

明年公司经营业绩能够出现转机

——芭田股份（002170）调研快报

2009 年 12 月 17 日

推荐/维持

基础化工

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师
	010-6650 7316

事件：

我们和机构投资者于 12 月 17 日至芭田股份调研，与公司董秘及证券事业部的工作人员一起了解公司的近期生产和销售情况以及公司的中长期规划。

问题 1：三季度公司的业绩为什么能够有所改善？

公司在经过了 08 年原材料价格上涨，化肥很多企业开始囤积了很多高价原材料，芭田股份也参与这其中，当时公司对原材料的库存时间保持在一个半月到二个月的时间，这些原材料直至 09 年二季度之后全部消化完毕。现在公司在原材料库存方面保证在 3-5 天的库存，三季度开始公司的整个生产经营状况恢复到了正常的状态，单季度实现了每股收益 0.10 元，预计今年全年能够实现盈利。经过了这场风波，公司在经营上开始吸取教训，希望经营更加稳健。

由于公司一直是面对较为高端的市场，服务于经济作物，09 年经济危机后，农民对价格的敏感性开始提高，对像芭田股份这样的高端复合肥的需要减少，08 年公司复合肥的销量达到 100 万吨，而 09 年前三季度复合肥的销量仅仅达到 40 万吨，其中公司的高端复合肥蓝复合肥的销量下滑很大，而相对低端的好阳光复合肥销量增长较快。虽然销量出现了大幅下滑，但是现在在消费者的心目中形成了芭田复合肥的高端定位，品牌形象形成，为未来发展奠定品牌优势。

问题 2：公司怎样看待明年的原材料价格情况？

公司认为氮肥受天然气和煤炭价格上涨的推动，有所上涨，现在从 1550 元/吨达到 1800 元/吨，但是产能过剩和出口受阻压力仍然很严重，并且已经超过了 08 年现价 1750 元/吨的价格，价格上涨的幅度不是很大；而磷肥前期开工率不高，价格上涨的可能性较大；钾肥方面受成本较低、毛利率较高以及近些年钾肥的新建项目较多的影响，价格涨幅不会很大；而复合肥价格方面未来应该保持合理的毛利水平。未来单质肥未来需求要减少，国外发达国家复合肥的使用率达到 70-80%，需求状况较为看好。再加之复合肥的销售已经放开，个人也可以销售复合肥，销售渠道更为畅通。

问题 3：公司在复合肥经营上有哪些竞争优势？

公司的产品定位于高端复合肥，主要用于经济作物的使用，目标主要市场在广东、广西、海南和山东，在全国的市场份额全额 3% 左右，广东省占有 30% 的市场份额，其中复合肥市场有 5000 万吨的市场规模，1000 万吨的存量，3000 家的企业。并辐射江苏、河北和湖北市场。现有有 600 人的销售队伍，其中今年就新增

了 200 人的销售人员。在销售策略方面，1.在 7 个省市的电视台上播放农业方面的娱乐节目宣传芭田股份的产品；2.帮助政府种试验田，能明显对比芭田股份的产品质量好于很多其他产品；3.将产品免费赠送给种田大户进行小块田产品测试，对比产品质量；4.到农村通过宣传车来宣传产品的质量。这些努力使芭田股份得到了消费者的认可。

在产品方面，现有 100 多种产品，每年有 3000 多万元的研发投入，产品理念是“缺啥补啥，吃饱不浪费的原则”，科学制定复合肥的配方。产品不仅仅是二元和三元复合肥还添加了其他微量元素保证植物健康的成长，使一些蔬菜长得较为光鲜，产品能够早上市一周时间。

问题4：芭田股份2010年经营状况有哪些增长性分析？

芭田股份未来的增长性主要基于以下几个方面：1.公司剩余库存消化完毕，氮磷钾的价格回落到了较低的价格，复合肥毛利率得到了正常的回复；2.消耗掉高价原材料之后，公司产品价格定价更为合理，产品的销量能够有很大的好转；3.随着贵港 70 万吨的复合肥在今年 6 月份的顺利投产，目前公司复合肥的产能已经达到了 210 万吨；4.公司在股权激励后，能够提高公司的经营效率，09 年公司的三项费用率都有些偏高，公司希望在销售费用相关的运输、物流费用预计 2010 年这方面能够有所下降。

盈利预测及投资评级：复合肥行业已经低迷了一年多了，对于正常的行业不可能经营一直都是维持在亏损和微利的状态，而且，未来复合肥的需求状况一直是呈现向上的态势，我们看好芭田股份的经营业绩，公司在结束高价库存后，业绩出现了大幅度的好转。我们预计 09-10 年的每股收益分别为 0.10 元、0.50 元、0.62 元，给予“推荐”评级。

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1641.48	1779.51	1500.00	2475.00	3093.75
营业成本	1462.97	1561.35	1368.00	2153.25	2691.56
营业费用	57.39	68.93	55.50	81.68	102.09
管理费用	40.02	55.07	43.50	54.45	68.06
财务费用	6.87	15.64	8.38	10.66	14.38
投资收益	0.00	(1.66)	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.42	68.09	24.62	174.96	217.65
利润总额	76.82	84.22	36.62	188.16	232.17
所得税	12.97	14.38	6.22	31.99	39.47
净利润	63.85	69.84	30.39	156.17	192.70
归属母公司所有者的	61.31	65.03	25.89	151.67	188.20

净利润

NOPLAT	67.56	69.43	27.39	154.07	192.59
每股净收益（元）	0.81	0.38	0.10	0.50	0.62

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	99.63	147.26	112.50	185.63	232.03
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	17.14	16.22	15.21	25.09	31.36
预付款项	174.21	115.98	115.98	115.98	115.98
存货	252.32	338.53	296.09	466.05	582.56
流动资产合计	562.88	625.63	546.21	803.36	975.21
非流动资产	187.13	234.74	274.08	308.01	340.41
资产总计	750.00	860.37	820.30	1111.37	1315.62
短期借款	138.50	200.00	165.35	296.78	327.67
应付帐款	39.84	23.62	29.98	47.19	58.99
预收款项	18.06	20.84	25.34	32.77	42.05
流动负债合计	238.74	291.94	266.91	434.60	494.53
非流动负债	7.62	9.42	5.77	18.49	26.56
少数股东权益	15.26	15.00	19.50	24.00	28.50
母公司股东权益	488.38	544.01	528.11	634.28	766.02
净营运资本	324.13	333.69	279.31	368.77	480.68
投入资本 IC	538.51	607.75	596.46	765.44	890.17

现金流量表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	63.85	69.84	30.39	156.17	192.70
折旧摊销	24.89	24.93	0.00	16.07	17.60
净营运资金增加	324.13	9.55	(54.38)	89.46	111.91

经营活动产生现金流	510.38	538.21	103.82	35.14	128.29
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(51.60)	(50.00)	(50.00)
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(86.98)	87.99	(31.88)
现金净增（减）	124.03	281.64	(34.76)	73.12	46.41

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。