

2010-09-08

化肥与农用化工

芭田股份 002170.SZ

复合肥行业的“苏宁电器”

——连锁新模式引领复合肥终端市场变革

- ◇ 报告起因：公司总部、和原生态配肥站调研
- ◇ 潜在催化因素：“和原生态”模式顺利推广

◆和原生态农业增值服务模式颠覆传统模式，实现产业链参与者多赢：

“和原生态模式”创新了肥料的产供销用产业链运作模式，彻底变革传统的肥料生产销售商业模式，为农业、农民提供综合增值服务而不是简单的卖产品。该模式对整个社会的收益而言，是在社会资源消耗不变的情况下带来农作物的增产，这是一次肥料流通环节的革新。该模式通过统一的品牌、标准化的原料颗粒、标准化的物流配送、小规模的生产，来适应农业的需求。它可实现生产商、经销商和农民三方受益，并将获得政府的支持。

和原生态模式不同于农资连锁模式，它具有标准化流程、较低的推广成本，而且还有一定的壁垒，我们认为和原模式更有生命力，更易复制推广。

◆“星星之火可以燎原”，“和原”模式打造复合肥行业的“苏宁电器”：

由于和原生态模式推广的主要载体为配肥站和小型复合肥设备，而配肥站不需要自建或租赁，公司需要付出的是物流成本和小型复合肥设备投资。其盈利模式就是通过“和原模式”来促进公司复合肥原料的销售。

目前公司正在广东地区进行“和原生态农业增值模式”的试点，试点时间约2年，试点的配肥站23个，90%的合作零售商已实现了盈利。我们预计公司将在2011年初开始进行大规模的网点推广，首先将是在广东全省推广，预计广东全省网点数可扩张到500家以上。同时公司也将在传统的优势覆盖省份海南、广西、山东、江苏、浙江推广。一旦网点数达到1000个，成熟运营后下可增厚业绩0.33元/股，将给公司带来巨大的利润。

◆首次给予“买入”评级，给予短期目标价18元，长期目标价35元：

考虑到公司传统复合肥业务，以销量100万吨，毛利率15.6%测算，未来在正常情况下能贡献0.45元/股业绩，基于其不同于生产型企业的流通属性，可以给予20倍估值，安全边界为9元。另外，“和原生态”模式是未来复合肥行业的一种发展趋势，结合该模式的巨大发展空间及公司的运作情况，可适度考虑12年的业绩，而且高成长的新模式可以给予较高的估值水平，我们给予20倍估值，给予新模式业务价值9元。随着公司新模式业务逐步成熟，扩张到4000个网点后，单点年均销售可超过1000吨，年销量400万吨，占未来复合肥年用量的约8%，贡献业绩1.30元/股以上，给予新业务20倍的长期目标估值水平，新业务价值26元。综上所述，我们给予公司短期目标价18元，长期目标价35元，首次给予公司“买入”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,781	1,417	1,610	2,559	4,820
营业收入增长率	8.50%	-20.42%	13.60%	58.92%	88.40%
净利润（百万元）	66	12	88	148	295
净利润增长率	8.02%	-81.85%	633.94%	68.22%	98.53%
EPS（元）	0.22	0.04	0.29	0.49	0.97
ROE（摊薄）	12.24%	2.21%	13.94%	19.56%	29.00%
P/E	65	359	49	29	15
P/B	8	8	7	6	4
EV/EBITDA	29	119	33	22	12

首次给予

买入

当前价格	14.15 元
目标价格	18.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

程 磊 (执业证书编号：S0930209070211)

张力扬 (执业证书编号：S0930209060206)

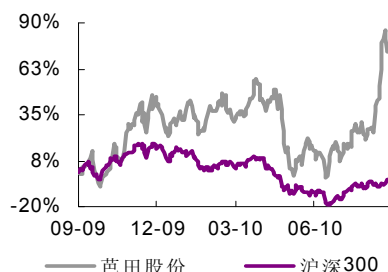
22169157

chenglei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	305
总市值(百万元)	4,310
流通比例(%)	25.53%
12个月最高/最低(元)	15.72/7.06
近3月日均成交量(百万股)	7.07
主要股东	黄培钊

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	34.44	39.55	81.90
绝对收益	37.39	50.21	78.00

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

- 1、传统复合肥业务 10、11、12 年的销量分别为 72、105、125 万吨，毛利率约 15.58%。
- 2、11、12、13 年配肥站网点累积开拓数分别为 500、2000、3500 个。

我们区别于市场的观点

“和原生态农业增值服务模式”是一种颠覆性的模式，它缩短了流通环节，实现了生产商、零售商和农民三方受益。而且这种模式作为一个系统具有一定的壁垒，不易被对手迅速复制，而公司可通过标准化的品牌、原料、掺混设备、物流来快速推广这种配肥站网点。

我们通过测算，发展 1000 个网点，以吨净利 100 元/吨计算，贡献的业绩将为 0.33 元/股；发展 10000 个网点，贡献业绩将超过 3.0 元/股。这充分说明该模式存在极大的爆发性，即使推广速度低于预期，只要新模式为市场逐步认可，投资者也会给予很高的溢价。

股价上涨的催化因素

- 1、“和原生态农业增值服务”模式顺利推广
- 2、和原模式不断被资本市场所认可
- 2、复合肥和缓控施肥企业金正大上市（芭田在缓控施肥领域积累亦多）

估值和目标价格

我们预计公司 10、11、12 年的每股收益分别为 0.29、0.49、0.97 元/股，其中 11、12 年考虑新模式盈利贡献分别为 0.05、0.45 元/股。

传统复合肥以销量 100 万吨，毛利率 15.6%测算，预计贡献 0.45 元/股，基于其不同于生产型企业的流通属性，可给予 20 倍估值，安全边界为 9 元。由于“和原生态”模式是未来复合肥行业的一种发展趋势，结合该模式的巨大发展空间及公司的运作情况，可适度考虑 12 年的业绩，而且高成长的新模式业务可以给予较高的估值水平，我们给予 20 倍估值，给予新模式业务价值 9 元左右。随着公司新模式业务逐步成熟，扩张到 4000 个网点后，单点年均销售 1000 吨，年销量 400 万吨，占未来复合肥年用量的约 8%，贡献业绩 1.3 元/股以上，给予新业务 20 倍的长期目标估值水平，新业务价值 26 元。综上所述，我们给予公司短期目标价 18 元，长期目标价 35 元，首次给予公司“买入”的投资评级。

投资风险

“和原生态农业增值服务模式”推广低于预期的风险、基础肥料氮磷钾肥价格大幅波动的风险。另外，目前市场的运行特征如果发生较大变化，比如市场很长时间发生传统行业估值下行而新兴行业出现系统性的估值下降，我们对股价的判断可能会推后反应。但是我们对基本面的判断持强烈信心。

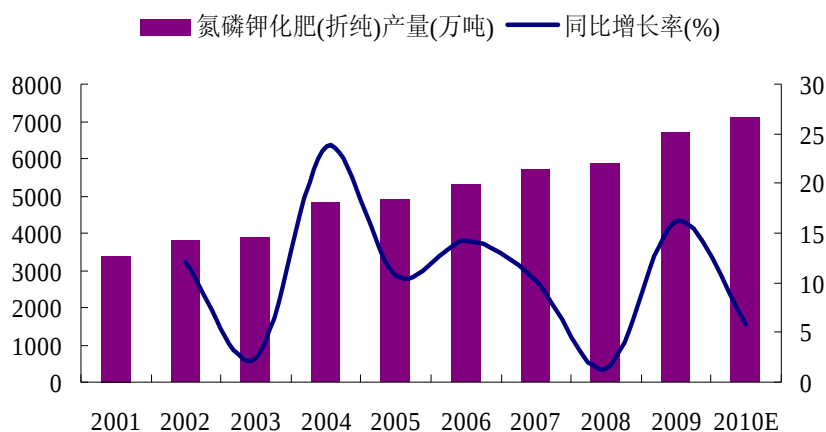
一、复合肥行业面临系列问题，期待模式上有新突破

1.1 国家大力扶持农业，终端对复合肥需求保持稳定

近几年，我国农业发展势头良好，但相比工业和服务业，农业基础仍然脆弱。为此，中央连续多年出台了支持农业发展的一号文件，表明了中央大力发展现代农业的决心。

化肥属于重要的农业生产资料，在国民经济中有着特殊的地位，它直接关系到农业的可持续发展，是农业增产的重要物资基础之一，对粮食生产的贡献率在35%~40%之间，且费用占农业生产全部物资费用的50%以上。我国已经成为全球最大的化肥产量和销量大国，09年我国折纯的氮磷钾肥的产量约6700万吨。

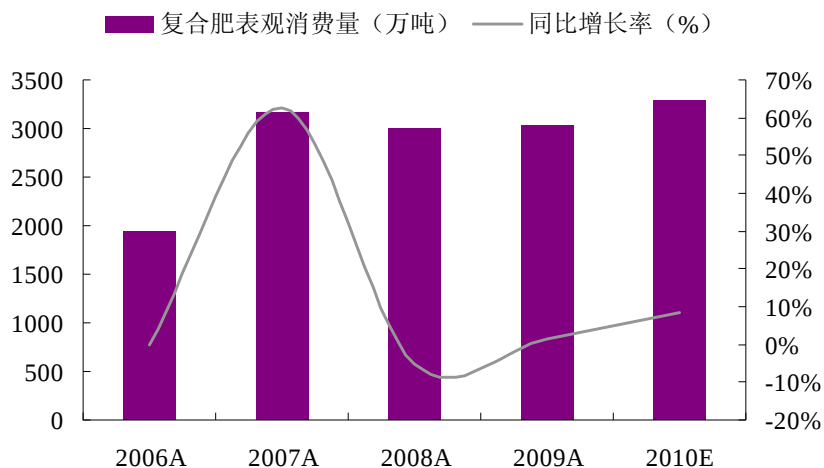
图表1：国内氮磷钾化肥折纯产量情况



资料来源：wind

我国自上世纪70年代开始施用复合肥，经历了较长的时间才逐渐被农民接受。自上世纪90年代初，我国开始自行生产复合肥产品以来，复合肥施用量迅速增加，2000年到2008年的8年间，化肥复合化率，由22.14%提高至30.70%。09年我国复合肥表观消费量约3000万吨，预计10年将达到3300万吨。根据，国家农业部门的规划，未来化肥复合化率还将继续提高到50%，复合肥施用量还有较大的提升空间。

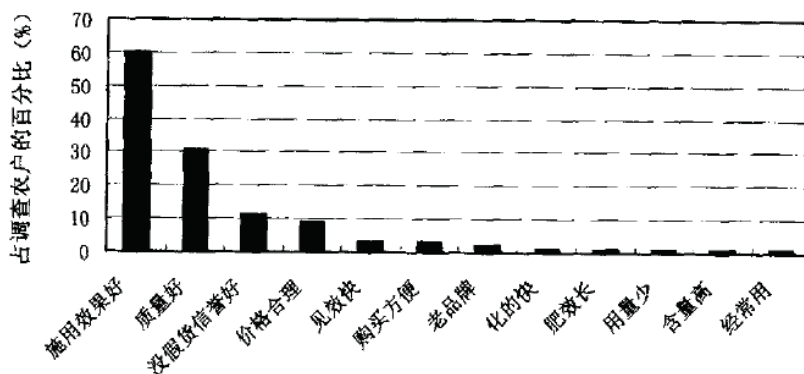
而且经济作物种植面积的增加加大了对复合肥的需求。近年来，我国农业经济发展迅速，农业种植结构发生了显著变化，经济作物（指油料、蔬菜、水果、茶叶、糖料等作物）的种植面积逐年增加。据统计，2000年到2008年间，蔬菜种植面积增加17.31%，达到2.68亿亩。与普通大田粮食作物相比，经济作物的需肥量一般是大田粮食作物的1.2~2.6倍，且经济作物一般多使用复合肥等优质肥料。经济作物种植面积的增加加大了对复合肥的需求。

图表2：国内复合肥表观消费量情况

资料来源：中国资讯网

1.2 农民选化肥更看重效果，复合肥还需被逐步认可

根据中国农业大学的调查，农民选用某化肥品牌原因的结果为：施用效果占 60%，其次是质量 31%，没假货信誉好占 11%，价格合理占 9%，其它因素都在 5% 以下。可以看出，稳定的质量是农民选用化肥品牌的根本原因，价格和其他因素只是作为参考。

图表3：农民选用化肥品牌的原因

资料来源：中国农业大学硕士论文

在长期使用氮磷钾单质肥过程中，部分农民习惯于使用高含氮量、高浓度的单质肥。复合肥与传统的单质肥相比虽然存在诸多优点，但要取得农民认可还需要一个过程。

和发达国家相比，我国的农化服务尚不够深入、完善，相当部分的农民施肥缺乏科学指导，仍然停留在重数量、轻质量的初级阶段。复合肥与传统的单质肥相比虽然存在诸多优点，但其价格相对较高，农民尚需逐步

接受、认可的过程。

1.3 不合理施肥方式普遍存在，测土配方需要推行

当前，农民在农作物施肥管理上，仍存在很大的盲目性，主要表现在“重视氮肥磷肥，忽视钾肥微肥”，偏施、滥施现象比较普遍，氮磷钾肥比例不合理，导致土壤板结、通透性差，严重影响农作物产量和品质，而且事实上也造成化肥的浪费和农民自身投入的无效增多。

要彻底改变这一现状，最根本的办法就是推广实施测土配方施肥技术。根据近年试验示范统计，实行测土配方施肥，各种作物产量增产幅度一般在8~15%，高的达20%以上，平均每亩增产粮食25~50公斤，棉花5~10公斤，花生、油菜籽15~30公斤，瓜果蔬菜等增产效果更为明显。

同时测土配方施肥需采取“测土到田、配方到厂、供肥到点、指导到户”，为农民提供一条龙服务，有效地满足不同地方、不同种植规模科学施肥的要求。

但是考虑到目前的传统复合肥生产方式，大规模满足个性化的肥料需要有一定的难度，所以测土配方还需要一个好的载体来进行实施。

1.4 传统肥料产销模式不能有效解决问题，期待新模式

传统的肥料产销模式，在生产环节偏重产品品质，销售环节偏重经销商的拓展，而不关注土壤和作物的实际情况，也不提供给农民相应的增值服务。

传统的肥料产销模式不能解决复合肥行业面临的系列问题，我们认为中国的农业发展期待一种全新的模式，能让生产企业、经销商、农民三方受益。

二、和原生态农业增值服务模式彻底变革传统的肥料生产销售的商业模式

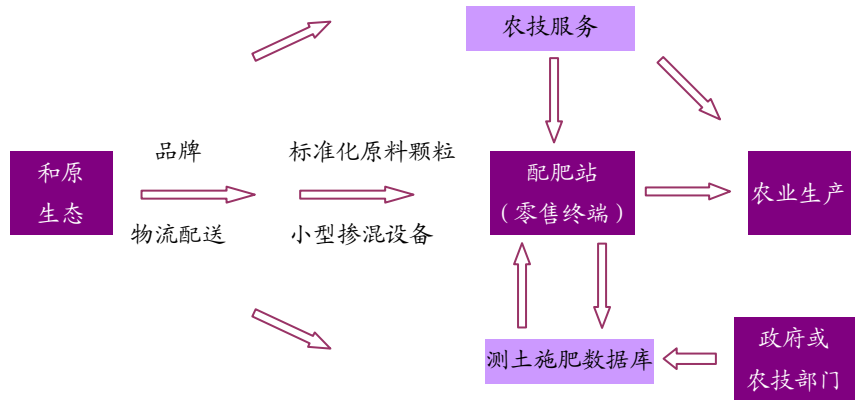
和原生态农业增值服务模式融合创新肥料产供销用产业链运作模式，彻底变革传统的肥料生产销售的商业模式，持续为农民、农业提供综合增值服务。

2.1 和原生态农业增值服务模式简介

和原生态以多项发明专利技术为支撑，通过肥料产供销的标准化、简便化、个性化，把肥料生产、流通和农民的个性化增值服务融为一体，实现和原生态、零售店、农民多方共赢的良性发展。它改变了传统的肥料生产、供给和使用方式，把具有专利技术的小型复合肥生产设备，尿素、磷肥、钾肥及8种特色复合肥原材料颗粒直接搬到了肥料零售终端（配肥站），

并在这些终端建立和原生态服务站，让农民自己随时到就近的服务站，随量配制；同时和原生态联合各级政府农业部门、权威的农业专家、当地农业专家，共同打造测土配方施肥的专家平台，随时为农民免费提供测土服务、专家配方以及农业科技指导，满足农民个性化的配肥和服务需求，使农民成为测土配方施肥和农业科技服务的真正受益者。

图表4： 和原生态农业增值服务模式



资料来源： 光大证券研究所

该模式通过提供统一的品牌、标准化的原料，标准化的设备，以测土配方的方式给农业生产提供个性化的私家肥。作为该模式的重要载体是小型掺混设备（或叫小型复合肥设备），通过这个标准化的设备，农民获得个性化的私家肥。

图表5： 和原生态科学选定配方步骤

步骤	过程
第 1 步	从土壤数据库确定土壤养分
第 2 步	确定作物、生长期、季节
第 3 步	进入专家配方库选定配方
第 4 步	一按电钮配好肥

资料来源： 博罗县公庄镇和原生态配肥站调研

图表6： 针对不同对象的小型复合肥设备使用过程

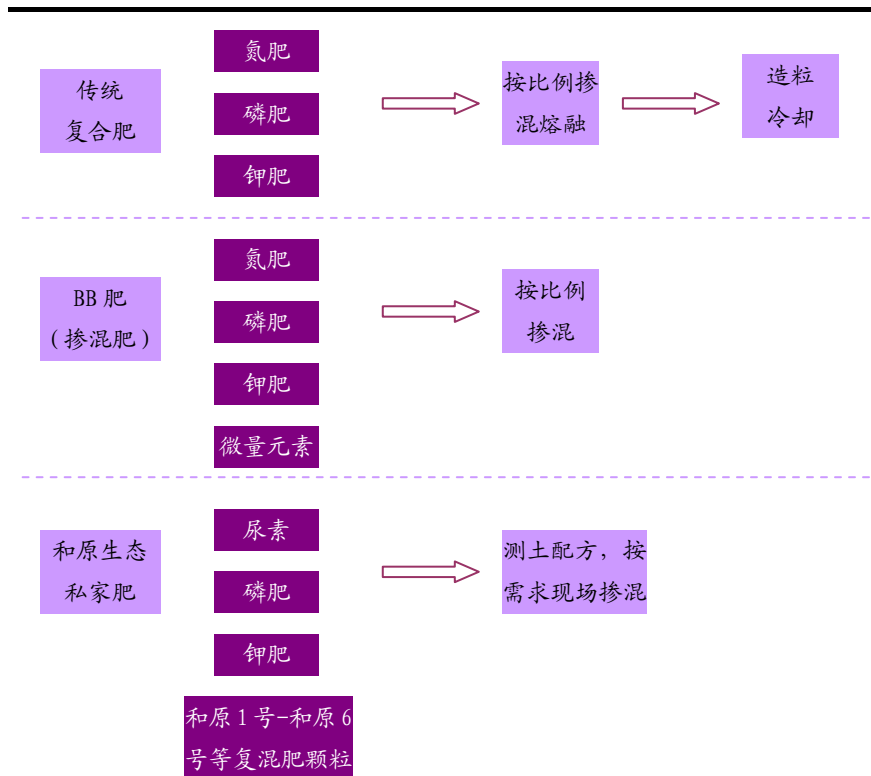
对象	过程
设备配制原理(对设备)	(上原料—>) 输入数据—>自动计算—>自动计量—>自动配制—>成品包装
操作办法(对操作者)	(上原料—>) 开电源—>输入数据—>操作开关开—>成品包装—>操作开关关—>关电源
操作办法 (对用户)	确定需求(需求的品种、养分或家里的土壤数据及作物、需求的量)(说)(—>输入数据)—>确认(看)—>成品包装

资料来源： 博罗县公庄镇和原生态配肥站调研

2.2、和原生态的生产工艺更经济、将更适合中国国情

目前国内的主流复合肥生产有2种工艺，及复合肥和复混肥（BB肥），而和原生态生产工艺将比传统复合肥更节约能源，但比BB肥更有效果。

图表7： 三种不同生产工艺的流程比较



资料来源： 光大证券研究所

图表8： 三种不同生产方式的特点比较

生产方式	特点
传统复合肥	1、固定比例，不具有针对土壤和作物的差异性 2、规模化生产，但有一定的运输半径 3、熔融过程对能源的消耗较大 4、品牌竞争、假冒伪劣产品多
BB肥 (掺混肥)	1、容易分层、肥效不均匀，增产效果不明显 2、运输半径更小 3、美国 70%的化肥用量为 BB 肥, 中国的 BB 肥模式与美国 BB 肥有较大差别，认可度较低
和原生态 私家肥	1、原料颗粒规模化生产（和原 1 号-6 号等是公司的优势品种），配方私家肥小规模生产 2、氮磷钾根据土壤及作物进行调节 3、混合均匀、肥效好

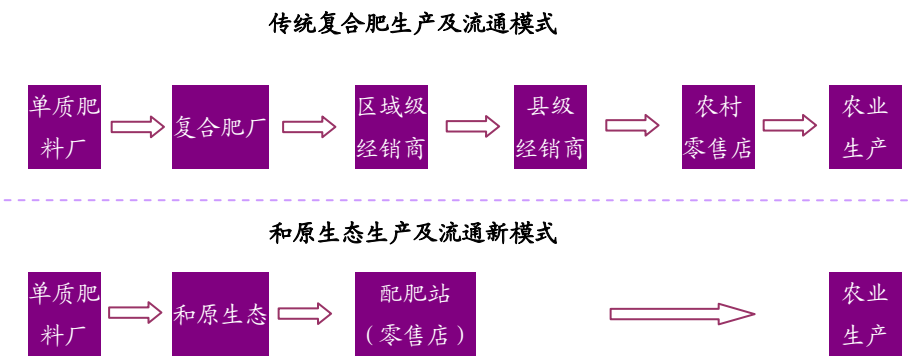
资料来源： 光大证券研究所

国家政策一直对测土配方施肥进行支持，但考虑到实施环节的话，并没有产生特别好的商业模式。通过比较，我们认为和原生态的生产模式是一种特别好的模式，更能适合国家相关政策及农业的需求。

2.3、和原模式缩短了流通环节，标准化了流程，生产商、零售商和农民三方受益

传统的复合肥生产及流通的环节较多，一般而言，渠道也将占用较多的资源和毛利。

图表9： 和原生态模式与传统复合肥产销模式比较



资料来源： 光大证券研究所

而和原生态农业增值服务模式适应了国内农业产业链专业化分工的发展趋势，实现了价值链中三方：生产商、零售商、农民的互赢。

图表10： 和原新模式中，生产商、零售商、农民三方受益

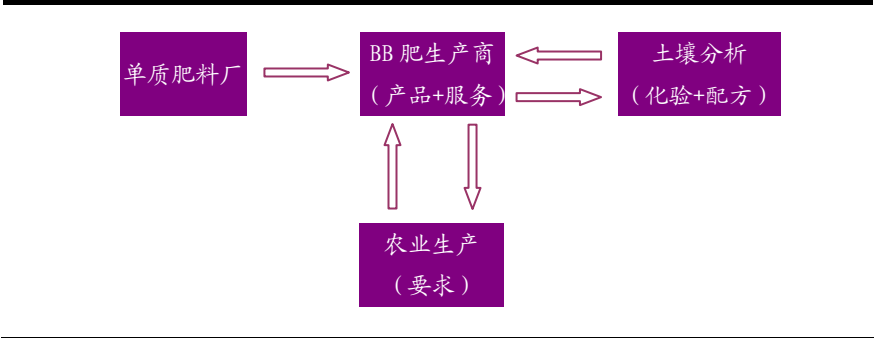
三方	获益
生产商	复合肥生产成本降低，经销商利润让出，掺混设备租赁费
零售商	经销商利润让出，零售毛利可增加；标准化新模式带来更多的销量
农民	用肥成本减少或不变，但作物增产，收益增加

资料来源： 光大证券研究所

和原生态农业增值服务模式对整个社会的收益而言，是在社会资源消耗不变的情况下带来农作物的增产，这是一次肥料流通环节的革新，也符合国家对三农支持的政策，必将受到政府的大力推广。

我们也可以对比美国成功的BB肥模式，如下所示：

图表11： 美国 BB 肥商业模式



资料来源： 光大证券研究所

美国BB肥施肥模式是农业生产的专业化和集约化的产物，形成了较为完善的化肥使用体系。BB肥生产商除了作土壤取样，提供施肥服务，还可以帮助农户做农场整理、出租农机具、散布农药、帮助销售农产品以及提供农作物相关信息等，如同农业顾问。美国BB肥供销体系十分健全：BB肥生产商从大型肥料生产企业获取散装基础肥料，从农户取土样到土壤分析室获取配方及建议，据此生产BB肥，最终提供给农户的除了散装BB肥外还包括施肥指导、农场整理、农药散布、农产品销售等系列服务。

美国BB肥应用推广的最大特点是BB肥的施用和测土配方施肥有效结合以及BB肥供销体系能够提供高水平的农化服务。

我们认为和原生态农业增值服务模式从本质上说，与美国BB肥模式类似，但和原生态进行了创新，肥效更好，通过统一的品牌、标准化的原料颗粒、标准化的物流配送、小规模的生产，达到了更适合中国农业的个性化需求，更能为各方创造价值。

2.4、和原模式比农资连锁模式，更有生命力，更易复制

目前市场还有农资超市连锁模式等化肥销售方式，我们认为该方式在国内是不成功的。因为农资超市连锁面临一系列的问题，因为成本较高复制较难。而“和原生态”模式则是资源的整合者，是更有生命力的一种方式。

图表12： “和原”模式如何解决农资连锁面临的问题

	问题	解决问题
农资连锁	管理费用高，租赁费用高 施肥时间不固定与营业时间固定的冲突 面临基层的无序竞争	
和原模式		不需要专门的人员配备 向配肥站收租赁费，资本开支小 标准化带来易推广性 通过小型复合肥设备实现连锁推广 竞争开始品牌专业服务化

资料来源： 光大证券研究所

由于“和原”模式，实现的是标准化的品牌、产品、设备、物流，所以这个模式的可复制性极强，而且该模式的资本支出较小，可以在较短的时间内迅速推广。和原模式依托的载体是小型复合肥设备，该设备的不断复制推广，即可实现公司的连锁加盟推广。

三、通过推行“和原”模式，芭田股份将成为复合肥行业的“苏宁电器”

3.1 公司试点已经成功，即将进行大面积推广

目前公司正在广东地区进行“和原生态农业增值服务模式”的试点，试点时间约2年，试点的配肥站23个，90%的合作零售商已实现了盈利。以8月为例，最好的网点单月销量已经超过了70多吨，最差的网点只有10吨不到。

从广东地区的试点情况来看，该模式已经得到了政府和农民的认可。同时公司小型复合肥设备目前已达到第6代水平（我们实地调研看到的是第5代设备），而且还在根据客户的需求不断进行改进。

我们预计公司将在2011年初开始进行大规模的网点推广，首先将是在广东全省推广，预计广东全省网点数可扩张到500家以上。

图表13：“和原生态模式”广东试点中，看各方如何说

	认可度
和原生态公司	掌握了广东省测土数据 13600 多份，推出测土施肥建议书（卡）1927 份，建立示范田 500 余块。 在惠东县平海镇，虽然今年只是推广的第二个年头，但已有 60% 多的当地农民自己来配复合肥了。
农民	可以随时、就地、随量购买配制肥料，还可以通过网络接受免费的专家指导，比过去方便多了，购买化肥的成本降低了，生产出的作物品质更好了。（实例：惠东县平海镇某农户过去每亩马铃薯每季施肥费用约 400 元，现在下降到 260 元左右，而且亩产明显高于使用其他复合肥，品质也更好。）
政府	把复合肥生产、流通和农民的个性化需求融为一体，实现了政府、企业、农民的三方共赢。
专家	农户通过简单的按键操作，就能配出满足自己土地和作物需求的个性化肥料，直接把政府的测土资源和专家的配方技术运用到田间地头，这种模式是测土配方施肥进入千万农户的一个有效途径。

资料来源：人民日报

同时，公司也将在海南、广西、山东、江苏、浙江推广和原生态配肥站。广西也是公司传统的市场覆盖点，公司在广西贵港有复合肥生产基地，在江苏徐州也有生产基地。公司选定这几个省份的另一个原因是这几个地

区的大田种植作物不一样，同时种植季节和施肥季节有时间差异，在这几个省份推广的成功经验将有助于公司网点在全国范围的推广。我们也可以看到这些省份的乡镇数较大，如果每个乡镇一个点的话，配肥站即可超过10000个。

图表14： 公司传统优势省份（欲推广省份）的乡镇数 单位：个

区域	乡镇数目
广东	1639
海南	305
广西	1355
山东	2453
江苏	2044
浙江	3172
其他省份	29845
合计	40813

资料来源： 光大证券研究所

公司原有的复合肥销售网点有10000多个，这10000多个的销售网点分布并不是完全按照每一个乡镇选择一家零售店，在某些销售量较大的乡镇也有几个网点。目前公司试点是按照每个乡镇选择一家销售量最大，覆盖市场最广的化肥零售店作为网点。当该业务模式成熟后，公司选择网点的主要原则将是成本收益原则，要考虑物流成本、农业技术服务成本以及销售量等。

图表15： 配肥站将从原有的 1 万多个复合肥销售网点中优选



资料来源：光大证券研究所

参考中国的乡镇个数及公司目前的销售网点数，我们认为公司的市场最大规模数可达到40000个以上的网点。我们结合公司的实际情况及推广的合理假设，作出如下预测。如果扩张到10000个点，仅占全国可扩展点数额的约25%，既具有目标性，又具有可操作性。

图表16: 公司网点累积扩张数预测 单位: 个

	2010	2011	2012	2013	远期
保守		300	1000	2000	5000
中性	23	500	2000	3500	10000
乐观		700	2500	4000	30000

资料来源: 光大证券研究所

3.2 公司盈利模式——通过“和原模式”促进销售

由于公司“和原生态农业增值服务模式”推广的主要载体为配肥站和小型复合肥设备, 而配肥站不需要自建或租赁, 公司需要付出的是物流成本和掺混设备投资。通过网点销售的测土配方肥的方式来拉动销售, 从而获得盈利, 而且还可收取设备租赁费。

根据目前传统模式下的零售店年销售情况(广东地区较好的零售店单店的年复合肥销量约200-300吨, 东北地区较好的零售店单店的年复合肥销量约1000-3000吨), 我们对单个网点的年销量进行了合理推测, 和原生态模式的单个网点在培育期、逐步认可期、成熟期的情况下对应的年销量分别为250吨、500吨、1000吨。随着该模式被农民认可, 我们不排除公司的年销量将远超我们的预期。

图表17: 单个网点年均销量增长预测 单位: 吨

	培育期	逐步被认可期	成熟期
时间	第1年	第2年~第3年	第4年及以后
单个网点年均销量	100~200	500~800	800~1500

资料来源: 光大证券研究所

我们估算和原私家肥的吨毛利约300元, 吨净利约80-150元/吨(网点数越多, 吨净利越高), 假设每个网点的销售量为1000吨, 则每个网点贡献毛利约30万。如果网点能扩张到1000个以上, 考虑到协同效应, 则吨净利润能稳定在100元以上。

图表18: 成熟运营情况下每股收益的敏感性分析

网点数 吨净利	1000	2000	3000	4000	5000	6000	7000	8000	10000
80	0.26	0.53	0.79	1.05	1.31	1.58	1.84	2.10	2.63
90	0.30	0.59	0.89	1.18	1.48	1.77	2.07	2.36	2.96
100	0.33	0.66	0.99	1.31	1.64	1.97	2.30	2.63	3.28
110	0.36	0.72	1.08	1.44	1.81	2.17	2.53	2.89	3.61
120	0.39	0.79	1.18	1.58	1.97	2.36	2.76	3.15	3.94
130	0.43	0.85	1.28	1.71	2.13	2.56	2.99	3.41	4.27
140	0.46	0.92	1.38	1.84	2.30	2.76	3.22	3.68	4.60
150	0.49	0.99	1.48	1.97	2.46	2.96	3.45	3.94	4.93

资料来源: 光大证券研究所 注: 假设单网点年均销量 1000 吨

图表19： 逐步认可情况下每股收益的敏感性分析

网点数 吨净利	1000	2000	3000	4000	5000	6000	7000	8000	10000
80	0.13	0.26	0.39	0.53	0.66	0.79	0.92	1.05	1.31
90	0.15	0.30	0.44	0.59	0.74	0.89	1.03	1.18	1.48
100	0.16	0.33	0.49	0.66	0.82	0.99	1.15	1.31	1.64
110	0.18	0.36	0.54	0.72	0.90	1.08	1.26	1.44	1.81
120	0.20	0.39	0.59	0.79	0.99	1.18	1.38	1.58	1.97
130	0.21	0.43	0.64	0.85	1.07	1.28	1.49	1.71	2.13
140	0.23	0.46	0.69	0.92	1.15	1.38	1.61	1.84	2.30
150	0.25	0.49	0.74	0.99	1.23	1.48	1.72	1.97	2.46

资料来源： 光大证券研究所 注：假设单网点年均销量 500 吨

图表20： 市场培育期每股收益的敏感性分析

网点数 吨净利	1000	2000	3000	4000	5000	6000	7000	8000	10000
80	0.07	0.13	0.20	0.26	0.33	0.39	0.46	0.53	0.66
90	0.07	0.15	0.22	0.30	0.37	0.44	0.52	0.59	0.74
100	0.08	0.16	0.25	0.33	0.41	0.49	0.57	0.66	0.82
110	0.09	0.18	0.27	0.36	0.45	0.54	0.63	0.72	0.90
120	0.10	0.20	0.30	0.39	0.49	0.59	0.69	0.79	0.99
130	0.11	0.21	0.32	0.43	0.53	0.64	0.75	0.85	1.07
140	0.11	0.23	0.34	0.46	0.57	0.69	0.80	0.92	1.15
150	0.12	0.25	0.37	0.49	0.62	0.74	0.86	0.99	1.23

资料来源： 光大证券研究所 注：假设单网点年均销量 250 吨

我们可以看出该模式带来的业绩影响是爆发式的，是远超市场预期，不仅仅体现在商业模式上，还体现在业绩上。

3.3 “和原”模式有一定的壁垒，公司依托资源整合及先发优势将保持领先

整个业务模式中的环节如：11种基础复合肥颗粒、掺混设备、测土配方、农技服务、物流体系等，单个环节被复制的可能性是存在的。尽管11种基础复合肥颗粒已在农业管理部门登记注册，掺混设备是公司自己开发并设备集成、同时拥有专利，但是只要其他公司愿意投入，这些都是可以被复制的。

但整个系统被复制的难度很大，因为没有一定的网点规模，该系统是较难获得超额利润的，而且网点后面的系统支持也是十分重要的。就好比诺普信的农药制剂销售模式有很多人复制，但真正做的好农药制剂企业屈指可数。

我们认为和原生态模式是未来中国农村的一种趋势，存在被较强大的

竞争对手复制的可能性。但我们也要看到，这个市场十分庞大，不可能被一家企业所垄断；其次，公司作为行业先行者，其客户、技术、服务的先发优势，有利于公司抢占最有利的销售资源，同时保持持续领先。

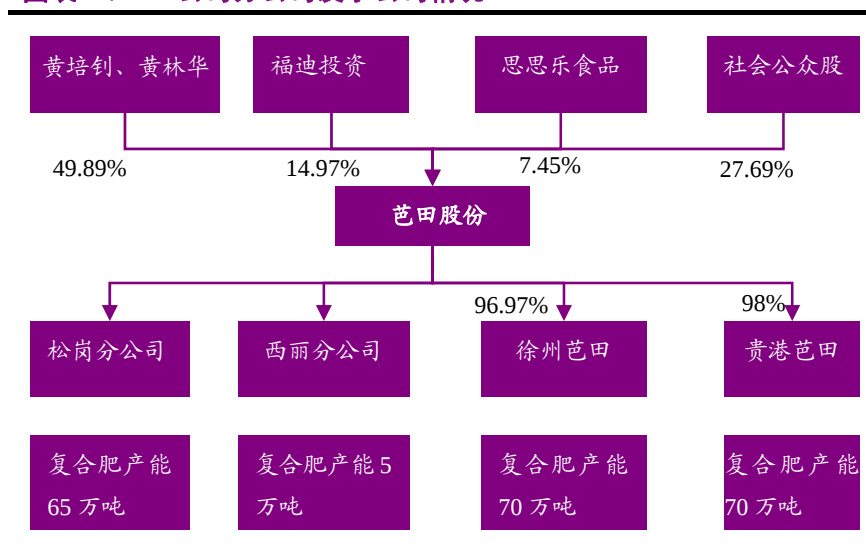
例如公司的行业资源整合优势在于：公司原有的复合肥销售网络已经积累了丰富的客户资源和各乡镇的市场销售数据库，公司的数据库让公司很容易低成本的在每个乡镇选择合适的零售店作为合作伙伴。

四、传统复合肥业务盈利能力稳步增长

4.1 公司传统复合肥产能 210 万吨，盈利能力走向稳定

芭田股份之前主要从事复合肥产品的研发、生产和销售，主要包括无机复合肥、有机复合肥、控释肥和生态肥等。2007年公司上市募集2.3亿元用于投资建设贵港芭田60万吨生态复合肥项目和徐州芭田30万吨项目，目前两个项目已陆续投产，公司复合肥总产能达到210万吨。

图表21： 公司分公司及子公司情况



资料来源： 光大证券研究所

随着国内经济恢复和化肥去库存的结束，中国的农化生产也恢复正常，公司复合肥的盈利能力已经恢复。我们判断在正常的情况下公司能维持12%~15%的毛利率水平，净利润率水平处于5%~6%的区间。

4.2 传统营销网络（金网）将与和原生态模式形成良性互补

芭田股份现有600多人的销售队伍，销售网络覆盖了全国二十多个省、市、自治区，拥有一批优秀的经销商队伍，一万多个网络终端，初步形成了结构合理、管理完善的分销体系。

目前公司在实行统一销售的前提下，根据地域差异、客户差异、时段差异、市场状况把营销市场进行划分，目前销售政策主要区分为主要市场、战略市场和辐射市场，在主要市场精耕细作到每个县、乡、镇。在辐射市

场则只覆盖到省、市级经销商，在各个市场精细化程度不同，在广东，广西市场占有率高，在江苏等地还正在开拓，未来空间较大。

图表22： 公司传统模式营销市场情况

市场类别	每省销售目标额	每省占比	主要省份
主要市场	1 亿	10%以上	广东、广西、山东和海南
战略市场	5000 万	5%-10%	河南、河北和浙江等
辐射市场	1000 万	1%-5%	江西、云南、湖南等

资料来源： 光大证券研究所

和原生态模式和金网的关系，就好比上海家化拥有较多的品牌一样。和原生态的模式，从理论上讲，能完全满足农民的个性化需求，它更多的是抢占竞争对手的份额，跟金网是一种良性的互补。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1： 营业税率占主营收入百分比不变。

假设 2： 营业费用率、管理费用率保持稳定

假设 3： 公司所得税率为 15%。

假设 4： 公司各项业务收入及毛利率情况见下表。

图表23： 公司收入结构预测

分 类	项 目	单 位	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
传统复合肥	销量	(万吨)	80.00	66.00	65.34	72.00	105.00	125.00
	单价	(元/吨)	2047.20	2684.88	2100.36	2150.00	2150.00	2150.00
	收入	(万元)	163,776.13	177,202.19	137,237.44	154,800.00	225,750.00	268,750.00
	YOY	%	59.06%	8.20%	-22.55%	12.80%	45.83%	19.05%
	单位成本	(元/吨)	1,828.75	2,365.92	1,873.44	1,815.00	1,815.00	1,815.00
	成本	(万元)	146,300.00	156,150.96	122,410.74	130,680.00	190,575.00	226,875.00
	销售毛利	(万元)	17,476.13	21,051.23	14,826.70	24,120.00	35,175.00	41,875.00
	销售毛利率		11.95%	13.48%	12.11%	15.58%	15.58%	15.58%
和原生态 私家肥	销量	(万吨)				0.50	10.00	90.00
	单价	(元/吨)				2200.00	2200.00	2200.00
	收入	(万元)				1,100.00	22,000.00	198,000.00
	YOY	%					1900.00%	800.00%
	单位成本	(元/吨)				2,000.00	1,820.00	1,820.00
	成本	(万元)				1,000.00	18,200.00	163,800.00
	销售毛利	(万元)				100.00	3,800.00	34,200.00
	销售毛利率					9.09%	17.27%	17.27%
合计	收入	(万元)	163,776.13	177,202.19	137,237.44	155,900.00	247,750.00	466,750.00
	YOY	%	59.06%	8.20%	-22.55%	13.60%	58.92%	88.40%

	成本	(万元)	146,300.00	156,150.96	122,410.74	131,680.00	208,775.00	390,675.00
	销售毛利	(万元)	17,476.13	21,051.23	14,826.70	24,220.00	38,975.00	76,075.00
	销售毛利率		11.95%	13.48%	12.11%	15.54%	15.73%	16.30%

资料来源：光大证券研究所

图表24：盈利预测 单位：百万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,781	1,417	1,610	2,559	4,820
营业成本	1,563	1,271	1,360	2,156	4,035
折旧和摊销	8	26	31	33	35
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	68	78	87	128	241
管理费用	55	59	68	102	193
财务费用	16	5	3	5	9
资产减值损失	12	(0)	(5)	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	67	5	98	167	341
利润总额	83	11	106	177	349
少数股东损益	5	(0)	2	2	2
归属母公司净利润	66	12	88	148	295
EPS	0.22	0.04	0.29	0.49	0.97
NOPLAT	71.01	11.34	85.48	145.80	297.63
EBIT	82.75	10.02	100.56	171.53	350.15
EBITDA	90.78	36.35	131.91	204.71	385.21

资料来源：光大证券研究所

我们预计 10-12 年的归属于母公司所有者的净利润为 0.85 亿、1.46 亿、2.97 亿，折合 EPS 为 0.29 元、0.49 元、0.97 元。

5.2 相对估值

我们认为芭田股份的“和原生态”模式是对国内复合肥行业传统产供销模式的颠覆。“星星之火可以燎原”，其成长性将远超市场预期，公司未来将成长为大市值的农化公司。我们认为公司的新模式业务可以参考渠道公司苏宁电器成长初期，诺普信和上海家化的估值水平。

我们预计公司 10、11、12 年的每股收益分别为 0.29、0.49、0.97 元/股，其中 11、12 年考虑新模式盈利贡献分别为 0.05、0.45 元/股。

考虑到公司传统复合肥业务，以销量 100 万吨，毛利率 15.6%测算，未来在正常情况下能贡献 0.45 元/股业绩，基于其不同于生产型企业的流通属性，可以给予 20 倍估值，安全边界为 9 元。由于“和原生态”模式是未来复合肥行业的一种发展趋势，结合该模式的巨大发展空间及公司的运作

情况，可适度考虑 12 年的业绩，而且高成长的新模式业务可以给予较高的估值水平，我们给予 20 倍估值，给予新模式业务价值 9 元。随着公司新模式业务逐步成熟，扩张到 4000 个网点后，单点年均销售可超过 1000 吨，年销量 400 万吨，占未来复合肥年用量的约 8%，贡献业绩 1.3 元/股以上，给予新业务 20 倍的长期目标估值水平，新业务价值 26 元。

综上所述，我们给予公司短期目标价 18 元，长期目标价 35 元，首次给予公司“买入”的投资评级。

图表25： 化工渠道类公司相对估值比较

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
		2010.08.30	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
诺普信	002250	33.77	0.62	0.53	0.80	54	64	42
上海家化	600315	35.26	0.55	0.83	1.15	64	42	31
平均						59	53	36

资料来源：光大证券研究所

5.3 绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	3.40%
β (Blevered)	0.87
Rm-Rf	9.62%
Ke(levered)	11.81%
税率	15.00%
Kd	4.51%
Ve	1,555.1
Vd	110.0
目标资本结构	25.00%
WACC	9.98%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	-205.19	-2.19%
第二阶段	2,599.06	27.77%
第三阶段（终值）	6,965.97	74.42%
企业价值 AEV	9,359.85	100.00%
加：非经营性净资产	637.28	6.81%
价值		
减：少数股东权益（市	23.25	-0.25%
值）		

减：债务价值	110.00	-1.18%
总股本价值	9,863.88	105.39%
股本（百万股）	304.56	-
每股价值（元）	32.39	-
PE（隐含）	111.84	-
PE（动态）	48.86	-

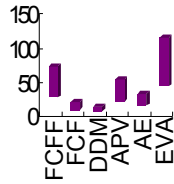
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
8.98%	35.63	37.58	39.83	42.46	45.56
9.48%	32.35	33.97	35.82	37.95	40.44
9.98%	29.49	30.85	32.39	34.14	36.17
10.48%	27.00	28.14	29.43	30.89	32.56
10.98%	24.80	25.78	26.86	28.09	29.48

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	32	25 - 46	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	9	7 - 11	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	6	5 - 7	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	25	20 - 33	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	15	13 - 18	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	52	41 - 70	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

5.4 投资建议

参考相对估值和绝对估值，我们首次给予公司“买入”的投资评级。

六、风险提示

6.1 “和原生态农业增值服务模式”推广低于预期的风险

由于“和原”模式仅试点成功，其推广有不确定性，如果公司配肥网点低于预期，将导致公司业绩低于预期。

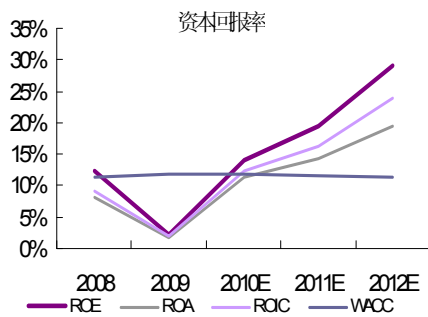
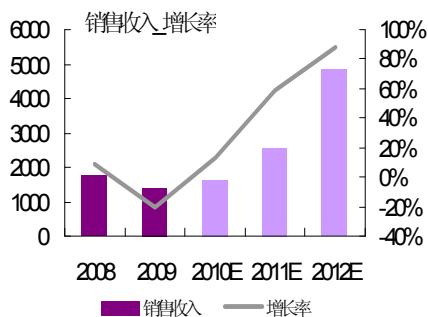
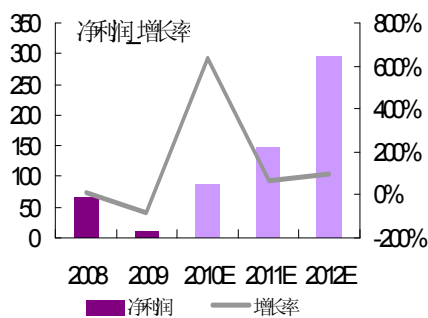
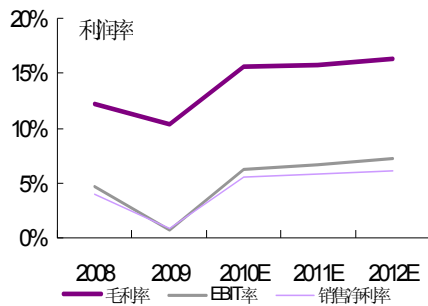
6.2 基础化肥价格大幅波动的风险

由于复合肥的原料为氮磷钾三种肥，如果单质肥的价格大幅波动，将对复合肥成本带来较大的影响，从而影响复合肥产品的毛利率。

6.3 市场运行特征变化的风险

目前市场的运行特征如果发生较大变化，比如市场很长时间发生传统行业估值下行而新兴行业出现系统性的估值下降，我们对股价的判断可能会推后反应。但是我们对基本面的判断持强烈信心。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,781	1,417	1,610	2,559	4,820
营业成本	1,563	1,271	1,360	2,156	4,035
折旧和摊销	8	26	31	33	35
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	68	78	87	128	241
管理费用	55	59	68	102	193
财务费用	16	5	3	5	9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	67	5	98	167	341
利润总额	83	11	106	177	349
少数股东损益	5	0	2	2	2
归属母公司净利润	66.22	12.02	88.20	148.37	294.55

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	867	735	799	1,057	1,525
流动资产	624	449	498	738	1,192
货币资金	147	206	161	205	193
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	14	5	12	19	36
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	9	3	5	8	14
存货	339	123	204	323	605
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	187	226	239	251	262
无形资产	7	18	17	16	16
总负债	311	180	154	283	493
无息负债	111	120	102	150	272
有息负债	200	60	52	134	221
股东权益	556	555	646	773	1,032
股本	169	305	305	305	305
公积金	162	83	96	119	163
未分配利润	210	157	232	335	548
少数股东权益	15	11	13	15	17

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	90	277	15	39	-3
净利润	66	12	88	148	295
折旧摊销	8	26	31	33	35
净营运资金增加	26	-278	131	193	331
其他	-10	517	-235	-335	-664
投资活动产生现金流	-69	-52	-50	-50	-50
净资本支出	-7	-18	50	50	50
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-66	-38	-100	-100	-100
融资活动现金流	26	-169	-11	54	41
股本变化	75	135	0	0	0
债务净变化	62	-140	-8	82	87
无息负债变化	3	9	-18	48	122
净现金流	48	56	-45	44	-12

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.50%	-20.42%	13.60%	58.92%	88.40%
净利润增长率	8.02%	-81.85%	633.94%	68.22%	98.53%
EBITDA 增长率	-45.01%	-59.96%	262.87%	55.18%	88.18%
EBIT 增长率	1.81%	-87.90%	904.03%	70.57%	104.13%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	65	359	49	29	15
PB	8	8	7	6	4
EV/EBITDA	29	119	33	22	12
EV/EBIT	32	432	44	26	13
EV/NOPLAT	37	381	51	31	15
EV/Sales	1	3	3	2	1
EV/IC	3	8	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	12.23%	10.33%	15.54%	15.73%	16.30%
EBITDA 率	5.10%	2.56%	8.19%	8.00%	7.99%
EBIT 率	4.65%	0.71%	6.25%	6.70%	7.26%
税前净利润率	4.65%	0.74%	6.59%	6.91%	7.24%
税后净利润率 (归属母公司)	3.72%	0.85%	5.48%	5.80%	6.11%
ROA	8.19%	1.62%	11.29%	14.23%	19.44%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.24%	2.21%	13.94%	19.56%	29.00%
经营性 ROIC	9.08%	2.08%	12.33%	16.15%	23.83%
偿债能力					
流动比率	2.07	2.65	3.47	2.70	2.47
速动比率	94.73%	192.46%	204.70%	151.87%	121.54%
归属母公司权益/有息债务	2.70	9.08	12.18	5.67	4.59
有形资产/有息债务	4.18	11.53	14.64	7.62	6.73
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.22	0.04	0.29	0.49	0.97
每股红利	0.03	0.00	0.07	0.12	0.24
每股经营现金流	0.30	0.91	0.05	0.13	-0.01
每股自由现金流(FCFF)	0.21	1.04	-0.23	-0.21	-0.15
每股净资产	1.78	1.79	2.08	2.49	3.33
每股销售收入	5.85	4.65	5.29	8.40	15.83

资料来源：光大证券、上市公司

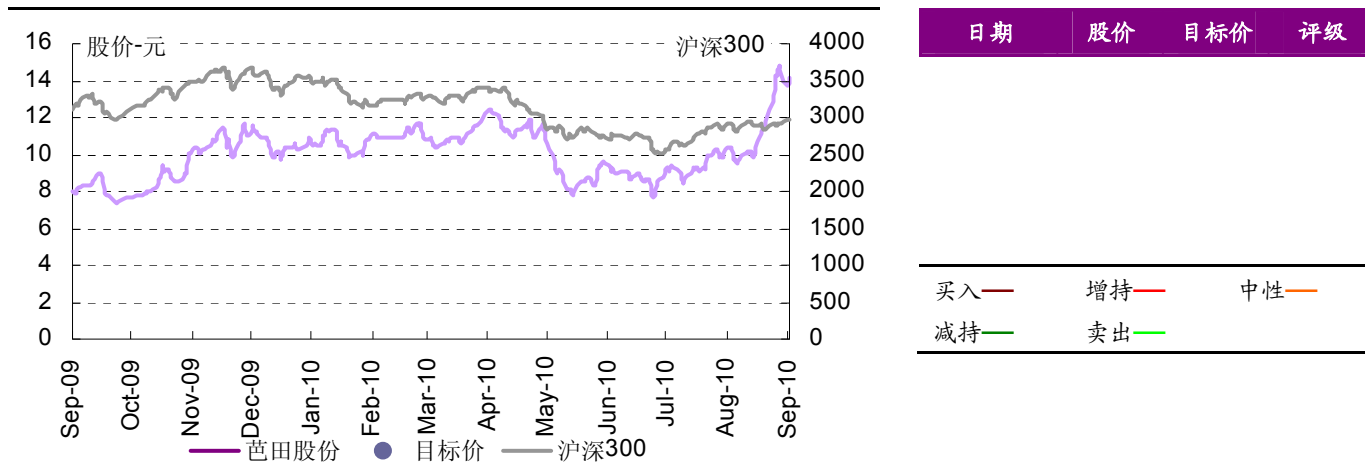
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

芭田股份（002170）

分析师：程磊 张力扬



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。