

芭田股份(002170.SZ)

员工持股计划完成,

战略继续推进势不可挡

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **35**
 分析师: 张俊宇
 谢刚
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2015年4月30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)	17.84
市值(百万元)	15191.71
流通市值(百万元)	15191.71

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,132.5	2,361.2	3,556.8	4,531.9	5,321.9
营业收入增速	-1.60%	10.72%	50.64%	27.42%	17.43%
净利润增长率	53.27%	36.24%	63.40%	44.86%	38.42%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.22	0.36	0.52	0.72
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)	39.77	41.17	43.99	30.36	21.94
PEG	0.75	1.14	0.69	0.68	0.57
每股净资产(元)	1.69	1.85	2.21	2.72	3.44
每股现金流量	0.20	0.31	0.30	0.34	0.62
净资产收益率	9.49%	11.82%	16.19%	19.00%	20.82%
市净率	3.77	4.87	7.12	5.77	4.57
总股本(百万股)	851.55	851.55	851.55	851.55	851.55

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **事件: 芭田股份公告完成第一期员工持股计划购买, 锁定期 12 个月, 增持价格达到 18.33 元/股。**
- **公司员工持股计划在高位增持, 彰显出公司管理层及核心人员对公司未来发展和业绩增长的充足信心。** 本次员工持股增持计划二级市场持股成本达到 18.33 元/股, 若考虑到优先级资金成本, 一年后第一批解禁持股成本将达到 20 元/股以上, 因此我们认为当前股价相对于公司员工持股计划还有折价的情况下, 具有相当的安全边际。
- 2014 年 10 月份以来, 通过参股金禾天成, 换股合并阿姆斯, 在内蒙古和广西等地与大型种植企业进行深度战略合作, 公司的战略规划已经非常清晰, 未来公司通过经济作物主产区快速推进、官办平台垄断资源的方式, 较短时间内建立起影响力覆盖全国、服务多元化的综合农资服务平台。
- **(1) 通过主产区“占山为王”的策略, 抢占优势资源与主要市场。** 农业主产区是未来以信息化、机械化为主的农业现代化的核心战场, 全国浪潮下增量的信息化服务、农资产品的需求主要源于主产区, 得主产区则得天下。公司通过快速与重点主产区合作的方式, 抢占国内农资服务的主要市场与重要客户资源, 通过区域的方式快速扩大影响力与平台辐射力度, 达到事半功倍的作用。
- **(2) 以官办平台为靠山, 达到覆盖全国的目的。** 公司通过金禾天成的病虫害防治系统、投入品监管平台等一系列信息化服务, 与全国农技中心和区域农技部门合作, 通过全国的农技服务站点推广公司的农资服务, 未来将通过类似官办独营的方式, 不仅控制农资服务的重要渠道, 形成一定的垄断势力, 更重要的是吸引更多的农户、农资厂商、农产品加工商、农资与农产品渠道商与公司合作, 使公司的农资服务平台拥有更多的客户、更广的辐射范围、更多维的服务体系、更加强大的渠道控制力度。

- **(3) 最终目标是要建立影响力强、服务多元化的综合农资服务平台。**公司致力构建以种植大户、农场、农业合作社等区域龙头为核心服务对象，以农资服务为突破口，以信息化服务为核心技术支撑，以金融服务为杠杆，以流通服务实现最终品牌溢价的“四位一体”品牌种植模式。最终公司将凭借多元服务系统，通过各类体系化、解决方案化的服务产品，以农资服务作为最主要的业绩来源，分享现代农业浪潮下最大的一块蛋糕。
- **综合来看，在众多公司进行的农业信息化、农业互联网战略转型之中，公司抢占主产区资源、垄断官办平台的切入策略，将使得公司通过渠道控制力、资源拥有量而最终致胜。**
- **预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.36 元、0.52 元和 0.72 元，2015 年 300 亿市值，对应目标价 35 元，维持“买入”，公司员工持股高位增持后，业绩释放及外延式扩张动力将成为股价重要上涨催化剂。**
- **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	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
化肥业务						
销售收入	1,995.99	2,048.60	2,301.99	3,117.49	3,902.14	4,588.03
增长率 (YOY)	—	2.64%	12.37%	35.43%	25.17%	17.58%
毛利率	9.22%	14.29%	21.31%	20.15%	20.92%	22.48%
销售成本	1,811.87	1,755.94	1,811.53	2,489.18	3,085.74	3,556.84
增长率 (YOY)	—	-3.09%	3.17%	37.41%	23.97%	15.27%
毛利	184.12	292.66	490.46	628.31	816.41	1,031.19
增长率 (YOY)	—	58.95%	67.59%	28.11%	29.94%	26.31%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	87.65%	86.10%	86.21%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	84.94%	82.93%	83.96%
磷肥项目母粒业务						
销售收入	0.00	0.00	0.00	376.00	471.45	575.51
增长率 (YOY)	—	—	—	—	25.39%	22.07%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	26.32%	27.91%	27.91%
销售成本	0.00	0.00	0.00	277.04	339.85	414.90
增长率 (YOY)	—	—	—	—	22.67%	22.08%
毛利	0.00	0.00	0.00	98.96	131.60	160.61
增长率 (YOY)	—	—	—	—	32.98%	22.04%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	10.57%	10.40%	10.81%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	13.38%	13.37%	13.08%
甘蔗种植业务						
销售收入	0.00	0.00	0.00	376.00	471.45	575.51
增长率 (YOY)	—	—	—	—	25.39%	22.07%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	26.32%	27.91%	27.91%
销售成本	0.00	0.00	0.00	277.04	339.85	414.90
增长率 (YOY)	—	—	—	—	22.67%	22.08%
毛利	0.00	0.00	0.00	98.96	131.60	160.61
增长率 (YOY)	—	—	—	—	32.98%	22.04%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	10.57%	10.40%	10.81%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	13.38%	13.37%	13.08%
销售收入小计	1995.99	2048.60	2301.99	3556.85	4531.99	5321.98
销售成本小计	1811.87	1755.94	1811.53	2817.16	3547.54	4093.74
毛利	184.12	292.66	490.46	739.69	984.45	1228.25
平均毛利率	9.22%	14.29%	21.31%	20.80%	21.72%	23.08%

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	2,167	2,133	2,361	3,557	4,532	5,322
增长率	-6.74%	-1.6%	10.7%	50.6%	27.4%	17.4%
营业成本	-1,888	-1,774	-1,864	-2,817	-3,548	-4,094
%销售收入	87.1%	83.2%	78.9%	79.2%	78.3%	76.9%
毛利	279	359	497	740	984	1,228
%销售收入	12.9%	16.8%	21.1%	20.8%	21.7%	23.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	-1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-86	-95	-112	-148	-202	-229
%销售收入	3.9%	4.5%	4.7%	4.2%	4.5%	4.3%
管理费用	-94	-112	-165	-199	-249	-277
%销售收入	4.4%	5.2%	7.0%	5.6%	5.5%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	99	152	221	392	533	722
%销售收入	4.6%	7.1%	9.3%	11.0%	11.8%	13.6%
财务费用	-8	-14	-7	-53	-28	-21
%销售收入	0.4%	0.6%	0.3%	1.5%	0.6%	0.4%
资产减值损失	3	-2	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0
%税前利润	0.0%	—	—	0.0%	0.0%	—
营业利润	94	136	205	339	505	701
营业利润率	4.3%	6.4%	8.7%	9.5%	11.2%	13.2%
营业外收支	7	14	4	4	4	4
税前利润	101	149	209	343	509	705
利润率	4.6%	7.0%	8.9%	9.7%	11.2%	13.2%
所得税	-9	-13	-22	-35	-63	-90
所得税率	9.2%	8.5%	10.4%	10.1%	12.3%	12.8%
净利润	91	137	187	309	447	615
少数股东损益	2	0	1	5	6	5
归属于母公司的净利润	89	137	186	304	441	610
净利率	4.1%	6.4%	7.9%	8.6%	9.7%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	91	137	187	309	447	615
少数股东损益	0	0	0	5	6	5
非现金支出	35	44	55	72	82	96
非经营收益	0	33	19	54	29	24
营运资金变动	183	-39	3	-176	-272	-208
经营活动现金净流	309	174	264	263	292	531
资本开支	228	369	1,119	33	146	76
投资	0	-70	-40	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-228	-439	-1,159	-33	-146	-76
股权募资	572	0	0	0	0	0
债权募资	-19	443	519	-459	-159	0
其他	-87	-36	-104	-58	-33	-28
筹资活动现金净流	466	408	414	-517	-192	-28
现金净流量	547	143	-481	-287	-46	427

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	850	975	503	212	159	582
应收款项	43	80	70	96	100	152
存货	284	291	256	486	563	734
其他流动资产	348	194	188	316	585	540
流动资产	1,523	1,539	1,018	1,109	1,408	2,008
%总资产	82.0%	61.8%	32.5%	34.8%	39.6%	48.5%
长期投资	0	68	103	103	103	103
固定资产	273	634	930	932	1,013	1,011
%总资产	14.7%	25.4%	29.7%	29.2%	28.5%	24.4%
无形资产	43	65	367	330	318	303
非流动资产	334	951	2,115	2,080	2,148	2,133
%总资产	18.0%	38.2%	67.5%	65.2%	60.4%	51.5%
资产总计	1,858	2,490	3,133	3,189	3,557	4,141
短期借款	191	100	619	159	0	0
应付款项	245	325	305	505	582	536
其他流动负债	25	58	67	73	77	93
流动负债	462	483	991	738	659	628
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	542	541	541	541	541
负债	468	1,025	1,532	1,279	1,200	1,169
普通股股东权益	1,371	1,439	1,574	1,879	2,319	2,929
少数股东权益	18	26	27	32	38	43
负债股东权益合计	1,858	2,490	3,133	3,189	3,557	4,141

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.188	0.160	0.219	0.357	0.517	0.716
每股净资产 (元)	2.899	1.690	1.849	2.206	2.723	3.440
每股经营现金净流 (元)	0.654	0.205	0.310	0.304	0.336	0.618
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.50%	9.49%	11.82%	16.19%	19.00%	20.82%
总资产收益率	4.80%	5.49%	5.94%	9.54%	12.39%	14.73%
投入资本收益率	12.30%	13.11%	9.20%	15.39%	17.77%	22.31%
增长率						
营业总收入增长率	-6.74%	-1.60%	10.72%	50.64%	27.42%	17.43%
EBIT增长率	3.05%	53.24%	45.51%	77.74%	35.92%	35.47%
净利润增长率	41.05%	53.27%	36.24%	63.40%	44.86%	38.42%
总资产增长率	67.46%	34.04%	25.83%	1.77%	11.53%	16.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.2	8.4	8.6	7.9	6.6	8.0
存货周转天数	58.8	59.1	53.5	62.1	57.6	65.2
应付账款周转天数	7.6	8.0	10.3	8.2	7.7	7.9
固定资产周转天数	41.5	42.2	44.3	33.6	29.7	28.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.40%	-23.23%	40.64%	25.30%	15.96%	-1.56%
EBIT利息保障倍数	12.1	11.1	32.2	7.4	19.3	34.1
资产负债率	25.22%	41.15%	48.89%	40.10%	33.73%	28.24%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

