

化肥需求持续向好，公司利润有望逐步释放

芭田股份(002170)

分析判断:

► 公司是国内复合肥龙头

公司成立于1989年，是一家集农业生态营养安全生产、磷矿资源综合利用、品牌种植为一体的国家级高新技术企业。经过多年的发展，公司已经形成了上百个复合肥配方，产品主要包括芭田系列、好阳光系列、哈乐系列、中美系列、中挪系列、中俄系列等，基本涵盖了95%以上的国内主要农作物品种的施肥需求。过去十年，公司收入基本维持在22亿元左右，而归母净利润随下游种植行业景气度波动明显。公司归母净利润从2011年的6319万元一路增长至2015年的1.58亿元，此后，随着种植端景气度下行，公司归母净利润呈现下滑趋势，2019年，种植端景气度逐步恢复，公司实现归母净利润3051万元，同比增长230.19%。2020年，公司预计实现归母净利6000-9000万元，同比增长96.68%-195.02%。

► 种植产业链景气度回暖，带动化肥需求向好

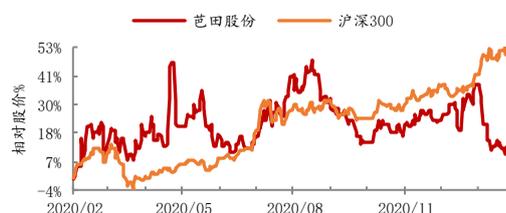
化肥需求和下游种植端景气度紧密相关。玉米方面，从供给端来看，2016年玉米临储政策取消，种植玉米收益下降，种植户种植积极性降低，种植面积连年下降，库存已下降至低位，截至2019年，临储玉米库存结余量约5689.39万吨。同时受草地贪夜蛾病虫害影响，我国玉米产量承压。从需求端来看，生猪产能触底回升，猪鸡替代效应下禽链高景气，饲料增量需求带动玉米需求上行。我们认为，需求趋旺背景下供给端承压，叠加库存已处于历史底部，我国玉米行业迎来景气向上拐点。水稻、小麦方面，水稻、小麦作为玉米的替代品，在玉米价格大幅上行的背景下，有望整体走出高库存的发展阶段，价格也有望温和上涨。玉米、水稻、小麦等主要农产品价格的普涨将带动种植产业链景气度上行，进而带动下游化肥需求向好。

► 技术领先 & 全产业链布局，有望支撑公司业绩持续高增

技术方面，2014年，国产化第一套冷冻法硝酸分解磷矿生产硝酸磷肥生产装置在贵州芭田建成投产。该工艺无磷石膏产生，彻底解决磷复肥行业由于磷石膏的排放污染问题。此外，更重要的是该技术把磷矿中的钙、镁等多种中微量元素全部活化为全水溶性营养物质保留或转化在肥料中，提供作物全面高品质的养分，磷矿资源实现了“榨干吃尽”，为传统磷化工科技进步和改造起到了示范作用。产业链布局方面，公司已形成上中下游全产业链布局，上游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，中游化肥生产已覆盖95%以上的国内主要农作物品种的施肥需求，下游通过微销通网络科

评级及分析师信息

| | |
|-------------|-----------|
| 评级: | 增持 |
| 上次评级: | 首次覆盖 |
| 目标价格: | |
| 最新收盘价: | 3.73 |
| 股票代码: | 002170 |
| 52周最高价/最低价: | 5.27/3.01 |
| 总市值(亿) | 33.08 |
| 自由流通市值(亿) | 25.86 |
| 自由流通股数(百万) | 693.22 |



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

研究助理: 施腾

邮箱: shiteng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

技接入全国供销社系统，致力于产业链 B2P2B 交易平台融合。

投资建议

种植产业链景气度回暖将带动下游化肥需求向好，公司在生产技术和产业链布局均处于行业领先地位，业绩有望迎来快速增长期。我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 22.83/25.24/30.20 亿元，归母净利润分别为 0.83/1.02/1.50 亿元，EPS 分别为 0.09/0.12/0.17 元，当前股价对应 PE 分别为 40/32/22X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险，产品销售不及预期风险，政策扰动风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,291 | 2,279 | 2,283 | 2,524 | 3,020 |
| YoY (%) | 10.2% | -0.5% | 0.2% | 10.6% | 19.7% |
| 归母净利润(百万元) | 9 | 31 | 83 | 102 | 150 |
| YoY (%) | 108.9% | 230.2% | 171.9% | 23.1% | 47.2% |
| 毛利率 (%) | 15.8% | 17.2% | 17.1% | 16.7% | 17.4% |
| 每股收益 (元) | 0.01 | 0.03 | 0.09 | 0.12 | 0.17 |
| ROE | 0.5% | 1.6% | 4.1% | 4.9% | 6.7% |
| 市盈率 | 358.09 | 108.43 | 39.88 | 32.41 | 22.02 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 1. 公司是国内复合肥龙头..... | 4 |
| 2. 种植产业链景气度回暖，带动化肥需求向好..... | 5 |
| 3. 技术领先 & 全产业链布局，有望支撑公司业绩持续高增..... | 6 |
| 4. 盈利预测与投资建议..... | 8 |
| 5. 风险提示..... | 9 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1 公司主要产品示意图..... | 4 |
| 图 2 2011-2020 年前三季度，公司营业收入变化情况..... | 4 |
| 图 3 2011-2020 年前三季度，公司归母净利变化情况..... | 4 |
| 图 4 2019 年，公司收入占比情况..... | 5 |
| 图 5 2019 年，公司毛利占比情况..... | 5 |
| 图 6 2018-2021 年，玉米现货价格走势..... | 6 |
| 图 7 2019 年，我国玉米结转库存已降至低位..... | 6 |
| 图 8 2015-2021 年，我国稻、麦现货价格走势..... | 6 |
| 图 9 2010-2019 年，我国磷石膏产量及其增速情况..... | 7 |
| 图 10 公司产业链布局情况..... | 8 |
| 表 1 磷石膏管控政策..... | 7 |
| 表 2 可比公司盈利预测..... | 8 |

1. 公司是国内复合肥龙头

公司成立于 1989 年，是一家集农业生态营养安全生产、磷矿资源综合利用、品牌种植为一体的国家级高新技术企业。为积极响应国家提出的“化肥零增长”目标，公司从肥料利用率方面进行技术创新，扩大优质矿物质复合肥、高效硝硫基复合肥在产品中的占比，提升产品科技含量，为用户创造价值。经过多年的发展，公司已经形成了上百个复合肥配方，产品主要包括芭田系列、好阳光系列、哈乐系列、中美系列、中挪系列、中俄系列等，基本涵盖了 95% 以上的国内主要农作物品种的施肥需求。

图 1 公司主要产品示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

过去十年，公司收入基本维持在 22 亿元左右，而归母净利润随下游种植行业景气度波动明显。2011-2019 年，公司收入从 23.24 亿元小幅下滑至 22.79 亿元，波动不大，而归母净利润从 2011 年的 6319 万元一路增长至 2015 年的 1.58 亿元，此后，随着种植端景气度下行，公司归母净利润呈现下滑趋势，2019 年，种植端景气度逐步恢复，公司实现归母净利润 3051 万元，同比增长 230.19%。2020 年，公司预计实现归母净利 6000-9000 万元，同比增长 96.68%-195.02%。

图 2 2011-2020 年前三季度，公司营业收入变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

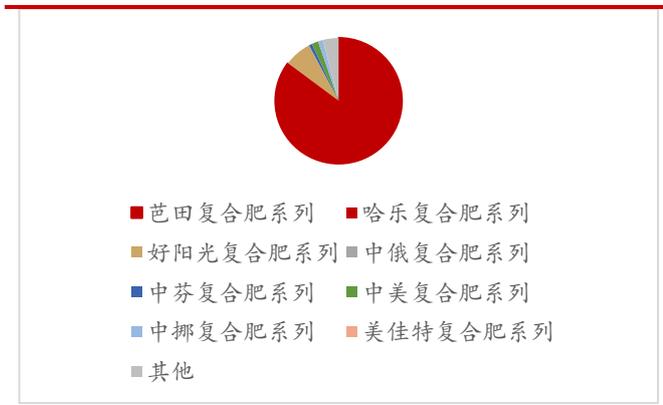
图 3 2011-2020 年前三季度，公司归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

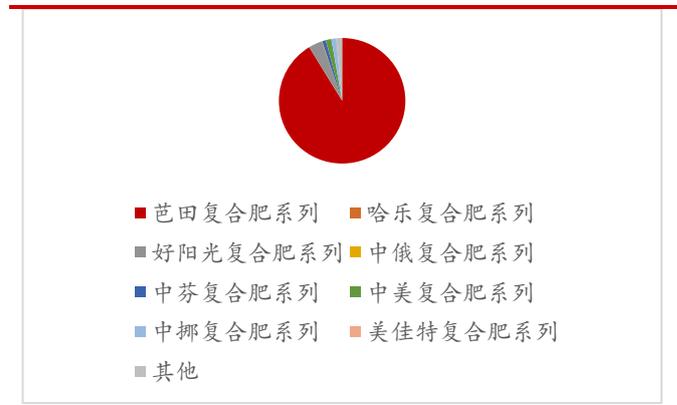
芭田复合肥系列是公司主要的收入和利润来源。2019年，公司芭田复合肥系列实现收入19.40亿元，营收占比85.13%，是公司主要的收入来源；实现毛利3.59亿元，毛利占比91.25%，是公司主要的利润来源。

图4 2019年，公司收入占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 2019年，公司毛利占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 种植产业链景气度回暖，带动化肥需求向好

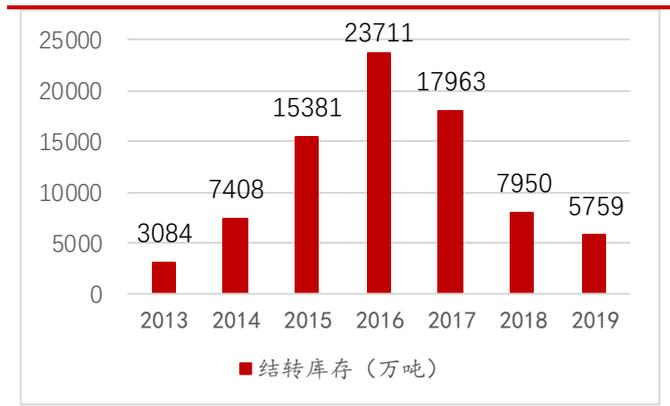
化肥需求和下游种植端景气度紧密相关。玉米方面，从供给端来看，2016年玉米临储政策取消，种植玉米收益下降，种植户种植积极性降低，种植面积连年下降，库存已下降至低位，截至2019年，临储玉米库存结余量约5689.39万吨。同时受草地贪夜蛾病虫害影响，我国玉米产量承压。从需求端来看，生猪产能触底回升，猪鸡替代效应下禽链高景气，饲料增量需求带动玉米需求上行。我们认为，需求趋旺背景下供给端承压，叠加库存已处于历史底部，我国玉米行业迎来景气向上拐点。水稻、小麦方面，水稻、小麦作为玉米的替代品，在玉米价格大幅上行的背景下，有望整体走出高库存的发展阶段，价格也有望温和上涨。玉米、水稻、小麦等主要农产品价格的普涨将带动种植产业链景气度上行，进而带动下游化肥需求向好。

图 6 2018-2021 年，玉米现货价格走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 2019 年，我国玉米结转库存已降至低位



资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

图 8 2015-2021 年，我国稻、麦现货价格走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

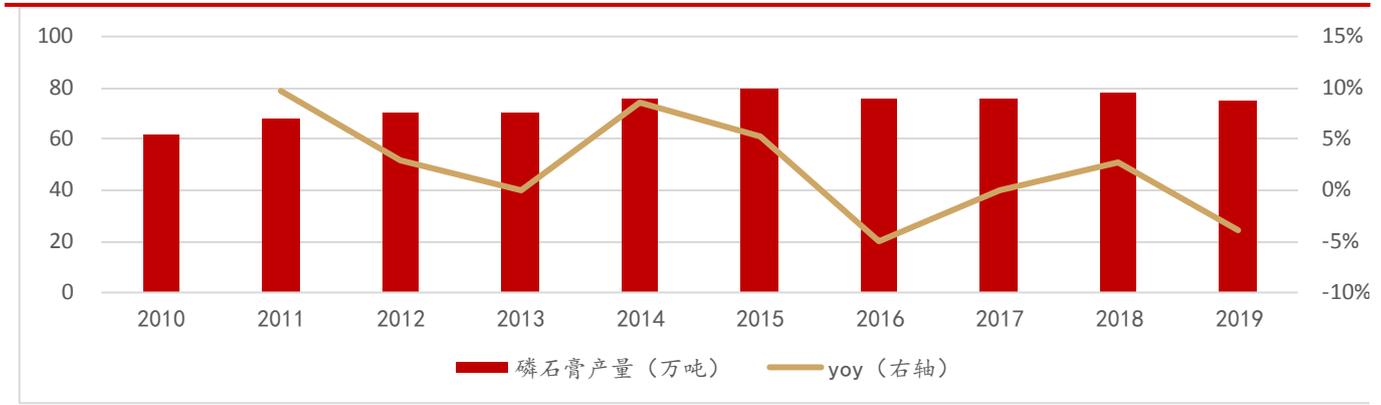
3. 技术领先 & 全产业链布局，有望支撑公司业绩持续高增

技术方面，磷石膏已成为我国继粉煤灰后第二大工业固体废弃物。2018 年，我国磷石膏产生量 7800 万吨，同比增长 4%；2019 年，受世界经济增长低迷，国际经贸摩擦加剧，国内经济下行压力加大、磷肥产能过剩、化肥施用量零增长、环保政策趋严等诸多因素的影响，我国磷石膏产量为 75Mt，同比下降 3.85%。磷石膏的组成比较复杂，除硫酸钙以外，还有未完全分解的磷矿、残余的磷酸、氟化物、酸不溶物、有机质等，其中氟和有机质的存在对磷石膏的资源化利用影响最大。磷石膏的随意排放堆积严重破坏了生态环境，不仅污染地下水资源，还造成土地资源的浪费。解决磷石膏的问题关乎磷肥行业生死和可持续发展，必须引起全行业高度重视。

2014 年，国产化第一套冷冻法硝酸分解磷矿生产硝酸磷肥生产装置在贵州芭田建成投产。不同于行业硫酸分解的常规路线，该工艺无磷石膏产生，彻底解决磷复肥

行业由于磷石膏的排放污染问题。贵州芭田硝酸磷肥工艺技术，已在行业内部抢占了成本与环保的高地，实现磷矿资源最大化利用。此外，更重要的是该技术把磷矿中的钙、镁等多种中微量元素全部活化为全水溶性营养物质保留或转化在肥料中，提供作物全面高品质的养分，磷矿资源真正实现了“榨干吃尽”，为传统磷化工科技进步和改造起到了示范作用。

图 9 2010-2019 年，我国磷石膏产量及其增速情况



资料来源：中国建筑材料联合会，华西证券研究所

表 1 磷石膏管控政策

| 发布单位 | 发布时间 | 政策名称 | 相关内容 |
|----------------|---------|----------------------------|---|
| 原环境保护部等 | 2017.10 | 《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》 | 提高贵州乌江、清水江流新建磷化工项目磷石膏资源化利用率 |
| 国务院办公厅 | 2018.12 | “无废城市”建设试点工作方案 | 以磷石膏等为重点，探索实施“以用定产”，实现固体废物产消平衡 |
| 贵州省政府 | 2018.4 | 《贵州省人民政府关于加快磷石膏源化利用的意见》 | 2018 年全面实施磷石膏“以用定产”；2019 年起，在磷石膏零增长的基础上，以每年不低于 10% 的速度消纳磷石膏存量 |
| 长江经济带发展领导小组办公室 | 2019.1 | 《关于加强长江经济带尾矿库污染防治的指导意见》 | 将磷石膏库纳入重点尾矿库监管范围，坚强污染防治 |

资料来源：公开资料，华西证券研究所

产业链布局方面，上游，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，同时利用贵州生产基地矿产资源优势开发新型高效矿物质肥，提高肥料利用率。贵州小高寨磷矿品位是 26.74%，可以说是接近 30% 的高品位磷矿，从根本上确保了产品的安全、营养、环保，保证为贵州芭田一期项目及时提供优质原材料，有力保障自身产业安全。**中游**，主要从事化肥生产，目前已覆盖 95% 以上的国内主要农作物品种的施肥需求。**下游**，公司不仅对上游进行布局，通过微销通网络科技接入全国供销社系统，供销通以“互联网+供销社+农业”模式，致力于产业链 B2P2B 交易平台融合，布局大宗农资产品交易平台、农村电商平台、一物一码溯源平台、农村土地流转交易平台、农村供应链金融平台、电子

货币发行和消费平台等。携手阿里巴巴、京东、大疆、微众银行等，解决从种植-销售，不断实现“让农民种好+让农民卖好+让消费者吃上高品质健康农产品”以及为农户提供个性化解决方案的一站式的服务目标。

图 10 公司产业链布局情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

种植产业链景气度回暖将带动下游化肥需求向好，公司在生产技术和产业链布局均处于行业领先地位，业绩有望迎来快速增长期。我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 22.83/25.24/30.20 亿元，归母净利润分别为 0.83/1.02/1.50 亿元，EPS 分别为 0.09/0.12/0.17 元，当前股价对应 PE 分别为 40/32/22X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司盈利预测

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | 可比公司 EPS (元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|---------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 002588.SZ | 史丹利 | 5.35 | 0.09 | 0.19 | 0.36 | 0.43 | 59.44 | 28.16 | 14.86 | 12.44 |
| 000902.SZ | 新洋丰 | 18.9 | 0.5 | 0.65 | 0.81 | 0.95 | 37.80 | 29.08 | 23.33 | 19.89 |
| 平均 | | | | | | | 48.62 | 28.62 | 19.10 | 16.17 |

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 1 月 29 日收盘价

5. 风险提示

原材料价格波动风险，产品销售不及预期风险，政策扰动风险。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------|--------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 2,279 | 2,283 | 2,524 | 3,020 | 净利润 | 30 | 78 | 96 | 142 |
| YoY (%) | -0.5% | 0.2% | 10.6% | 19.7% | 折旧和摊销 | 147 | 204 | 163 | 169 |
| 营业成本 | 1,886 | 1,893 | 2,103 | 2,494 | 营运资金变动 | 301 | -253 | 57 | 56 |
| 营业税金及附加 | 12 | 12 | 13 | 15 | 经营活动现金流 | 546 | 25 | 293 | 333 |
| 销售费用 | 115 | 134 | 144 | 171 | 资本开支 | -34 | -48 | -10 | -12 |
| 管理费用 | 121 | 131 | 142 | 170 | 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 54 | 27 | 15 | 8 | 投资活动现金流 | -32 | -32 | 10 | 13 |
| 资产减值损失 | -58 | 0 | 1 | 1 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 28 | 16 | 20 | 25 | 债务募资 | 43 | -200 | -215 | 0 |
| 营业利润 | 22 | 101 | 125 | 181 | 筹资活动现金流 | -511 | -227 | -229 | -8 |
| 营业外收支 | 13 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 4 | -234 | 73 | 337 |
| 利润总额 | 34 | 101 | 125 | 181 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 5 | 22 | 29 | 38 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 净利润 | 30 | 78 | 96 | 142 | 成长能力 | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 31 | 83 | 102 | 150 | 营业收入增长率 | -0.5% | 0.2% | 10.6% | 19.7% |
| YoY (%) | 230.2% | 171.9% | 23.1% | 47.2% | 净利润增长率 | 230.2% | 171.9% | 23.1% | 47.2% |
| 每股收益 | 0.03 | 0.09 | 0.12 | 0.17 | 盈利能力 | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 毛利率 | 17.2% | 17.1% | 16.7% | 17.4% |
| 货币资金 | 378 | 144 | 217 | 554 | 净利率率 | 1.3% | 3.4% | 3.8% | 4.7% |
| 预付款项 | 117 | 156 | 157 | 187 | 总资产收益率 ROA | 0.8% | 2.5% | 3.0% | 4.0% |
| 存货 | 330 | 327 | 358 | 429 | 净资产收益率 ROE | 1.6% | 4.1% | 4.9% | 6.7% |
| 其他流动资产 | 393 | 329 | 381 | 449 | 偿债能力 | | | | |
| 流动资产合计 | 1,218 | 955 | 1,113 | 1,619 | 流动比率 | 0.78 | 0.88 | 1.10 | 1.31 |
| 长期股权投资 | 115 | 115 | 115 | 115 | 速动比率 | 0.49 | 0.44 | 0.59 | 0.81 |
| 固定资产 | 1,275 | 1,087 | 938 | 784 | 现金比率 | 0.24 | 0.13 | 0.21 | 0.45 |
| 无形资产 | 320 | 365 | 379 | 398 | 资产负债率 | 48.8% | 40.3% | 37.8% | 40.1% |
| 非流动资产合计 | 2,544 | 2,403 | 2,268 | 2,129 | 经营效率 | | | | |
| 资产合计 | 3,762 | 3,358 | 3,381 | 3,748 | 总资产周转率 | 0.61 | 0.68 | 0.75 | 0.81 |
| 短期借款 | 415 | 215 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 应付账款及票据 | 762 | 565 | 657 | 806 | 每股收益 | 0.03 | 0.09 | 0.12 | 0.17 |
| 其他流动负债 | 389 | 304 | 354 | 431 | 每股净资产 | 2.16 | 2.26 | 2.37 | 2.54 |
| 流动负债合计 | 1,566 | 1,084 | 1,011 | 1,237 | 每股经营现金流 | 0.62 | 0.03 | 0.33 | 0.38 |
| 长期借款 | 235 | 235 | 235 | 235 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他长期负债 | 33 | 33 | 33 | 33 | 估值分析 | | | | |
| 非流动负债合计 | 268 | 268 | 268 | 268 | PE | 108.43 | 39.88 | 32.41 | 22.02 |
| 负债合计 | 1,834 | 1,352 | 1,280 | 1,505 | PB | 1.52 | 2.03 | 1.94 | 1.81 |
| 股本 | 887 | 887 | 887 | 887 | | | | | |
| 少数股东权益 | 10 | 5 | -1 | -10 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,927 | 2,006 | 2,101 | 2,243 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 3,762 | 3,358 | 3,381 | 3,748 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。