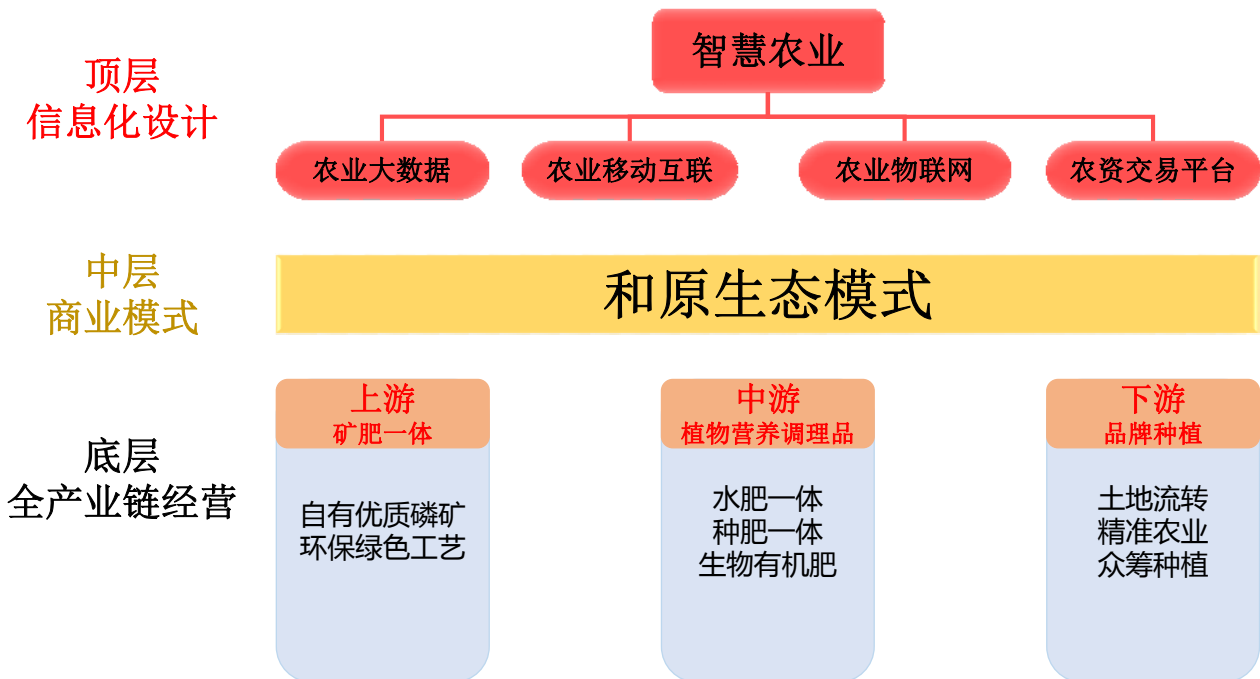
图表 1: 芭田股份在农资领域整体的战略布局框架	- 4 -
图表 2: 芭田股份毛利率今年上半年跃至同业首位	- 5 -
图表 3: 芭田股份各类复合肥销量占比	- 5 -
图表 4: 芭田股份复合肥业务收入	- 5 -
图表 5: 芭田股份复合肥业务毛利	- 5 -

图表 6: 芭田股份业务发展历程	- 6 -
图表 7: 公司复合肥产能增长情况 (百万吨)	- 6 -
图表 8: 芭田股份技术优势明显	- 7 -
图表 9: 芭田股份销量全国分布	- 7 -
图表 10: 芭田股份在重要种植大省市场份额较高	- 7 -
图表 11: 芭田股份复合肥营销体系构架	- 8 -
图表 12: 芭田股份复合肥销量预测	- 8 -
图表 13: 芭田股份复合肥销售收入预测	- 8 -
图表 14: 构建“优势资源+全方位平台+多元化终端”的信息化服务体系	- 9 -
图表 15: 和原生态模式将服务、生产、配送集于一体	- 10 -
图表 16: 和原模式的困境和机遇	- 11 -
图表 17: 磷矿项目产品母粒销售收入 (百万元)	- 11 -
图表 18: 磷矿项目产品母粒毛利润 (百万元)	- 11 -
图表 21: 复合肥比单质肥具有多种优势	- 12 -
图表 22: 复合肥施用比例逐年上升	- 12 -
图表 23: 乡村人均耕地面积逐年上升 (亩/人)	- 12 -
图表 24: 水溶肥市场容量将快速扩张 (万吨)	- 13 -
图表 25: 公司“肥料+设施+服务”水溶肥推广模式	- 13 -
图表 26: 公司水溶肥销量将迎来高增长 (万吨)	- 13 -
图表 27: 公司水溶肥毛利率稳步提升	- 13 -
图表 28: 世界各国硝基肥占氮肥比例	- 14 -
图表 29: 硝基肥产能利用率远超复合肥行业水平	- 14 -
图表 30: 公司硝基肥产量将稳步提升 (万吨)	- 14 -
图表 31: 公司硝基肥毛利率保持高水平	- 14 -
图表 32: 我国微生物肥行业容量增长迅猛	- 15 -
图表 33: 阿姆斯在微生物肥方面拥有尖端技术	- 15 -
图表 34: 阿姆斯各项业务营业收入 (百万元)	- 15 -
图表 35: 阿姆斯各项业务毛利 (百万元) 及毛利率	- 15 -
图表 36: 芭田股份下游种植领域“示范”+“推广”盈利模式	- 16 -
图表 37: 芭田股份费用和营业税金及附加假设	- 16 -
图表 38: 农资及种植业上市公司估值一览	- 17 -
图表 39: 芭田股份 DCF 估值结果	- 18 -
图表 40: 芭田股份主营收入预测	- 19 -
图表 41: 芭田股份三张报表	- 20 -

由复合肥企业向多层次的种植服务平台型公司转型

- **总体战略布局：三层结构完整衔接，打造农资服务平台型公司。**公司目前战略非常清晰，致力将一个复合肥生产企业打造成农资服务平台型公司，通过信息化平台建设、前瞻性的和原生态商业模式、以及“资源—农资—种植”全产业链经营模式，将国内种植产业链上的农户、生产厂商、经销商等纳入一个统一的体系之下。
- **长期来看，公司正在积极构建新型智慧农业体系解决农业生产和农产品消费的决策和销售问题。**在顶层信息化设计上，公司借并购金禾天成为支点，以农业大数据、农业移动互联、农业互联网、农资交易平台为核心业务，在未来建立一个完善的智慧农业体系，农户通过各类终端登陆信息化平台，即可解决大部分生产决策问题，公司将通过不断完善信息化平台建设最终建成完整的线上农资交易平台。
- **中期来看，积极布局和原生态模式驱动产销高效运作，提供一站式服务。**在中层商业模式上，公司开创了和原生态模式，和原生态中心站集生产、服务、配送于一身，为客户提供一站式服务，驱动产销活动高效运作，大幅提升公司渠道管控和营运周转能力。尽管 2009 年公司创立和原生态模式以来经营业绩并未充分体现出来，但随着国内土地流转的持续推进，下游种植集中度提升，公司和原模式将成为未来线下销售平台的重要支点。
- **短期来看，从资源到农产品的一体化解决方案已然成型。**在底层产业链经营上，公司在上游取得优质磷矿，矿肥一体化保证原材料质量，在中游以新型复合肥为重磅产品，提供稳定盈利增长，在下游以品牌自营种植为基础，推广高效种植模式，最终打造一体化的种植解决方案。

图表 1: 芭田股份在农资领域整体的战略布局框架



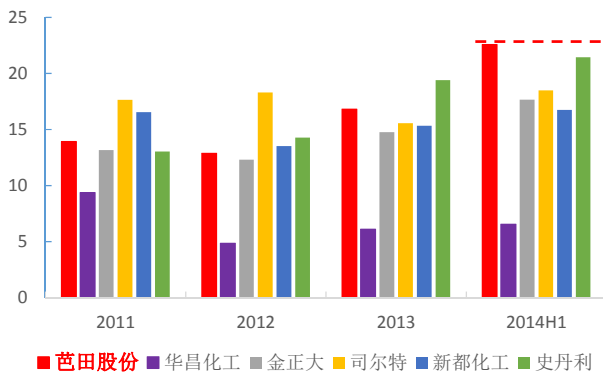
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

高端复合肥龙头企业，产能扩张、营销改善，增长上升新台阶

复合肥业务盈利能力强、品类齐全、新型复合肥占比较高

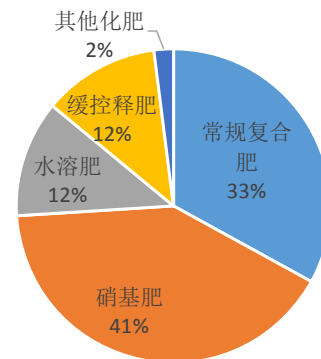
- **公司复合肥品类完善，新型复合肥占比较大。**公司目前在复合肥上拥有非常完整的产品线，不仅拥有常规复合肥，同时积极拓展新型复合肥市场，2013年三大新型复合肥中硝基肥、水溶肥、缓控释肥销量占比分别约为41%、12%、12%。
- **公司复合肥业务盈利能力强，毛利率位居同业榜首。**公司在新型复合肥市场具有较大的竞争优势，借助新型复合肥高毛利的特征，以及新型复合肥比重的不断增加，公司近3年毛利率逐步提升，并在14年上半年毛利率跃至复合肥行业的首位。

图表 2: 芭田股份毛利率今年上半年跃至同业首位



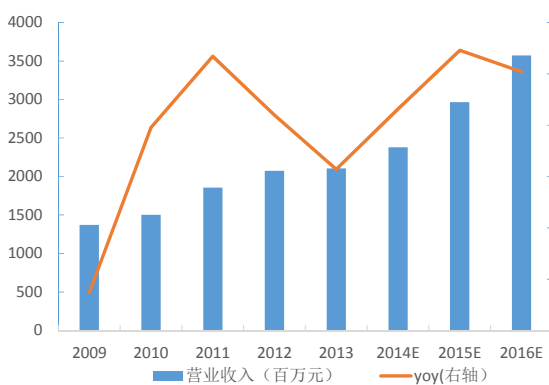
来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 3: 芭田股份各类复合肥销量占比



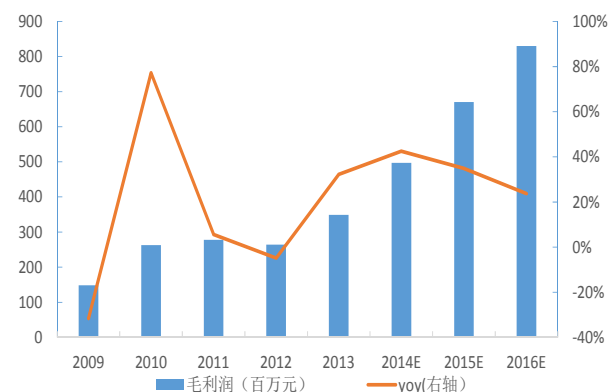
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 4: 芭田股份复合肥业务收入



来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 5: 芭田股份复合肥业务毛利



来源: Wind、齐鲁证券研究所

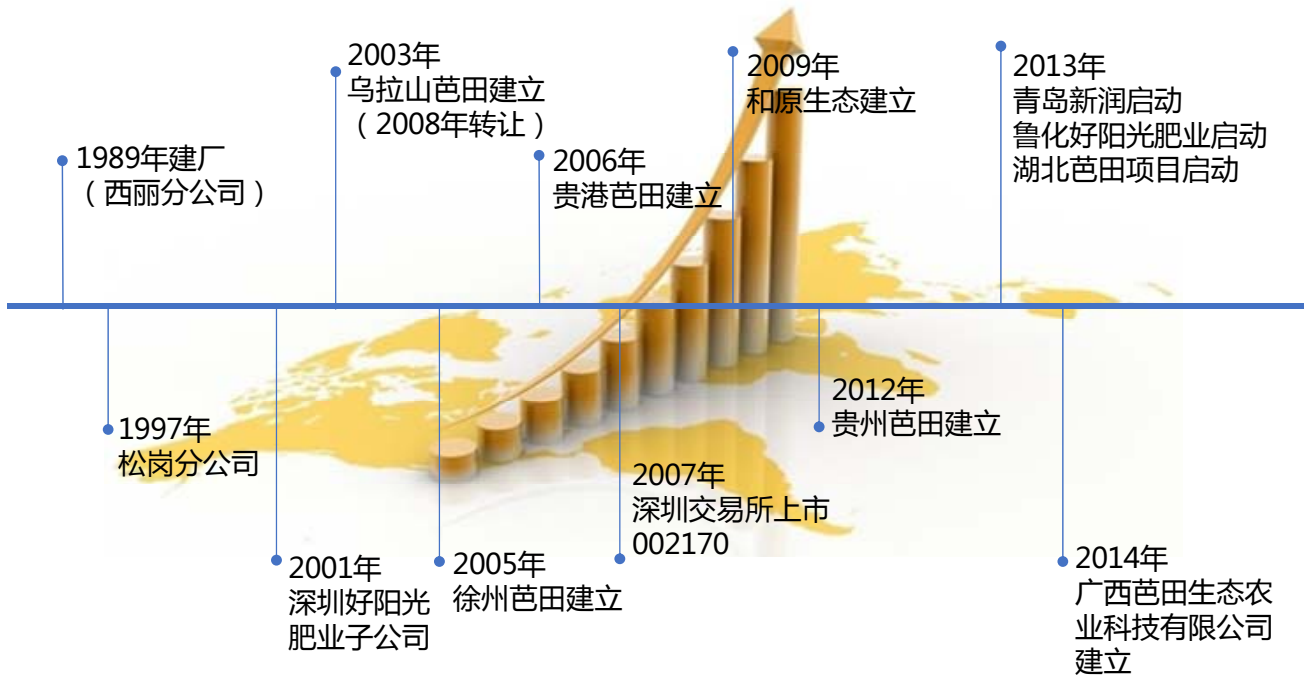
生产基地逐步扩张，2015年贵州项目一期达产，产能大幅增长70%

- **由南向北跑马圈地，生产基地逐渐扩张。**公司在全国重要种植区域建设了多个生产基地，以传统优势区域南方为基础，向北方有力拓展，目前在广东、海南、浙江、山东四个种植大省拥有较高的市场份额。公司在

广西的贵港项目以及徐州项目目前已经公司盈利增长的重要来源。

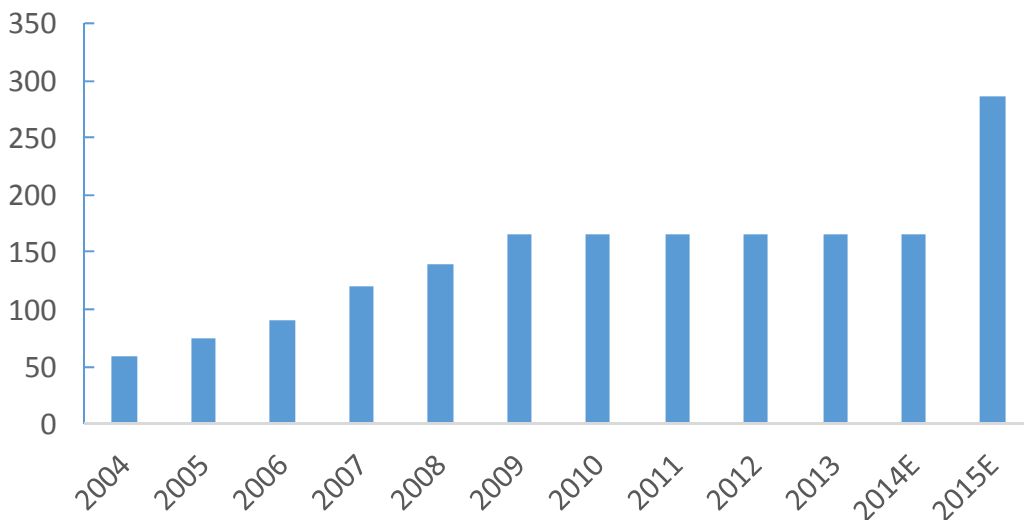
- 2012 年公司通过增发启动贵州项目建设，该基地设计产能 210 万吨，2015 年第一期产能 127 吨达产，公司总体产能将增长 70%，而且公司在贵州招标的 1 亿吨磷矿项目取得采矿权后，公司在贵州项目将形成复合肥生产的一体化模式，贵州项目将成为芭田辐射全国的重要生产基地。

图表 6: 芭田股份业务发展历程



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 7: 公司复合肥产能增长情况 (百万吨)



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

研发与技术优势明显，营销布局趋于完善

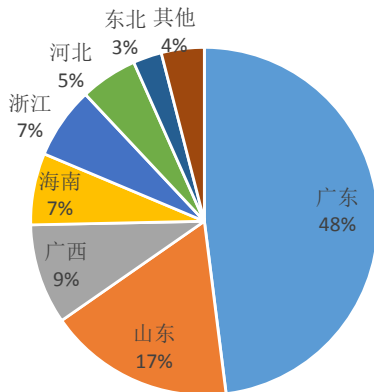
- 公司拥有业内最强的研发能力，多项技术处于行业领先水平。公司在复合肥领域具有行业内最高的研发能力和技术优势，在新型复合肥方面的技术优势更加突出，硝基肥、水溶肥相关的多项技术处于遥遥领先的水平，是真正名副其实的研发型企业。

图表 8: 芭田股份技术优势明显

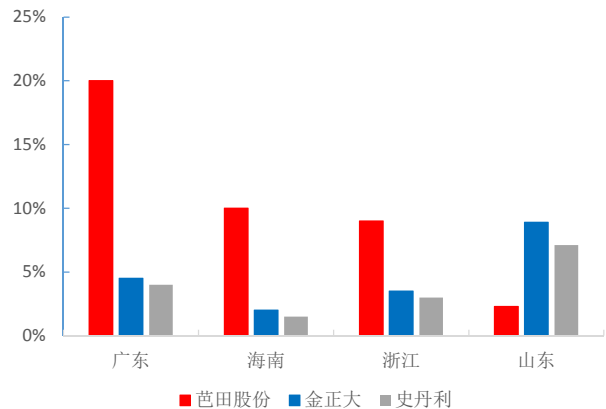
总体技术优势	公司共获得获得授权专利123项，在行业内位居首位。2013年，公司共参与起草11项国家标准，其中2项国标正在起草阶段，9项国标已获批立项；同时完成1项地方标准申报。
硝基肥技术优势	公司目前能够采用硝酸磷肥装置法生产，用硝酸分解磷矿生产高质量硝基肥，此项技术在国内领先。
水溶肥技术优势	公司拥有灌溉设施创新技术，业内优势明显：公司拥有料浆结晶工艺、高塔无渣少渣生产技术、灌溉肥料悬浮技术。集聚上述先进技术，公司水溶肥的质量很高，能够应用于滴灌设施，肥料养分吸收率高。而目前国内大多数复合肥厂商生产的水溶肥都是冲施肥类型，不可用于滴灌技术。

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 此前公司采取以总公司为核心平台，重点区域重点攻关的“三度分销”模式。公司实行资源向重点区域倾斜的“三度分销”营销方式，根据地域、客源、市场结构不同将全国市场进行划分成深度、中度、浅度区域，深度区域营销力度最大，有力地提升了营销效率。因此我们看到过去几年公司公司产量增速低于同行龙头企业，但毛利率持续提升，盈利水平保持业内领先地位。

图表 9: 芭田股份销量全国分布


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 10: 芭田股份在重要种植大省市场份额较高


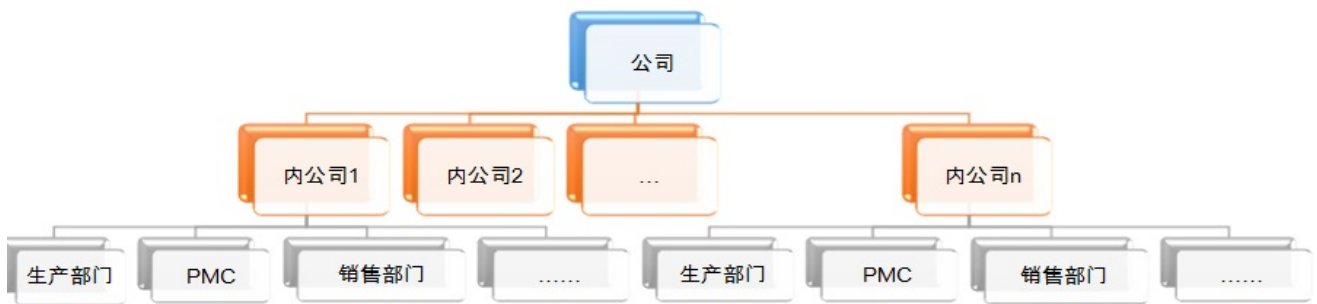
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 2013 年开始，公司实施积极的销售策略，对公司整体销售构架做了大幅度调整，公司整体的营销思路开始发生转变，不但要质的增长也要配合产能释放节奏开始要量的增长。
- 新的销售体系下，在公司内组建成立众多内公司，各个内公司模拟独立核算，最大限度自主经营，与市场挂钩独立核算，在保证公司整体盈利

的前提下，内公司成为最佳盈利组织。

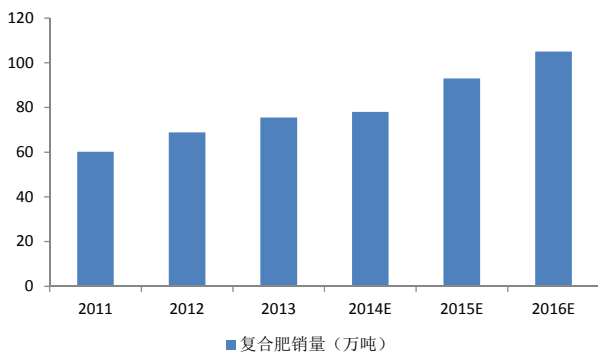
- **销售体系组织架构与此前最大的变更在于：**（1）此前母公司严格控制各销售大区销售品牌和人员设置，灵活性不够；（2）变化后，各区域变更为独立核算的经济实体，各销售区域可以根据当地需求要求生产基地生产不同产品，而且各公司充分享受人权、事权和物权，考核仅以最终业绩为衡量指标，这样充分调动了各销售区域经理的积极性。
- **我们预计在新产能投产和营销体系构架革新的带动下，公司复合肥销售量将于 2016 年超过 100 万吨水平，未来 2-3 年复合肥收入增速将达到 20% 以上，公司增长上升至一个新台阶。**

图表 11：芭田股份复合肥营销体系构架



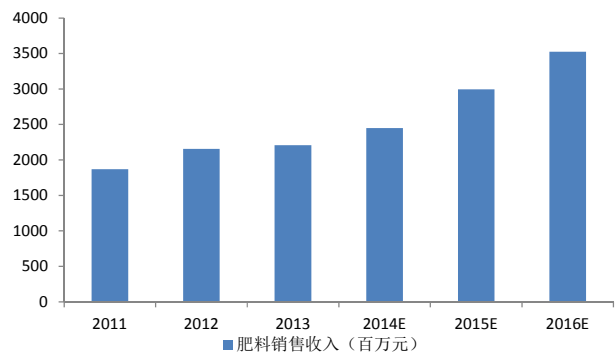
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 12：芭田股份复合肥销量预测



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 13：芭田股份复合肥销售收入预测



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

“农业信息化、品牌种植、农资销售”三维打造农资航母平台

“资源优势+信息化平台+多元化终端”智慧农业平台

- **资源优势：**并购金禾天成后将拥有海量农业大数据。金禾天成此前承接了全国农技中心和各地植保中心的农作物重大病虫害数字化监测预警平

台、县级植保信息管理系统的开发、维护等服务，积累了丰富的农作物生长数据。公司在并购金禾生物后，将拥有海量农业大数据，在农业信息化领域具有不可替代的资源优势。

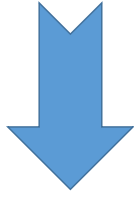
- **建立平台：基于数据、分析系统构建农业信息化平台。**金禾天成目前已有农作物有害生物监控信息系统等多种基于数据的分析系统，能够为农户提供各类种植解决方案。公司将在金禾生物已有各类存储、分析、服务系统基础上建立统一的农业信息化平台，利用大数据分析为各类客户提供一整套种植决策咨询服务。
- **直送终端：多元化终端提供农业信息化服务，全方位提升客户体验，最终打造农资及农产品线上交易平台。**未来公司构建的服务体系将是多元化终端的，客户无论是通过电脑、移动终端还是可能开发出的新型终端，都将获得公司提供的各类服务，真正做到服务的便捷性和客户全方位的优质体验。公司依托于信息化平台建设在农业生产-物流-销售环节打造完成产业链闭环，最终形成全国化的农资及农产品线上交易平台。

图表 14: 构建“优势资源+全方位平台+多元化终端”的信息化服务体系

资源



平台



终端

农业大数据

金禾天成的代表产品是为全国农业技术推广服务中心及各地方植保中心提供农作物重大病虫害数字化监测预警平台、县级植保信息管理系统的开发、维护等服务。数据覆盖全国、省市、县，涵盖了土壤、种植面积、种植时间、生长情况、气象、病虫害、种子、用药、用肥、基础地理数据等。

信息化平台

金禾天成自主研发的一系列行业信息化应用解决方案及系统，如图形化综合展示分析系统、GIS云平台分析系统、海量数据标准化处理及存储系统、信息资源交换中心平台系统、专家咨询及智能诊断系统、多媒体交互展示系统等，已经广泛应用于农业行业信息化应用领域。

客户终端

公司将在金禾天成的基础上，共同打造适应多元化终端的服务系统，未来客户将在电脑终端、移动互联终端以及可能开发出的各类终端上均能进入公司的服务平台，获取同样优质的信息推送、解决方案等服务。

来源：公司公告、公司网站、齐鲁证券研究所

和原模式提供一站式线下服务，铸就国内农资销售的终极模式

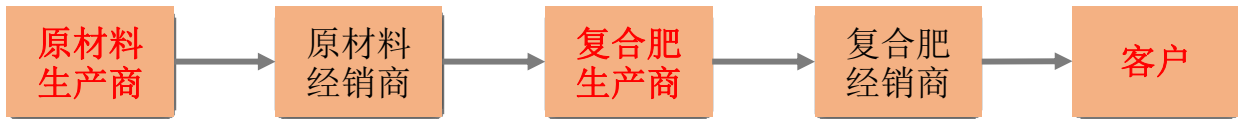
- **建立和原生态中心站，兼具服务、生产、销售功能。**应农业部测土配方政策，公司在 09 年建立和原生态公司，探索出了一条全新的复合肥商业模式。和原模式绕开经销商，直接对接上游原材料生产厂和下游客户，将服务、生产、配送集聚在和原生态中心。和原生态中心站针对每个客户进行测土配方，确定复合肥的精确比例，直接进行配混生产；而原材

料采购与生产过程则根据客户的需求以销定产，同时向上游原材料生产厂商注入专有技术，从源头上确保产品质量。

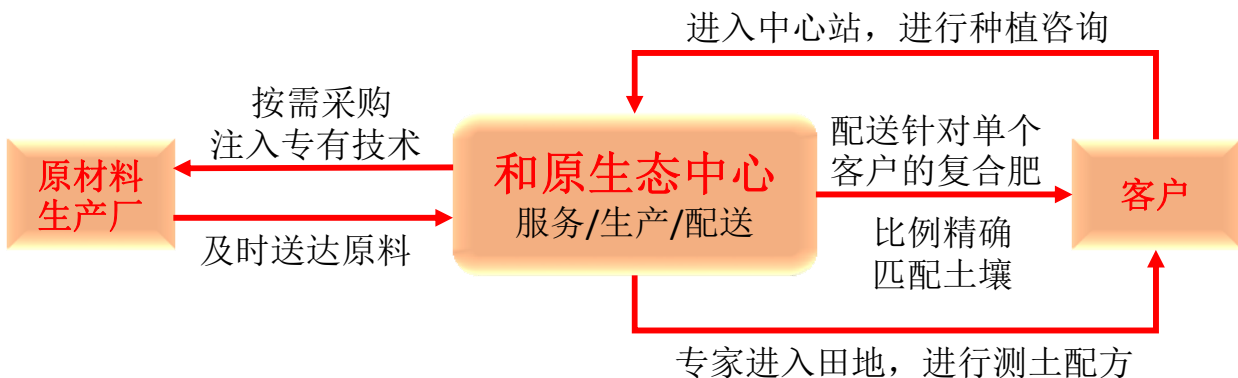
- 在和原模式在创立初期遭遇到不少的困难，导致整体业绩低于市场预期。(1) 小型服务中心拿到化肥生产许可证壁垒较高，导致布点低于预期；(2) 下游种植集中度较低，小型农户对高成本的测土配肥模式并不认可。
- 2013 年农业部放宽了小型配肥服务站的生产准入门槛，有利于公司全国化的布局，此外在土地流转的大背景下，下游种植集中度不断提升，随着种植业逐步由专业的种粮大户、家庭农场及专业合作社参与经营，公司和原模式的推广正逐步迎来广阔的市场空间。
- 但政策壁垒逐步放宽及土地流转带来种植业集中度提升的大背景下，我们认为和原模式颠覆了传统复合肥的产销模式，将服务化做到极致，期间费用管控能力与营运能力有望大幅提升。和原模式将复合肥企业强营销而弱生产的本质发挥到极致，将生产厂房设于中心站之中，生产部分仅作为服务的附属品，完全以每个客户为导向。未来和原模式还会不断推广到全国各地，公司将在渠道管控、存货管理方面达到新的高度，期间费用率与总资产周转率届时必然会大幅改进。

图表 15: 和原生态模式将服务、生产、配送集于一体

传统复合肥产销模式



和原生态模式



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 16: 和原模式的困境和机遇

初期阻碍

▪发展初期，因国家政策及生产成本等问题影响，和原生态未发挥出预期的效益

- 由于和原生态模式中的服务中心并不属于和原公司，所以每个服务中心都需要办理生产许可证才能进行现场配肥，而许可证的办理手续较为繁琐，这一政策因素严重影响和原生态的运营。
- 和原生态原材料是差异化母粒，其生产成本较高导致产品售价较高，影响和原生态的推广。

成长契机

▪政策支持及资源积累成为和原生态发展的新动力—迎来新的成长契机

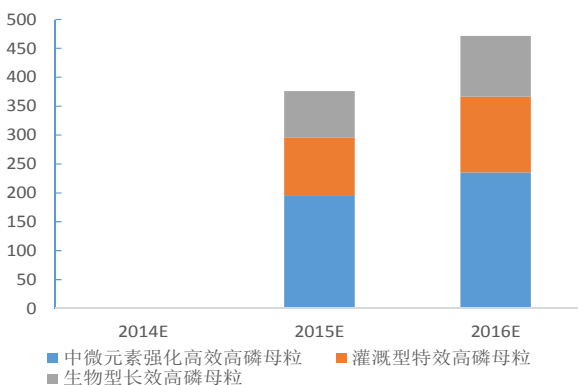
- 2013年3月22日，国家发布《关于加快配方肥推广应用的意见》，意见指出“**针对年配肥服务能力在2万吨以下或每小时2.8吨以下的基层小型智能化配肥服务网点，不纳入肥料登记和生产许可范畴**”。这为和原生态服务站现场配肥模式提供了法律支撑。
- 将服务中心设在目标市场的小型复合肥生产厂之内，既解决了法律障碍，又能充分利用复合肥厂的生产经验，进行配肥生产。
- 未来**鲁化好阳光**以及**贵州项目**将为和原生态提供母粒，大幅降低生产成本，让其成为能被农民普遍接受的高效肥！

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

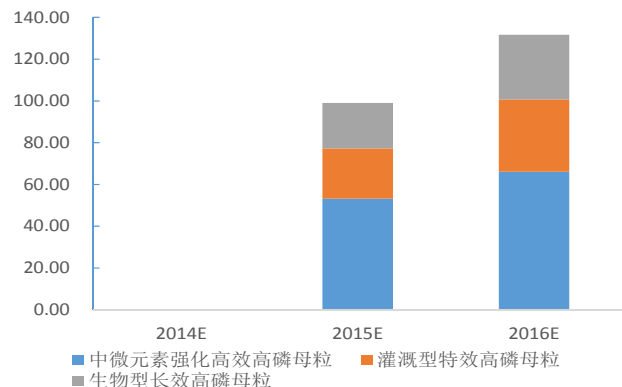
矿肥一体化，强化新型复合肥成本优势

- **布局磷矿资源，从源头控制产品质量。**无论从降低成本还是控制质量的角度来说，对于优质的复合肥企业，控制上游矿物资源都是关键的。目前复合肥上市公司中绝大部分都布局了相应的矿物资源，磷占传统复合肥原材料成本的32%，而磷矿在氮磷钾中属于相对稀缺的资源，公司此次布局意义更加重大。
- **配套项目生产高磷母粒，为新型复合肥提供高质量原料。**公司拥有的贵州磷矿资源平均品位在25%-37%以上，普遍超出国内磷矿20%的水平。而配套的“聚磷酸等高新磷复肥及配套磷化工项目”生产高磷母粒，15、16年即可创造1亿左右的毛利润。而复合肥定位在高端水溶肥、硝酸铵肥、高钙高镁肥料，磷矿资源将为公司提供更高质量的原料，在新型复合肥领域建立更大的优势。

图表 17: 磷矿项目产品母粒销售收入 (百万元)



图表 18: 磷矿项目产品母粒毛利润 (百万元)



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

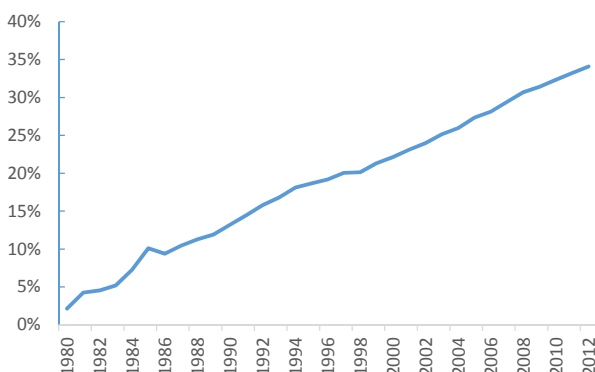
复合肥行业前景广阔，公司新型复合肥正迎来发展新契机

- **相比单质肥，复合肥具有高效、节省劳动力的优势。**复合肥是由多种单质肥进行混合工艺后生产出的细分化肥品类，相对于单质肥拥有更多种类的肥料养分元素。由于经过配比，复合肥的养分较为均衡，各成分共同作用，对作物单产的提升效果更好。特别的是，复合肥施用次数较少，基本不需再配比，降低了施肥的劳动力投入量。
- **城镇化浪潮下，复合肥对单质肥的替代将加强。**78年以来，我国城镇化进程将大量的农村劳动力向城市转移，农村单位土地的劳动力数量不断下降。在此背景下，农民必然偏好高效、节省劳动力的复合肥，复合肥将在经济结构变动的过程中不断提高渗透率。
- **新型复合肥具有不可替代的优势，将是未来的主流产品。**相对于传统复合肥，新型复合肥具有更大的质量优势：水溶肥能够有效节约灌溉用水，硝基肥提升土壤抗旱保水能力，生态肥能够改善土壤供肥能力，而公司在这三个细分行业中均已有优质产品。

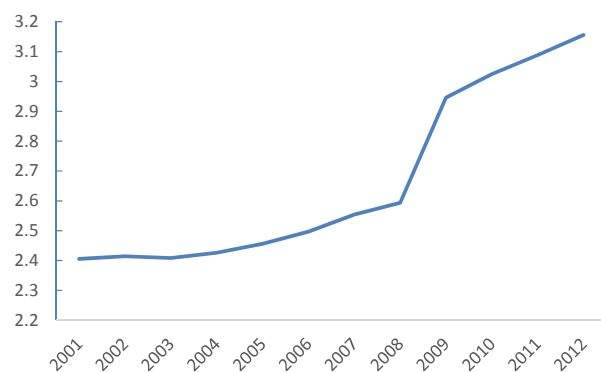
图表 19：复合肥比单质肥具有多种优势

化肥特性	复合肥	单质肥
养分含量	含多种养分，一般至少含有氮磷钾中两种主要肥料元素	含量单一，一般仅有一种肥料元素
劳动力使用量	无需再进行配比，施用便利	成分单一因而需要配比，施用次数多
投入效率	因养分较为均衡，对单产的贡献度较大	易造成养分失衡，对单产提升力度不大

来源：齐鲁证券研究所

图表 20：复合肥施用比例逐年上升


来源：Wind、齐鲁证券研究所

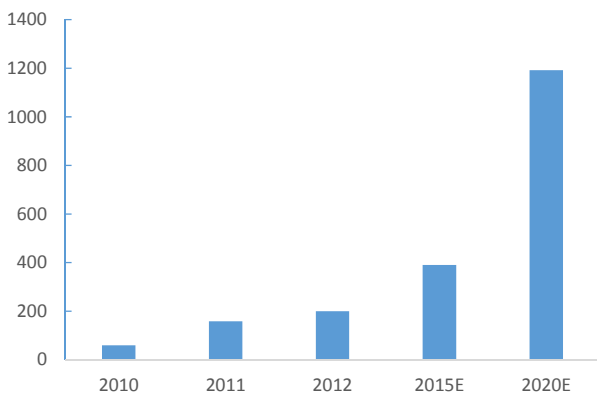
图表 21：乡村人均耕地面积逐年上升 (亩/人)


来源：Wind、齐鲁证券研究所

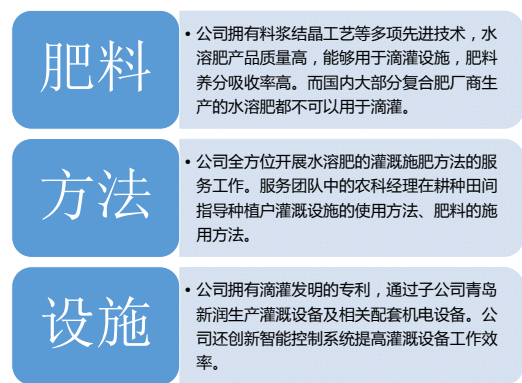
- **水资源紧缺，水溶肥潜在需求较大。**我国目前水资源处于相对紧缺的状态，而工业用水又占较大比重，在此情况下农业耕种必然向节水型生产模式发展，2013年农业部办公厅印发的《水肥一体化技术指导意见》

提出目标，到 2015 年水肥一体化技术推广总面积达到 8000 万亩以上，新增推广面积 5000 万亩以上，实现节水 50%以上，节肥 30%，粮食作物增产 20%，经济作物节本增收 600 元以上。在此背景下，具有节水特征的水溶型复合肥将迎来广阔的市场空间。

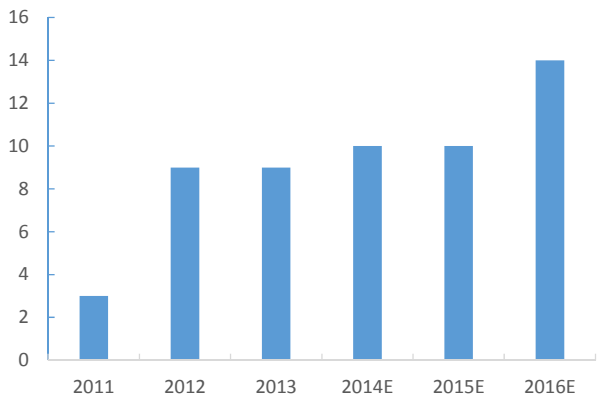
- **公司是国内水溶肥领域的第一龙头，“肥料+设施+服务”模式有效推广滴管水溶肥系统，高增长可期。**公司目前在国内水溶肥领域的技术、市场占有率、产品品质、营销模式方面均处于首位，公司采用“肥料+设施+服务”模式推广产品，将高质量的产品、先进的滴管设备和技术、优质的种植服务有机结合，还积极与大禹节水合作推广水肥一体化生产模式。在高效推广模式的激发下，公司水溶肥销量有望迎来增长，毛利率也能够稳步提升。

图表 22：水溶肥市场容量将快速扩张（万吨）


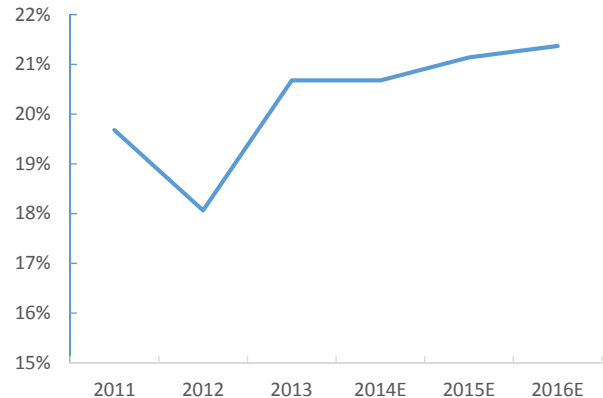
来源：齐鲁证券研究所

图表 23：公司“肥料+设施+服务”水溶肥推广模式


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 24：公司水溶肥销量将迎来高增长（万吨）


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

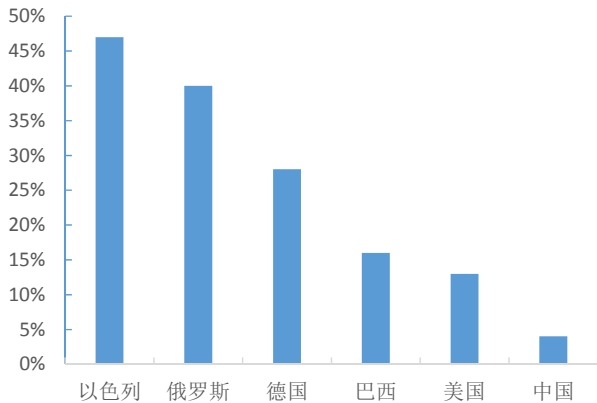
图表 25：公司水溶肥毛利率稳步提升


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- **作为氮肥中的贵族，硝基肥在我国市场前景广阔。**硝基肥是氮肥中的高质量品种，能够有效防止土壤板结，提升农作物的抗旱保水能力，发达国家硝基肥在氮肥中的比例都远超我国。而目前我国硝基肥市场也在快速增长，在整体复合肥产能利用率仅有 20%情况下，硝基肥产能利用率超过 60%，细分市场分化明显。

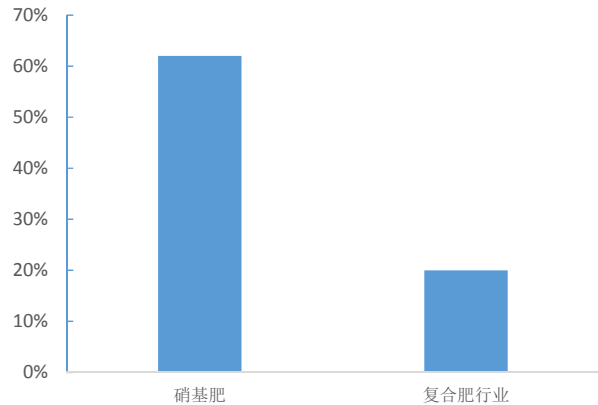
- 公司是生产硝基肥引领者，磷矿项目将提供高质量原料，提升销量和毛利率。公司早在 03 年就开始率先通过高塔技术生产硝基肥，生产技术一直保持领先，而贵州磷矿项目将为硝基肥提供高质量高磷母粒，将进一步提升公司硝基肥产销量，并保持较高的毛利率水平。

图表 26: 世界各国硝基肥占氮肥比例



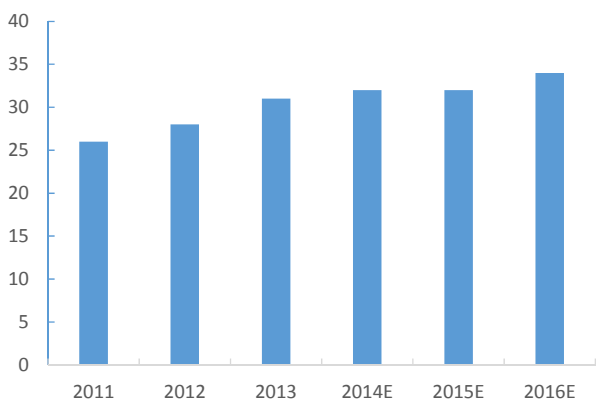
来源: 公开网络信息、齐鲁证券研究所

图表 27: 硝基肥产能利用率远超复合肥行业水平



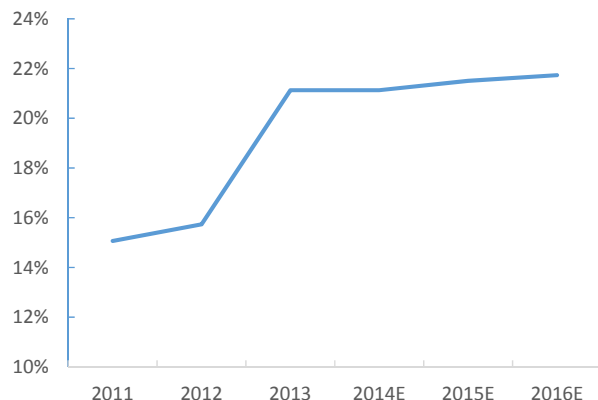
来源: 公开网络信息、齐鲁证券研究所

图表 28: 公司硝基肥产量将稳步提升 (万吨)



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

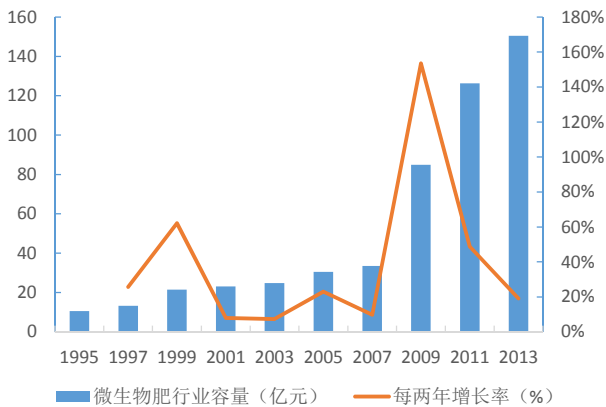
图表 29: 公司硝基肥毛利率保持高水平



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- 生态肥能很好契合可持续发展战略，在我国将拥有更大的市场。生态肥具有增强土壤供肥能力的独有优势，很好的体现了环境友好型生产，目前主要以微生物肥形式占据发达 20% 左右的市场，并且保持高速增长。而我国微生物肥行业刚刚起步，近年来增长同样迅猛，在我国农业可持续发展中具有重要的战略意义。
- 阿姆斯是国内生态肥的翘楚，公司如果并购完成后将拥有一个高增长的品类，并产生巨大的协同效应。阿姆斯在国内微生物肥的一整套生产工艺方面具有强大的技术优势，近年来生态肥销售额快速增长，毛利率一直保持在 45% 以上的高水平。公司并购阿姆斯后，不仅将添加一个具有竞争力的品类，同时阿姆斯拥有的尖端技术、研发团队、细分品牌等将融入公司的三层体系之中，形成巨大的协同效应。

图表 30: 我国微生物肥行业容量增长迅猛



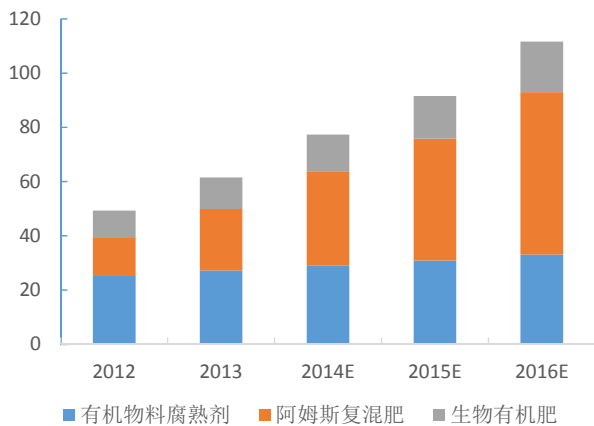
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 31: 阿莫斯在微生物肥方面拥有尖端技术



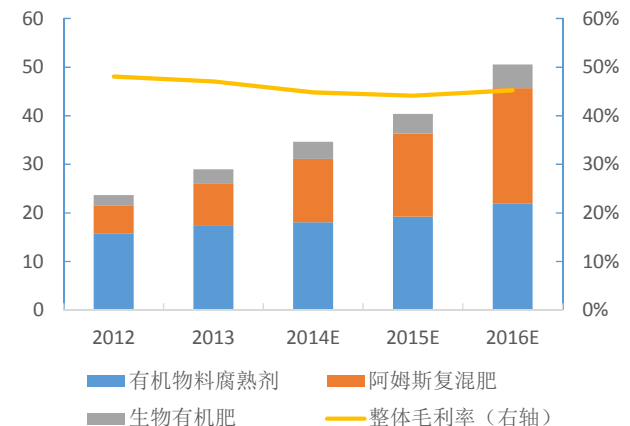
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 32: 阿莫斯各项业务营业收入 (百万元)



来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 33: 阿莫斯各项业务毛利 (百万元) 及毛利率

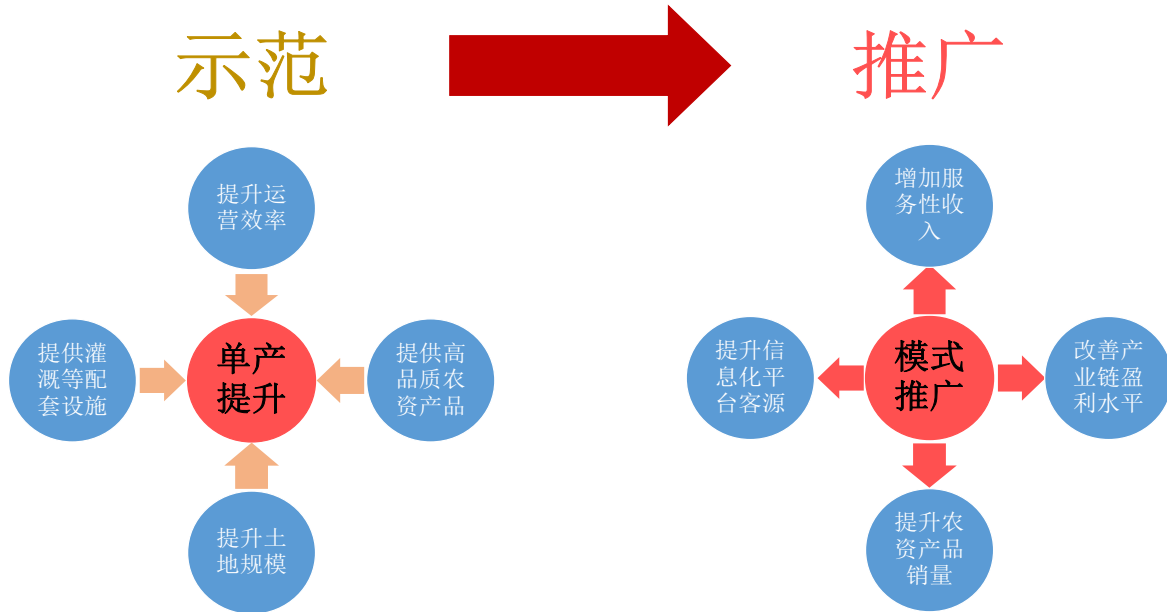


来源: Wind、齐鲁证券研究所

示范并推广高效种植模式, 构建多品牌种植体系

- 公司 6 月份与广西来宾农业发展公司签订 25 万亩高产田框架合作协议, 公司未来将通过品牌种植的模式继续完善线下农资渠道的建设, 一方面赚品牌种植的钱, 更关键的是通过多品牌种植体系建设赚农资服务及销售的钱。
- 公司首先切入广西甘蔗种植领域, 主要在于目前广西甘蔗产业所面临的困局以及当地政府对品牌种植企业极大的产业扶持政策: 国内食糖产业链亏损严重, 广西更是成为重灾区。今年食糖产业链盈利状况恶化严重, 糖厂均处于大幅亏损状态, 而广西作为中国食糖主产区, 生产甘蔗的土地多为小而散的形态, 因单个种植户的规模较小, 所以单产、盈利均难以提升, 想依靠自身摆脱亏损较为困难。
- **破局之一-示范: 借助土地流转, 自营提升效率。**土地流转政策的不断出台, 为甘蔗种植效率提升提供了契机, 公司借助高质量的农资产品和高效的运营模式, 通过与当地政府签订协议引导土地流转, 在规模程度较高的土地资源上显著提高甘蔗单产、降低成本, 最终达到提升甘蔗种植盈利水平的目标。

- **破局之二-推广：依托公司平台，推广高效种植模式，有力反哺中上游。** 不论是从公司快速盈利、还是从带动整条食糖产业链向好的角度出发，进行高效种植模式的推广都是一条共赢的路径。通过种植模式的推广，公司将获得更多的服务性收入、农资产品的销售收入，并积累更多的数据与客户资源，有力推动信息化平台的建设和运营。
- **扩展预期：品牌种植有望移植，公司将建立多品牌种植体系。** 如果甘蔗示范种植与推广进程顺利，那么公司将在国内成功实现品牌种植。同时，这一提升单产、盘活产业链、提高公司平台辐射范围的模式也必然能够移植到其他有单产提升潜力的作物和区域，公司将有望开展更多的品牌种植业务，建立包含多个细分品牌的种植体系。

图表 34：芭田股份下游种植领域“示范”+“推广”盈利模式


来源：齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 公司主要业务的销量、价格、毛利率预测详见销售收入预测表；
- 公司各年度期间费用预测如下；

图表 35：芭田股份费用和营业税金及附加假设

会计年度截止日：12/31	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014E	2015E	2016E
营业税金及附加	0.03	0.07	24.88	0.25	0.14	0.00	0.24	0.30	0.36
占营业收入比重	0.00%	0.00%	1.07%	0.01%	0.01%	—	0.01%	0.01%	0.01%
销售费用	77.57	73.54	93.06	85.55	95.25	0.00	99.08	132.01	153.57
占营业收入比重	5.47%	4.77%	4.00%	3.95%	4.47%	—	4.16%	4.45%	4.30%
管理费用	59.00	72.18	109.58	94.40	111.62	0.00	133.37	163.16	185.71
占营业收入比重	4.16%	4.68%	4.72%	4.36%	5.23%	—	5.60%	5.50%	5.20%
财务费用	4.80	-0.41	6.42	8.20	13.63	0.00	24.63	20.38	19.49
占营业收入比重	0.34%	-0.03%	0.28%	0.38%	0.64%	—	1.03%	0.69%	0.55%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

盈利预测结果

- 我们预计芭田股份 2014-2016 年分别实现销售收入 23.82 亿元、29.67 亿元、35.71 亿元，同比增长 11.68%、24.56%、20.39%，实现归属于母公司净利润 2.09 亿元、3.08 亿元、4.11 亿元，同比增长 53.0%、47.3%、33.4%，年均复合增速 44.3%，2014-2016 年对应 EPS 分别为 0.25，0.36，0.48 元。

相对估值结果 14.40 元

- 目前公司所处的复合肥行业各大龙头估值水平基本处在 20X2015PE 左右，目前芭田股份估值约为 25X2015PE。但是目前 A 股上市公司中，无论是通过土地流转涉入种植业的公司还是具备土地资源的种植业公司估值基本在 50X 以上，刚刚进入农业信息化的江淮动力公司估值也在 66X。因此我们认为芭田股份 PE 估值将超越复合肥行业的估值水平，有望与种植业及农业信息化公司逐步接轨。
- 保守起见，我们按照公司 PEG=0.9，给予 40X2015PE，目标价 14.40 元。

图表 36: 农资及种植业上市公司估值一览

名称	代码	股价 (元)	股本 (亿)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
					2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
金正大	002470	26.41	7	184.87	0.95	1.21	1.57	27.8	21.8	16.8
史丹利	002588	31.85	2.86	91.09	1.81	1.7	2.08	17.6	18.7	15.3
新洋丰	000902	13.89	6.02	83.62	-0.16	0.96	1.15	-86.8	14.5	12.1
大禹节水	300021	15.41	2.79	42.99	0.06	0.22	0.5	256.8	70.0	30.8
步森股份	002569	21.54	4.97	107.05	0.04	0.55	0.69	538.5	39.0	31.3
*ST大荒	600598	10.01	17.78	177.98	0.8	0.71	0.83	12.5	14.1	12.1
亚盛集团	600108	7.84	19.47	152.64	0.2	0.18	0.23	39.2	43.6	34.1
海南橡胶	601118	8.03	39.31	315.66	0.04	-	-	200.8	-	-
辉隆股份	002556	13	4.78	62.14	0.19	0.23	0.42	68.4	56.5	31.0
江淮动力	000816	6.6	14.19	93.65	0.08	0.1	0.21	82.5	66.0	31.4

来源: wind、齐鲁证券研究所

DCF 绝对估值结果 14.09 元

- 我们假设条件如下: 行业 Beta 为 1.02, 无风险利率 R 为 4.5%, 风险溢价为 5%, 资产贴现率为 9.55%, DCF 估值水平为 14.09 元。

图表 37: 芭田股份 DCF 估值结果
III、DCF 估值 (FCFE 贴现)

每股价值	14.09	TV 增长率	2.0%
隐含 P/E	57.41	Ke	9.55%
企业值	12,002.44	债务	634.38
		投资	1,042.40
股票价值	12,002.44	少数股东权益	26.17

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资建议: 目标价 14.09-14.40 元, “买入” 评级

- 结果公司相对估值与绝对估值水平, 给予公司目标价 14.09 元-14.40 元, 首次覆盖给予 “买入” 评级。

风险提示

- 信息化平台建设过程需要一定时间, 短期内收益可能不达预期。
- 和原模式在全国的推广进程可能较缓慢, 短期对公司整体渠道管控和运营能力的改善幅度可能有限。
- 新型复合肥产品的推广效果与天气等诸多因素相关, 销量和盈利都存在一定的风险。
- 并购事项不能获得证监会审批通过风险。

图表 38: 芭田股份主营收入预测

单位: 人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
化肥业务						
销售收入	1,867.91	2,154.21	2,206.43	2,371.06	2,527.19	2,941.44
增长率 (YOY)	—	15.33%	2.42%	7.46%	6.58%	16.39%
毛利率	16.42%	14.85%	20.53%	20.89%	22.13%	22.50%
销售成本	1,561.19	1,834.32	1,753.48	1,875.80	1,967.92	2,279.66
增长率 (YOY)	—	17.49%	-4.41%	6.98%	4.91%	15.84%
毛利	306.72	319.89	452.95	495.26	559.28	661.78
增长率 (YOY)	—	4.29%	41.60%	9.34%	12.93%	18.33%
占总销售额比重	100.72%	103.78%	104.82%	99.56%	85.19%	82.36%
占主营业务利润比重	110.56%	121.22%	129.79%	99.59%	83.39%	79.75%
磷肥项目母粒业务						
销售收入	0.00	0.00	0.00	0.00	376.00	471.45
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	25.39%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.32%	27.91%
销售成本	0.00	0.00	0.00	0.00	277.04	339.85
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	22.67%
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	98.96	131.60
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	32.98%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.67%	13.20%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.76%	15.86%
甘蔗种植业务						
销售收入	0.00	0.00	0.00	10.56	63.36	158.40
增长率 (YOY)	—	—	—	—	500.00%	150.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	19.32%	19.60%	23.01%
销售成本	0.00	0.00	0.00	8.52	50.94	121.95
增长率 (YOY)	—	—	—	—	497.89%	139.40%
毛利	0.00	0.00	0.00	2.04	12.42	36.45
增长率 (YOY)	—	—	—	—	508.82%	193.48%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.44%	2.14%	4.44%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.41%	1.85%	4.39%
销售收入小计	1854.58	2075.76	2104.92	2381.62	2966.55	3571.29
销售成本小计	1577.15	1811.87	1755.94	1884.32	2295.89	2741.46
毛利	277.43	263.89	348.98	497.30	670.66	829.83
平均毛利率	14.96%	12.71%	16.58%	20.88%	22.61%	23.24%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 39: 芭田股份三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	2,324	2,167	2,133	2,382	2,967	3,571
增长率	50.58%	-6.7%	-1.6%	11.7%	24.6%	20.4%
营业成本	-2,000	-1,888	-1,774	-1,884	-2,296	-2,741
%销售收入	86.1%	87.1%	83.2%	79.1%	77.4%	76.8%
毛利	324	279	359	497	671	830
%销售收入	13.9%	12.9%	16.8%	20.9%	22.6%	23.2%
营业税金及附加	-25	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-93	-86	-95	-99	-132	-154
%销售收入	4.0%	3.9%	4.5%	4.2%	4.5%	4.3%
管理费用	-110	-94	-112	-133	-163	-186
%销售收入	4.7%	4.4%	5.2%	5.6%	5.5%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	96	99	152	265	375	490
%销售收入	4.1%	4.6%	7.1%	11.1%	12.6%	13.7%
财务费用	-6	-8	-14	-25	-20	-19
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	1.0%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-5	3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	—	0.0%	—	0.0%	0.0%	—
营业利润	84	94	136	240	355	471
营业利润率	3.6%	4.3%	6.4%	10.1%	12.0%	13.2%
营业外收支	6	7	14	4	4	4
税前利润	91	101	149	244	359	475
利润率	3.9%	4.6%	7.0%	10.2%	12.1%	13.3%
所得税	-25	-9	-13	-32	-47	-61
所得税率	27.3%	9.2%	8.5%	13.0%	13.0%	12.8%
净利润	66	91	137	212	312	414
少数股东损益	3	2	0	3	4	3
归属于母公司的净利润	63	89	137	209	308	411
净利率	2.7%	4.1%	6.4%	8.8%	10.4%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	66	91	137	212	312	414
少数股东损益	0	0	0	3	4	3
非现金支出	38	35	44	47	59	72
非经营收益	8	0	33	28	24	24
营运资金变动	-150	183	-39	-21	-169	-154
经营活动现金净流	-38	309	174	269	230	359
资本开支	81	228	369	35	146	76
投资	4	0	-70	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-76	-228	-439	-35	-146	-76
股权募资	0	572	0	0	0	0
债权募资	180	-19	443	-100	0	0
其他	-29	-87	-36	-32	-79	-28
筹资活动现金净流	151	466	408	-132	-79	-28
现金净流量	36	547	143	102	5	255

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	264	850	975	1,074	1,074	1,327
应收款项	73	43	80	64	66	102
存货	325	284	291	324	365	493
其他流动资产	137	348	194	211	379	362
流动资产	799	1,523	1,539	1,673	1,884	2,283
%总资产	72.0%	82.0%	61.8%	63.9%	64.6%	68.7%
长期投资	0	0	68	68	68	68
固定资产	268	273	634	649	741	751
%总资产	24.1%	14.7%	25.4%	24.8%	25.4%	22.6%
无形资产	35	43	65	43	41	39
非流动资产	311	334	951	944	1,034	1,043
%总资产	28.0%	18.0%	38.2%	36.1%	35.4%	31.3%
资产总计	1,109	1,858	2,490	2,617	2,919	3,326
短期借款	210	191	100	0	0	0
应付款项	92	245	325	338	377	359
其他流动负债	32	25	58	110	60	72
流动负债	333	462	483	448	438	431
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	6	542	542	542	542
负债	341	468	1,025	990	980	973
普通股股东权益	753	1,371	1,499	1,597	1,905	2,316
少数股东权益	16	18	26	29	34	37
负债股东权益合计	1,109	1,858	2,490	2,617	2,919	3,326

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.160	0.188	0.160	0.246	0.362	0.482
每股净资产 (元)	1.901	2.899	1.690	1.876	2.237	2.720
每股经营现金净流 (元)	-0.096	0.654	0.205	0.312	0.265	0.418
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.40%	6.50%	9.49%	13.09%	16.16%	17.73%
总资产收益率	5.70%	4.80%	5.49%	7.99%	10.55%	12.35%
投入资本收益率	9.77%	12.30%	13.11%	22.57%	24.52%	28.63%
增长率						
营业总收入增长率	50.58%	-6.74%	-1.60%	11.68%	24.56%	20.39%
EBIT增长率	-21.21%	3.05%	53.24%	74.50%	41.79%	30.65%
净利润增长率	-39.71%	41.05%	53.27%	53.02%	47.26%	33.38%
总资产增长率	38.76%	67.46%	34.04%	5.07%	11.55%	13.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.6	8.2	8.4	7.9	6.6	8.0
存货周转天数	48.3	58.8	59.1	62.1	57.6	65.2
应付账款周转天数	7.3	7.6	8.0	8.2	7.7	7.9
固定资产周转天数	35.4	41.5	42.2	38.9	37.9	36.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.03%	-47.40%	-23.23%	-33.15%	-27.86%	-33.67%
EBIT利息保障倍数	15.0	12.1	11.1	10.7	18.4	25.2
资产负债率	30.74%	25.22%	41.15%	37.83%	33.57%	29.25%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告涉及的北京世纪阿姆斯生物技术股份有限公司（以下简称“阿姆斯”），齐鲁证券有限公司持股数量占阿姆斯总股本的比例超过 1%。本报告系公司研究员根据芭田股份（代码：002170.SZ）公开信息所做的独立判断。

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。