

复合肥

侯宏森

010-66276985

houhongsen@cjis.cn

6-12 个月目标价: 14.50 元

当前股价: 10.98 元

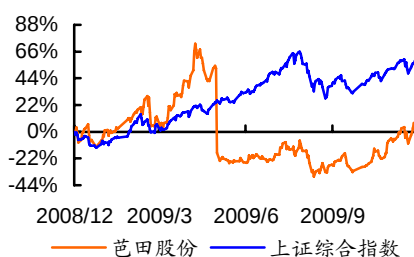
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3317.04
总股本(百万)	305
流通股本(百万)	78
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	1.84
资产负债率	35.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
芭田股份	22.00	39.87	32.45
上证综合指数	6.03	15.92	19.87



相关报告

芭田股份

002170

强烈推荐

复合肥长期看好，两年困境后，“类苏宁”芭田将崛起

近期，我们同公司进行了交流，并调研了销售网点，对目前销售情况及 10 年所面临的发展机遇和困境进行了分析和研究。

投资要点:

- **芭田股份品牌极具影响力。**芭田是中国专业生产复合肥的唯一一家上市公司，科研+质量+服务是芭田品牌的基石，经过 18 年的不辍耕耘，建立了芭田金网销售模式，芭田被认定为中国驰名商标，已成为复合肥行业最具影响力的品牌之一。
- **从价格体系上，复合肥经历 08 年高成本困境，走过了 09 年的低价格尴尬，10 年将会步入良性发展轨道。**08 年上半年单质肥价格暴涨，远超过复合肥的消化能力，下半年又遭遇暴跌，酿成大量库存压力，09 年单质肥价格极低，市场观望情绪严重，经济低迷导致农村劳动力激增，都对复合肥形成严重冲击，10 年单质肥价格在成本推动和需求拉动下，有望适度上涨，但因供给过剩，涨幅不会太大，不会造成成本压力，这样从价格体系上将为复合肥提供良好市场环境。
- **从市场环境上，优势复合肥企业将从残酷的无序的恶性竞争中脱颖而出，未来复合肥的竞争就是品牌的竞争和规模的竞争。**中小企业经历两年的市场蹂躏，三分之一将倒闭，且农民也经过了长时间去伪存真的选择，对品牌产品产生一定信赖。
- **从需求上，经济复苏明显，10 年复合肥用量将大增。**一方面 10 年农民又将会大量流出农村，使用非常方便的复合肥将会得到青睐，另一方面农民对经济作物种植积极性提高，也将大大提高复合肥的用量。
- **从长期来看，复合肥的使用是农业必然的发展趋势，不可逆转，中国市场空间巨大。**美国 80% 的化肥都是复合肥，而我国仅为 30% 左右。
- **芭田 09 年完成了产能的提升，销售人员的培养，市场区域的扩张，业务渠道的开拓，为今后两年实现快速增长打下坚实基础，三项费用率也将会大幅降低。**
- **10 年公司复合肥价格有望获得稳定上涨，毛利率将会得到大幅提升，回归正常水平。**目前芭田复合肥价格还在上涨之途中，近一个月来价格已上涨 15% 左右。
- **公司股权激励计划有望实施，行权价为 8.65 元/股，这将会极大促进管理层的工作积极性，有助于公司的持续增长。**
- **给予强烈推荐评级。**我们预测公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 0.05 元、0.48 元和 0.68 元。公司作为极具品牌优势的复合肥企业，经过两年的内功休养和战略布局后，未来两年将迎来快速增长阶段。并且由于公司为中小板上市企业，流通股仅有 7776 万股，因此我们给予公司 10 年 30 倍市盈率，6-12 个月目标价为 14.5 元，还有 30% 的上涨空间，因此给予强烈推荐评级。

风险提示: 短期股市风格轮换，小盘股可能出现回调，但可在震荡中布局。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1780	1404	2596	3374
同比(%)	8%	-21%	85%	30%
归属母公司净利润(百万元)	65	15	145	209
同比(%)	6%	-76%	848%	44%
毛利率(%)	12.3%	9.2%	12.3%	12.9%
ROE(%)	12.0%	2.8%	21.0%	23.4%
每股收益(元)	0.21	0.05	0.48	0.68
P/E	51.43	218.07	23.01	16.04
P/B	6.15	6.09	4.82	3.75
EV/EBITDA	33	159	18	13

资料来源: 中投证券研究所

1、芭田品牌在我国复合肥行业极具影响力

公司主营复合肥研发、生产和销售，产品线丰富，包括生物肥、控释肥、生态复合肥和高效复合肥等系列 100 多个品种，基本涵盖了 95%以上主要农作物，在无机复合肥、有机生态复合肥、缓控释复合肥、生物复合肥等领域具有技术领先优势，拥有高塔熔融喷浆造粒生产工艺在内的多项国家发明专利。

芭田作为国家科技创新型星火龙头企业，构建了行业内最强大的科研创新平台：深圳企业博士后工作站芭田分站、国家钙镁磷复合肥研究中心深圳中心、芭田生态肥业研究中心等，组织制定《国家有机无机复混肥标准》，拥有并申请十多项国家发明专利，科技创新成就了芭田在复合肥领域的领先地位。

芭田作为中国专业复合肥生产领域的唯一一家上市公司，18 年来在复合肥行业的不辍耕耘，使芭田品牌迅速成长为中国驰名商标，中国复合肥行业十大影响力品牌，芭田生态以超速发展跻身于中国复合肥行业第一梯队，目前规模处于全国第二的水平。

采取“三统一、二依托”的经营模式打造“类苏宁”的芭田金网。

公司所谓的“三统一”，即统一全公司原材料采购，原材料通过大批量采购获取采购优惠价；统一各子公司等生产基地的复合肥生产规模、技术、设备、人员，形成标准化和资源共享。降低规模扩张及生产管理成本，加快新生产基地的投产速度，同时统一下达各子公司的生产计划；

统一网络销售，全公司的产品统一在一个销售网络销售，达到扩大市场的品牌影响力、渠道控制力，提高快速开拓市场的能力。

公司所谓的“二依托”，即依托产品使用的市场，通过紧贴市场获取低物流成本和高物流速度，同时加快对市场的反应速度。依托专业的复合肥产品，做专做精，不断开发新产品满足市场，获取市场的差异化效益。

2、10 年复合肥品牌企业将步入良性发展轨道

从价格体系上，复合肥经历 08 年高成本困境，走过了 09 年的低价格尴尬，10 年将会步入良性发展轨道。

- 08 年上半年单质肥价格暴涨，远超过复合肥的消化能力，下半年又遭遇暴跌，酿成大量库存压力；
- 09 年单质肥价格极低迷，市场观望情绪严重，经济低迷导致农村劳动力激增，都对复合肥形成严重冲击。

- 10 年单质肥价格在成本推动和需求拉动下，有望适度上涨，但因供给过剩，涨幅不会太大，不会造成成本压力，这样从价格体系上将为复合肥提供良好市场环境。

从市场环境上，优势复合肥企业将从残酷的无序的恶性竞争中脱颖而出，未来复合肥的竞争就是品牌的竞争和规模的竞争。

- 中小企业经历两年的市场蹂躏，三分之一将倒闭；
- 农民也经过了长时间去伪存真的选择，对品牌产品产生一定信赖。

从需求上，经济复苏明显，10 年复合肥用量将大增。

- 一方面 10 年农民又将会大量流出农村，使用非常方便的复合肥将会得到青睐，土地集约化种植的趋势也会提高复合肥用量。据报道，目前山东省外出农民工总规模达到 870 万人，已回升至金融危机前水平。
- 另一方面农产品价格全面上扬，尤其是经济作物的价格近期上涨很快，农民种植积极性提高，也将大大提高复合肥的用量。

3、10 年复合肥价格将会回升，公司毛利空间增大

复合肥跟随单质肥价格上扬，毛利空间扩大：

- 从养分氮来看，尿素价格大都上涨 200 元/吨，每个养分的氮上涨了 4.35 元/吨，按一般复合肥氮养分为 15%，这样每吨复合肥增加成本 65 元左右。复合肥企业很多用其它氮源碳铵和氯化铵等，成本上升就会相对较低。
- 从养分钾看，钾肥价格上涨 200 元/吨，使得每个养分的钾基本上涨了 3.33 元/吨，按一般复合肥钾养分为 15%，由钾肥价格上涨导致复合肥成本上涨就是 50 元/吨。
- 从养分磷看，一般复合肥可以用普通磷肥，如钙镁磷肥，价格便宜，每吨价格仅 350 元。其价格对磷养分影响不大。

这样算来，每吨尿素和钾肥价格上涨 200 元，复合肥成本会上涨 115 元左右，而复合肥价格也至少上涨 200 元，因此将会有 85 元左右的差价。

芭田复合肥作为高端品牌，价格目前上涨了近 300 元左右。

针对 10 年尿素、钾肥和磷肥的价格判断，复合肥存在较强竞争能力：

- 尿素价格因产能严重过剩，只能维持微利状态，保持 1700 元/吨的水

平，1650 元/吨基本上为煤头尿素的成本。

- 钾肥价格在 09 年进行了探底，市场已经认可了钾肥底部，对钾肥不再观望，而钾肥多以复合肥的形式出现，因此复合肥将跟随钾肥有比较好的表现。但是钾肥因市场逐渐成熟，经济刚刚复苏，不会再次出现暴涨局面，也不会超过复合肥的承受能力，钾肥的温和涨价会提高复合肥的毛利空间。
- 磷酸二铵方面，因电价上涨而导致黄磷价格上涨，从而推高了磷铵的成本，10 年二铵价格有望维持在 2300 元/吨的价位，但因行业也是严重过剩，行业也只能处于微利状态。但磷铵的价格提升对复合肥的冲击将大为减小，也有望提高复合肥的毛利空间。

4、复合肥使用是未来必然趋势，我国仍处起步阶段

我国复合肥还有很大发展空间。随着农业种植结构的调整，现在的用肥结构其实已经发生了很大的变化，种植瓜果、蔬菜、特种经济作物等，更需要一些专用肥、测土配方肥等复合肥料。国外复合肥企业生产十分精细，有自己研制的带有技术含量的配方，能够做到把标准化的原料经过转化，生产出适应当地土壤品质的产品。由于我国复合肥起步较晚，目前我国复合肥的用量占化肥用量不到 30%，而发达国家已达 80%，随着国家配方施肥项目开展，农业部门要求到 2010 年化肥复合率将达到 50%，目前来看实现的难度较大，未来几年我国的复合肥料市场仍有较大的发展空间。

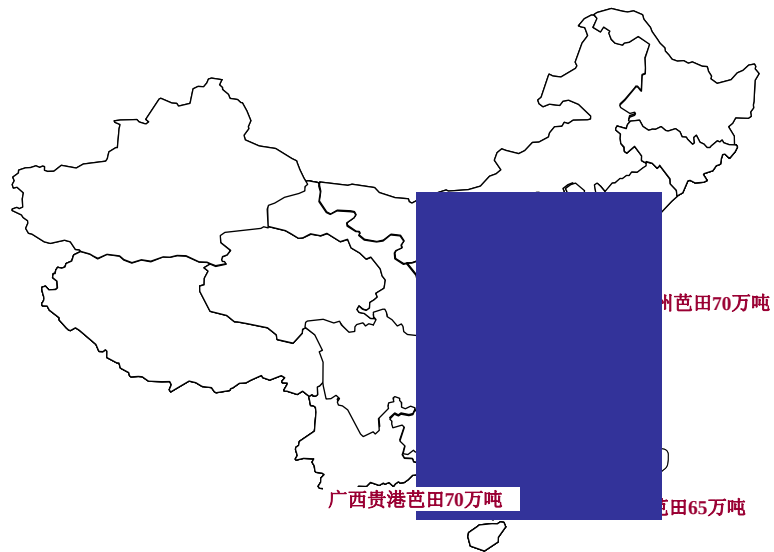
配方施肥具有很重要的现实意义。比如目前我国东北地区的兴安盟大部分耕地由于长期过量使用磷肥，土壤中磷的含量较八十年代有很大提高，测土结果表明，一般都高出一倍以上。相反，由于不注重钾肥的补充，使土壤中钾的含量严重下降，现在的含量只是八十年代土壤中钾含量的一半左右，因此当地农民反映使用磷酸二铵效果没有以前的效果好的原因。因此在肥料选择上应买含有氮、磷、钾三元素的肥料，其施用比例为 1: 0.29: 0.40 较好。

5、芭田突破产能瓶颈，市场范围也得以迅速扩大

随着公司 08 年底-09 年徐州基地和贵港基地项目的投产，公司产能瓶颈得到解决，09 年底产能达到 200 万吨左右；08 年底市场销售人员从 400 人增加到了 600 人，09 年市场正式从以经济作物为主的华南和华东市场开始向华北和中原地区的农业大省扩张。

芭田公司现有销售网络覆盖了全国二十多个省、市、自治区，拥有一万多个网络终端，初步形成了结构合理、管理完善的分销体系

图 1: 芭田的市场拓展示意图

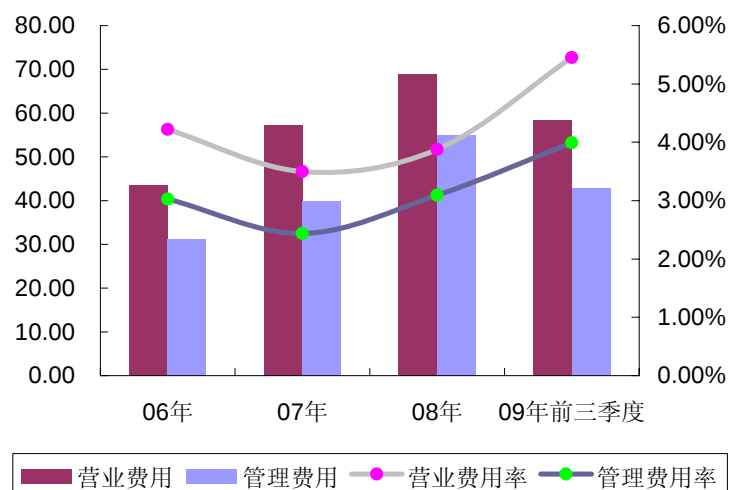


资料来源: 公司公告、中投证券研究所

7、盈利预测

09 年前三季度两项费用总和已经达到了 1 亿元人民币, 营业费用率和管理费用率分别达到了 5.46% 和 3.99%, 公司认为经历了 08 年和 09 年的业务拓展和人员增加, 目前各项业务运作都基本趋于稳定, 10 年的公司营业费用率和管理费用率有望大幅降低。

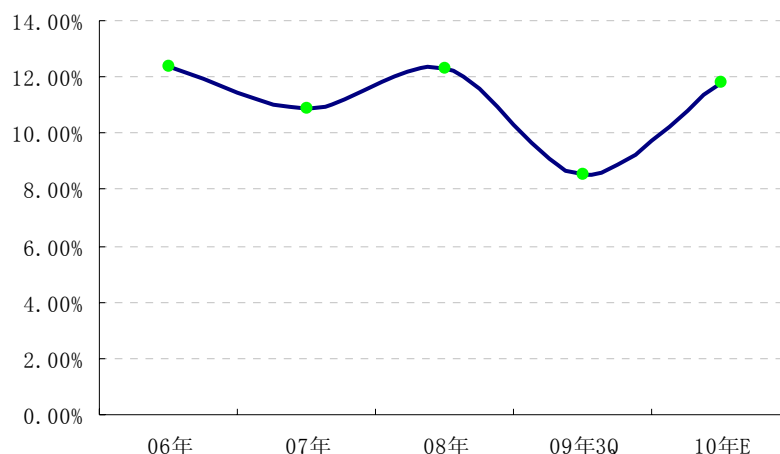
图 2: 公司四年管理费用和营业费用情况 (百万)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

公司 09 年毛利水平达到了历史地点, 前三季度毛利仅为 8.52%, 主要是产品价格异常低迷所致, 经历了 09 年复合肥行业的发展低谷, 10 年伴随着市场环境的转好, 毛利水平有望大幅提升, 我们预计能够维持在 12% 左右。

图 3: 公司四年毛利率比较和 10 年预测



资料来源：氟硅行业协会、中投证券研究所

盈利预测假设:

- 1、 假设公司复合肥 09 年-11 年的产销量分别 70 万吨、110 万吨和 140 万吨;
- 2、 由于公司复合肥的种类较多,有一百多个品种,我们只能以平均价和平均成本进行分析,具体假设如下表。

表 1: 公司 09 年-11 年产销量、价格和成本假设

时间	2009 年	2010 年	2011 年
产销量 (吨)	65	110	140
每吨价格 (元)	2160	2360	2410
每吨成本 (元)	1960	2070	2100
毛利率	9.25%	12.28%	12.86%

- 3、 假设 10 年公司的营业费用率和管理费用率分别为 3.02%和 2.37%。11 年公司的营业费用率和管理费用率分别为 2.98%和 2.18,伴随着规模的扩大和业务渠道的成熟,并成下降趋势。

给予强烈推荐评级。我们预测公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 0.05 元、0.48 元和 0.68 元。我国复合肥行业的品牌优势企业将步入良性发展轨道,公司经过两年的内功休养和战略布局后,未来两年将迎来快速增长阶段。并且由于公司为中小板上市企业,流通股仅有 7776 万股,因此我们给予公司 10 年 30 倍市盈率, 6-12 个月目标价为 14.5 元,目前股价为 10.98 元,还有 30%的上涨空间,因此给予强烈推荐评级。

表 2: 盈利预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1780	1404	2596	3374
同比(%)	8%	-21%	85%	30%
归属母公司净利润	65	15	145	209
同比(%)	6%	-76%	848%	44%
毛利率(%)	12.3%	9.2%	12.3%	12.9%
ROE(%)	12.0%	2.8%	21.0%	23.4%
每股收益(元) (摊薄)	0.21	0.05	0.48	0.68
P/E	51.43	218.07	23.01	16.04
P/B	6.15	6.09	4.82	3.75
EV/EBITDA	33	159	18	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	626	618	836	1074	营业收入	1780	1404	2596	3374
现金	147	251	213	231	营业成本	1561	1274	2277	2940
应收账款	16	46	56	70	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	8	11	20	24	营业费用	69	71	78	101
预付账款	116	108	188	254	管理费用	55	46	62	74
存货	339	202	359	495	财务费用	16	6	6	6
其他	0	0	0	0	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	235	232	234	235	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	1	1	2	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	143	164	169	167	营业利润	68	7	173	254
无形资产	7	7	8	8	营业外收入	19	14	15	15
其他	80	60	56	59	营业外支出	3	1	2	2
资产总计	860	850	1069	1309	利润总额	84	20	187	267
流动负债	292	285	350	379	所得税	14	3	32	46
短期借款	200	180	186	184	净利润	70	16	155	221
应付账款	24	51	81	93	少数股东损益	5	1	10	13
其他	68	54	84	102	归属母公司净利润	65	15	145	209
非流动负债	9	0	0	0	EBITDA	104	21	188	270
长期借款	0	0	0	0	EPS (元) (摊薄)	0.21	0.05	0.48	0.68
其他	9	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	301	285	350	379	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	15	16	25	38	成长能力				
股本	169	305	305	305	营业收入	8.4%	-21.1%	84.9%	30.0%
资本公积	136	52	52	52	营业利润	-8.5%	-89.4%	2301.8%	46.8%
留存收益	239	193	337	535	归属于母公司净利润	6.1%	-76.4%	847.6%	43.5%
归属母公司股东权益	544	549	694	891	获利能力				
负债和股东权益	860	850	1069	1309	毛利率	12.3%	9.2%	12.3%	12.9%
现金流量表					净利率	3.7%	1.1%	5.6%	6.2%
单位:百万元					ROE	12.0%	2.8%	21.0%	23.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	10.8%	2.1%	20.8%	23.9%
经营活动现金流	90	157	-28	48	偿债能力				
净利润	70	16	155	221	资产负债率	35.0%	33.5%	32.8%	29.0%
折旧摊销	20	8	9	10	净负债比率	66.37%	62.99%	53.18%	48.55%
财务费用	16	6	6	6	流动比率	2.14	2.17	2.38	2.83
投资损失	2	0	0	0	速动比率	0.95	1.44	1.33	1.49
营运资金变动	-23	137	-204	-194	营运能力				
其它	6	-10	6	5	总资产周转率	2.21	1.64	2.71	2.84
投资活动现金流	-69	-7	-11	-11	应收账款周转率	97	42	47	49
资本支出	75	10	10	10	应付账款周转率	49.21	34.17	34.64	33.92
长期投资	0	-3	0	0	每股指标 (元)				
其他	6	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.05	0.48	0.68
筹资活动现金流	26	-45	-0	-19	每股经营现金流(最	0.30	0.51	-0.09	0.16
短期借款	62	-21	7	-2	每股净资产(最新摊	1.79	1.80	2.28	2.93
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	75	135	0	0	P/E	51.43	218.07	23.01	16.04
资本公积增加	-75	-85	0	0	P/B	6.15	6.09	4.82	3.75
其他	-36	-75	-7	-17	EV/EBITDA	33	159	18	13
现金净增加额	48	104	-39	18					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 4 年投资咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、宏达新材、金发科技、红宝丽、巨化股份、沧州明珠、杨农化工、诺普信、沙隆达、华星化工、湖北宜化、华鲁恒升、建峰化工、六国化工、兴化股份、浙江龙盛、青岛金王、威远生化等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商会中心 A 座 19 层
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434