

证券研究报告

公司研究——中报点评

芭田股份（002170.sz）

| | | | |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级：增持，2015.04.22

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

李皓 研究助理

联系电话：+86 10 63081119

邮箱：lihao1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

短期业绩承压，转型坚决，致力成为品牌种植农化服务商

中报点评

2015年07月20日

事件：公司发布2014年中报，2014年上半年公司实现营业收入10.91亿元，同比下降3.51%，实现归属于上市公司股东的净利润6221.66万元，同比下降41.32%，实现每股收益0.07元。同时公司预计2015年1-9月公司实现归属于上市公司股东的净利润区间为5931.37-10379.9万元，同比下降30-60%。

点评：

- **做大做强复合肥业务，打造生态芭田。**2015年上半年公司实现营业收入10.91亿元，同比下降3.51%，实现归属于上市公司股东的净利润6221.66万元，同比下降41.32%，上半年公司业绩出现较大幅度的下降，主要是因为第一季度复合肥原材料价格波动较大，春节时间推迟、推进营销组织变革，更加注重直接面向用户的服务，复合肥的需求也受到一定影响，导致销售毛利率下降，上半年公司实现销售毛利率19.21%，较上年同期下降3.25个百分点，同时贵州芭田项目投产初期亏损较大，上半年亏损额达到2251万元。目前，公司通过自身研发及外延并购的方式，已逐步建立起以缓释肥、灌溉肥、水溶肥、有机肥（发行股份购买阿姆斯、与韩国希杰成立合资公司）、植物营养调理品等新型环保肥料为发展重点，普通复合肥为基础的产品结构，产品结构远优于同行业平均水平，新型复合肥销量占比达60%以上。此外，公司通过打造瓮安的磷资源产业链，实现磷矿资源的低成本直接的综合利用以及磷肥原料的自给，有利于保证产品品质，降低生产成本。
- **下游进军品牌种植业务，打通全产业链。**2014年公司进军品牌种植业务，整合优质种植资源，搭建种植解决方案服务平台，不断提高种植效率及作物品质。目前已经落地的项目包括广西甘蔗、内蒙古及河北的马铃薯以及广西南宁的火龙果，商业模式可复制性强，公司已逐渐形成自上游原材料、中游肥料生产销售到下游品牌种植全产业链的产业生态。2014年率先布局农业信息化，收购金禾天成20%股权，推进智慧农业战略落地，并不断探索新技术新工具的应用，2015年上半年公司与深圳大疆签订战略合作协议，共同构建“农业无人机应用服务体系”，以提高农化服务水平。未来，公司将逐步构建以种植大户、家庭农场、农业合作社为核心服务对象，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，打造生态农业产业链运营平台。
- **员工持股计划彰显公司发展信心。**截至2015年4月29日，公司第一期员工持股计划购买完成，购买公司股票16,252,751股，购买均价18.3279元/股，占公司总股本的比例为1.91%，锁定期12个月。此次员工持股计划附特定考核条件，计划拟以公司2014年扣非净利润为基数，要求2015、2016、2017年相对于2014年的扣非净利润增长率分别不低于35%、82%、146%，约合35%的年复合增长率，彰显公司发展信心。

- **公司战略升级，致力于打造生态农业产业链运营平台。**2014 年是公司战略升级的新纪元，通过对优质磷矿资源的把控、新型肥料的创新、品牌种植和农业信息化的探索，未来将以肥料业务为基础，做大做强，同时进军品牌种植，逐步完成公司从农资供应商到品牌种植农化服务商的转型升级，发展空间巨大。
- **盈利预测及评级：**暂不考虑发行股份收购阿姆斯对业绩的影响，我们预计 2015-2017 年公司实现营业收入分别达到 30.33 亿元、39.97 亿元、53.38 亿元，归母净利润分别达到 2.22 亿元、3.21 亿元、4.69 亿元，EPS 分别达到 0.26 元、0.38 元和 0.55 元，对应 2015 年 07 月 17 日收盘价 26.12 元的动态 PE 分别为 100 倍、69 倍和 47 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**复合肥行业竞争日益激烈；产能释放不达预期；新兴业务经营风险；后续资本投入仍较大。

公司报告首页财务数据

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,132.55 | 2,361.21 | 3,033.20 | 3,997.25 | 5,338.00 |
| 增长率 YoY % | -1.60% | 10.72% | 28.46% | 31.78% | 33.54% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 136.62 | 186.13 | 221.64 | 320.82 | 469.48 |
| 增长率 YoY% | 53.27% | 36.24% | 19.08% | 44.75% | 46.34% |
| 毛利率% | 16.82% | 21.06% | 20.03% | 20.47% | 21.00% |
| 净资产收益率 ROE% | 9.49% | 11.82% | 12.34% | 15.16% | 18.15% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.16 | 0.22 | 0.26 | 0.38 | 0.55 |
| 市盈率 P/E(倍) | 162.8 | 119.5 | 100.4 | 69.3 | 47.4 |
| 市净率 P/B(倍) | 15.5 | 14.1 | 12.4 | 10.5 | 8.6 |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2015 年 07 月 17 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 1,539.48 | 1,018.15 | 1,000.72 | 1,159.57 | 1,836.56 |
| 货币资金 | 974.79 | 503.43 | 335.97 | 292.14 | 689.52 |
| 应收票据 | 7.11 | 9.52 | 12.23 | 16.12 | 21.53 |
| 应收账款 | 64.21 | 47.12 | 60.53 | 79.77 | 106.53 |
| 预付账款 | 194.15 | 188.30 | 245.06 | 321.16 | 426.05 |
| 存货 | 290.78 | 255.95 | 333.10 | 436.54 | 579.11 |
| 其他 | 8.44 | 13.83 | 13.83 | 13.83 | 13.83 |
| 非流动资产 | 950.72 | 2,115.24 | 2,441.63 | 2,722.65 | 2,679.74 |
| 长期投资 | 67.60 | 63.27 | 63.27 | 63.27 | 63.27 |
| 固定资产 | 246.49 | 325.63 | 812.61 | 1,153.80 | 1,351.20 |
| 无形资产 | 44.52 | 344.34 | 329.75 | 315.28 | 299.92 |
| 其他 | 592.11 | 1,382.00 | 1,236.01 | 1,190.30 | 965.35 |
| 资产总计 | 2,490.20 | 3,133.39 | 3,442.35 | 3,882.22 | 4,516.30 |
| 流动负债 | 482.52 | 990.89 | 1,076.69 | 1,193.54 | 1,354.92 |
| 短期借款 | 100.00 | 618.66 | 618.66 | 618.66 | 618.66 |
| 应付账款 | 49.24 | 55.91 | 72.77 | 95.36 | 126.51 |
| 其他 | 333.28 | 316.32 | 385.27 | 479.52 | 609.76 |
| 非流动负债 | 542.12 | 541.00 | 541.00 | 541.00 | 541.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 542.12 | 541.00 | 541.00 | 541.00 | 541.00 |
| 负债合计 | 1,024.64 | 1,531.89 | 1,617.70 | 1,734.54 | 1,895.93 |
| 少数股东权益 | 26.17 | 27.06 | 28.58 | 30.78 | 34.00 |
| 归属母公司股东权益 | 1,439.40 | 1,574.44 | 1,796.08 | 2,116.90 | 2,586.38 |
| 负债和股东权益 | 2490.20 | 3133.39 | 3442.35 | 3882.22 | 4516.30 |

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 2,132.55 | 2,361.21 | 3,033.20 | 3,997.25 | 5,338.00 |
| 同比 | -1.60% | 10.72% | 28.46% | 31.78% | 33.54% |
| 归属母公司净利润 | 136.62 | 186.13 | 221.64 | 320.82 | 469.48 |
| 同比 | 53.27% | 36.24% | 19.08% | 44.75% | 46.34% |
| 毛利率 | 16.82% | 21.06% | 20.03% | 20.47% | 21.00% |
| ROE | 9.49% | 11.82% | 12.34% | 15.16% | 18.15% |
| 每股收益(元) | 0.16 | 0.22 | 0.26 | 0.38 | 0.55 |
| P/E | 162.8 | 119.5 | 100.4 | 69.3 | 47.4 |
| P/B | 15.5 | 14.1 | 12.4 | 10.5 | 8.6 |
| EV/EBITDA | 95.98 | 80.98 | 59.02 | 42.24 | 30.38 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 2,132.55 | 2,361.21 | 3,033.20 | 3,997.25 | 5,338.00 |
| 营业成本 | 1,773.91 | 1,863.89 | 2,425.76 | 3,179.06 | 4,217.25 |
| 营业税金及附加 | 0.14 | 0.17 | 0.26 | 0.34 | 0.46 |
| 营业费用 | 95.25 | 111.96 | 133.01 | 175.28 | 234.08 |
| 管理费用 | 111.62 | 164.54 | 167.42 | 220.63 | 294.63 |
| 财务费用 | 13.63 | 6.86 | 62.68 | 66.78 | 67.86 |
| 资产减值损失 | 2.01 | 4.84 | 4.15 | 5.44 | 7.23 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -0.40 | -4.33 | -2.37 | -2.37 | -2.37 |
| 营业利润 | 135.60 | 204.62 | 237.57 | 347.35 | 514.14 |
| 营业外收入 | 20.00 | 6.78 | 11.66 | 12.81 | 10.42 |
| 营业外支出 | 6.17 | 2.34 | 3.03 | 3.80 | 3.06 |
| 利润总额 | 149.43 | 209.05 | 246.20 | 356.36 | 521.50 |
| 所得税 | 12.77 | 21.64 | 23.04 | 33.34 | 48.80 |
| 净利润 | 136.67 | 187.41 | 223.16 | 323.02 | 472.70 |
| 少数股东损益 | 0.05 | 1.28 | 1.52 | 2.20 | 3.22 |
| 归属母公司净利润 | 136.62 | 186.13 | 221.64 | 320.82 | 469.48 |
| EBITDA | 228.20 | 282.72 | 390.70 | 546.96 | 747.50 |
| EPS (摊薄) | 0.16 | 0.22 | 0.26 | 0.38 | 0.55 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 174.34 | 263.96 | 307.69 | 431.31 | 583.52 |
| 净利润 | 136.67 | 187.41 | 223.16 | 323.02 | 472.70 |
| 折旧摊销 | 42.22 | 50.20 | 69.47 | 115.57 | 150.98 |
| 财务费用 | 36.55 | 23.47 | 75.03 | 75.03 | 75.03 |
| 投资损失 | 0.40 | 4.33 | 2.37 | 2.37 | 2.37 |
| 营运资金变动 | -39.14 | 2.53 | -68.38 | -91.26 | -125.45 |
| 其它 | -2.34 | -3.98 | 6.05 | 6.59 | 7.90 |
| 投资活动现金流 | -439.16 | -1,159.18 | -400.14 | -400.11 | -111.11 |
| 资本支出 | -369.44 | -1,119.18 | -397.77 | -397.74 | -108.74 |
| 长期投资 | -1.72 | 0.00 | -2.37 | -2.37 | -2.37 |
| 其他 | -68.00 | -40.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 407.75 | 414.35 | -75.03 | -75.03 | -75.03 |
| 吸收投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | -91.03 | 518.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付利息或股息 | 55.04 | 94.80 | 75.03 | 75.03 | 75.03 |
| 现金净增加额 | 142.93 | -480.86 | -167.47 | -43.83 | 397.38 |

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加入信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

| 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| 盐湖股份 | 000792 | 芭田股份 | 002170 | 神马股份 | 600810 | 天科股份 | 600378 |
| 烟台万华 | 600309 | 新纶科技 | 002341 | 云天化 | 600096 | 碧水源 | 300070 |
| 华昌化工 | 002274 | 高盟新材 | 300200 | 沧州大化 | 600230 | 江山股份 | 600389 |
| 扬农化工 | 600486 | 诺普信 | 002215 | S仪化 | 600871 | 风神股份 | 600469 |
| 三聚环保 | 300072 | 上海家化 | 600315 | 中国化学 | 601117 | 中化国际 | 600500 |
| 沈阳化工 | 000698 | 和邦股份 | 603077 | 新安股份 | 600596 | | |

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------------|-------------|-------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华南 | 刘 晟 | 0755-82465035 | 13825207216 | liusheng@cindasc.com |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyaohua@cindasc.com |
| 国际 | 高 放 | 010-63081256 | 13691257256 | gaofang@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。