

公司研究

点评报告

基础化工/化肥

评级：买入（维持）

估值区间：

14.7~19.2 元/股

基础资料

总股本（百万股）	305
总市值（亿元）	57.95
流通股数（百万股）	186
流通市值（亿元）	35.34

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层信达证券研发中心

郭荆璞

SAC 执业证书 S1500510120013
010-63081257
guojingpu@cindasc.com

联系人：

麦土荣

010-63081084

maiturong@cindasc.com

印培

010-63081087

yinpei@cindasc.com

赵雅君

010-63081095

zhaoyajun@cindasc.com

芭田股份 (002170)：年报点评——业绩符合预期，干旱将带来水溶性肥料超预期发展

2011年2月23日

- ◆ 2010年公司实现营业总收入15.43亿元，同比增长8.8%；实现利润总额1.27亿元，同比增长1103.57%；实现归属于上市公司股东的净利润1.05亿元，同比增长772.30%；实现基本每股收益0.344元/股，同比增长782.05%。各项指标基本符合我们的预测。
- ◆ 公司持续优化“三统一、两依托”的商业模式，实现现有产能和商品价值的最大化，采用多种方式兼并或利用国内复肥制造资源（即OEM）。并通过标准化的普及，控制生产成本；通过定制生产，控制库存风险；通过改善物流，控制运输成本。我们认为，公司已经走出了08、09年原材料大幅波动的影响，走上良好的发展路线。未来公司通过围绕“三肥+原粒/原膏+常规肥”的战略协同。作为业内最优秀的复合肥企业，通过持续推进产品和管理创新、提升研发和服务水平、加强风险的防范，公司的业绩在未来将实现快速增长。
- ◆ 华北地区的旱情继续发展，旱情的持续发展将会给芭田的水溶性肥料产品带来发展的机遇，据此我们看好未来芭田水溶性肥料前景。公司在水溶性肥料的推广上具有先发优势，结合芭田的水肥一体化项目，发挥水肥一体化项目中的灌溉设备上优势。目前芭田的水溶性肥料推广以及灌溉施肥“三位一体”应用技术开展顺利，根据我们此前的报告模型预测，推断2011~2012年水溶性肥料产销分别达到0.9、1.8万吨，创造毛利4,600万、9,360万元，是公司未来三年的利润增长点。但是由于连续两年的旱情，预计未来我国将会大力发展水溶性肥料，受益于此公司水溶性肥料将取得快速发展，并有进军灌溉设备发展的预期。
- ◆ 对于资本市场重点关注的和原生态测土配肥项目，目前开展顺利。以和原原粒标准化实现前端原材料的拓展；采取就地取材、就地建厂、就地销售的方式实现国外制造经营的拓展；建立、利用、经营研发创新资源，满足客户个性化和增值的需求。
- ◆ 从去年第三季度开始，化肥行业盈利大幅回升，目前磷酸二铵继续维持高位，64%二铵前期主流成交价3200-3400元/吨，作为其替代品的复合肥盈利状况较好。鉴于行业状况以及公司自身业务，特别是水溶性肥料的发展，我们会在未来对公司的盈利预测进行重新调整。

◆ 继续维持“买入”评级

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,417	1,543	1,974	2,440	3,160	4,048
净利润	12	107	174	314	472	537
毛利率	10.3%	17.5%	22.3%	27.0%	29.0%	26.3%
期间费用率	10.0%	10.6%	10.2%	9.5%	8.6%	8.2%
净利润率	0.8%	6.9%	8.8%	12.9%	14.9%	13.3%
EPS	0.04	0.344	0.57	1.03	1.55	1.76
PE	475	55	33	18	12	11
PB	12	10.6	8.8	6.5	4.8	3.8

资产负债表		百万元								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	
流动资产	304	563	624	449	520	645	947	1,325	1,761	
现金	66	100	147	206	222	173	380	632	962	
应收帐款	33	17	14	5	6	26	32	39	45	
预付账款	64	174	116	112	82	158	190	232	268	
存货	132	252	339	123	205	283	340	417	481	
其他	9	20	9	3	5	5	5	5	5	
非流动资产	165	187	243	286	278	283	306	325	332	
长期投资	0	0	4	4	4	4	4	4	4	
固定资产	120	146	187	226	203	216	234	250	260	
在建工程	13	11	21	12	27	18	22	24	21	
无形资产	6	7	7	18	18	19	19	20	20	
其他	26	24	24	25	26	26	26	26	26	
资产总计	469	750	867	735	799	928	1,252	1,649	2,093	
流动负债	254	239	301	170	117	135	151	167	188	
短期借款	96	139	200	60	30	33	39	40	44	
应付账款	36	40	33	37	29	45	50	57	67	
预收账款	15	18	21	38	15	42	46	54	62	
其他	40	34	37	24	16	16	16	16	16	
非流动负债	6	8	9	10	9	35	86	99	131	
长期借款	0	0	0	0	0	26	77	90	122	
其他	6	8	9	10	9	9	9	9	9	
负债合计	260	246	311	180	126	170	237	266	319	
所有者权益	209	504	556	555	673	758	1,015	1,383	1,774	
股本	70	94	169	305	305	305	305	305	305	
资本公积	5	211	136	54	65	271	413	671	1,039	
留存收益	106	161	210	157	260	142	258	368	391	
少数股东权益	12	15	15	11	13	13	13	13	13	
归属母公司所有者权益	196	488	541	545	629	771	1,028	1,396	1,787	
负债与股东权益合计	469	750	867	735	799	928	1,252	1,649	2,093	

现金流量表		百万元								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	
经营活动现金流	15	-182	90	277	39	67	265	410	507	
净利润	39	64	70	12	107	178	322	490	558	
折旧摊销	18	22	20	29	29	31	34	37	40	
财务费用	4	7	16	5	6	8	12	13	16	
营运资金变动	-47	-208	-29	250	-85	-132	-85	-111	-88	
其他	0	-66	14	-18	-18	-18	-18	-18	-18	
投资活动现金流	-33	-50	-69	-52	-12	0	-15	-20	-12	
资本支出	-33	-50	-74	-54	-12	0	-15	-20	-12	
长期投资	0	0	4	0	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	51	266	26	-169	-11	-117	-42	-138	-165	
借款增加	0	43	62	-140	17	29	57	14	35	
普通股增加	0	0	75	135	0	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	-75	-83	11	206	142	258	368	
现金净增加额	32	34	48	56	16	-49	208	251	330	

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1,031	1,641	1,781	1,417	1,543	1,954	2,349
营业总成本	983	1,567	1,714	1,412	1,422	1,717	1,919
营业成本	903	1,463	1,563	1,271	1,276	1,513	1,687
营业税金及附加	0	0	0	0	0	8	9
销售费用	44	57	68	78	74	119	130
管理费用	31	40	55	59	72	69	80
财务费用	4	7	16	5	0	8	12
营业利润	47	74	67	5	121	237	429
营业外损益	-1	2	16	5	7	0	0
利润总额	47	77	83	11	127	237	429
所得税	8	13	12	-1	20	59	107
净利润	39	64	71	12	107	178	322
少数股东损益	0	2	2	0	2	3	4
归属母公司所有者净利润	39	62	69	12	105	175	318

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
成长能力							
营业收入		59.3%	8.5%	-20%	9%	27%	20%
营业利润		56.8%	-9.8%	-92%	2219%	96%	81%
净利润		63.5%	11.2%	-83%	797%	66%	81%
获利能力							
毛利率	12.3%	10.9%	12.2%	10%	18%	23%	28%
期间费用率	7.7%	6.4%	7.8%	10%	10%	10%	9%
净利润率	3.8%	3.9%	4.0%	1%	6%	9%	14%
ROE	18.7%	12.7%	12.8%	2%	17%	23%	31%
ROA	8.3%	8.5%	8.2%	2%	13%	19%	26%
ROIC	14.4%	10.5%	10.7%	2%	15%	22%	29%
偿债能力							
资产负债率	55.5%	32.8%	35.9%	24%	16%	18%	19%
净负债比率	6.3%	5.2%	6.1%	-20%	-24%	-12%	-21%
流动比率	1.2	2.4	2.1	2.6	4.4	4.8	6.3
速动比率	0.7	1.3	0.9	1.9	2.7	2.7	4.0
营运能力							
总资产周转率		2.7	2.2	1.8	2.0	2.3	2.2
应收帐款周转率		65.0	116.2	154.0	283.2	120.9	81.1
存货周转率		7.6	5.3	5.5	7.8	6.2	5.4
每股指标(摊薄)							
每股收益	0.56	0.68	0.42	0.04	0.35	0.58	1.06
每股经营性净现金	0.21	-1.94	0.53	0.91	0.13	0.22	0.87
每股净资产	2.98	5.36	3.29	1.82	2.06	2.53	3.38
估值指标							
P/E	148.2	90.6	81.5	484.9	54.1	32.6	18.0
P/B	27.7	11.5	10.4	10.4	9.2	7.5	5.6
P/Sales	5.6	3.5	3.2	4.1	3.8	3.0	2.5
EV/EBITDA					46.5	25.6	14.6

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102