

芭田股份(002170.SZ)

战略路径清晰，市场认知不足的预期差将会修复

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **14.09-14.40**
 分析师: 谢刚 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2015年1月23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)	10.30
市值(百万元)	8771.00
流通市值(百万元)	8771.00

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

- **事件:** 芭田股份发布公告, 公司与南宁振企签署《战略合作协议》, 双方就创新品类“全产业链种植模式”, 共建“品牌种植服务平台”, 推进种植标准化、农资标准化、流通标准化等方面展开全面战略合作。
- 南宁振企被誉为“中国火龙果第一家”, 专注种植 15 年, 建设有近 2 万亩中国最大的火龙果基地, 并带动农户数万亩的规模种植, 打通了从种源到深加工的全产业链, 是广西现代农业示范企业。**双方合作要点主要包括:**
 - 1、在广西共同建设火龙果品类的综合服务平台, 改善小、散、弱的种植业态, 联合更多机构, 打通从种源到种植到加工到渠道的产业链, 建立良性生态。芭田将协助振企, 整合农资资源, 优化农化服务, 联合各经销渠道和金融机构, 成为种植方案的最全面解决商。
 - 2、在全省百万亩种植的规划下, 双方将共同通过土地流转建设示范基地, 同时创新组织模式, 带动和服务种植大户和农户进行大规模化的品牌种植。
 - 3、芭田将协助振企建立火龙果品类的信息化、物联网和数据平台, 建设农技专家和农户合作组织的移动工作系统, 建立电子商务对接系统, 服务于产业的种植主体。
 - 4、振企将协助芭田, 运用其种植资源和影响力, 推进芭田在其他品类的种植服务平台的建设。
 - 5、双方将共同组建联合工作团队, 推进种植服务平台的建设, 在前期合作的基础上, 双方将探讨走向更深入紧密的事业共同体。

- 我们认为随着芭田股份在内蒙古以及广西关于马铃薯、火龙果、甘蔗等作物的布局，公司呈现出的商业模式日益清晰。此前，二级市场对于芭田股份在土地流转、对外种植战略合作、参股金禾天成等一系列运作，只是认为公司在做目前农业领域最性感的事情，但是对公司未来真正的商业模式认知不足，因此我们认为公司当前股价里面存在对公司商业模式认知不足的预期差机会，随着南宁振企战略合作的落地，公司在公告中已经充分阐述了未来对于农资服务平台打造战略布局，我们预计这个预期差将会逐步被修复，由此催化公司股价的上涨机会。
- 首先，公司未来的定位是农资综合服务商，而非种植企业；此外公司未来的扩张模式是轻资产模式，而非重资产。“品牌种植”是公司作为农资服务平台运营者的一个示范载体，而并非经营业务的全部。而且公司在品牌种植上，主要是联合大型的种植企业或者种植户，而并非亲自参与种植的生产经营，打造“全产业链种植模式”，芭田在此过程中提供的是农资服务、技术服务、生产信息服务和终端销售对接服务。
- 其次，公司品牌种植的布局，并非随意为之，看中的是品类聚集以及由此带来的农资服务的可复制效应。如此次与南宁振企的战略合作，公司看重的是广西百万亩火龙果的种植面积，通过与龙头企业的对接，为其提供全方位的服务，形成示范，以带动广西火龙果产业的发展，最终使得其他种植户围绕在芭田农资综合服务的生态链周围，使得公司提供的农资服务、生产信息服务和销售服务等具有规模优势。同样，公司布局广西的甘蔗、内蒙古的马铃薯产业，均具备上述特征。
- 最后，移动互联的农资和农产品交易平台是最终目的。我们预计公司未来将通过土地流转、种植战略合作、与政府农技部门合作，多层次推进生产物联网、农业信息化、移动终端的布局。比如这次与南宁振企的合作，将建立火龙果品类的信息化、物联网和数据平台，建设农技专家和农户合作组织的移动工作系统，建立电子商务对接系统，服务于产业的种植主体。公司最终通过全程移动信息化的“生产管理、技术服务、销售服务、融资服务”，形成线上农资和农产品交易。
- 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
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 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
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	1,439	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。