

芭田股份(002170.SZ)

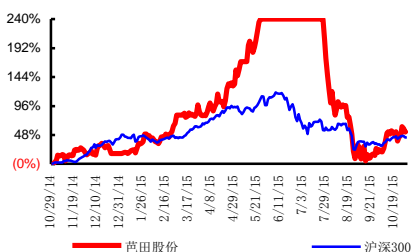
单季带动全年业绩趋暖，
农业大数据服务推进

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元):
 分析师 张俊宇
 谢刚 S0740511120002
 S0740510120005
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2015年10月29日

基本状况

总股本(百万股)	877
流通股本(百万股)	877
市价(元)	11.97
市值(百万元)	10,495
流通市值(百万元)	10,495

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,132.5	2,361.2	2,554.8	2,883.8	3,399.9
营业收入增速	-1.60%	10.72%	8.20%	12.88%	17.89%
净利润增长率	53.27%	36.24%	-7.06%	30.24%	47.57%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.22	0.20	0.26	0.38
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	132.39	101.65	68.88
PEG	0.75	1.14	—	3.36	1.45
每股净资产(元)	1.69	1.85	2.04	2.30	2.68
每股现金流量	0.20	0.31	0.27	0.26	0.41
净资产收益率	9.49%	11.82%	9.67%	11.19%	14.17%
市净率	3.77	4.87	12.81	11.37	9.76
总股本(百万股)	851.55	851.55	876.78	876.78	876.78

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 2015 年三季报，前三季度实现营收 18.80 亿元，同比增 2.47%，实现归属母公司所有者净利润 1.32 亿元，同比减 11.12%，摊薄 eps0.15 元。第三季度营业收入 7.89 亿元，同比增长 12.08%，净利润 0.70 亿元，同比增长 64.63%。公司预计全年将实现净利润增速区间为-20%-0%。
- **2015 年第三季度销售情况好于预期，带动全年业绩趋暖。**第三季度营业收入 7.89 亿元，同比增长 12.08%，净利润 0.70 亿元，同比增长 64.63%；秋季肥料销售旺季，再加上复合肥行业恢复征收增值税的政策刺激经销商提前大量备货的影响，销售状况有明显好转。由此带动前三季度实现营收 18.80 亿元，同比增 2.47%，实现归属母公司所有者净利润 1.32 亿元，同比减 11.12%，总体同比数据呈现趋暖之势。经营状况向好，有利于公司恢复信心，也有利于在推进农资服务平台的转型战略中拥有持续稳定的资金支持。
- **应收账款未现激增，存货水平历史偏低。**截止三季度末，公司应收账款余额 0.93 亿元，同比上升 45%，并未出现税收政策变动带来的激增，我们预计四季度的销售将与历史同期较为接近。同时公司的存货总量为 2.68 亿元，也低于去年同期 3.00 亿元的水平。我们认为公司在未进行大量清库、大额度进行赊销的情况下的单季大增，可能是经营走出底部的信号，值得关注。
- **毛利率与净利率双下滑，财务费用大幅增长。**公司定位高端肥料，毛利与净利水平高于同业竞争者，但三季报呈现下滑。2015 年前三季度的毛利率为 19.94%，相比去年同期下滑 0.56 个百分点；净利率为 7.02%，同比下滑 1.09 个百分点。此外，销售费用与管理费用小幅波动，分别比上年同期增加 0.18 亿元、减少 0.24 亿元，但财务费用有较大增长，为 0.51 亿元，是去年同期的 3 倍。我们认为公司的负债率较高使得财务费用增长较快，整体盈利能力尚有提升空间。

- 此外，公司携手南方报业，稳步推进农业大数据战略。公司近日与南方报业、琨伦创投、黄燕曼四方合资成立广州农财大数据科技股份有限公司。公司以自有货币资金出资 900 万元，持有农财大数据 45% 股权；南方报业以货币方式出资 400 万元，并以无形资产出资（新媒体资源：包括农财网及微信平台农化宝典、种业宝典、柑桔通、香蕉通、南农科技下乡直通车）评估作价人民币 400 万元出资，持股 40%；琨伦创投、黄燕曼分别出资 120 万、180 万，持股 6%、9%。10 月 23 日，农财大数据公司精心打造的“农财宝”APP 也同步推出。
- “农财宝”整合从种植端到流通端的数据资源，规划打造信息服务、技术服务与金融服务的 O2O 闭环。“农财宝”内含全国主流农批市场最新行情数据、专业课程提供种植技巧讲解、农业专家在线解决种植问题、农业金融等多元化功能，通过建立农业专家交流社区，将种植管理专家、种植大户组织起来，再通过线下的各种活动完成农业社交闭环。此次合作将致力于将农财网及种植类新媒体资源（包括农化宝典、种业宝典、柑桔通、香蕉通、南农科技下乡直通车各微信公众号）、数据库、和原生态服务站点、种植基地和大户资源进行全新整合运营，形成信息服务、技术服务与金融服务的 O2O 闭环。
- 设立农财大数据是农资大平台战略的持续推进，与南方报业合作有望整合媒体资源实现营销突破。公司一直以来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。此次交易对方南方报业传媒集团深耕传统平面媒体，并加快网络媒体和手机媒体的发展速度，致力于开拓可发展媒体优势的相关产业，实现跨媒体、跨地区、跨行业经营突破性进展。公司与其携手合作投资农财大数据产业，是农资大平台战略的持续推进，也有望整合南方报业的渠道与营销资源，实现公司农资销售与服务的突破。
- 公司的战略规划清晰，通过主产区快速推进、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。预计 2015-2016 年 EPS 分别为 0.22 元、0.26 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：农产品价格低迷带来的的种植效益低于预期；信息化平台建设低于预期；高端肥料推广较难，主业经营情况未达预期等。

图表 1：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	2,555	2,884	3,400
增长率	-6.74%	-1.6%	10.7%	8.2%	12.9%	17.9%
营业成本	-1,888	-1,774	-1,864	-2,038	-2,274	-2,635
% 销售收入	87.1%	83.2%	78.9%	79.8%	78.9%	77.5%
毛利	279	359	497	516	610	765
% 销售收入	12.9%	16.8%	21.1%	20.2%	21.1%	22.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-86	-95	-112	-106	-128	-146
% 销售收入	3.9%	4.5%	4.7%	4.2%	4.5%	4.3%
管理费用	-94	-112	-165	-143	-159	-177
% 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	267	322	441
% 销售收入	4.6%	7.1%	9.3%	10.4%	11.2%	13.0%
财务费用	-8	-14	-7	-76	-66	-61
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.3%	3.0%	2.3%	1.8%
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%	—	—	0.1%	0.0%	—
营业利润	94	136	205	191	257	380
营业利润率	4.3%	6.4%	8.7%	7.5%	8.9%	11.2%
营业外收支	7	14	4	4	4	4
税前利润	101	149	209	195	261	384
利润率	4.6%	7.0%	8.9%	7.6%	9.0%	11.3%
所得税	-9	-13	-22	-20	-32	-49
所得税率	9.2%	8.5%	10.4%	10.1%	12.3%	12.8%
净利润	91	137	187	176	228	335
少数股东损益	2	0	1	3	3	3
归属于母公司的净利润	89	137	186	173	225	332
净利率	4.1%	6.4%	7.9%	6.8%	7.8%	9.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	850	975	503	766	721	850
应收款项	43	80	70	69	64	97
存货	284	291	256	356	367	478
其他流动资产	348	194	188	228	375	348
流动资产	1,523	1,539	1,018	1,419	1,527	1,773
% 总资产	82.0%	61.8%	32.5%	40.6%	41.5%	45.4%
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%	26.6%	27.6%	25.9%
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%	59.4%	58.5%	54.6%
资产总计	1,858	2,490	3,133	3,499	3,675	3,905
短期借款	191	100	619	715	656	569
应付款项	245	325	305	365	373	344
其他流动负债	25	58	67	61	59	70
流动负债	462	483	991	1,140	1,088	983
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	1,681	1,629	1,524
普通股股东权益	1,371	1,439	1,574	1,788	2,013	2,346
少数股东权益	18	26	27	30	33	35
负债股东权益合计	1,858	2,490	3,133	3,499	3,675	3,905

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	0.197	0.257	0.379
每股净资产(元)	2.899	1.690	1.849	2.039	2.296	2.676
每股经营现金净流(元)	0.654	0.205	0.310	0.273	0.263	0.409
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%	9.67%	11.19%	14.17%
总资产收益率	4.80%	5.49%	5.94%	4.94%	6.13%	8.51%
投入资本收益率	12.30%	13.11%	9.20%	10.91%	11.71%	15.20%
增长率						
营业总收入增长率	-6.74%	-1.60%	10.72%	8.20%	12.88%	17.89%
EBIT增长率	3.05%	53.24%	45.51%	20.92%	20.83%	36.90%
净利润增长率	41.05%	53.27%	36.24%	-7.06%	30.24%	47.57%
总资产增长率	67.46%	34.04%	25.83%	11.68%	5.02%	6.27%
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	46.8	46.7	43.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.40%	-23.23%	40.64%	26.62%	22.98%	10.68%
EBIT利息保障倍数	12.1	11.1	32.2	3.5	4.9	7.2
资产负债率	25.22%	41.15%	48.89%	48.05%	44.32%	39.02%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	91	137	187	176	228	335
少数股东损益	0	0	0	3	3	3
非现金支出	35	44	55	72	82	96
非经营收益	0	33	19	76	67	63
营运资金变动	183	-39	3	-85	-147	-135
经营活动现金净流	309	174	264	242	234	361
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	41	0	0
债权募资	-19	443	519	96	-59	-87
其他	-87	-36	-104	-80	-71	-66
筹资活动现金净流	466	408	414	57	-130	-153
现金净流量	547	143	-481	266	-42	132

来源：中泰证券

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。