

农业大数据龙头，盈利与估值双升

买入 首次

目标价格：13.50元

投资要点：

- 农业信息化爆发在即，芭田股份在经验和数据上的优势将帮助公司成为农业信息化的最大受益者。
- 公司外延收购金禾天成，打造农业大数据生态圈，并借此切入下游种植业，公司将迎来盈利和估值的双重提升。

报告摘要：

- 经验数据优势助力公司成为农业信息化发展的最大受益者。**随着我国农村土地流转和信息基础设施的完善，长期制约我国农业信息化发展的瓶颈有望打破。在仔细研究国外发达国家的农业信息化发展历程，并将其与我国农业信息化发展现状相对比，我们认为产业中农业信息化将成为我国农业信息化未来发展的重点。产中农业信息化具有很强的专业属性，类似公司这种原属农业产业链上的企业将成为农业信息化发展的最大受益者。
- 并购金禾天成，打造农业大数据生态圈核心竞争力。**公司收购金禾天成，可以很好的弥补自身在农业大数据、物联网上的短板。公司在种植业大数据的全链条——作物普查、农资投入、种植产业、植物检疫——进行战略布局，着力打造农业大数据生态圈，将成为公司未来的核心竞争力。公司借助于农业大数据生态圈，强力切入下游种植业，将自身从复合肥领先厂商转型成为农资综合服务提供商，公司将迎来盈利和估值的双重提升。
- 管理创新，财务强劲，为公司战略转型保驾护航。**公司为适应我国农业发展的新趋势，主动在管理、营销上进行创新式变革，并取得良好效果。公司财务强劲，利润高速增长，在手现金为公司投资或并购预留了足够的想象空间，这都将成为公司成功转型的重要保障。
- 我们预测公司 14/15 年 EPS 分别为 0.24/0.38 元，给予 6-12 个月 13.50 元目标价，给予“买入”评级。**

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2,167	2,133	2,324.7	2,985.9	3485.59
增长率 (%)	-6.74	1.62	9.00	28.42	16.71
归母净利润(百万)	89	137	205	320	423
增长率 (%)	41.26	53.93	49.64	56.09	32.19
每股收益	0.19	0.16	0.23	0.33	0.45
市盈率	46.37	55.06	36.71	23.81	17.98

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

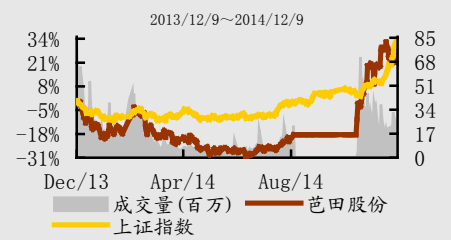
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、公司概况	4
(一) 我国复合肥行业的龙头企业	4
(二) 布局农业信息化	5
二、农业信息化是公司未来长期增长的主要推动力	6
(一) 我国农业信息化相对国外严重落后，发展潜力巨大	6
(二) 他山之玉——国外农业信息化发展经验借鉴	8
三、智慧农业的“大脑”——芭田农业云平台	10
(一) 数据+经验，农业信息化的护城河	10
(二) 金禾天成——农业云平台的关键节点	12
(三) 打造农业大数据生态闭环	14
四、业务腾飞——以农业云平台为翼	17
(一) 云+端：新和原生态模式——农业的 3D 打印	17
(二) 打造农资电商平台	19
(三) 品牌种植——打造现代农业的时代先锋	21
(四) 平台为王，期待衍生增值服务	22
五、投资建议	23

插图

图 1: 芭田股份与史丹利收入、利润情况对比.....	4
图 2: 芭田股份(左)与史丹利(右)收入的地域分布情况.....	4
图 3: 芭田股份战略布局一览.....	6
图 4: 我国农业信息化进程有望加快.....	7
图 5: 适度规模经营是农业信息化的基础.....	8
图 6: 美国农业信息化发展的三个阶段.....	9
图 7: 农业信息化的三个层次.....	10
图 8: 农业信息化企业地图.....	11
图 9: 芭田股份战略布局一览.....	13
图 10: 金禾天成产品线图.....	14
图 11: 芭田股份的农业大数据生态圈.....	15
图 12: 芭田股份商业模式演变.....	19
图 13: 品牌种植——现代农业时代先锋, 高可复制性.....	22
图 14: 财务预测.....	25

表格

表 1: 美国和日本农业信息化情况对比.....	9
表 2: 从农业产业链切入农业信息化的企业详细情况.....	11
表 3: 从非农业产业链切入农业信息化的企业情况.....	11
表 4: 芭田股份和朗坤物联网的异同对比.....	17
表 5: 芭田股份电商和农一网的异同对比.....	20
表 6: 2014-2016 年销售预测表(数据截止 2014/12/9).....	23
表 7: 农资及种植业上市公司估值一览(数据截止 2014/12/9).....	24

一、公司概况

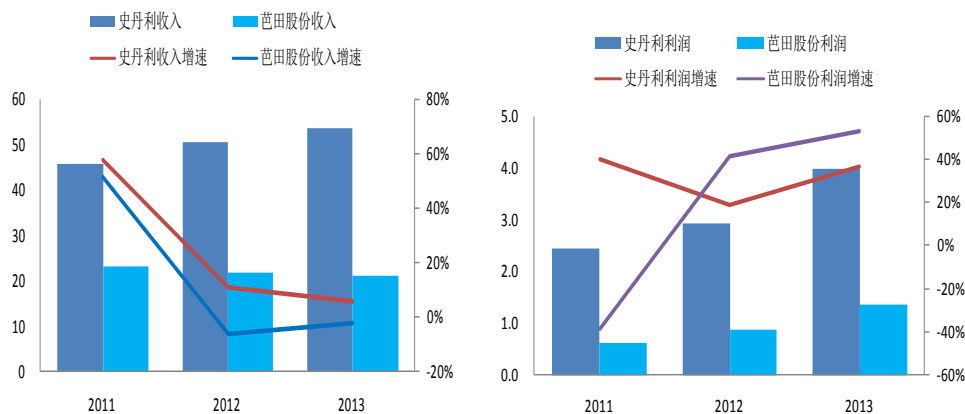
芭田股份成立于1989年，25年来深耕于复合肥行业，已成长为我国高端复合肥领域的龙头企业，是我国复合肥行业里第一家上市公司。

（一）我国复合肥行业的龙头企业

自1996年成立以来，公司一直以生产复混肥为主营业务，在复合肥行业拥有极高的知名度和品牌效应。近年来，公司不断加大研发投入，以确保自身的技术领先优势，公司拥有“深圳市生态肥工程技术开发中心”等研发机构，在高塔造粒、低成本缓控释、包膜包裹控释、氨酸、中微量元素有机整合等领域居于行业领先水平，并组织制定了“有机无机复混肥国家标准”。

公司稳居我国复合肥行业的第一梯队。我国复合肥行业的第一梯队主要有史丹利、金正大、芭田股份等企业。近年来公司通过引入内公司制度，将公司销售渠道扩展至种植大户等改革措施，有效推动了产品成本的降低和费用的下降，使公司效益同比有所提升。因此尽管公司在收入和利润绝对规模上和竞争对手仍有一定差距，但差距在不断缩小。

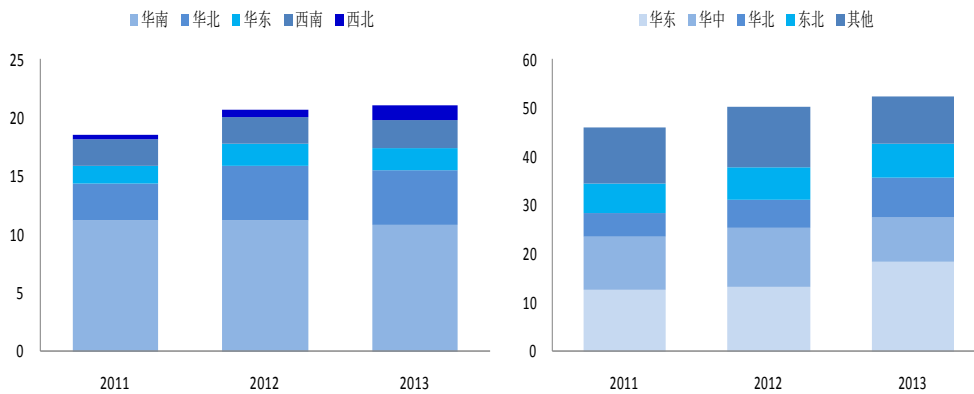
图1：芭田股份与史丹利收入、利润情况对比



资料来源：公司公告、宏源证券整理

在公司业务的地域分布上，我们也可以发现一些特点。公司的业务主要集中在华南地区，公司在华南地区的经济作物种植领域居于优势地位，但近年来，公司在西北、西南等地区的收入也在快速增长，这说明公司的全国扩张战略卓有成效。而史丹利则在华东地区占据优势，在西北、西南则收入甚少。因此公司与史丹利尽管都是复合肥行业的龙头企业，但仍然具有一定的地域性。

图2：芭田股份（左）与史丹利（右）收入的地域分布情况



资料来源：公司公告、宏源证券整理

公司采取了一系列措施巩固传统业务的优势地位。2014 年公司收购阿斯姆公司，将阿斯姆的微生物肥业务纳入囊中，公司的产品线扩展到微生物肥领域，公司也成为 A 股中唯一一家拥有复合肥和微生物肥的公司。公司收购阿斯姆后，不仅会很好的扩充自身产品线，还可以通过生产、销售上的协同效应，与阿斯姆共同壮大，向我国肥料行业龙头企业的地位发起冲刺。

(二) 布局农业信息化

公司在复合肥传统业务大踏步前进的同时，为积极拥抱我国农业信息化发展的大趋势。公司确定了“生态农业、智慧农业”的核心战略，并围绕其展开了一系列的战略布局。2014 年公司并购北京金禾天成，获取了金禾天成在农业耕作 10 余年积累的海量数据，弥补了自己在农业大数据领域的短板，建立了行业领先的农业大数据生态圈，在此基础上，公司又精心打造了决胜未来的核心竞争力——农业云平台。

围绕农业云平台，公司展开了一系列的业务创新。首先，依托公司农业云平台强大的数据处理分析能力，公司将和原生态模式升级为“云+端”的新和原生态模式，新和原生态模式通过为客户提供低成本定制化的农业 3D 打印服务，极大提高了客户黏性和获客能力。以新和原生态模式为连接点，公司又切入农资电商领域，随着时间推移，公司将电商平台交易的种类从单纯的肥料扩展到种子、农药甚至农机等是大概率事件。

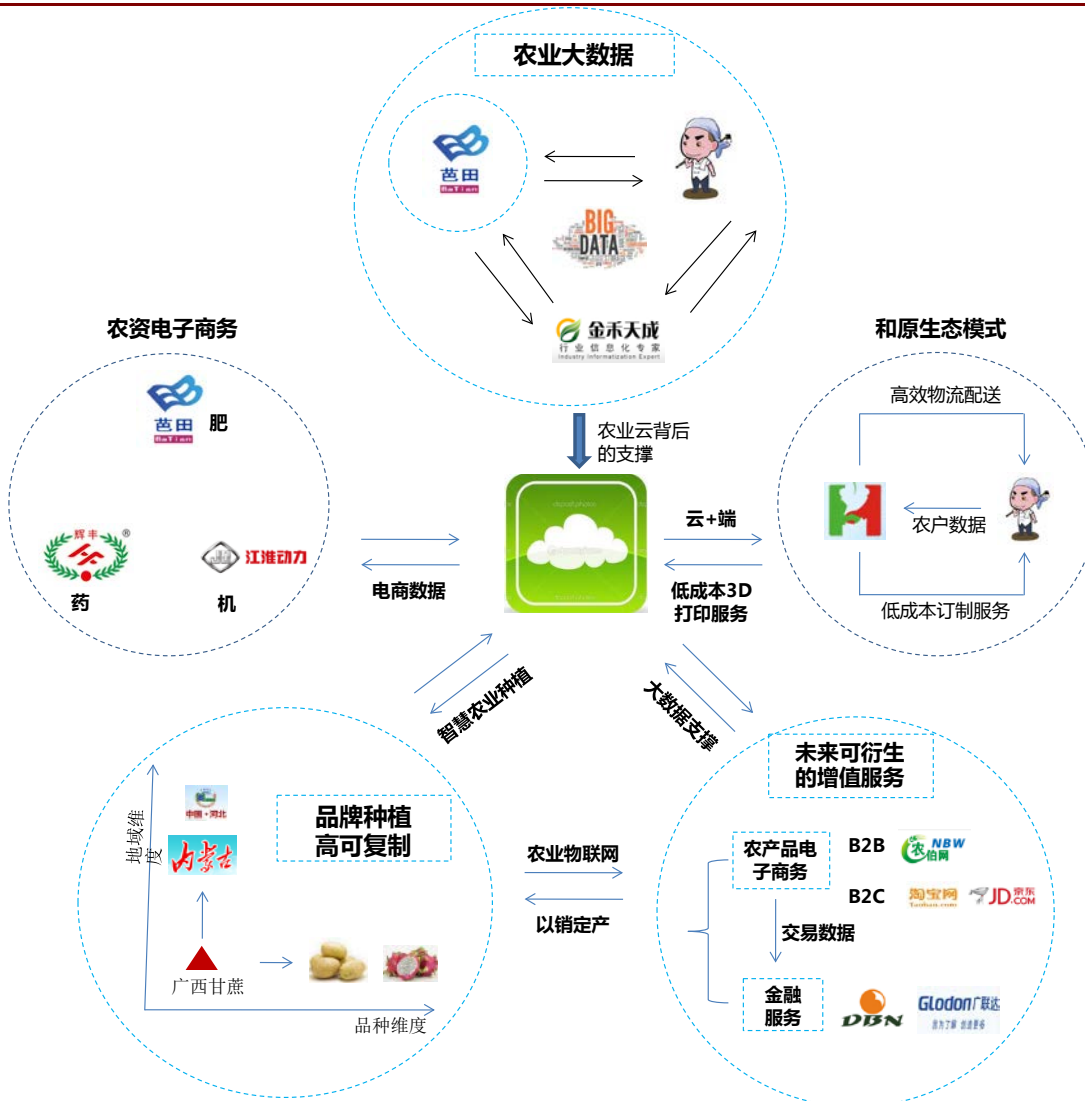
公司凭借其农业云平台上的技术优势，发力品牌种植，强势切入下游种植业。公司通过其农业云平台对种植的投入进行优化，从而达到在降低成本的同时提高产品质量和产量的目的。2014 年公司与广西来宾等签订战略合作协议，试点甘蔗种植，未来还将扩展到马铃薯和火龙果等品种。品牌种植的顺利推进为公司打开了新的增长空间。

依托农业云平台，公司在未来还可以推出多样化的增值服务，例如在品牌种植的基础上搭建 B2B、B2C 电商平台，并开展食品追溯和订单农业，在电商平台的基础上提供供应链金融等金融服务。在农业云平台这个基础上，公司的未来拥有无限的想象空间。

在过去的 20 余年发展历程中，公司成长为我国复合肥行业的领导者，随着农业信息化浪潮的到来，公司大胆变革，在内生外延上全面发力，先打造了全行业领先的农业大数据生态圈和农业云平台，并以平台为基础，在其上展开一系列的业务和产品创新，这些举措将公司从单纯的产品销售型企业转变为以云平台为基础的领先农资综合服务提供商，为公司未来的高速增长打开了新的门户。从产品型公司转型为平台型企业，公司这艘农资服

务航母正准备扬帆起航!

图 3: 芭田股份战略布局一览



资料来源: 宏源证券整理

二、农业信息化是公司未来长期增长的主要推动力

我国农业信息化与国外发达国家仍有很大差距,但随着土地流转的推进、信息基础设施的不断完善,我国农业信息化处于爆发的前夜。在仔细研究国内外农业信息化发展状况后,我们认为类似芭田股份这种切入农业信息化产业中阶段的企业会成为我国农业信息化的最大受益者。

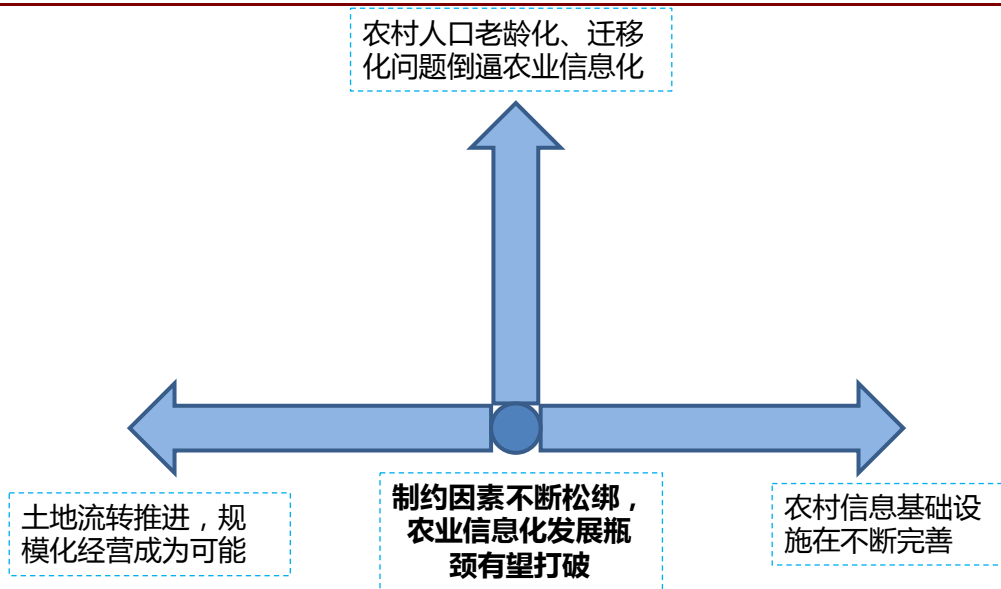
(一) 我国农业信息化相对国外严重落后,发展潜力巨大

我国农业生产率与国外发达国家差距极大,仍有极大改进空间。据 2012 年中国科学院《中国现代化报告 2012: 农业现代化研究》报告,我国农业生产率仅为发达国家的 2%,仅为美国的 1%。美国农业人口仅为 2000 万人,但其产出不仅供给美国 3 亿人口,还有大量出口。而我国农业人口占据我国人口近 50%,其产出却仍难以满足人口需求。我国农业

生产率水平低下最主要的原因就是我国农业信息化水平低下。据统计，美国农业的信息化水平比美国工业高出 85%，而我国农业信息化水平比工业低 285%。

尽管我国农业信息化进程和国外比仍有很大差距，但随着我国农村土地流转的推进和信息基础设施的不断完善，我国农业信息化发展的瓶颈有望打破，而我国农村人口老龄化和迁移化问题日益严重，也将倒逼我国农业信息化加快进程。

图 4：我国农业信息化进程有望加快



资料来源：宏源证券整理

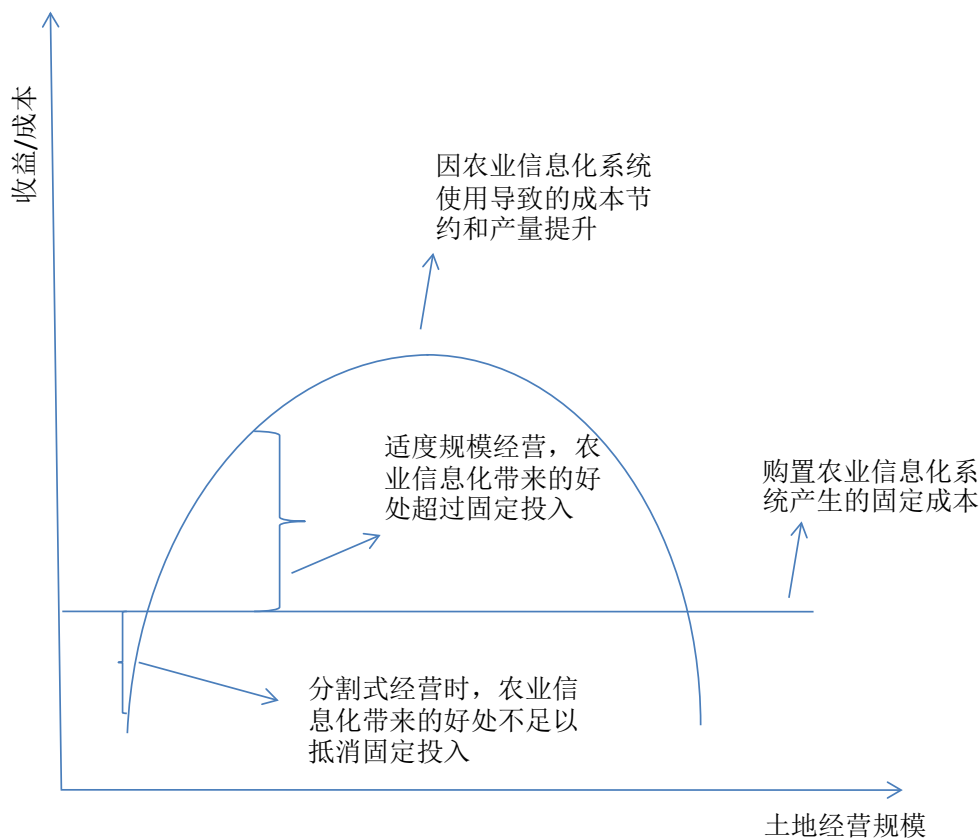
我国农村人口老龄化、迁移化问题严重，倒逼我国农业信息化提速。2012 年农业大学的一份人口调查显示，我国农村人口在家居住时间超过 10 个月的占总人数的 47%，已经迁居或在家居住时间不足三个月的占比高达 47%，农村人口迁移问题严重。我国农业劳动力老龄化程度也远高于农村劳动力的老龄化程度。16-25 岁年龄中，从事农业的劳动力仅为其他年龄组的 17%。我国农村劳动力人口数量不断减少，而耕地数量保持基本稳定，人均耕地面积在不断提高，以往低信息化劳作势必难以适应农业新的发展形势。通过推进农业信息化提高劳动生产率以抵消劳动力减少带来的不利影响，将成为我国未来农业发展的必由之路。

农村信息基础设施的日益完善为农业信息化奠定了坚实的硬件基础。我国农业信息化难以推进的一个重要原因是农村信息基础设施不完善，我国农村互联网、手机、电脑终端的普及率远低于美国等发达国家，但这些阻碍农业信息化的障碍都在逐步消除。根据中国互联网信息中心（CNNIC）的数据，我国互联网普及率从 2009 年的 11.7% 提高到 2013 年的 27.5%，智能手机、笔记本电脑等终端的保有量也有了较大提高。农村硬件基础设施和网络使用习惯的培养是农业信息化能顺利推进的强大保障。

农村土地流转稳步推进，农业信息化发展瓶颈有望打破。2014 年 9 月 29 日，习近平在中央全面深化改革领导小组第五次会议上指出：现阶段深化农村土地制度改革，要推进中国农业现代化问题，要在坚持农村土地集体所有制的前提下，促使承包权和经营权分离，形成所有权、承包权、经营权三权分置、经营权流转的格局。我国耕地的分割式经营是农业信息化的最大障碍，随着农村土地流转的推进，农业规模经营成为必然，只有耕地适度集中，农业信息化的发展瓶颈才能打破。

土地流转促使种植主体和种植模式双重转变。首先土地流转带来的最直接的变化就是土地集中度的提升，农业规模经营成为必然。以前我国农业种植以家庭分割式经营为主要方式，土地流转后，一些不愿意继续从事农业生产的农民（在新生代农村劳动力中这种趋势已经开始显现）会通过出租等方式转让土地经营权，土地流转必将推动种植大户持续增加。其次，种植主体的变化会带动种植模式的转变。在家庭分割式经营的种植模式中，农业机械化程度较低，种植管理依赖人工参与，信息化与自动化程度低。但是在规模经营模式中，随着人均管理土地的增多，人工使用的边际成本会逐渐升高，而农业机械、信息化系统等基础设施的平均成本会逐渐下降，因此在土地流转背景下新的种植模式中，农业机械化程度会逐渐增多，农田管理会越来越借助于物联网等信息化管理系统，农业生产会从过去的粗放型向精细化、集约型的精准农业方向转变，其标志就是农业信息化技术的大量使用。

图 5：适度规模经营是农业信息化的基础



资料来源：宏源证券整理

（二）他山之玉——国外农业信息化发展经验借鉴

国外农业信息化发展远远早于我国，农业信息化的程度也远高于我国，探究国外发达国家农业信息化发展路径和经验教训，对于预判我国农业信息化的方向具有重要的指导意义。下面就重点介绍了美国的农业信息化发展情况，并将其与日本农业信息化发展的异同进行了对比。

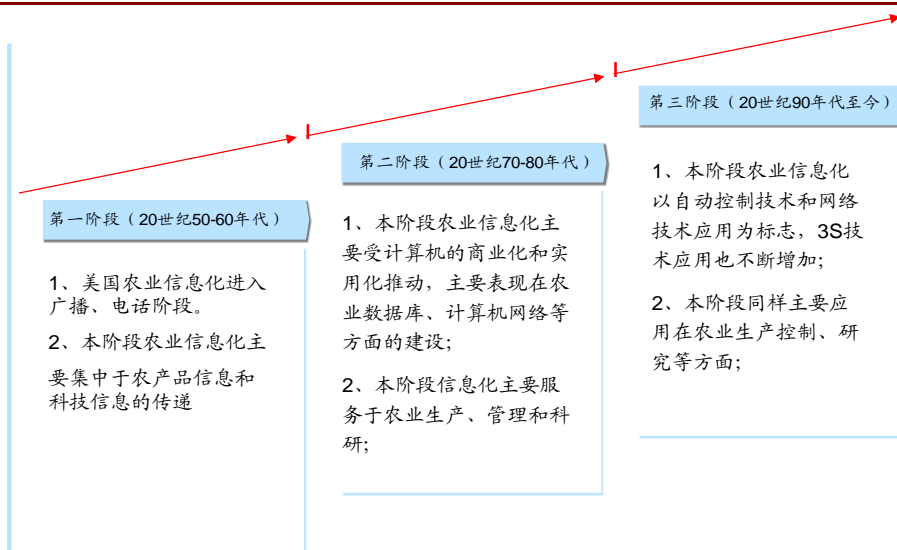
（1）美国农业信息化的过程可以分为三个阶段，分别是：

第一阶段（20世纪50年代-60年代）：随着广播、电话的发明应用，美国农业信息化进入广播、电话阶段。20世纪50-60年代，美国电视、电话开始普及，这些设备把大量的农产品市场信息和科技信息传递给农民，对促进农业科技进步和稳定农产品市场行情起到了很大作用。

第二阶段（20世纪70年代—80年代）：计算机的商业化和实用化推广，带动了美国农业数据库、计算机网络等方面的建设。1985年，美国对世界上已发表的428个电子化的农业数据库进行了编目。数据库应用系统主要服务于农业生产、管理和科研。如美国所建的全国作物品种资源信息管理系统，管理60万份植物资源样品信息，可通过计算机和电话存取，在全国范围内向育种专家提供服务。

第三阶段（20世纪90年代至今）：随着计算机逐步应用到农场，美国农业信息化迈入自动控制技术的开发及网络技术应用阶段。后来随着技术的不断进步，3S技术（全球定位、地理信息系统、遥感）也开始应用于农业信息化中。新兴技术的大量应用为美国农场管理与生产控制、研究和生产带来了高质量、高效率和高效益。

图 6：美国农业信息化发展的三个阶段



资料来源：公开资料，宏源证券整理

美国农业信息化现状：美国的农业信息化业可以称为精确农业，实际上就是高科技联合应用于农业的产物。它指的是利用3S技术（即遥感技术、地理信息系统和全球定位系统）、计算机技术、自动化技术、网络技术等，逐步实现精确化、集约化、信息化控制农业生产，可根据田间因素的变化，精细准确地调整各项土壤和作物管理措施，最大限度地优化各项投入，以获取最高产量和最大经济效益，同时保护农业生态环境、土地等农业自然资源，给农业技术推广实施带来革命性的变化。与美国的农业信息化相比，日本的农业信息化又呈现出一些不同的特点。

表 1：美国和日本农业信息化情况对比

国家	主要特点	侧重点	共同特点
美国	以农场为基本生产单元，农业机械化程度高，广泛将农业专家系统、3S技术等应用于农业；已建成世界最大的农业计算机网络系统，覆盖美国46个州	农业生产	1、因地制宜，适合各自国情； 2、政府高度重视，帮助建立信

日本	以家庭为生产单元，重视因地制宜发展应用型农业信息；注重发展复合日本国情的日本型精准农业，包括作物生长模型基础研究和精准农业机械研究	市场导向生产	息化基础设施； 3、发展精准农业，重视农业信息质量、实效性；
----	---	--------	-----------------------------------

资料来源：公开资料，宏源证券整理¹

从研究美国和日本的农业信息化发展状况不难看出，美国和日本在农业信息化过程中，都非常重视计算机网络、自动控制、3S 等新兴技术在农业生产、管理控制中的应用。美国和日本都发展出了适合自己的精准农业。在农业生产端高度发达的前提下，美国和日本也都很重视市场信息的搜集、分析共享，都建立了发达的农业电子商务体系。与美国日本在农业生产端信息化高度发达不同，我国现在的农业信息化还主要集中在市场信息发布、电子商务的农业流通端。

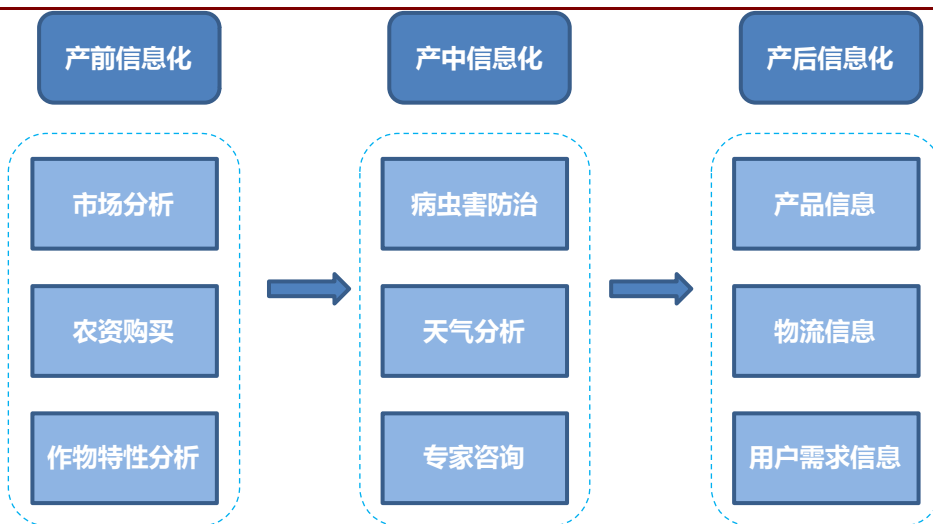
三、智慧农业的“大脑”——芭田农业云平台

（一）数据+经验，农业信息化的护城河

近年来，我国政策上高度支持农业信息化发展，随着信息化基础设施的不断完善，我国农业信息化发展速度不断加快。我国农业信息化也呈现出自己的特点。

农业信息化可以分为产前信息化、产中信息化和产后信息化三个阶段，每个阶段有不同的特点，其参与者也各不相同。

图 7：农业信息化的三个层次



资料来源：《我国农业信息化建设存在的问题及对策》，吴贵英等，宏源证券整理

近年来，进入农业信息化的企业日渐增多，这些公司的来源、切入点都各不相同，我们对进入农业信息化的代表性企业进行了一下梳理，主要有以下几种：

第一大类：原农业产业链上的企业切入，其中比较有代表性的是芭田股份、辉丰股份和江淮动力，三者都是通过外延并购的方式切入，芭田股份通过并购北京金禾天成切入，辉丰股份是通过参股农一网切入，江淮动力则是通过收购上海农易切入。

¹ 部分参考自《我国农业信息化建设存在的问题及对策》，吴贵英等

表 2: 从农业产业链切入农业信息化的企业详细情况

公司	切入点	行动或产品
芭田股份	产业前	打造肥料农资电商平台
	产业中	并购金禾天成，打造农业云平台，进军品牌种植
	产业前	农机机械销售；农艺信息的土壤养分检测系统
江淮动力	产业中	精准农业系统、农业综合数据库
	产业后	农业电子商务、农产品零售消费管理、农产品安全监管和追溯系列、农业综合信息服务
辉丰股份	产业前	农药农资电子商务
大北农	产业后	农业金融的小额贷款业务

资料来源：公开资料，宏源证券整理²

第二大类则是非农业产业链上的企业切入，根据其切入的点不同，可以分为以下几类：

- 1、软件企业切入，比较有代表性的是神州信息从事农村政务化软件；
- 2、物联网企业，比较有代表性的是朗坤，从事食品追溯、设施农业的物联网管理；
- 3、电子商务，比较有代表性的是淘宝、京东等；
- 4、农业信息发布门户企业；

表 3: 从非农业产业链切入农业信息化的企业情况

切入阶段	切入点	细分领域	主要公司
产业后	电子商务	B2B 电商	农伯网
		B2C 电商	淘宝网、京东网
	农产品追溯	农产品追溯	朗坤物联网
产业中	产业中	设施农业物联网管理	朗坤物联网
产业前	产业后	土地流转信息化软件	神州信息

资料来源：公开资料，宏源证券整理³

图 8: 农业信息化企业地图

² 部分参考自《我国农业信息化建设存在的问题及对策》，吴贵英等

³ 部分参考自《我国农业信息化建设存在的问题及对策》，吴贵英等



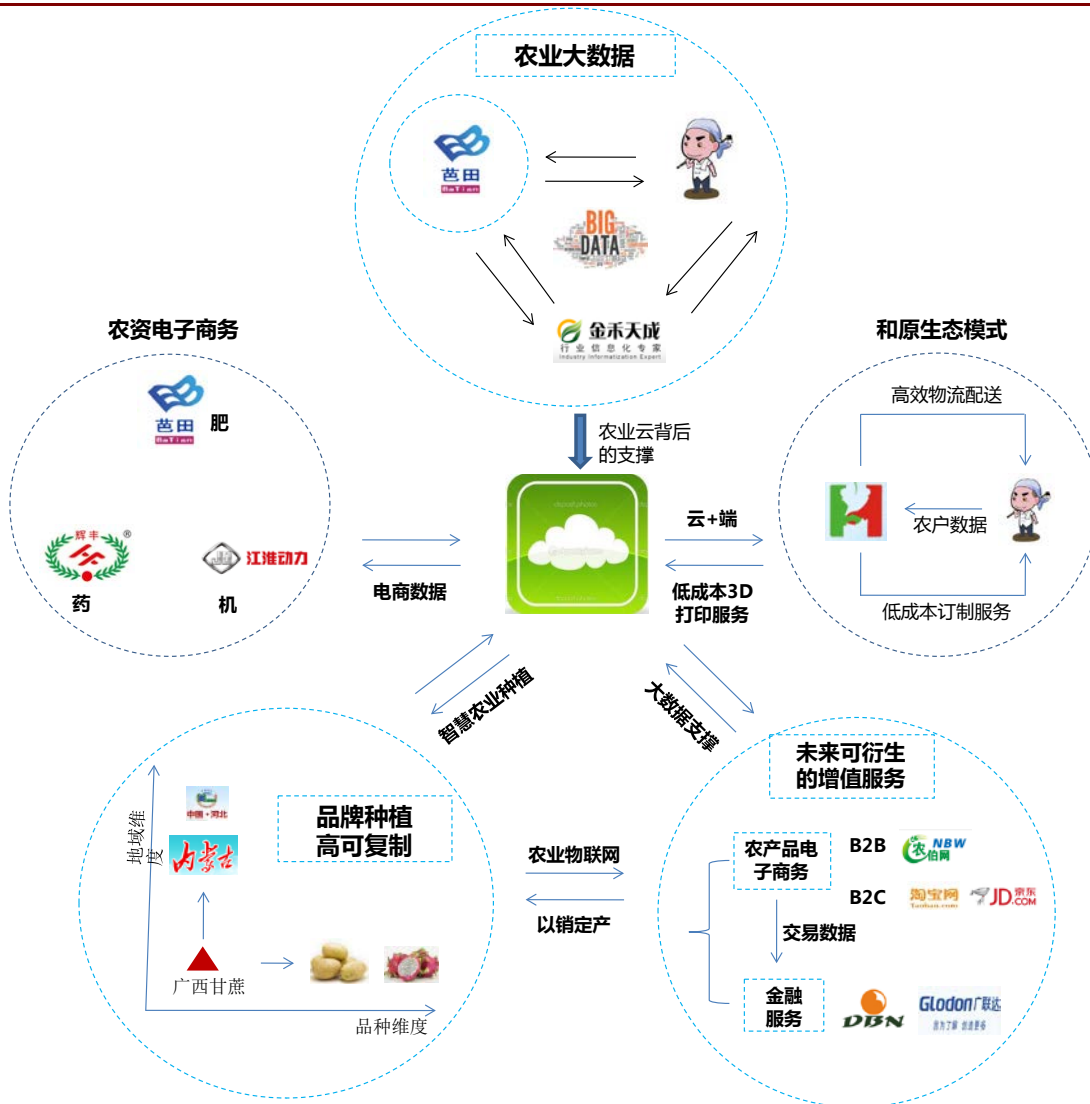
资料来源：宏源证券整理

公司在切入农业信息化时，拥有其他企业难以企及的优势，并能长久持续下去。公司作为领先的农资供应商，对农业有深刻的理解。肥料和农药是最重要的两种农资，其专业性强，标准化程度低，进入壁垒高，其他行业的企业难以进入。公司通过并购金禾天成获取了其稀缺的农业大数据及分析处理能力，可谓如虎添翼。因此，尽管进入农业信息化的企业日益增多，但公司的“数据+知识”将成为一道护城河牢牢的将企图进入细分领域的竞争对手阻挡在城堡之外。

（二）金禾天成——农业云平台的关键节点

在多种因素的共同作用下，我国农业信息化处于爆发的前夜，为拥抱未来农业信息化发展大趋势，公司采取了积极有效的行动。公司于2014年10月22日以4000万元的对价购买北京金禾天成20%的股份，并对另外31%的股份享有优先购买权。这次收购虽然金额不大，但却具有非常重要的战略意义，并购金禾天成拉开了公司强势切入农业信息化领域的序幕，公司成为A股第一家布局种植行业大数据的公司。

图 9：芭田股份战略布局一览



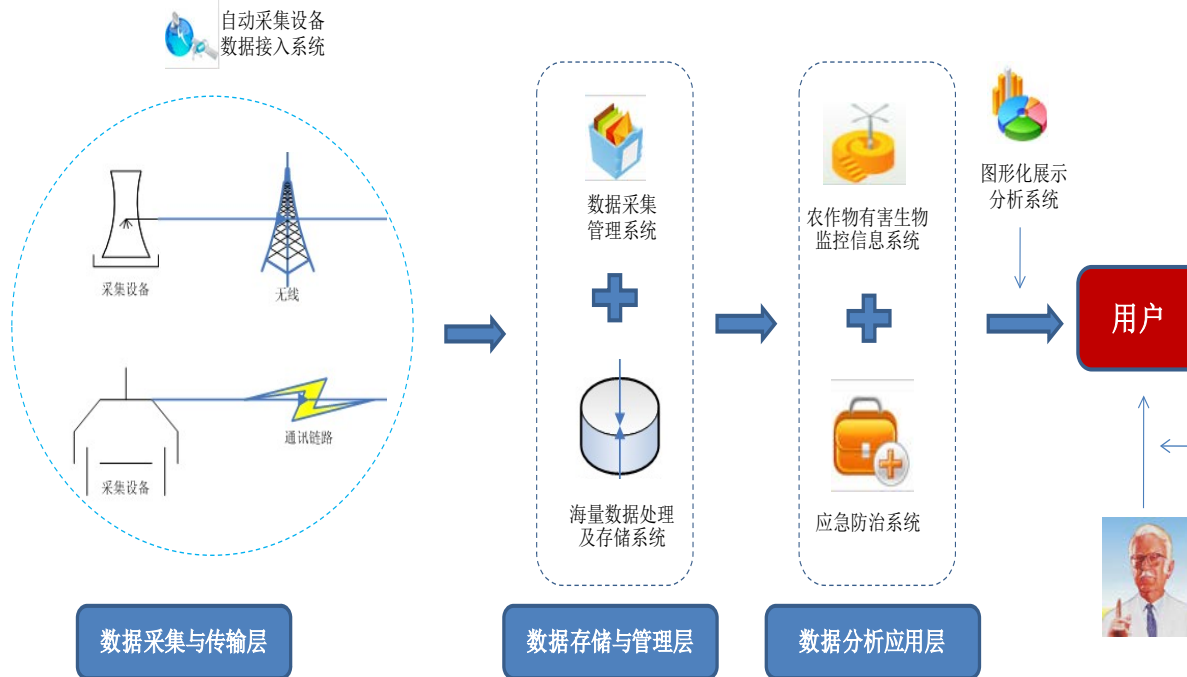
资料来源：宏源证券整理

金禾天成近 10 年来专注于农业“种植行业”信息化应用解决方案研发、推广与服务，其业务已经涉及到了农业大数据、农业物联网、农业移动互联应用、种植业投入品平台、农业地理信息系统等诸多领域。金禾天成负责运营云南、浙江、上海三个省级农作物重大病虫害数字化检测系统，与全国 1700 余个农技站建立并保持了良好的合作关系，农技站就数万名农技人员将成为公司拥有的潜在宝贝资源。

金禾天成自主研发的一系列行业信息化应用解决方案及系统，如图形化综合展示分析系统、GIS 云平台分析系统、海量数据标准化处理及存储系统、信息资源交换中心平台系统、专家咨询及智能诊断系统、多媒体交互展示系统等，已经广泛应用于农业行业信息化应用领域。

仔细研究金禾天成的产品体系，我们发现金禾天成可以提供数据采集与传输——数据存储与管理——数据分析应用——辅助决策的全套农业信息化系统，如下图所示。金禾天成曾在 2013 年获得全国农牧渔业丰收奖一等奖，这个奖项是农业技术推广成果类的最高奖项，这一点充分验证了金禾天成在农业信息化的深厚的技术实力。

图 10: 金禾天成产品线图



资料来源：金禾天成网站，宏源证券整理

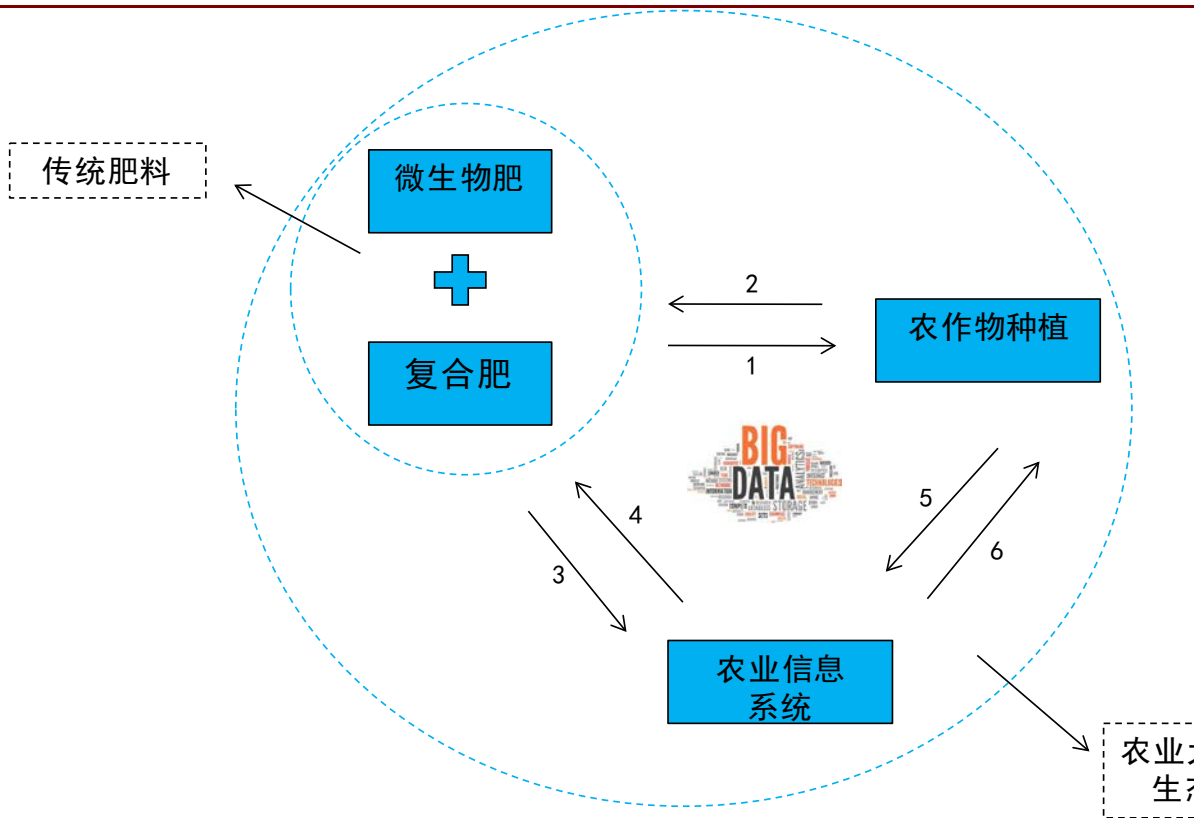
经过近 10 年的积累，金禾天成积累了有关农业的海量数据，覆盖了全国、省市、县，涵盖了土壤、种植面积、种植时间、生长情况、气象、病虫害、种子、用药、用肥、基础地理数据等，金禾天成运营维护的全国农作物重大病虫害数字化检测系统，在这个领域，哪怕在全世界范围内也是最大最全的数据库。

并购金禾天成，协同效应强。收购金禾天成后，公司与金禾天成在业务开展、技术、销售渠道等诸多领域都有深度融合空间。公司作为中国复合肥行业的领先厂商，对农业行业有深刻理解，而金禾天成经过十余年发展，积累了海量农业数据。未来公司可以与金禾天成在定制化肥料、优化种植流程等方向上展开深度合作，这一点在下一部分会有详细深入的解读。另外，目前金禾天成与国内 1700 家农技推广中心存在合作，公司可借此与农技站进行对接，借助农技站数万名农技推广人员进行公司产品推广。整体来看，收购金禾天成，可以补足公司在农业大数据领域的短板，让公司智慧农业的大脑——农业云平台更加聪明。

（三）打造农业大数据生态闭环

并购金禾天成尽管金额较小，但却是公司打造 A 股第一个农业大数据生态闭环迈出的至关重要的一步，并购金禾天成后，公司在种植业大数据的全链条——作物普查、农资投入、种植产业、植物检疫——都进行了核心布局。公司精心打造的种植业大数据生态闭环将成为未来公司的核心竞争力。

图 11: 芭田股份的农业大数据生态圈



资料来源: 宏源证券整理

1、并购金禾天成——农业大数据生态圈的关键节点

芭田股份打造的农业大数据生态闭环的核心与灵魂是农业大数据及其分析处理能力，而金禾天成正式打通闭环的关键节点。下面对芭田股份大数据生态圈的每层的数据流含义给予详细的解释：

数据流 1+2: 这个循环代表的是公司独创的和原生态模式，公司在 2009 年建立和原生态公司，探索出了一条全新的复合肥商业模式。传统的典型复合肥销售模式是复合肥生产商交付复合肥经销商，再由其交付客户，这中间是一个单向的传递过程，客户得到的产品也是标准化的。公司的和原生态模式则颠覆了传统模式，改单向产品传递变为双向互动。在和原生态模式中，农户进入和原生态中心进行种植咨询，和原中心的专家进入农田，进行测土配方，根据土壤的实际情况，有针对性的提供精确配比的复合肥，最后由和原中心将针对单个农户的复合肥配送到农户手中。在和原模式中，农户得到的不仅是化肥，还包含了和原生态中心提供的“一对一”定制化的专业服务。

数据流 3: 数据流 3 代表的是芭田股份在肥料配比上深厚的专业知识对金禾天成的农业信息化系统所做的补充。金禾天成经过 10 余年的积累，已经建立了世界范围内病虫害防治领域最大的数据库，其数据涵盖了种植时间、土壤、气候等种类，通过金禾天成强大的数据分析能力，我们可以知道未来可能发生什么，而芭田股份在肥料配比方面的深厚知识则告诉我们怎样去改善这种状况。举个例子，假设一个地区雾霾较为严重，农作物接收的光照不够充分，农作物患病减产的概率就会上升，根据芭田股份的专业知识，可以通过特定配比的肥料有针对性的为这个地区的植物输送营养，减轻不利天气带来的不良影响。数据流 3 实际上反映的是用芭田股份的专业知识去补充金禾天成的数据库，让金成天成的信

息化系统更丰富，更加智能。

数据流 4: 数据流 4 反映的让金禾天成积累的海量数据去补充芭田股份自己的数据积累，让芭田股份在为农户提供服务时获取的信息更丰富，其给出的配比也会更精确。在和原生态模式中，复合肥配比的依据主要是土壤数据，但加上金禾天成后，配比的依据就会扩充到气候数据、病虫害等诸多属性数据，作出的决策无疑会更准确。

数据流 5: 数据流 5 反映的是利用金禾天成积累的海量数据为农户提供辅助决策的过程。通过对金禾天成的海量数据进行挖掘分析，可以对农户的种植情况进行客观的判断，对其可能遭遇的病虫害、作物生长状况等给予专业建议。

数据流 6: 数据流 6 反映的是农户把数据反馈给金禾天成数据库的过程。农户把农业数据反馈给金禾天成的数据库，金禾天成对这些进行处理并储存到自身的专家库和数据库，日积月累，金禾天成的数据会变得更庞大，金禾天成与农户间互帮互助的过程会很好的提高芭田股份农业综合服务平台对客户的黏性，为其竞争对手创造难以逾越的进入障碍。

芭田股份通过收购金禾天成，获得其积累的海量农业数据，芭田股份通过将其与自身的农业数据及肥料知识库相融合，可以打造完整的农业大数据生态圈。芭田股份以此为基础，建立全国独一无二的农业云平台，并以此为基础推出一系列的增值服务，这种新商业模式将成为芭田股份保持高速增长的关键。芭田股份以云平台为基础已经推出了一系列的业务产品，在未来芭田股份还将推出更加多样化的增值服务。

芭田农业大数据 VS 朗坤物联网

除了公司致力于打造农业大数据之外，其他企业也开始了农业云平台的尝试，其中比较有代表性的是安徽朗坤物联网。

朗坤物联网一直致力于农村物联网相关技术的开发和系统集成，以及农业物联网技术支撑体系和产业应用体系建设。朗坤物联网的代表作是其首倡的“农业云”，它将农业信息化、大田苗情监测、远程专家会诊系统、农民远程教育、农产品商情发布、农产品在线交易以及农业龙头企业的扶持与监管等融为一体。

朗坤物联网和公司的大数据生态圈有一些相同之处，朗坤与公司都涉足农业信息化的产业中阶段，即精准农业，在精准农业阶段，朗坤试图打造省级农业物联网数据中心（包含病虫害、土壤、气象等农业生产的相关数据），以及建设面向农业企业的农业生产应用服务系统，如农业专家诊断、农作物苗情监测系统等。朗坤与公司都很重视农业大数据的采集、应用。但是朗坤与公司的大数据生态圈也有众多不同之处，公司的大数据生态圈主要涵盖农业信息化的产业前和产业中阶段，而朗坤的则主要涉足产业中和产业后阶段。

经过仔细研究，我们认为公司相对朗坤有以下优势。首先公司在农业大数据的积累上有较大优势。金禾天成运营维护的全国重大病虫害防治系统在该领域内是全世界最大的数据库，而朗坤还处于尝试阶段；其次，公司在金禾天成的农业大数据基础上提供“云+端”和原生态模式的低成本定制化配肥、病虫害防治等增值服务，这些服务具有很强的专业性，朗坤本身不是农业产业链的企业，对农业种植理解有限，例如朗坤的精准农业主要是通过物联网对农业生产进行控制，而在肥料、农药的使用上则还要求助于专业厂商，受制于人。因此公司的“数据+知识”较之于朗坤的单纯的农业大数据要胜出一筹。

但是朗坤的实践对公司的未来发展仍有很好的启示作用。朗坤在精准农业的基础上开

展了农产品流通追溯、农残检测与服务平台，并成功在多地试点，另外，朗坤还试图在农业云上提供农产品电子商务、农业信息查询、远程教育等增值服务，这些服务如果能成功实施，将可以大大提高云平台的客户黏性，并创造巨大的客户流量，朗坤的这些计划都是公司下一步发展的重要参考。

表 4: 芭田股份和朗坤物联网的异同对比

公司	优势	相同点
芭田股份	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 金禾天成和芭田股份在农业领域浸淫多年，在农业大数据积累上有较大先发优势； ✓ 公司的云平台包含了“数据+知识”两个维度，针对农业种植中的问题，公司可以独立提出解决方案，而朗坤则对农业了解不足，对于施肥配比等专业强的问题受制于人； 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 都涉足农业信息化的产业中阶段，即精准农业阶段；
朗坤物联网	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 朗坤物联网在精准农业的基础上，推出了食品安全溯源等增值服务，贯通了产业中和产业后阶段； 	

资料来源：公开资料，宏源证券整理⁴

四、业务腾飞——以农业云平台为翼

（一）云+端：新和原生态模式——农业的 3D 打印

2009 年 6 月，芭田股份成立全资控股子公司——和原生态，标志着颠覆传统复合肥销售模式的和原生态模式的诞生。和原生态模式相对于传统化肥销售模式是一个巨大的进步。

和原生态模式：和原生态的运营模式为“政府测土，专家配方，农民来造自己的私家肥”。这种模式的核心是在农村建立和原生态服务站，并为服务站配备小型复合肥配制设备，在各地政府和芭田股份常年积累的测土数据基础上，聘请知名农业专家根据不同土壤、不同作物配制个性化的施肥配方，建立更具针对性的配方数据库。配制私家肥的原料由复合肥原粒的生产厂商直接运送到服务站，服务站可直接联接农户。农户来服务站购买肥料，只要输入相关资料（如地块位置和所种植的作物品种），电脑就会自动出具专家配方，通过连接的小型复合肥配制设备，农户就可以配制出适合自己农作物生长营养需求的个性化“私家肥”。这种“随时、随地、随量、按需测土配方配肥”模式，简称为“和原生态模式”。

和原生态模式根据农田实际情况，凭借芭田股份的配方数据库为农户提供一对一的定制化服务。相对于传统的化肥销售模式，和原生态模式可谓是颠覆式的创新，但在和原生态模式刚推出时，受制于各种主客观条件，和原生态模式的推进一直不达预期，总结起来主要有以下几个因素：第一是政策限制，在和原生态模式中，化肥母粒的混拌是在和原生态中心完成，但是当时小型服务中心拿到化肥生产许可证壁垒较高，这严重限制了网点扩张；第二是受制于小户经营，在和原生态模式中，芭田股份和政府合作，根据已有的和新测量的土壤数据进行肥料配比，在小户经营情况下，挨家挨户测量土壤耗费的成本非常高，经济性因素也阻碍了和原生态扩展。

云+端时代的和原生态模式：伴随着芭田股份收购金禾天成，芭田股份在农业大数据上的布局逐步完整，在农业大数据背景下，和原生态模式的推广有可能出现爆发式增长。

⁴ 部分参考自《我国农业信息化建设存在的问题及对策》，吴贵英等

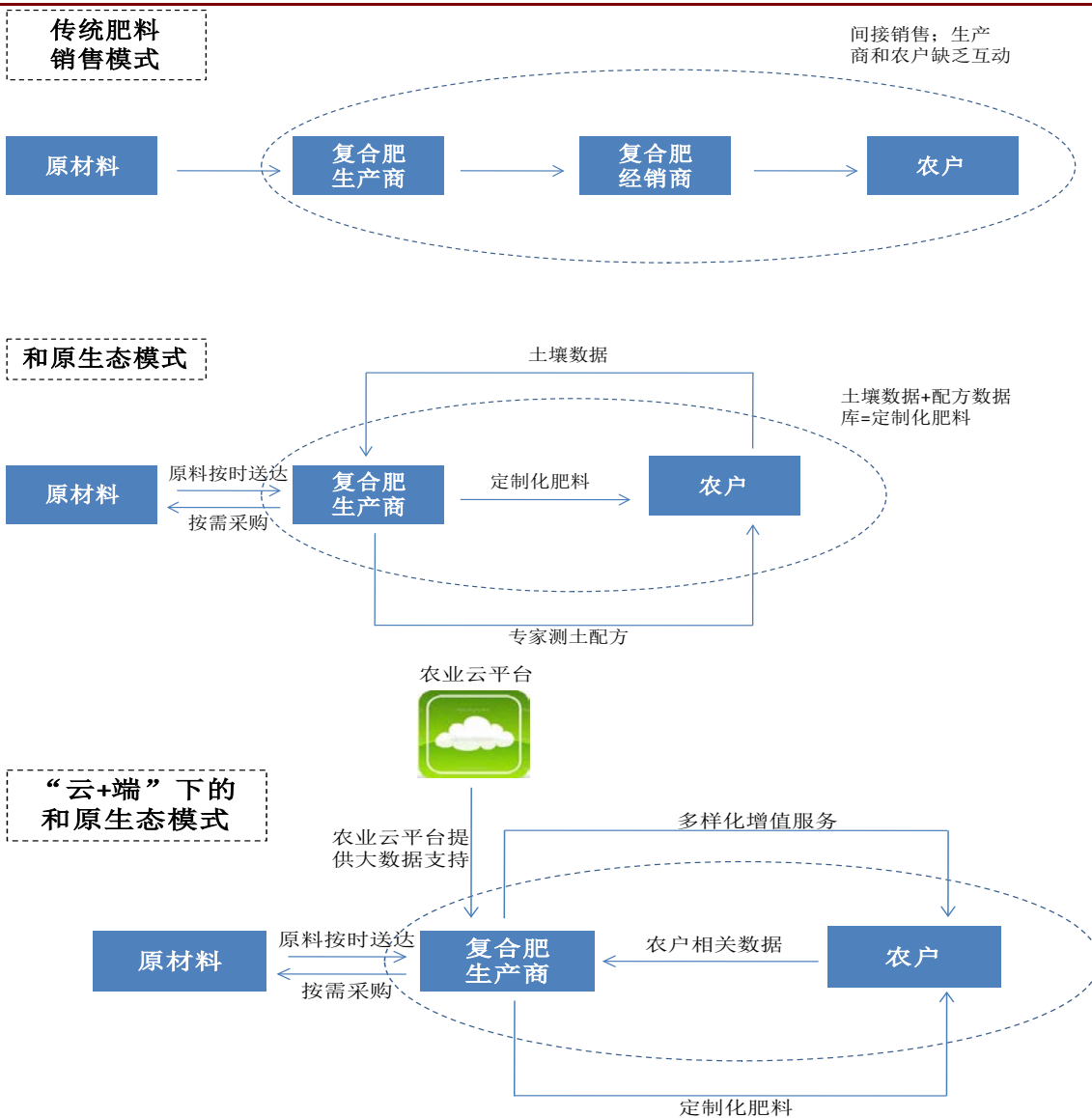
在新的时代背景下，以往制约和原生态模式推广的一些客观因素在逐渐消除。首先，2013年3月，国家发布《关于加强配方化肥推广应用的意见》，基层小型智能化配肥服务网点不纳入肥料登记和生产许可证范畴，从法律上为和原生态模式推广松绑；其次规模化经营提高了测土施肥的经济性，前文讲过，规模性经营会带动精准化、集约化农业的发展，和原生态模式相对于种植大户的吸引力会大大提高，另外，芭田股份通过收购金禾天成获取其10余年积累的海量数据，这也会降低公司测土配肥的成本。总之，随着政策松绑、土地规模经营的推广和芭田股份农业大数据布局的不断完善，和原生态模式将迎来新的高速发展期。

其次，在公司农业云平台的支持下，“云+端”的新和原生态模式较之以往的和原生态模式又有了进一步的提高，其竞争力大为增强。第一，复合肥配比依据的数据来源多元化，在和原生态模式中，配比的依据主要是土壤情况和农作物品种，但是在并购金禾天成后，芭田股份的数据来源会拓展到地区气候、病虫害等多维度数据；第二，服务多样化，在金禾天成的信息化系统中，用户可以使用金禾天成强大的数据分析功能，获取病虫害防治等更多元的增值服务。第三，和原生态模式依赖的配比数据库会转移到芭田股份集成了金禾天成数据库、芭田股份自有数据库等的农业“云端”，在平台型数据驱动模式中，用户的黏性会更高，并为后续推出各种增值服务奠定了基础。

在复合肥行业，除公司外，其他龙头企业如史丹利、金正大等，也都纷纷开展测土配肥服务，但公司占据相对优势。首先，在和原生态模式中，把配肥的机器设备设在终端，直接面向农民，根据用户需求修改配方，在这个过程中，农民完全按需采购，随时、随地、随量，这是其他竞争对手难以做到的。其次，公司是最早开展测土配肥的企业，占据先发优势。测土配肥最重要的资产实际上是土壤数据，越早开展，积累的数据量越大，优势就越明显，另外，公司通过并购金禾天成，获得其积累的农业数据后，数据资产端的优势更加明显；第三，公司在“云+端”的新和原生态模式下，公司结合测土配肥数据库和金禾天成的农业大数据系统，可以提供给农户的服务早已超出了单纯测土配肥的范围，在此之外，公司还可以提供专家咨询、病虫害防治等增值服务。总起来看，尽管同为测土配肥，但公司在“云+端”的新和原生态模式下开展的测土配肥相对其竞争对手而言仍拥有无可比拟的优势。

“云+端”的新和原生态模式就相当于农业领域的3D打印。在工业中，3D打印创新式的采用增材制造的模式，不仅可以大量节约制造成本，最主要的优点是提供了足够高的灵活性，客户可以将其设计转换成数字模型，在3D打印机的计算机控制下打印出复杂的形状。“云+端”的新和原生态模式与3D打印有异曲同工之妙，在“云+端”模式中，输入的是农户的农田信息，输出的根据农田情况进行精确配比的肥料。在这个转化过程中，通过云端的计算，公司可以对农田的投入进行优化，从而降低成本，农户享受到的是不同于以往的一对一定制化服务。“云+端”的新和原生态模式也将成为公司未来发展电子商务的关键所在。

图 12: 芭田股份商业模式演变



资料来源: 宏源证券整理

(二) 打造农资电商平台

电商平台是芭田农业云平台的自然延伸。芭田股份二十余年来深耕于复合肥领域，依靠其对肥料领域的深刻理解，芭田股份建立了肥料电商平台。随着芭田股份农业大数据及以此为基础的农业云平台的建成，公司的电商平台有可能进入爆发式增长期。

“云+端”的新和原生态模式提供的低成本定制化服务是电子商务平台获客的关键。公司的农业云平台通过云+端的新和原生态模式，为农户提供低成本的农业 3D 打印服务——定制化肥料，同时，公司依靠云平台还可以为农户提供专家咨询、病虫害防止、植保等一系列的增值服务，这些都对农户具备很强的吸引力，尤其是随着我国农村土地流转的推进，农业信息化、精准农业将成为未来的主流。公司的农业云平台将牢牢吸引住大批农户，这些农户对肥料、农药乃至农业机械有很大的潜在需求。

公司现阶段的电子商务平台流通的商品还主要是肥料,但是随着公司云平台获客能力的提高和农户需求的放量,公司在将来完全可能把电商从肥料扩展至农药、农机等其他农资品种,到时候能够提供一站式服务的云电商平台对客户将具有更大的吸引力。

公司的电商平台对公司的农业云平台具有正向促进作用。公司的农业大数据中包含的主要是土壤、气候、病虫害等纯粹的农业数据,并不包含交易等经济属性的数据,而电子商务平台将很好的弥补这块短板,通过对客户在电子商务平台上的交易行为等数据进行分析,进而更好的为客户服务。农业云平台与电子商务平台之间的相互促进,将成为公司击败其他农资电商平台的关键。

辉丰股份进军农资电商——参资农一网

辉丰股份是著名的农药企业,通过参资农一网,辉丰股份切入农业信息化的产业前阶段。同样是农业产业链的上游企业切入,农药与化肥同样是最重要的农资投入,因此农一网可以说是芭田股份电商的最佳对标平台。

2014年11月1日,农一网正式上线,农一网是由中国农药发展与应用协会发起,包括辉丰股份在内的五家大型企业共同投资组建的农资电子商务平台。农一网通过整合上游的农药优质产品,重点为种植大户、专业合作社农资零售商等提供网上直销平台,网站设置了农药商城、农药企业品牌旗舰店、植保专家频道等模块,为上下游用户提供服务。

农一网与芭田股份电商平台有很多相似之处。农药与化肥都是农业最重要的投入品,都具有很强的需求刚性,并且都具有很强的专业性,因此行业外企业很难进入,即进入壁垒很高。另外,农药与化肥都是以分销体系为主,效率非常低,这也为电商平台的生存提供了空间。因此农药和化肥都是农资电商切入农业信息化的理想突破口。

但农一网和芭田股份电商也存在很多差异,两者可谓各有千秋。首先,农一网是半官方背景,在享受政策红利上要胜于芭田股份,其次农药的使用频率也要超过农药,另外,农一网准备使用 O2O 模式,在线上农药销售的同时,使用线下工作站和服务站提供配送、技术咨询等其他增值服务,这将更有利于其形成 O2O 闭环,控制农户入口。**但是通过仔细对比研究,我们认为芭田股份电商平台更具优势。**首先,芭田股份通过其独具特色的“云+端”的新和原生态模式,为农户提供低成本的订制配比肥料,然后将其与电商平台对接,在这个过程中,芭田股份提供技术咨询服务的效率要超过农一网;其次,芭田股份通过推行和原生态模式,在农资配送上已经积累了深厚的经验,其配送效率也要高于农一网;第三,芭田股份并购的金禾天成与全国 2000 余个农技服务站有很好的合作关系,芭田股份完全可以以农技服务站为依托提供线下咨询服务,打通 O2O 闭环;最后,芭田股份不止可以把电商与和原生态模式对接,提供配比肥料,还可以提供病虫害防治等增值服务,金禾天成积累了庞大数据,并且有深厚的增值服务提供经验,芭田股份以农业大数据为依托,在进行大数据精准营销等方面有先天优势。两者对比如下:

表 5: 芭田股份电商和农一网的异同对比

公司	优势	相同点
芭田股份	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 电商平台和“云+端”的和原生态模式对接,服务一体化; ✓ 有和原生态模式积累的配送经验,配送效率高; ✓ 金禾天成与农技服务站关系良好,容易打通 O2O 闭环; ✓ 金禾天成在大数据积累和增值服务提供上经验丰富,在农业大数据精准营销上有先天优势; 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 都属于最重要的农资投入品,专业化程度高,进入壁垒高; ✓ 以分销体系为主,效率低,电商生存空间大;
农一网(辉丰股	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 农一网有半官方背景,在享受政策红利上有优势; 	

份) ✓ 农药的差异化程度和使用频率要高于肥料;

资料来源: 公开资料, 宏源证券整理⁵

(三) 品牌种植——打造现代农业的时代先锋

2014年6月5日, 芭田股份与广西来宾市农业发展投资公司就在“土地流转、原料加工、水肥一体、测土配方”等领域开展全面合作签署了《战略合作框架协议》。根据合作协议, 公司将分步骤和分年限在来宾市流转承包25万亩土地, 开展甘蔗高效种植。在合适时机, 公司有可能参与到甘蔗压榨、蔗糖加工等下游产业的运作。芭田股份由农资提供商切入下游种植领域的大戏拉开了序幕。2014年12月9日午间公告, 2014年12月8日与北京天瑞嘉成科技有限公司(简称“天瑞嘉成”)签署《品牌种植合作协议》。根据协议, 双方将开展品牌种植项目合作, 包括品牌种植基地、订单农业平台、区域品类农资中心等, 双方合作品牌种植期限为五年。据协议, 合作区域为内蒙古和河北的优质产区, 种植品种为马铃薯种薯、以及土地轮作所需青玉米或小麦等品种。项目种植面积要视土地流转的进度, 原则上单一规模基地不低于5000亩。另外, 项目基地定位于“订单农业”, 实现“优质农资、优质种植、优质价格”, 包括面向龙头企业的订单集采模式和面向消费者的农业众筹模式。

(1) 农业大数据生态圈是公司切入下游种植业的发动机

公司从肥料供应商切入种植业的底气正是其绝无仅有的农业大数据生态圈。农业大数据生态圈可谓是公司整个业务链的发动机与灵魂所在。

公司的农业大数据生态圈是公司打造现代农业时代先锋的基础。公司以其农业大数据及农业云平台为支撑, 对农业种植的农资投入等进行优化, 例如根据测土配肥, 高效使用肥料; 通过金禾天成的病虫害防治, 尽量减少农药使用。对农资投入的优化可谓一举两得。一是减少化肥和农药投入, 有效降低成本; 二是提高农产品质量, 打造有机、生态种植, 提高农产品价格。由此可见, 公司的农业云平台是公司打造品牌种植的基础。

公司切入下游种植业无论对于公司、农民、地方政府都是大有可为的东西, 多方共赢, 公司的品牌种植模式具有很强的可复制性。

首先对农民来说, 芭田股份根据协议会有限雇佣当地农民, 让农民取得土地租金或补偿金的同时获得劳动收益。芭田股份在种植技术上比农民单纯依靠经验种植要更有优势, 依靠大数据在农业种植中的应用, 芭田股份可以把来宾的甘蔗糖分提高两个点。芭田股份会把有经验的农民集合起来, 变成一种管理方案, 让所有农民都变得有经验, 这种知识扩散会让大家都大为受益。另外, 芭田股份在土地流转后开展规模种植, 在产品销售时芭田股份有较强的议价能力, 销售价格比农民单独销售时高出许多。

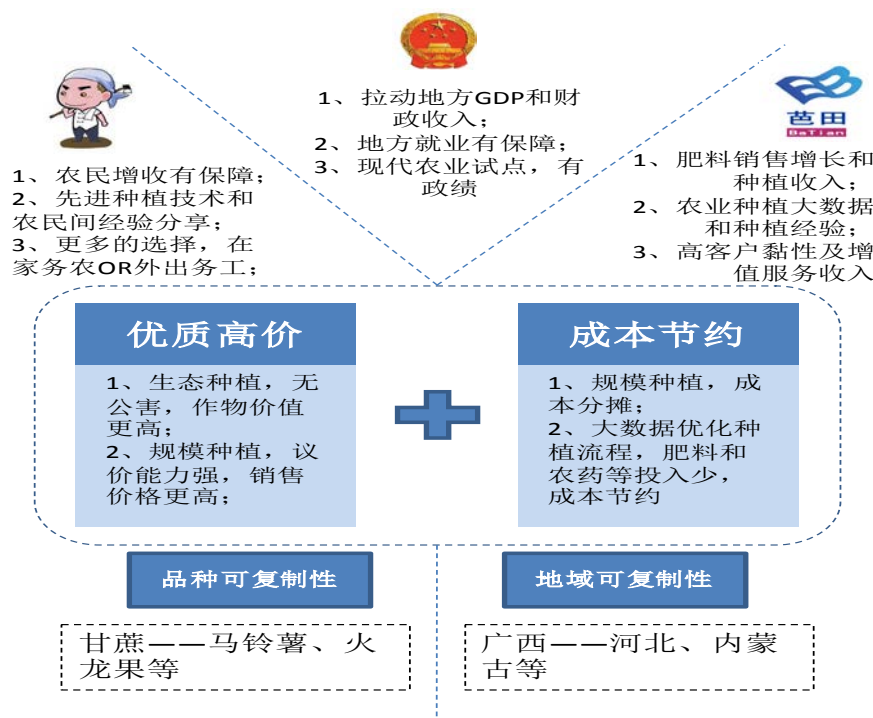
对地方政府来说, 来宾农投和芭田股份合作, 由芭田股份进行土地流转承包, 这便于当地政府开展土地流转试点; 第二, 芭田股份会优先雇佣当地农民, 地方政府可以免除大量农民无事可做对地方就业、治安带来的困扰, 并且芭田股份通过开展现代农业种植, 生产效率更高, 一些不愿意从事农业生产的农民可以迁移到城镇务工, 可以为地方第二、三产业提供充足的劳动力供应; 第三, 芭田股份开展现代农业种植可以有效提高生产率和产品销售价格, 对于地方农民增收和由此带动的消费和GDP增长都颇为有利, 未来在适当时候, 芭田股份会接入甘蔗加工等下游产业, 这会带动下游产业整合, 提高地方企业的生

⁵ 部分参考自《我国农业信息化建设存在的问题及对策》, 吴贵英等

产绩效，对于地方税收都有好处。因此，与芭田股份就土地流转承包对于地方政府来说可谓是有百利而无一害，必然会得到地方政府的大力支持，芭田股份的品牌种植会有较好的可复制性。

对于公司自身来说，第一，开展品牌种植可以带动对企业自身复合肥和微生物肥的需求，扩大产品销量；第二，通过公司的农业大数据生态圈把农户纳入其中，不仅可以获取农业生产中产生的大量数据和农户种植的经验知识，还可以通过企业“农业云”综合服务平台获取很高的客户黏性，为公司在平台基础上提供更多的增值服务打下坚实的客户基础。

图 13：品牌种植——现代农业时代先锋，高可复制性



资料来源：宏源证券整理

(四) 平台为王，期待衍生增值服务

公司通过打造农业大数据生态圈，并以此为发动机强势切入品牌种植领域，不仅改变了自身的商业模式，赢得了更加广阔的市场空间，其打造的独一无二的农资综合服务平台也为日后公司在此基础上提供一系列的增值服务奠定了良好的基础。

首先，公司可以在其农业云平台基础上提供食品追溯服务以及建立在物联网基础上的订单农业。目前，很多进军农业信息化的企业是选择的食品追溯行业，如朗坤等，但相对于这些企业，公司有独特的优势。第一公司通过从事品牌种植，做到了农产品供给、流通追溯的一体化；第二公司在其农业云平台上集成了农产品的种植时间、环境、品种等多维度信息，通过 RFID 等标签技术，客户可以查询到更丰富的信息，在购买时会更放心，真正做到了食品追溯，这就是把公司的云平台 and 食品追溯连通的威力。另外，把食品追溯物联网和云平台连接还有一个益处，就是做到了订单农业的以销定产，通过食品追溯可以追踪到农产品的销量，通过物联网反馈的信息，公司可以及早确定下一步的生产计划，尤其

是对于蔬菜、花卉等生长期短、附加值高的作物。

其次公司未来可以在此基础上以 B2B、B2C 的方式开展农产品电子商务。公司现在广西试点的品牌种植是甘蔗，属于经济作物而非消费品，甘蔗主要销售给制糖厂等企业，公司可以在此基础上开展 B2B 的电子商务；另外，公司在试点甘蔗品牌种植后，会择机进入火龙果等消费农产品领域，到时公司即可以采用 B2B 的方式出售给农产品深加工厂商，也可以采用 B2C 的方式直接销售给消费者。

最后，公司未来甚至可以在平台的基础上开展金融服务，这已经有很多先例在前。公司完全可以做到这一点，第一，公司通过其农业大数据生态圈、电子商务平台可以获取大量的交易数据，既包括消费者的，又包括原料供货商和下游企业客户的，通过数据挖掘等先进的技术手段，进行贷款信用评级，可以有效控制风险和坏账损失。农业企业开展金融服务已经有先例出现，大北农筹建小额贷款公司就是先行者。在别的行业，在垂直电商的基础上提供金融服务更是大行其道，如建筑业信息化企业——广联达推出旺材电商平台并同时组建小额贷款公司就是很好的例子。

总之，芭田股份通过采取内生外延双轮驱动的方式，在种植业大数据的全链条——作物普查、农资投入、种植产业、植物检疫——都进行了核心布局，公司在其构建的农业大数据生态系统基础上，大胆切入下游品牌种植企业，不仅转变了商业模式，打开了企业的增长新空间。未来，公司还可以以其农资服务平台为基础，提供电子商务、小额贷款等增值服务，这一点的可行性已经被其他企业所验证。

五、投资建议

公司全面发力，进入发展新阶段。公司紧密围绕“智慧芭田，生态芭田”的核心战略，积极展开了一系列的战略布局。公司并购金禾天成，补全自身在农业大数据上的短板，着力将农业大数据生态圈打造成公司的核心竞争力。公司以农业大数据及其支撑的农业云平台为依托，强势切入品牌种植领域，打造一体化生态农业，开拓发展新天地。打造“云+端”的新和原生态模式，为客户提供低成本订制服务，提高客户黏性并以此打开农资电子商务的高速增长之门。未来公司以农业云平台为依托，还可以提供农产品电商平台、食品追溯、农资金融服务等多样化的增值服务。公司农业云平台的建成，为公司开启了一段新的光辉征途

公司 2014-2016 年主营业务的销售收入、毛利率见下表：

表 6：2014-2016 年销售预测表（数据截止 2014/12/9）

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2133	2325	2985	3485
复合肥	2105	2296	2675	3025
其他	28	29	310	460
收入增速	-1.6%	10.4%	28.4%	16.8%
复合肥	1.4%	10.2%	16.5%	13.1%
其他	-69.8%	3.6%	1068.9%	48.4%
毛利率	-1.6%	20.9%	22.1%	23%
复合肥	1.4%	20.8%	21.9%	22.5%
其他	-69.8%	25%	23.7%	26.3%

资料来源：公司年报、宏源证券整理

我们预计芭田股份 2014-2016 年实现实现营业收入 23.25 亿、29.86 亿、34.86 亿元，分别增长 9%、28.4%、16.7%，实现归属于母公司净利润为 2.05 亿、3.2 亿、4.23 亿元，分别增长 49.6%、56.1%、32.2%，对应 EPS 为 0.24、0.37、0.49 元。

与其他农资及种植业上市公司相比，公司估值处于较低水平。公司所处的复合肥行业各大龙头企业相对于 2015 年 EPS 的市盈率平均为 18，公司相对估值略高。但是在 A 股中，通过土地流转进入种植业的公司中，相对于 2015 年 EPS 的市盈率平均为 35 左右，远高于公司估值水平。与公司类似的从农业供应链上游进入农业信息化领域的江淮动力，其相对于 2015 年 EPS 的市盈率为 35，也远高于公司水平。我们认为，公司通过打造农业云平台，并由此切入品牌种植、农资电商等农业信息化领域，其发展空间较之以往得到很大扩展，因此其估值应该超越复合肥行业的估值水平，而应该向种植业及农业信息化公司水平靠拢。

表 7：农资及种植业上市公司估值一览（数据截止 2014/12/9）

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
史丹利	002588	33.23	1.81	1.7	2.08	18.9	20	16.3
金正大	002470	27.45	0.95	1.21	1.57	30.5	24	18.5
辉隆股份	002556	13.73	0.19	0.23	0.42	75.3	62.2	34
江淮动力	000816	6.55	0.08	0.1	0.21	88	69.3	32.1
海南橡胶	601118	9.41	0.04	-	-	236	-	-
亚盛集团	600108	9.82	0.2	0.18	0.23	47.5	54.78	43.3
大禹节水	300021	14.53	0.06	0.22	0.5	246.5	67	29.7
平均水平						109.7	49.3.9	28.7
芭田股份	002170	8.81	0.14	0.24	0.37	62.93	36.71	23.81

资料来源：WIND、宏源证券整理

投资建议：给予 13.50 元的目标价，“买入”评级

风险提示：

- 1、信息化平台建设过程需要一定时间，短期内对收入贡献有限。
- 2、公司并购新公司后，销售等整合情况不达预期。

图 14: 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,324	2,167	2,133	2,324.71	2,985.87	3,485.59
增长率		-6.7%	-1.6%	9.0%	28.4%	16.7%
主营业务成本	-2,000	-1,888	-1,774	-1,838	-2,325	-2,684
%销售收入	86.1%	87.1%	83.2%	79.1%	77.9%	77.0%
毛利	324	279	359	486	661	802
%销售收入	13.9%	12.9%	16.8%	20.9%	22.1%	23.0%
营业税金及附加	-25	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-93	-86	-95	-116	-140	-146
%销售收入	4.0%	3.9%	4.5%	5.0%	4.7%	4.2%
管理费用	-110	-94	-112	-139	-164	-181
%销售收入	4.7%	4.4%	5.2%	6.0%	5.5%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	96	99	152	231	356	474
%销售收入	4.1%	4.6%	7.1%	9.9%	11.9%	13.6%
财务费用	-6	-8	-14	-10	-1	2
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.4%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-5	3	-2	5	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	84	94	136	225	353	473
营业利润率	3.6%	4.3%	6.4%	9.7%	11.8%	13.6%
营业外收支	6	7	14	9	11	10
税前利润	91	101	149	234	365	483
利润率	3.9%	4.6%	7.0%	10.1%	12.2%	13.9%
所得税	-25	-9	-13	-29	-45	-60
所得税率	27.3%	9.2%	8.5%	12.3%	12.3%	12.5%
净利润	66	91	137	205	320	423
少数股东损益	3	2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	63	89	137	205	320	423
净利率	2.7%	4.1%	6.4%	8.8%	10.7%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	66	91	137	205	320	423
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	35	44	44	105	161
非经营收益	8	0	33	47	13	14
营运资金变动	-150	183	-39	281	-240	-125
经营活动现金净流	-38	309	174	577	198	473
资本开支	-81	-228	-369	-333	-44	-50
投资	4	0	-2	-1	0	-1
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-76	-228	-371	-334	-44	-50
股权募资	0	572	0	-61	0	0
债权募资	180	-19	443	-6	1	2
其他	-29	-87	-36	-24	-24	-24
筹资活动现金净流	151	466	408	-90	-23	-22
现金净流量	36	547	211	153	131	400

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	264	850	975	1,128	1,259	1,659
应收款项	73	43	80	119	178	226
存货	325	284	291	302	446	551
其他流动资产	137	348	194	186	258	297
流动资产	799	1,523	1,539	1,735	2,141	2,734
%总资产	72.0%	82.0%	61.8%	61.7%	67.6%	74.6%
长期投资	0	0	68	68	68	68
固定资产	268	273	634	927	879	781
%总资产	24.1%	14.7%	25.4%	33.0%	27.7%	21.3%
无形资产	35	43	65	81	82	82
非流动资产	311	334	951	1,076	1,028	931
%总资产	28.0%	18.0%	38.2%	38.3%	32.4%	25.4%
资产总计	1,109	1,858	2,490	2,811	3,169	3,665
短期借款	210	191	100	89	89	89
应付款项	92	245	325	365	414	479
其他流动负债	32	25	58	115	102	108
流动负债	333	462	483	569	605	676
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	8	6	542	535	535	535
负债	341	468	1,025	1,104	1,142	1,215
普通股股东权益	753	1,371	1,439	1,681	2,001	2,423
少数股东权益	16	18	26	27	27	27
负债股东权益合计	1,109	1,858	2,490	2,811	3,169	3,665

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.160	0.188	0.160	0.241	0.376	0.496
每股净资产	1.901	2.899	1.690	1.974	2.349	2.846
每股经营现金净流	-0.096	0.654	0.205	0.678	0.233	0.555
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.40%	6.50%	9.49%	12.21%	16.00%	17.44%
总资产收益率	5.70%	4.80%	5.49%	7.30%	10.10%	11.53%
投入资本收益率	7.13%	5.69%	6.60%	8.67%	11.77%	13.48%
增长率						
主营业务收入增长率	50.58%	-6.74%	-1.60%	26.74%	28.44%	16.74%
EBIT增长率	-21.21%	3.05%	53.24%	17.48%	54.37%	33.15%
净利润增长率	-39.71%	41.05%	53.27%	50.17%	55.98%	32.07%
总资产增长率		67.46%	34.04%	12.90%	12.73%	15.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	5.7	11.0	14.0	17.0	19.0
存货周转天数	59.3	54.8	59.8	60.0	70.0	75.0
应付账款周转天数	9.2	5.5	10.1	10.0	12.0	12.0
固定资产周转天数	38.8	41.4	42.2	38.7	101.1	76.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.03%	-47.40%	-23.23%	-29.50%	-31.28%	-42.13%
EBIT利息保障倍数	15.0	12.1	11.1	22.6	486.1	-251.6
资产负债率	30.74%	25.22%	41.15%	39.27%	36.03%	33.14%

资料来源: 宏源证券整理

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长, 战略新兴产业首席分析师。毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013年新财富最佳分析师第二名。代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。个股: 挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份等。

顾海波: 宏源证券通信行业分析师, 本/硕/博毕业于华中科技大学, 计算机博士学位; 在国内IT领军企业神州数码工作多年, 任职事业部技术总监兼售前总监, 中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。2013年6月加盟宏源证券, 2014年起负责通信组。

机构销售团队

类别	姓名	电话1	电话2	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。