

评级：审慎推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	7.94-19.98
总市值（百万元）	5,786.64
流通股本（百万股）	185.66
流通股比率（%）	61.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	660.75
每股净资产	2.17
市净率	8.76
资产负债率	15.7%

相关报告**芭田股份（002170）****——业绩大幅增长，未来看好和原生态模式和水溶肥推广**

事件：芭田股份发布年报，年报显示公司 10 全年实现营业收入 1,543,168,690.13 元，比上年同期增长 8.88%；实现归属母公司净利润 104,823,350.92 元，比上年同期增长 772.69%；实现 EPS0.344 元，比上年同期增长 182.05%。

点评

- **收入小幅增长，盈利能力却实现了大幅增长。**芭田股份 10 年实现营收 15.43 亿多元，同比增长 8.88%，但却实现了归属母公司净利润 1.05 亿元，与去年同期相比增速达到了 772.69%，其主要原因在于：一方面复合肥行业市场持续回暖，用肥需求明显增大，同时公司全面实施最佳产品组合线经营策略，水溶性肥料等利润较高产品比重由原来的 59.48%提升至目前的 77.41%；另一方面通过降低生产成本，使得公司产品的综合毛利率由去年的 16.34%提升至目前的 17.49%，同比增长了 6.68%。
- **公司管理费用出现较大增长，未来仍有可能增加。**公司的管理费用由 09 年的 5900 万增加到了今年的 7217 万元，同比增长了 22.03%，出现了较大幅度的上涨，主要原因是公司为加大水溶肥和和原生态测土配肥的销售和推广，加大了人力和设备上的投入，以及原生态测土配肥在广东地区开展的 23 个试点配肥站带来了管理费的大幅上升。随着公司对水溶性肥的推广力度加大，尤其是和原生态测土配肥模式在全国各地的大力推广，公司的管理费用仍将呈上升趋势。
- **水溶性肥料公司未来的主要利润增长点。**水溶肥料作为新型环保肥料使用方便，可和喷灌、滴灌结合使用，并可喷施、冲施，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，尤其适用于经济作物用肥，未来发展前景广阔。公司一直致力于水溶肥的研发和推广，具有市场先发优势，预计公司 11 年、12 年将实现 1.0 万吨、1.9 万吨的销售，预计能为公司贡献毛利 4500 万元和 8900 万元。
- **公司和原生态模式的推广让公司的未来充满想象。**具有多项发明专利技术支撑的、融合农用肥料供销用产业链的创新模式——和原生态模式，是公司在农用肥料生产和销售上的一大创举，目前公司在广东地区的试点已经获得成功，最好的网点单月销



量已达到 80 吨，最差的也有 10 吨左右。如果公司在全国范围内进行大面积的推广应用，按照 1000 家网点，平均每家网点单月销售 40 吨，每吨净利润 70 元计算，每年将能为公司贡献 3360 万元，增厚 EPS0.11 元，如果推广到 10000 家，将增厚 EPS1.1 元。可见，和原生态模式在全国各地推广应用，将使公司的未来充满想象空间。

- 给与“审慎推荐”评级。公司 10 年业绩为 0.344 元，预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.51 元、0.83 元和 1.16 元，对应最新收盘价 19.00 元，2011-2013 年的 PE 分别为 37 倍、23 倍和 18 倍。由于我们看好公司水溶性肥料以及和原生态模式的推广和发展，给与“审慎推荐”的投资评级。

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	141,734	154,317	199,846	259,800	312,892
同比 (%)	-20.4%	8.9%	29.5%	30.0%	20.4%
营业毛利	14,640	26,765	45,021	71,154	100,735
同比 (%)	-32.8%	82.8%	68.2%	58.0%	41.6%
归属母公司净利润	1,202	10,482	15,532	25,292	35,337
同比 (%)	-81.9%	772.3%	48.2%	62.8%	39.7%
总股本 (万股)	30,456.0	30,456.0	30,456.0	30,456.0	30,456.0
每股收益 (元)	0.04	0.34	0.51	0.83	1.16
ROE	2.2%	15.9%	19.0%	23.7%	24.8%
P/E (倍)	481.5	55.2	37.3	22.9	16.4

数据来源：第一创业研究所



芭田股份盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	520.7	670.9	1,000.2	1,428.2	一、营业收入	1,543.2	1,998.5	2,598.0	3,128.9
货币资金	222.2	273.6	523.7	930.4	减: 营业成本	1,275.5	1,548.2	1,886.5	2,121.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.1	0.1	0.1	0.3
应收款项	6.7	14.6	19.7	23.8	销售费用	73.5	122.1	158.7	191.1
预付款项	82.2	129.7	149.7	129.0	管理费用	72.2	147.5	257.5	402.7
存货	204.5	247.9	302.1	339.9	财务费用	-0.4	0.4	0.3	0.3
其他流动资产	5.1	5.1	5.1	5.1	资产减值损失	1.1	0.4	0.4	0.3
非流动资产	278.7	222.2	192.7	163.2	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	4.4	4.4	4.4	4.4	投资收益	0.0	1.2	1.2	1.2
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	1.2	1.2	1.2
固定资产	203.3	173.8	144.3	114.8	二、营业利润	121.2	180.9	295.7	413.9
在建工程	27.0	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	6.6	6.8	7.1	7.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.0	1.3	1.5	1.6
无形及递延性资产	37.7	37.7	37.7	37.7	三、利润总额	126.8	186.5	301.3	419.5
其它非流动资产	6.4	6.4	6.4	6.4	减: 所得税费用	19.7	28.0	45.2	62.9
资产总计	799.5	893.1	1,193.0	1,591.4	四、净利润	107.1	158.5	256.1	356.6
流动负债	116.7	78.8	122.6	164.4	归属母公司净利润	104.8	155.3	252.9	353.4
短期借款	30.0	30.0	30.0	30.0	少数股东损益	2.3	3.2	3.2	3.2
应付账款	29.2	58.1	68.5	59.3	五、总股本(百万股)	304.6	304.6	304.6	304.6
预收帐款	15.0	26.0	34.9	42.4	EPS (元)	0.34	0.51	0.83	1.16
其它流动负债	42.5	-35.2	-10.9	32.8					
非流动负债	8.9	8.9	8.9	8.9	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	8.9	8.9	8.9	8.9	营业收入	8.9%	29.5%	30.0%	20.4%
负债合计	125.7	87.8	131.5	173.4	营业毛利	82.8%	68.2%	58.0%	41.6%
少数股东权益	13.1	16.3	19.5	22.7	主业盈利	1144.4%	48.1%	63.5%	40.0%
股本	304.6	304.6	304.6	304.6	母公司净利	772.3%	48.2%	62.8%	39.7%
资本公积与其它	96.6	96.6	96.6	96.6	获利能力				
留存收益	259.6	414.9	667.8	1,021.2	毛利率	17.3%	22.5%	27.4%	32.2%
股东权益合计	660.7	816.1	1,069.0	1,422.4	主业盈利/收入	7.9%	9.0%	11.4%	13.2%
负债和股东权益	799.5	893.1	1,193.0	1,591.4	ROS	6.9%	7.9%	9.9%	11.4%
					ROE	15.9%	19.0%	23.7%	24.8%
					ROIC	15.5%	18.7%	23.3%	24.6%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	15.7%	9.8%	11.0%	10.9%
经营活动现金流	70.8	50.8	249.2	405.7	利息保障倍数	-264.3	378.9	751.5	1,420.3
净利润	107.1	158.5	256.1	356.6	速动比率	2.67	5.30	5.65	6.59
折旧摊销	31.9	29.9	29.9	29.8	经营现金净额/当期债务	2.36	1.69	8.31	13.52
财务费用	2.1	0.4	0.3	0.3	营运能力				
投资损失	0.0	-1.2	-1.2	-1.2	总资产周转率	1.93	2.24	2.18	1.97
营运资金变动	-80.9	-136.8	-35.9	20.3	应收款天数	1.56	2.64	2.72	2.74
其它变动	10.7	0.0	0.0	0.0	存货天数	57.73	57.64	57.66	57.68
投资活动现金流	-22.5	1.2	1.2	1.2	每股指标 (元)				
资本支出	-22.5	0.0	0.0	0.0	主业盈利/股本	0.40	0.59	0.97	1.36
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.23	0.17	0.82	1.33
其它变动	0.0	1.2	1.2	1.2	每股净资产	2.13	2.63	3.45	4.60
筹资活动现金流	-29.4	-0.7	-0.3	-0.3	估值比率				
债务融资	-30.0	0.0	0.0	0.0	P/E	55.20	37.26	22.88	16.38
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	8.93	7.24	5.51	4.13
其它变动	0.6	-0.7	-0.3	-0.3	P/S	3.75	2.90	2.23	1.85
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	36.52	26.44	16.66	11.41
现金净增加额	18.8	51.3	250.1	406.7					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120