

农集网公测标志公司正式进军农资电商

■ **事件:** 3月31日凌晨诺普信进行了农集网的公开内测, 截止到下午5点, 近17小时成交金额达到1.5亿元。农集网是公司全面布局“互联网+”将打造的农资大平台, 主要销售杀菌剂、杀虫剂等近160个农药产品。同时, 今日公司发布第一期员工持股计划进展情况, 目前已累计从二级市场购买552万股, 购买均价15.31元/股, 相对目前股价折价率为12.2%。

■ **农集网完美拉开公司O2O大战略序幕:** 农集网上线标志公司正式进军农资电商, 据我们调研了解目前农集网线上产品均为诺普信自营产品, 同时暂时仅针对诺普信农资零售商(1.5亿成交额来自线下订单的导流), 未来将逐步扩大线下网点的上线力度并最终做到对外开放的农资分销平台和植保服务体系。公司作为国内最大的农药制剂分销商, 拥有庞大的线下销售网点, 且在过去数年的努力下目前对网点的控制力较强, 未来通过逐步上线的方式将顺利实现转型, 并逐步开放线上产品和线下加盟最终实现国内最大的农资分销平台的目标。

农村电商中我们认为农药是相对容易切入甚至是最容易切入的品种, 而公司在过去3-5年经营中已经通过做减法大力增强了对渠道的掌控力度, 我们判断未来公司或能通过部分渠道消除销售职能逐步分批将线下渠道转化成线下工作站, 同时上线自营品种并逐步对外品种开放的形式转型农资电商, 公司的优势在于自营品种齐全、物流完善、线下渠道数量庞大等。农集网是公司全面布局“互联网+”的农资大平台, 公司从去年开始布局O2O大战略, 通过与金正合作, 参股种子公司和互联网金融平台完成初步布局, 农集网上线后, 公司O2O大战略版图清晰。

■ **“互联网+”下的农资O2O空间巨大: 具体分析见下文;**

■ **参股互联网金融P2P平台, 打造农资O2O平台金融服务: 具体分析见下文;**

■ **互联网+农村下的变革者, 继续看好, 上调目标价至25元:** 我们看好农村电商这根跑道, 同时公司作为国内农药渠道龙头优势较大, 公司的员工持股计划实施价格相对目前股价折价率较低, 也彰显了公司对未来发展的足够的信心。我们预计公司15-16年EPS分别为0.51、0.62元, 维持买入-A评级, 上调目标价至25元。

■ **风险提示: 土地改革政策低于预期、公司O2O平台建设低于预期的风险**

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,597.5	1,735.5	2,202.0	2,790.2	3,443.1
净利润	129.4	180.0	153.1	274.0	335.6
每股收益(元)	0.18	0.26	0.28	0.51	0.62
每股净资产(元)	1.89	2.10	2.82	3.07	3.32

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	94.9	68.2	61.8	34.5	28.2
市净率(倍)	9.2	8.3	6.2	5.7	5.2
净利润率	8.1%	10.4%	7.0%	9.8%	9.7%
净资产收益率	9.7%	12.2%	10.0%	16.5%	18.6%
股息收益率	0.3%	0.9%	1.1%	1.5%	2.1%
ROIC	10.7%	22.1%	12.4%	16.9%	31.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

25.00元

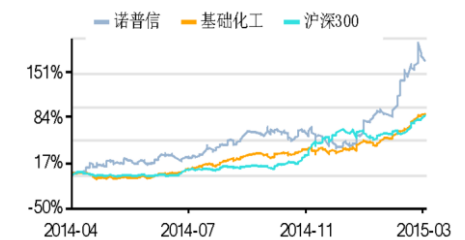
股价(2015-03-31)

17.44元

交易数据

总市值(百万元)	12,274.73
流通市值(百万元)	9,067.43
总股本(百万股)	703.83
流通股本(百万股)	519.92
12个月价格区间	7.01/18.02元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	32.67	87.68	33.42
绝对收益	46.06	102.32	122.17

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

参股互联网金融平台, 积极布局“互联网+”	2015-03-20
业绩符合预期, 看好公司转型发展	2015-01-28

■ **“互联网+”下的农资 O2O 空间巨大：**通过“互联网+”方式改造传统行业已经成为中国未来最重要的趋势之一，同时所有涉及电商的垂直领域里面，我们认为农村电商的空间是最大的，因为其用户价值最高，商业模式的空间最大——农村用户往往不是互联网用户，因此谁能使其上线并能够粘住，就变得非常具有价值。可以看到虽然 BAT 已经将涉农电商作为最重要战略之一，但是由于线下服务很重要（如物流、地推等）且用户互联网习惯不强（农村用户较多无网购经历），因此我们认为未来 1-2 年是国内涉农企业（包括农药、化肥、种子、饲料等等）快速发力积累用户的最佳时间，我们此前在去年 9 月和 12 月连续独家深度报告推荐农村电商板块，继续强烈看好。

■ **参股互联网金融 P2P 平台，打造农资 O2O 平台金融服务：**深圳农金圈金融服务有限公司是一家专注于运用互联网金融工具服务国家农业、农村和农民的高科技创新型企业，旗下的农发贷平台是国内领先的农业垂直 P2P 平台，通过在全国整合辐射的优质农资经销商网络资源，从小麦、土豆、香蕉、苹果、茶叶、水稻等主要产区中精选大中型优质种植农户，把农发贷平台从网上募集的资金，以 P2P 形式直接借款给上述大农户，以满足农户在作物种植过程中的农资采购需求。公司投资农金圈，通过整合农金圈的互联网金融平台资源，将有助于公司联系城市与农村，面向“三农”提供创新高效的资金融通、支付和信息等服务，从而实现公司与大中型优质种植农户的共赢。我们认为，金融服务是实现产业互联网闭环生态系统中不可或缺的重要一环，未来农资 O2O 大平台不仅仅是销售农资和农产品，更多的是实现资源的整合，实现类金融、类媒体、类服务的终极目标。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月01日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,597.5	1,735.5	2,202.0	2,790.2	3,443.1	成长性					
减:营业成本	937.7	1,023.9	1,343.2	1,618.3	1,997.0	营业收入增长率	2.7%	8.6%	26.9%	26.7%	23.4%
营业税费	5.7	5.8	10.1	12.8	15.8	营业利润增长率	37.3%	64.3%	-13.1%	88.3%	25.2%
销售费用	353.3	332.7	440.4	544.1	661.1	净利润增长率	59.0%	39.1%	-14.9%	78.9%	22.5%
管理费用	202.7	206.0	264.2	334.8	413.2	EBITDA 增长率	14.8%	43.7%	-9.5%	70.8%	22.1%
财务费用	0.6	-5.7	-2.9	-5.3	-7.2	EBIT 增长率	18.3%	58.4%	-12.0%	88.5%	25.0%
资产减值损失	22.6	19.2	18.7	20.2	19.3	NOPLAT 增长率	24.6%	64.0%	-18.2%	88.5%	25.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-20.1%	45.3%	38.8%	-32.5%	51.9%
投资和汇兑收益	36.7	29.9	31.2	35.0	32.0	净资产增长率	7.7%	8.5%	3.8%	8.7%	8.1%
营业利润	111.7	183.5	159.4	300.3	375.9	利润率					
加:营业外净收支	37.6	11.2	21.8	23.5	18.9	毛利率	41.3%	41.0%	39.0%	42.0%	42.0%
利润总额	149.3	194.7	181.2	323.8	394.8	营业利润率	7.0%	10.6%	7.2%	10.8%	10.9%
减:所得税	17.4	16.7	27.2	48.6	59.2	净利润率	8.1%	10.4%	7.0%	9.8%	9.7%
净利润	129.4	180.0	153.1	274.0	335.6	EBITDA/营业收入	9.4%	12.5%	8.9%	12.0%	11.8%
						EBIT/营业收入	7.0%	10.2%	7.1%	10.6%	10.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	59	54	39	26	17
货币资金	628.7	652.4	176.2	668.1	282.8	流动营业资本周转天数	33	7	41	31	31
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	296	283	229	208	201
应收账款	153.6	138.7	251.5	235.0	361.8	应收账款周转天数	32	30	32	31	31
应收票据	20.6	15.9	14.0	31.9	26.7	存货周转天数	88	73	89	81	79
预付账款	138.0	257.0	127.8	371.9	281.1	总资产周转天数	462	477	408	345	308
存货	322.7	380.9	706.3	549.7	963.1	投资资本周转天数	187	187	209	161	132
其他流动资产	6.6	18.1	64.8	29.8	37.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.7%	12.2%	10.0%	16.5%	18.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	6.9%	6.4%	9.4%	11.3%
长期股权投资	304.4	675.0	675.0	692.5	692.5	ROIC	10.7%	22.1%	12.4%	16.9%	31.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	267.6	255.7	219.7	183.8	147.9	销售费用率	22.1%	19.2%	20.0%	19.5%	19.2%
在建工程	3.4	10.2	10.2	10.2	10.2	管理费用率	12.7%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
无形资产	114.5	107.6	104.5	101.5	98.4	财务费用率	0.0%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	57.4	67.2	58.2	60.0	61.4	三费/营业收入	34.8%	30.7%	31.9%	31.3%	31.0%
资产总额	2,017.3	2,578.6	2,408.3	2,934.4	2,963.5	偿债能力					
短期债务	-	250.0	123.9	-	-	资产负债率	31.5%	41.8%	35.4%	42.4%	38.3%
应付账款	77.3	99.7	158.1	139.7	225.7	负债权益比	46.0%	71.9%	54.7%	73.5%	62.1%
应付票据	194.0	233.6	137.1	394.5	285.8	流动比率	2.13	1.41	1.64	1.57	1.78
其他流动负债	324.2	454.3	396.3	669.9	584.7	速动比率	1.59	1.04	0.78	1.11	0.90
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	200.00	-30.98	-53.47	-55.76	-51.13
其他非流动负债	39.9	41.1	36.5	39.2	38.9	分红指标					
负债总额	635.4	1,078.7	852.0	1,243.3	1,135.1	DPS(元)	0.05	0.15	0.19	0.26	0.37
少数股东权益	49.0	23.5	24.4	25.7	25.6	分红比率	28.0%	60.2%	65.7%	51.3%	59.1%
股本	362.2	542.4	542.4	542.4	542.4	股息收益率	0.3%	0.9%	1.1%	1.5%	2.1%
留存收益	970.7	937.0	989.5	1,123.0	1,260.4						
股东权益	1,381.9	1,499.9	1,556.3	1,691.0	1,828.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.18	0.26	0.28	0.51	0.62
净利润	131.8	178.1	153.1	274.0	335.6	BVPS(元)	1.89	2.10	2.82	3.07	3.32
加:折旧和摊销	38.8	39.1	39.0	39.0	39.0	PE(X)	94.9	68.2	61.8	34.5	28.2
资产减值准备	22.6	19.2	-	-	-	PB(X)	9.2	8.3	6.2	5.7	5.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	74.3	127.9	-24.3	14.9	-51.0
财务费用	6.4	2.2	-2.9	-5.3	-7.2	P/S	7.7	7.1	4.3	3.4	2.7
投资损失	-36.7	-29.9	-31.2	-35.0	-32.0	EV/EBITDA	15.0	22.2	48.2	26.3	22.5
少数股东损益	2.5	-2.0	0.9	1.3	-	CAGR(%)	27.8%	23.5%	23.3%	27.8%	23.5%
营运资金的变动	227.8	3.7	-445.6	459.6	-561.5	PEG	3.4	2.9	2.7	1.2	1.2
经营活动产生现金流量	361.3	207.2	-286.6	733.5	-226.3	ROIC/WACC	1.0	2.1	1.2	1.6	3.0
投资活动产生现金流量	133.0	-388.7	31.2	17.5	32.0	REP	3.0	2.1	5.3	5.4	2.0
融资活动产生现金流量	-345.6	64.2	-220.8	-259.1	-191.0						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

