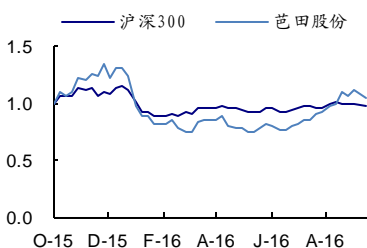


证券研究报告—动态报告
基础化工
农用化工
芭田股份(002170)
买入

昨收盘: 10.16 元 (维持评级)

2016年09月29日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	877/646
总市值/流通(百万元)	8,908/6,565
上证综指/深圳成指	2,988/10,467
12个月最高/最低(元)	14.60/7.46

相关研究报告:

《芭田股份-002170-开启与全国供销系统合作新征程》——2016-09-19
 《业绩处于拐点，估值相对较低》——2009-11-06

证券分析师: 苏淼

电话: 021-60933150
 E-MAIL: sumiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司分析

牵手阿里巴巴，持续发力农村电商

● 加强与阿里巴巴、供销系统的合作深度，持续发力农村电商

技术实力领先、产品附加值高是公司的核心优势，在复合肥行业相对比较低迷的情况下，公司产品价格从2014年2692.55元/吨提升至2015年的2735.24元/吨。与苏州微销通合作，开启与全国供销系统合作的新征程，牵手阿里巴巴，持续发力农资电商，未来公司会加大销售渠道的开发力度，我们判断未来公司复合肥的开工率会持续提升，预计2017年会提升到60%以上。随着开工率的回升，预计经营业绩会明显改善，维持此前的业绩预测，预计16-18年的EPS为0.23/0.3/0.41元，维持“买入”评级。

● 牵手阿里巴巴，持续拓展销售渠道

公司目前的销售战略非常明确，通过战略合作的方式，加强与外部机构合作的强度，提升产品的市场占有率。公司与阿里巴巴(中国)签订合作协议，依托农村淘宝平台在农村电子商务的布局，增强和原生态旗下“私家”、“易粒多”等农资品牌的影响力，提升公司复合肥等产品的市场占有率。农村淘宝是阿里巴巴布局农村电商的重要平台，计划在三至五年内投资100亿元，建立1000个县级运营中心和10万个村级服务站，有效解决农村买难卖难的问题。牵手阿里巴巴、入股苏州微销通都是公司持续拓展销售渠道的重要举措，以前公司都是自己建设销售渠道，未来公司会加大与外部机构的合作力度，我们看好公司在农村电商领域的持续发力。

● 依托技术优势，持续提升产能开工率

我们维持此前的观点，过去几年公司主要是以经销为主，直销主要针对种植大户、农业大户等客户，未来公司将持续拓展销售渠道，与供销社、阿里巴巴合作都是公司整合销售渠道的第一步。目前公司在复合肥领域的开工率为30%左右，未来随着销售渠道的持续拓展，我们判断公司的开工率会提升到60%以上。近几年公司非常重视新产品的开发，2015年公司的研发强度达到3.11%，与中国农科院等高等研发机构建立深度合作，凭借技术优势，高毛利产品所占的比重持续提升，复合肥的产品价格也由2014年的2692.55元/吨上升至2015年的2735.24元/吨，在行业景气度下行的状况下，实现了产品价格逆势上涨。

● 风险提示: 产能开工率低于预期。
盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,361	2,170	2,618	3,102	3,827
(+/-%)	10.7%	-8.1%	20.6%	18.5%	23.4%
净利润(百万元)	186	159	205	266	361
(+/-%)	36.2%	-14.7%	29.0%	30.0%	35.4%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.18	0.23	0.30	0.41
EBIT Margin	9.1%	9.5%	11.0%	11.1%	11.2%
净资产收益率(ROE)	11.8%	8.3%	9.9%	11.8%	14.2%
市盈率(PE)	47.9	56.1	43.5	33.4	24.7
EV/EBITDA	39.2	38.1	23.2	20.1	17.8
市净率(PB)	5.7	4.7	4.32	3.94	3.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	497	400	400	935	营业收入	2170	2618	3102	3827
应收款项	78	94	112	138	营业成本	1705	2056	2435	3004
存货净额	346	399	477	594	营业税金及附加	4	5	6	7
其他流动资产	264	319	377	466	销售费用	0	84	99	122
流动资产合计	1185	1212	1366	2132	管理费用	187	184	216	263
固定资产	1592	1629	1652	1664	财务费用	34	71	61	41
无形资产及其他	351	338	325	312	投资收益	3	2	2	2
投资性房地产	699	699	699	699	资产减值及公允价值变动	1	(2)	(1)	(1)
长期股权投资	93	93	93	93	其他收入	(82)	0	0	0
资产总计	3920	3971	4135	4899	营业利润	162	218	286	391
短期借款及交易性金融负债	854	641	159	0	营业外净收支	10	10	10	10
应付款项	392	453	541	674	利润总额	171	228	296	401
其他流动负债	179	212	553	1057	所得税费用	12	23	30	40
流动负债合计	1425	1306	1253	1731	少数股东损益	1	0	0	0
长期借款及应付债券	537	537	537	537	归属于母公司净利润	159	205	266	361
其他长期负债	22	39	55	72					
长期负债合计	559	575	592	609	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1984	1881	1845	2339	净利润	159	205	266	361
少数股东权益	27	27	27	27	资产减值准备	(6)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1909	2062	2262	2533	折旧摊销	75	176	189	202
负债和股东权益总计	3920	3971	4135	4899	公允价值变动损失	(1)	2	1	1
					财务费用	34	71	61	41
关键财务与估值指标					营运资本变动	117	(14)	292	421
每股收益	0.18	0.23	0.30	0.41	其它	6	0	0	0
每股红利	0.05	0.06	0.08	0.10	经营活动现金流	350	369	749	985
每股净资产	2.18	2.35	2.58	2.89	资本开支	(724)	(201)	(201)	(201)
ROIC	9%	8%	11%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	10%	12%	14%	投资活动现金流	(753)	(201)	(201)	(201)
毛利率	21%	21%	21%	22%	权益性融资	41	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	17%	17%	支付股利、利息	(40)	(51)	(67)	(90)
收入增长	-8%	21%	18%	23%	其它融资现金流	435	(213)	(481)	(159)
净利润增长率	-15%	29%	30%	35%	融资活动现金流	396	(265)	(548)	(249)
资产负债率	51%	48%	45%	48%	现金净变动	(6)	(97)	0	535
息率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	货币资金的期初余额	503	497	400	400
P/E	56.1	43.5	33.4	24.7	货币资金的期末余额	497	400	400	935
P/B	4.7	4.3	3.9	3.5	企业自由现金流	(277)	221	592	810
EV/EBITDA	31.2	23.2	20.1	17.8	权益自由现金流	158	(57)	56	614

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
夏坤 13726685252	吴国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许婧 18600319171	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏雪 18682071096
边祎维 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
	周鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		