

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）	54.26
流通股数（百万股）	186
流通市值（亿元）	33.09

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 S1500210020003
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)：非公开增发点评

——完善产业链、提高核心竞争力

2011年3月2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。
- ◆ 公司拟非公开发行股票不超过 4,800 万股（含 4,800 万股），发行价格不低于 15.63 元/股，募集资金总额不超过 7.4 亿元。本次发行完后黄培钊持有股本总额的比例不低于 28.95%，仍为公司的控股股东、实际控制人。
- ◆ 募集的资金主要用于完善公司产业链、进一步优化公司产品结构和提高公司的核心竞争力。项目方向主要为水溶性肥料、缓控释肥料和有机肥等。具体包括新建灌溉施肥项目（含“贵港灌溉施肥项目”和“徐州灌溉施肥项目”）、新建徐州年产 60 万吨缓释肥及 35 万台种肥一体播种设备项目、新建贵港年产 20 万吨有机肥产业化项目。项目投产后公司将进一步丰富公司的产品品种，提升公司在化肥行业中的竞争力，形成未来新的盈利增长点，以适应我国农业发展中化肥产品结构优化升级的发展战略，有利于公司实现自身的跨越式发展
- ◆ 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。受益于此，预计 2011 年利润将超预期，一季度预计每股收益 0.2 元。
- ◆ 如果定向增发能在 2011 年完成的话，同时考虑股本摊薄的因素，预计未来项目将增厚芭田股份 EPS1.0 元。但我们暂时不对估值区间进行调整，原因是定向增发存在一定程度的不确定性，请继续关注我们后期的报告。
- ◆ **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

1、水溶性肥料项目

1.1 水溶性肥料发展情况

我国是世界上人均水资源最贫乏的国家之一，仅为全球平均水平的 1/4，而我国 50%的水资源用于农业灌溉。由于干旱导致的农业缺水问题十分突出，去年西南的干旱造成了大面积作物绝收、今年的华北地区大面积干旱等已经严重影响到正常的农业生产，对我国粮食安全造成了严重的威胁。大力推广节水农业成为迫在眉睫的事情，节水农业是发展生态环保农业的一种必然趋势，也是发展我国现代农业的必由之路。

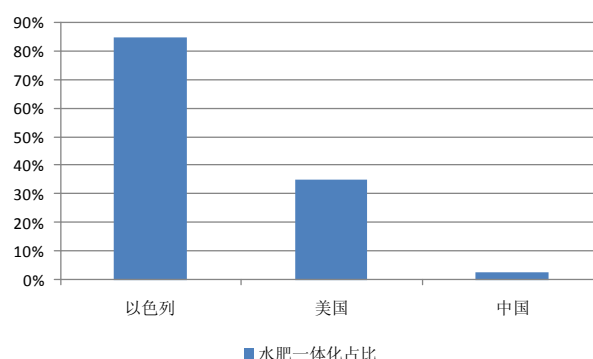
节水农业重要的组成部分就是水肥一体化技术。水肥一体化技术则把水资源的利用与化肥施用结合起来，灌溉施肥既可供水又可供肥，还可节约劳力。将相互制约的施肥与灌溉结合起来，使其相互促进，大大节省资源投入和劳动力成本。

水肥一体化技术在我国越来越得到了各级政府的大力支持，受到广大农民的欢迎，发展很快。目前，在浙江、山东、广东、广西、新疆、甘肃、内蒙等地的设施农业、蔬菜、水果、香蕉及棉花、马铃薯、玉米、甘蔗等大田作物上得到大面积的应用。

水溶性肥料作为一种新型环保肥料，具有使用方便，可和喷灌、滴灌结合使用，并可喷施、冲施等优点，在提高肥料利用率、节约农业用水、减少生态环境污染、改善作物品质以及减少劳动力等方面起着重要的作用。在我国目前水资源短缺情况下，水溶性肥料是保证农业持续、高效的有效途径之一。

水溶性肥料只有与配套的灌溉设备相结合，才能发挥最大效益，而当前灌溉设备成本较高。根据节水规划，到 2020 年将基本完成全国大中型灌区的续建配套和节水改造，并基本实现现代化管理；农田灌溉面积达到 6000 万公顷以上，其中 64%的面积要达到节水灌溉规范要求；万元农业产值耗水量减 15%，灌溉水利用率提高到 0.55 左右，新增年农业节水能力 300 亿立方米；粮食作物的水分生产率要达到 1.6 公斤每立方米，实现新增粮食生产能力 400 亿公斤。

图表 1：以色列、美国和中国水肥一体化占施肥总量比例



资料来源：信达证券

现在国际上的水溶性肥料产品都相当成熟，但都集中在一些工业比较发达的国家，如全球最大的水溶性肥料——智利化学矿业公司（SQM），以及挪威的雅冉

(YARA)公司,英国的欧麦思(Omex)公司,以色列的海法(Haifa)公司,德国的圃朗特(Planta)公司,美国的施可得(Scotts)公司,其中大部分品牌已经来到中国,并具有较高的影响力和市场占有率。以美国施可得(scotts)通用型水溶专业肥料为例,含量为N18+P11+K18+2MgO+TE为例,该产品目前市场价格为25,000元/吨。

1.2 芭田股份占领了国内水溶性肥料发展的制高点

芭田复合肥技术领跑我国肥料市场,塑造了我国复合肥料的前卫形象。不仅如此,“芭田”的水溶肥和灌溉肥系列也以技术领先而站在行业最前列。

图表 2: 公司在水溶性肥料掌握的技术

技术	内容
料浆全溶技术	公司拥有生产无渣肥料的核心技术,灌溉施肥以滴灌为主,普通肥料含渣量高,含渣肥料通过水管就会沉淀,时间长就会堵管、堵喷头。公司首创的“水利旋流”技术,在生产过程中将渣滓沉淀,实现优良的无渣效果,解决了灌溉施肥应用过程中肥料难溶、堵管的问题
磷的过滤技术	公司拥有农用磷铵过滤技术,以农用磷铵为原料通过过滤生产,可节省20~30%的成本
磷的过滤技术	公司将自主研发的智能识别系统应用到灌溉施肥设备上,可以根据不同耕地、不同作物针对性施肥,独创了“一桶、一包、一法”(即一个桶加一包肥配一种方法)的专利技术,提高肥料利用率、提高产量、提升产品品质

资料来源: 信达证券

芭田抓住目前的机遇,致力于水肥一体化技术的应用和推广,在做好优质肥料的基础上,开发出一整套适合中国国情的水肥一体化技术。这套技术,主要由“芭田灌溉肥料+芭田施肥方法+芭田灌溉设施”,三部分组成,简称为芭田灌溉施肥“三位一体”应用技术。该技术是在学习世界农业强国先进经验基础上,结合国内实际,从“食物链营养专家”的角度出发,经过长期总结探索后,创造性提出的“肥料+方法+设施”三位一体施肥技术新模式。这一模式,是通过科学的方法,将肥料和设施有效地结合起来,做到将肥料和水,准确地送到最靠近植物根部的土壤,提高了利用率,节约了水,降低了农民种田成本。

在芭田WSF应用效果(深圳公明试验基地)报告显示:在叶菜上喷施叶菜型(20-12-18)WSF比喷施常规肥对照增产17%;在苦瓜上应用果蔬型(14-11-25)WSF冲施处理与常规施肥相比,平均瓜长、瓜径及单瓜重均分别比常规处理增加5.2%、6.3%、8.2%,平均增产17.5%。确实能有利于提高作物的单产以及作物品质。还有研究表明,施用WSF能有利于经济作物的提前成熟。

1.3 水溶性肥料项目收益分析

随着中国农业的集约化、规模化发展,水资源的进一步匮乏,以及大型农场的不同

断涌现，滴灌、喷灌节水设施农业面积迅速扩大，在业内，已经有越来越多的政府部门、专家学者、技术推广、农业从业者认识到水溶性肥料和水溶性肥料产业的重要性。

在水溶性肥料的成本测算中我们发现，大约有 25%的成本来自于包装材料，而传统复合肥包装材料成本仅占 2%左右，每吨水溶性肥料的包装成本占水溶性肥料附加成本的 50%。这是由于水溶性肥料是液体形态包装和运输的，包装较小，包装物数量需求大，对包装物的防渗漏要求也更高，包装更苛刻。

在对项目进行充分的论证，我们因此推断水溶性肥料将成为公司未来五年的利润增长点。（详见三驾马车驱动业绩增长报告）

2、缓释肥料项目

近年来，以缓释肥料为代表的新型肥料迎来了快速发展期，目前世界缓释肥产能达到 700 万吨（中国产能占 250 万吨），年产缓释肥料 200 多万吨，缓释肥料成为未来肥料行业发展方向之一。

图表 3：2009 年我国缓释肥产能及实物产量情况



资料来源：信达证券

我国缓释肥料发展较快，2009 年我国缓释肥产量达到 70 万吨，其中硫包衣 30 万吨，生化抑制剂 20 万吨，脲醛类 10 万吨，肥料包裹 5 万吨，树脂包衣 5 万吨。目前产能 250 万吨，硫包衣 80 万吨，生化抑制剂 60 万吨，树脂包衣 55 万吨，肥料包裹性 35 万吨（自主知识产权），脲醛 20 万吨。

缓释肥是缓慢释放的肥料，比正常的肥料释放慢，包括包硫尿素（膜随机破裂式缓释）；脲甲醛、IBDU 等缓慢释放氮肥；硝化、脲酶抑制剂，只对氮肥有限的缓释，对磷钾没有缓释。

目前，缓控释肥技术已经发展了三代，第一代溶剂型的工艺，生产过程中需要溶剂；第二代为无溶剂技术工艺，采用的是反应层包衣技术；第三代为无溶剂超薄包衣技术，包衣率为仅为 3%—4%，包衣材料完全可以降解，生产成本为 500—600 元每吨。而现在市面出现的控释肥绝大部分是假控释肥，大部分是包硫尿素以及用一部分包硫尿素掺混的 BB 肥，都是打着控释肥的概念去推广企业的产品。

公司作为最早掌握缓释肥技术的国内复合肥厂家，具有我国最先进的缓控释肥技术，但是由于公司的发展战略的原因，一直没有把缓控释肥作为公司战略发展的重点，在缓释肥产品上，只涉及生产高尔夫球场、花卉种植等缓控释肥料，没有将缓控释肥

料产业化。但公司把缓释肥的技术应用在现有的复合肥产品中，并取得良好的效果，这也是芭田的产品为什么效果要比同类复合肥产品效果更明显的重要原因。未来芭田的重点将会是致力于生产多种技术结合的缓释肥产品，将包膜、缓释剂以及脲甲醛等技术完美结合，生产出技术领先、成本较低极具竞争力的缓释肥产品。

为适应市场发展以及产品升级的需要，公司拟新建二个缓释肥肥料厂，生产缓释肥肥料，每个厂建成后设计年产缓释肥肥料 30 万吨，生产缓释肥所需原材料脲甲醛和纳米添加剂等均为公司原厂提供。对于有技术优势的芭田股份，积极将原来应用于高尔夫球场、花卉种植等缓控释肥料引入到大田作物，提高公司产品竞争力和适应市场发展需要。

3、有机肥料项目

作为《国家有机无机复混肥标准》的组织制定者，公司在有机-无机复混肥料积累颇丰，西丽分公司作为公司有机无机复混肥生产研发基地。但是由于有机无机复混肥的产品附加值低，而且原料来源不稳定，运输成本高等原因，制约了公司有机无机复混肥的发展，公司计划在未来，在全国范围类寻找稳定的有机质来源或者合作伙伴，做大做强。

但在得到国家层面以及贵港地方政策支持下，公司有机肥项目的原料——有机废弃物原料来源稳定，供应得到保证，其主要原材料来源为工农业废弃物。

4、灌溉施肥设备、种肥一体机项目

灌溉施肥项目是紧跟国家产业政策导向、适应节水农业发展的需要，不仅将进一步提升公司竞争力，而且对于公司的长远、持续发展具有必要性。同时，近年来频繁发生的严重旱情灾害已使各级水利、农业管理部门及农民意识到了发展节水农业的重要性、必要性及迫切性，因此政府及农民将加大对节水灌溉工程建设的投入力度，由此为滴灌带、输供水管材等灌溉、节水材料带来巨大市场需求空间。

中共中央、国务院一月印发了《关于加快水利改革发展的决定》。这是新世纪以来连续第 8 个中央一号文件。近年来，我国频繁发生的严重水旱灾害造成重大生命财产损失，暴露出农田水利等基础设施十分薄弱，中央一号文件要求 5 年到 10 年扭转水利滞后局面。

并且据农业部有关专家透露，国家在节水农业的投入未来要超过在测土配方施肥行动的投入，据农业部统计，目前国家在测土配方施肥行动的投入将近 49 亿。

在国家大力发展灌溉设备的基础上，芭田抓住目前的机遇，致力于水肥一体化技术的应用和推广，在做好优质肥料的基础上，开发出一整套适合中国国情的水肥一体化技术。这套技术，主要由“芭田灌溉肥料+芭田施肥方法+芭田灌溉设施”，三部分组成，简称为芭田灌溉施肥“三位一体”应用技术。

通过联合推出灌溉施肥设备以及水溶性肥料，有利于提高用户的粘性，有效提升

肥料养分利用率和水资源利用率，力争在灌溉肥市场占据领先地位。

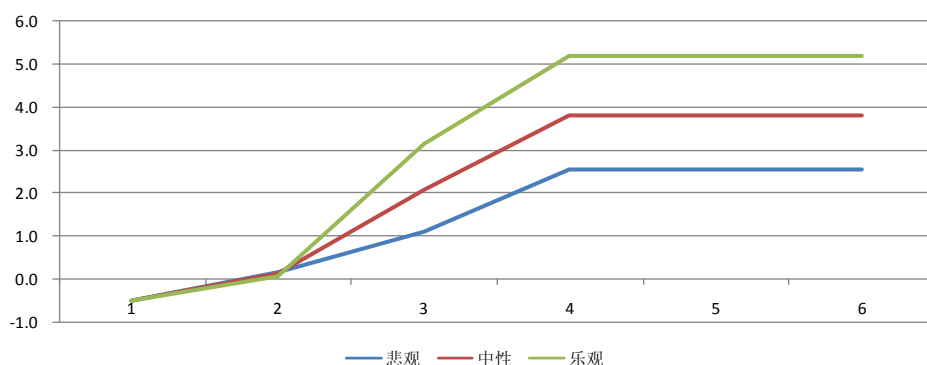
缓释肥料产品配合公司种肥一体机施用，更利于提高产品的利用率，发挥产品的效果，实现缓释肥技术和种肥一体机的同步推广和大批量生产，提升公司的市场竞争力。

无论是灌溉施肥设备，还是种肥一体机，都是为了顺利推广公司的新产品打基础的，其项目的进度，决定于公司的水溶性肥料产品及缓释肥料产品的推广程度。

5、方案预测

我们对方案进行分析，根据目前市场上大量元素水溶性肥料价格基本在 10000 元/吨左右，我们假设芭田的产品投产后，对市场的价格造成一定程度的冲击，因此，在产品的价格假设上较为保守，乐观、中性和悲观的价格分别是 6500 元/吨、6000 元/吨和 5500 元/吨。

图表 4：公司项目盈利预测



资料来源：信达证券

根据结果，如果定向增发能在 2011 年完成的话，同时考虑股本摊薄的因素，预计未来项目将增厚芭田股份 EPS1.0 元。项目建设期为两年，考虑到芭田目前的技术积累，预计部分项目有可能提前达产，预计公司项目在 2012 年开始贡献利润，2013 年逐步走上正轨。

充分考虑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/吨的状况，认为作为磷肥的替代品复合肥盈利状况较好。受益于此，预计 2011 年利润将超预期，一季度预计每股收益 0.2 元。但我们暂时不对估值区间进行调整，原因是定向增发存在一定程度的不确定性，请继续关注我们后期的报告。

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