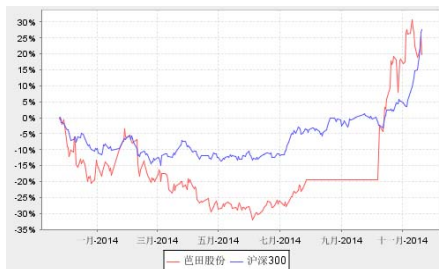


**芭田股份 (002170.SZ)**
**磷矿落地，品牌种植顺利推进**

**评级： 买入**      **前次： 买入**  
**目标价 (元)： 14.09-14.40**  
 分析师 张俊宇  
 谢刚  
 S0740510120005      S0740511120002  
 021-20315178      021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2014年12月11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)	8.92
市值(百万元)	7595.86
流通市值(百万元)	7595.86

**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%	53.02%	47.26%	33.38%
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	36.33	24.67	18.50
PEG	0.97	0.75	0.69	0.52	0.55
每股净资产 (元)	2.90	1.69	1.88	2.24	2.72
每股现金流量	0.65	0.20	0.31	0.27	0.42
净资产收益率	6.50%	9.49%	13.09%	16.16%	17.73%
市净率	2.59	3.77	4.76	3.99	3.28
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**

- 公告：**公司与北京天瑞嘉成科技公司签署《品牌种植合作协议》，在内蒙古和河北的优质马铃薯种薯基地打造品牌种植基地、订单农业平台、区域品类农资中心等。同时，公司全资子公司贵州芭田收到国土资源部印制的《矿产资源勘查许可证》。
- 贵州瓮安磷矿资源顺利落地，将强化公司的主业成本优势，保障复合肥产业链安全。**磷矿资源将直接带来高质量的增长利润流，公司成为最大的受益者：（1）我国优质磷矿资源稀缺，公司贵州的磷矿项目储量高达 7000 万吨，平均品位为 30%，大幅超出 17%的国内平均水平，保守估计品质溢价超过 300 元/吨；（2）各国限制出口等供给趋紧因素推动磷矿价格不断上行，未来长短期磷矿价格上升动力充足，公司磷矿资源获取确保了未来公司复合肥终端产品的成本优势。
- 随着公司在贵州复合肥项目的陆续达产，公司磷矿储备资源优势将进一步体现，贵州的磷矿与复合肥一体化产能将带来公司业绩的快速增长。**未来高端磷矿母粒贡献至少 1 个亿的毛利润，并提升公司的整体毛利率水平。更重要的是，公司的探矿权将至少降低磷矿原料成本 350 元/吨，未来公司将通过原料的掌控来降低高端复合肥成本，保障产品品质与原料安全，在主业复合肥领域建立更大的成本优势，并在结合先进的和原产销模式下，实现销量与盈利能力的快速增长。
- 内蒙古土地流转项目顺利推进，公司与金禾天成的协同效应正在逐步显现。**天瑞嘉成前期成功帮助了金禾天成在内蒙古的生产物联网项目落地，并且种植成果显著。此次公司与天瑞嘉成合作，意味着未来在大田农业物联网项目的推广上已经进入快车道。可以充分预见，公司在广西等地种植基地的项目复制将会加速。我们预计这次在内蒙古的 5000 亩种薯种植基地，平均利润在 1000 元/亩（扣除掉成本和流转费用），明年可为公司贡献 500-600 万净利润。

- **公司信息化全产业链将快速成型，在整个农资业态变革浪潮中占领制高点。**未来芭田将继续通过对外合作种植的模式，通过导入农资、技术服务，并辅之于金禾天成的信息化系统，并逐步与国内大型农批市场对接，未来将形成“品牌种植—订单农产品—农资销售”的一体化运营。关键在于，公司的各环节项目推进速度将超出资本市场的预期，在资源端充分的把控能力也将为业绩增长带来较高的确定性。
- **2015年我们看好芭田股份的核心理由在于：**（1）利用金禾天成的大数据优势，通过生产物联网项目全国化推进，不断获得种植大户、植保中心和经销商的用户资源；（2）继续通过土地流转获取土地资源，通过与种植大户和专业种植公司合作，将公司的农资、技术服务及农业信息系统导入到未来的生产中，形成示范种植效应；（3）随着生产物联网项目的拓展，建立以移动互联网客户端为入口的农资及农产品交易平台。
- **预计2014-2016年EPS分别为0.25元、0.36元和0.48元，目标价14.09-14.40元，维持“买入”，公司土地流转+农业信息平台不断推进，催化股价上涨，建议积极买入。**
- **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。

**图表 1：芭田股份业务收入预测**

单位：人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>化肥业务</b>						
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%
<b>磷肥项目母粒业务</b>						
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%
<b>甘蔗种植业务</b>						
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%
<b>销售收入小计</b>	<b>1854.58</b>	<b>2075.76</b>	<b>2104.92</b>	<b>2381.62</b>	<b>2966.55</b>	<b>3571.29</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>1577.15</b>	<b>1811.87</b>	<b>1755.94</b>	<b>1884.32</b>	<b>2295.89</b>	<b>2741.46</b>
<b>毛利</b>	<b>277.43</b>	<b>263.89</b>	<b>348.98</b>	<b>497.30</b>	<b>670.66</b>	<b>829.83</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>14.96%</b>	<b>12.71%</b>	<b>16.58%</b>	<b>20.88%</b>	<b>22.61%</b>	<b>23.24%</b>

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2: 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
应收账款	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
应付账款	92	245	325	338	377	359
其他流动负债	32	25	58	110	60	72
其他长期负债	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	1,439	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。