

## 大三农互联网生态圈崛起

■公司多年蝉联全国农业制剂销售额第一：公司专注于农药制剂产品的研发、生产、销售和植保服务。公司拥有业界最优秀的1500多个农药、200多个肥料产品和众多的种子、农机具等产品，涵盖了大多数农用化合物和病虫害防治领域，能够满足不同区域、不同作物的杀虫、杀菌、除草等多种用药需要。公司共获得260多项发明专利，能为中国95%的农作物作为病虫害的防治提供整体解决方案。

■“互联网+”下的农资行业变革正在进行：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。

■全力构建中国最优秀的互联网三农企业：产业互联网大浪潮下，三农变迁已在风口。14年公司互联网化格局已经开始构建，15年将延续三方面布局：一是继续联合深度合作客户以及优秀的互联网企业共同打造O2O线上线下服务平台——田田圈；二是全力打造B2B电商农资平台——农集网；三是借助农金圈P2P互联网金融平台，为种植大户提供金融服务。公司的目标是借助B2B、O2O平台做中国最优秀的互联网三农企业；整合农资全线产品资源和多层次渠道资源，为农户提供系统的综合性的整体解决方案；优秀企业优质生活，未来3-5年让20%的一级奋斗者平均收入翻两番。

■投资建议：公司将利用线下资源围绕农户、工作于农户，构建一个可全方位对接农户需求（产品、技术、金融、农产品销售等）的互联网生态系统，成为农民心中最信赖的农业服务品牌，把控农业服务的关键入口。我们坚定看好公司的转型方向、转型决心和执行力，期待公司成为中国最优秀的互联网三农企业。考虑到15年公司线上平台农集网和P2P平台会给公司带来一定的盈利（公司预计15年B2B销售额大于100亿，P2P平台大于50亿），我们上调公司15-17年EPS分别为0.43、0.72、1.12元，维持买入-A评级，上调12个月目标价至45元。

■风险提示：电商平台进展低于预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,735.5	2,202.7	2,973.7	4,460.5	6,690.8
净利润	180.0	194.5	306.1	506.8	790.0
每股收益(元)	0.26	0.28	0.43	0.72	1.12
每股净资产(元)	2.10	2.19	2.41	2.93	3.86

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	97.5	90.2	57.3	34.6	22.2
市净率(倍)	11.9	11.4	10.3	8.5	6.5
净利润率	10.4%	8.8%	10.3%	11.4%	11.8%
净资产收益率	12.2%	12.6%	18.0%	24.5%	29.1%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.9%	0.9%
ROIC	22.1%	16.7%	33.5%	39.5%	89.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

农药

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

45.00元

股价(2015-05-08)

25.03元

交易数据

总市值(百万元)	17,546.38
流通市值(百万元)	12,961.64
总股本(百万股)	703.83
流通股本(百万股)	519.92
12个月价格区间	7.01/24.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	28.43	81.06	60.50
绝对收益	34.54	118.68	173.96

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

期待成为中国最优秀的互联网三农企业	2015-04-16
农集网公测标志公司正式进军农资电商	2015-04-02
参股互联网金融平台，积极布局“互联网+”	2015-03-20

**我们的观点：**

我们团队从去年7月底全面推荐农资板块，作为全市场最早发掘和坚定推荐农村+互联网的团队，我们持续看好和跟踪农村互联网标的。引用互联网大牛的一句话：**互联网中现实永远比预期来的更快**。我们认为诺普信在过去1-2个季度内实现的脱胎换骨远超市场预期，商业模式的构建及效果也远超市场预期，同时也反映出公司强大的互联网决心和执行力。

站在目前时点，我们强烈看好诺普信，并坚定认为**公司将成为农村互联网第一标的，看好其未来将构建农村生态圈，主要逻辑：**

- 1) **诺普信拥有先死后生的决心：**公司信仰互联网，敢于重仓年轻人，由上而下对互联网化决心强烈，董事长具有二次创业的**决心以及非常强大的资源整合能力**。
- 2) **诺普信拥有优秀的互联网+农资团队：**公司作为国内最大的农药制剂渠道分销商，原有渠道和农资团队实力很强；同时公司引入包括腾讯前副总裁领军**的优秀团队并给予充分授权，短短时间行动迅速，执行力非常强同时具有很强的前瞻性**。
- 3) **诺普信整合了最强的横向和纵向资源：**此次发布会体现了公司整合横向和纵向资源的能力，上游供应商层面巴斯夫、拜耳、陶氏益农等供应商均为田田圈站台支持，下游经销商积极支持。外部原腾讯系、京东系**大力支持**。内部
- 4) **诺普信具有完整可行且空间巨大的商业模式：**建立最接地气的农业互联网，田田圈实现O2O平台、农集网B2B2C平台、农金圈P2P平台，构建**大三农互联网生态圈**。
- 5) **公司志存高远：**短期目标（1年内）B2B平台交易额>100亿元，P2P平台交易额>50亿元，建立1万家田田圈品牌店+3万家加盟店，获取1000万田田圈APP活跃客户。中长期成为**大三农互联网生态圈**。

**因此，我们强烈看好诺普信将成为中国农业互联网龙头标的，目标市值1年内看500亿市值！！**

关于诺普信的互联网战略，我们的看法：

1、**农村金融是极端重要的一环：**正如腾讯副总裁吴霄光的判断，**重构供应链将成为内流通领域的巨大机会，而互联网金融将成为重构供应链的重要手段！**诺普信通过农集网(B2C)和田田圈(O2O)两个平台为用户实现了巨大的产品价值和服务价值，而农金圈(种植业供应链金融P2P)则是一个非常重要的闭环，是盈利模式中极端重要的一环。从3月15日上线到4月底，诺普信农金圈授信余额5亿，贷款3亿，3万会员，目前的息差约2%。对于资金成本奇高的农村市场，种植业供应链金融的出现将在大幅降低农民资金成本的同时为公司完成盈利模式的出口。目前农金圈的目标是15年20亿，16年100亿，17年500亿，未来发展速度将非常惊人。



2、**田田圈意义重大：**市场上更多的把田田圈归为O2O的线上线下平台，我们认为诺普信田田圈的布局意义远大于此，**田田圈未来将成为种地人的圈子**。依靠未来线下数万个田田圈品牌店和百万级别的种植达人，我们认为田田圈对农民的吸引力很大并会产生很强的粘性，基于此田田圈将**附入农村服务入口、网络入口、金融入口等等**。

**3、强大团队和合作伙伴保驾护航：**互联网领域团队和生态尤为重要。公司目前拥有战斗力最强、经验最丰富的互联网团队（前腾讯副总裁，迅雷 CTO 加盟），同时线下农业服务和推广团队实力强大（中国最大的农药直接分销商）。同时公司合作伙伴为互联网战略保驾护航，包括陶氏益农、巴斯夫、拜耳等业内巨头，未来也有可能包括腾讯等互联网巨头的支持，同时经销商转型积极性高。

## 目录

1. 诺普信简介——国内农药制剂龙头.....	7
1.1. 公司主营为农药制剂 .....	7
1.2. 公司股权结构 .....	8
2. 公司所属行业为农药.....	9
2.1. 农药市场空间巨大.....	9
2.2. 农药产能向中印等发展中国家转移.....	10
2.3. 公司是国内农药制剂行业龙头.....	13
3. 农资领域变革正在进行中 .....	15
3.1. 土地流转下大户经营模式兴起.....	15
3.2. 互联网化、转型服务提供商是行业的发展方向 .....	15
3.2.1. 电商领域的下一片蓝海——涉农电商 .....	16
3.2.2. 大户经营模式下，农化服务更显重要.....	17
3.3. 诺普信转型布局——B2B+O2O+P2P，线上线下协同发展.....	18
3.3.1. B2B 电商平台——农集网.....	18
3.3.2. O2O 服务平台——田田圈.....	19
3.3.3. P2P——参股农金圈涉足农业供应链金融.....	21
3.3.4. 农集网+田田圈+农金圈，一网两圈齐发力 .....	21
4. 投资建议.....	24

## 图目录

图 1: 公司近年来营收情况 .....	7
图 2: 公司近年来归母净利润 .....	7
图 3: 公司 14 年营收构成 .....	7
图 4: 公司 14 年毛利构成 .....	7
图 5: 公司近年来的三费费率 .....	8
图 6: 公司近年来销售利率基本稳定 .....	8
图 7: 公司股权结构 .....	8
图 8: 公司所处产业链 .....	9
图 9: 持续增长的世界人口与不断下降的人均耕地面积 .....	10
图 10: 全球农药市场规模持续增长 .....	10
图 11: 2013 年全球作物保护用农药销售区域构成 .....	10
图 12: 2013 年全球作物保护用农药销售区域构成 .....	11
图 13: 全球前六大农药生产企业 13 年销售额 .....	12
图 14: 我国农药产量增长迅速 .....	12
图 15: 我国农药出口量增长迅速 .....	12
图 16: 农药市场结构 .....	13
图 17: 近两年我国土地流转面积快速增长 .....	15
图 18: 土地流转下经营模式的转变 .....	15
图 19: 传统渠道下的农资消费痛点 .....	16
图 20: 农村网络普及率不断增长 .....	16
图 21: 城镇与农村网民网络购物占比 .....	16
图 22: 电商公司在农村的墙体广告 .....	17
图 23: 农资市场成为互联网争夺的焦点 .....	17
图 24: 从农资销售商道农化服务提供商是企业发展的趋势 .....	18
图 25: 诺普信拥抱互联网的独特优势 .....	18
图 26: 诺普信的农集网 .....	19
图 27: 农集网的运营模式 .....	19
图 28: 田田圈农业服务中心 .....	20
图 29: “田哥田姐”送技术给农民 .....	20
图 30: 线上线下整合农技专家、达人 .....	20
图 31: 田田圈的“六脉神剑” .....	20
图 32: 公司参股的农金圈 P2P 金融平台 .....	21
图 33: 农发贷部分产品 .....	21
图 34: 一网两圈协同发展 .....	22
图 35: 通过与线上线下迭代构建经销商到用户体系 .....	22
图 36: 发展规划 .....	22
图 37: 短期（一年内）的目标 .....	22
图 38: 长远目标：依托 B2B、O2O 平台做优秀的互联网三农企业 .....	23
图 39: 公司历史 PE-Bands .....	24
图 40: 公司历史 PB-Bands .....	24

## 表目录

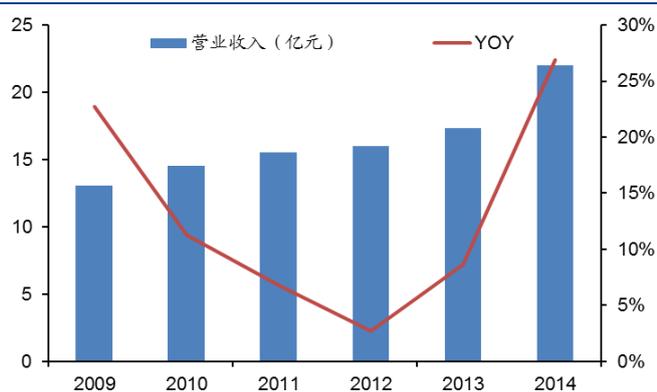
表 1: 公司最新发布的十大股东情况.....	8
表 2: 2013 年我国前十大农药生产企业的市场占有率不到 10%.....	13
表 3: 2014 年中国十大农药制剂公司排名.....	14
表 4: 中央一号文件中土地流转的相关内容.....	15

## 1. 诺普信简介——国内农药制剂龙头

### 1.1. 公司主营为农药制剂

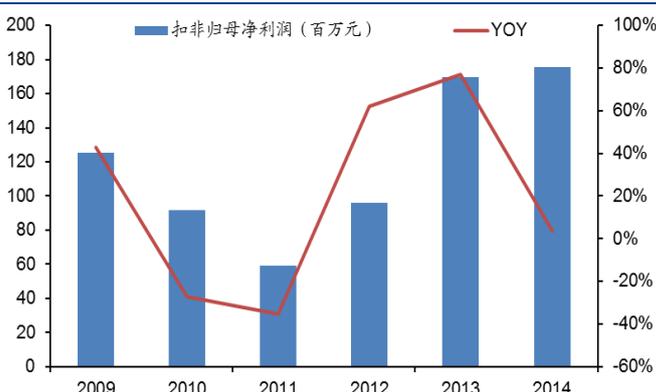
公司专注于农药制剂产品的研发、生产、销售和植保服务。公司拥有业界最优秀的 1500 多个农药、200 多个肥料产品和众多的种子、农机具等产品，涵盖了大多数农用化合物和病虫害防治领域，能够满足不同区域、不同作物的杀虫、杀局、除草等多种用药需要。公司共获得 260 多项发明专利，能为中国 95% 的弄作为病虫害防治提供整体解决方案，公司已登记产品数、无公害农业果蔬用药品种数、新农药制剂发明专利数三项指标均位居全国行业第一，并承担了多项国家级、省级、市级科技项目，有多个产品获得“国家重点新产品”、“广东省名牌产品”等称号。

图 1：公司近年来营收情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

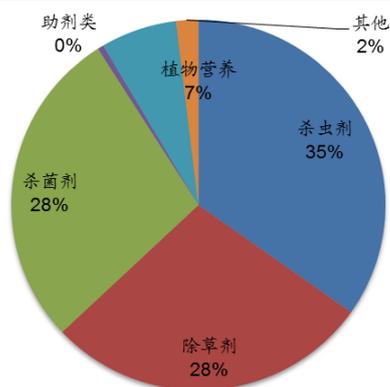
图 2：公司近年来归母净利润



数据来源：wind，安信证券研究中心

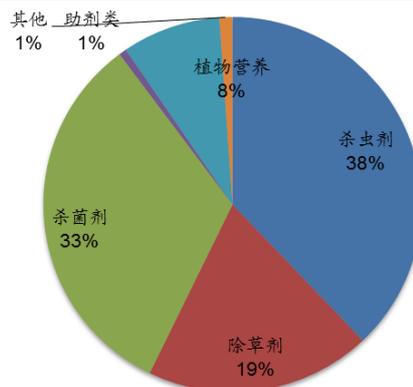
杀菌剂、除草剂、杀虫剂是公司业绩的主要贡献。

图 3：公司 14 年营收构成



数据来源：wind，安信证券研究中心

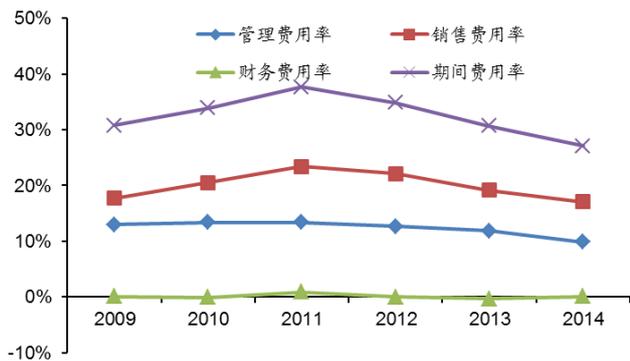
图 4：公司 14 年毛利构成



数据来源：wind，安信证券研究中心

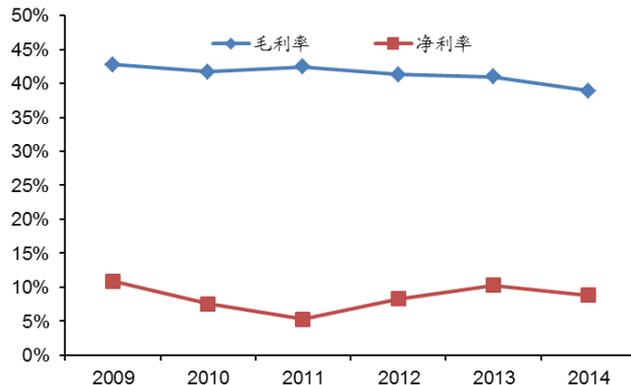
公司 12 年以来销售费用率有所下降，三费率也呈下降趋势。

图 5：公司近年来的三费费率



数据来源：安信证券研究中心

图 6：公司近年来销售利率基本稳定



数据来源：安信证券研究中心

## 1.2. 公司股权结构

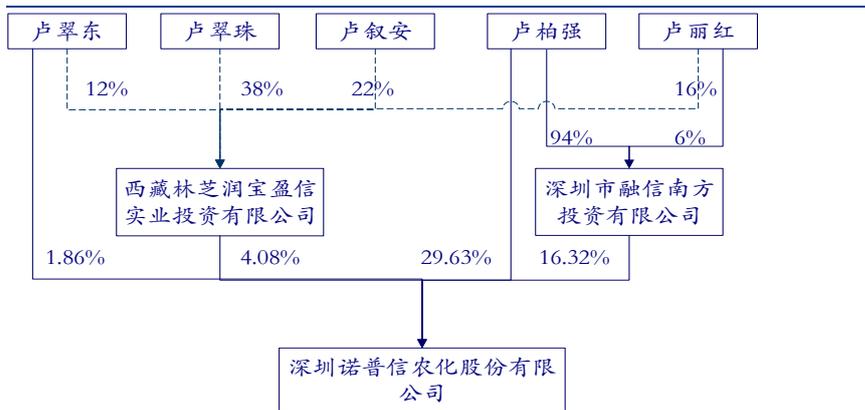
公司第一大股东为卢柏强先生，持有公司 29.63%的股份，卢柏强先生现任本公司董事长兼总经理，兼任深圳市捷顺科技股份有限公司董事，参股公司江苏常隆化工有限公司董事。

表 1：公司最新发布的十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	卢柏强	208537473	29.63	限售流通 A 股, A 股流通股
2	深圳市融信南方投资有限公司	114841584	16.32	A 股流通股
3	西藏林芝润宝盈信实业投资有限公司	28725528	4.08	A 股流通股
4	招商银行股份有限公司-富国天合稳健优选股票型证券投资基金	22288668	3.17	A 股流通股
5	西藏林芝好来实业有限公司	16212547	2.3	限售流通 A 股
6	中国工商银行股份有限公司-嘉实周期优选股票型证券投资基金	14000000	1.99	A 股流通股
7	卢翠冬	13087357	1.86	A 股流通股
8	全国社保基金四一七组合	11616167	1.65	A 股流通股
9	华泰证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	10133230	1.44	A 股流通股
10	全国社保基金一零九组合	10000000	1.42	A 股流通股
	<b>合计</b>	<b>449442554</b>	<b>63.86</b>	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：公司股权结构

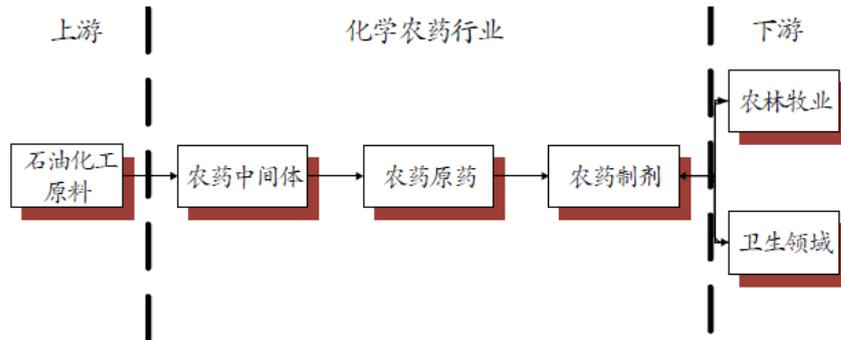


数据来源：安信证券研究中心

## 2. 公司所属行业为农药

化学农药行业属于精细化工产业，其上游为石油化工原料行业，下游为农林牧业及卫生领域。相对而言，下游对化学农药的需求呈刚性，波动较小，而上游石油化工行业价格波动较为剧烈，对农药行业的利润影响较大。

图 8：公司所处产业链



数据来源：安信证券研究中心

### 农药行业特点：

(1) 季节性。受农业生产季节性的影响，农药的生产和消费也呈现一定的季节性。从我国的情况看，一般而言，每年的上半年是农药生产的高峰期，3~9 月是农药使用和销售的高峰期。但随着反季节农作物种植面积的增加、提前储备营销等原因，农药销售的季节性渐趋不明显。

(2) 地域性。不同的自然环境、气候条件和种植习惯使不同地区种植结构呈现差异，发生的病、虫、草害种类及危害程度也会不同，因而产生对农药品种的不同需求，使农药的生产和消费具有明显的地域性特征。从我国情况来看，南方农药市场以杀虫剂、杀菌剂为主，而北方农药市场则以除草剂为主。

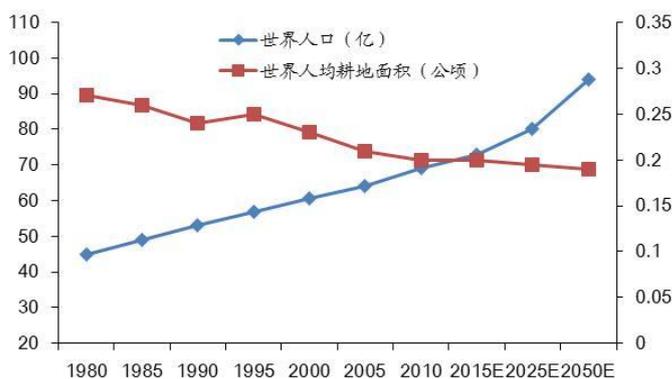
(3) 周期性。农药产品的需求增速与 GDP 增速相关性不大，但极端气候和天气（如连续干旱或降雨）影响农药市场的需求，从而使农药行业呈现一定的波动性。一般而言，农药行业中杀虫剂波动最大，除草剂稍小，杀菌剂波动最小。

(4) 品种多、针对性强。整个农药市场是由数量众多的单个品种细分市场组成，目前已开发并使用的农药原药达 600 余个。由于每种农药作用机理不同，每个农药品种的功效都有较强的针对性。

### 2.1. 农药市场空间巨大

农产品是人类赖以生存的物质基础，21 世纪人口与粮食问题成为首要问题，预计 2050 年全球人口将超过 90 亿。随着全球可耕面积增长放缓以及对粮食需求的增长，农药刚性需求依然显著。

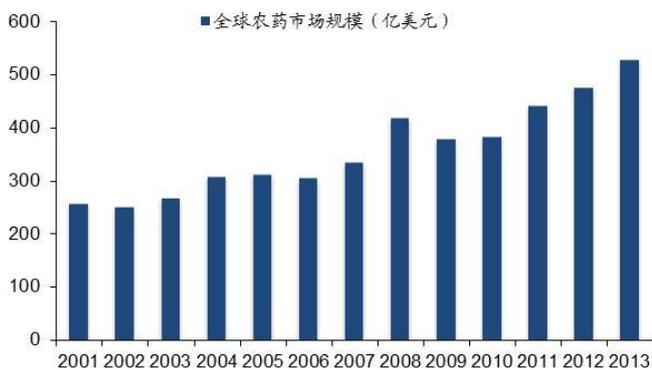
图 9：持续增长的世界人口与不断下降的人均耕地面积



数据来源：安信证券研究中心

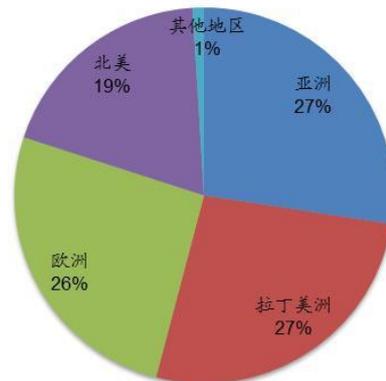
世界农药行业经过数十年的发展已经进入比较成熟的阶段，2013 年全球作物保护用农药的销售额为 526.15 亿美元，预计到 2028 年全球农药产值就将在 2013 年基础上翻一番。从区域分布来看，亚洲为全球第一大市场，2013 年作物保护用农药的销售额为 144.30 亿美元，占全球的 27.43%，其他依次为拉丁美洲、欧洲、北美和其他地区。与发达国家相比，我国单位耕地面积农药消费远远低于欧美发达国家。

图 10：全球农药市场规模持续增长



数据来源：Phillips McDougall，安信证券研究中心

图 11：2013 年全球作物保护用农药销售区域构成

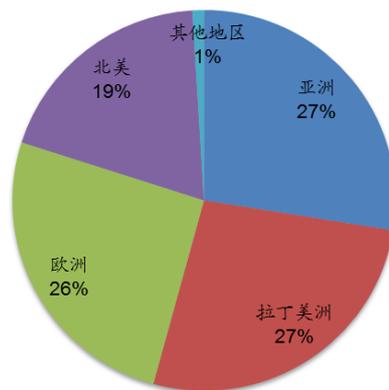


数据来源：Phillips McDougall，安信证券研究中心

## 2.2. 农药产能向中印等发展中国家转移

从区域分布来看，亚洲为全球第一大市场，2013 年作物保护用农药的销售额为 144.30 亿美元，占全球的 27.43%，其他依次为拉丁美洲、欧洲、北美和其他地区。与发达国家相比，我国单位耕地面积农药消费远远低于欧美发达国家。有数据表明，我国单位耕地面积农药消费仅 8.6 美元/公顷，约为美国的 1/4，韩国的 1/7，法国的 1/15，日本的 1/18，未来仍有很大的发展空间。

图 12: 2013 年全球作物保护用农药销售区域构成



数据来源: 安信证券研究中心

我国农药市场还存在巨大的市场空间:

1. 人口增长。农药需求主要源自粮食需求, 粮食需求增长的基本驱动因素为人口增长。目前我国人口以每年约 5% 的速度在增长, 根据中国政府《粮食白皮书》预测, 到 2030 年, 我国人均粮食消费量将达到 400 公斤/年, 届时全国每年将出现 5.93 亿吨的刚性粮食需求。稳定的粮食需求将形成农药消费的刚性支撑。
2. 农产品消费升级。平均每亩经济作物的农药用药水平比粮食作物高约 5~6 倍, 从 1998 年到 2008 年, 粮食作物播种面积比重下降了 4.2%, 经济作物种植比重逐年提高, 人们对农产品消费结构的调整成为农药需求的第二个拉动因素。
3. 我国强农惠农政策的实施。中央“一号文件”连续 11 年聚焦“三农”, 2014 年“一号文件”提出“完善农业补贴政策。按照稳定存量、增加总量、完善方法、逐步调整的要求, 积极开展改进农业补贴办法的试点试验。继续实行种粮农民直接补贴、良种补贴、农资综合补贴等政策, 新增补贴向粮食等重要农产品、新型农业经营主体、主产区倾斜。在有条件的地方开展按实际粮食播种面积或产量对生产者补贴试点, 提高补贴精准性、指向性。”农业补贴的增加将提高农民的收入水平, 从而促进其对农药、化肥等农资的需求。
4. 高毒农药的退出将腾出巨大的市场空间。自 2007 年 1 月 1 日起, 我国全面禁止甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺等 5 种高毒农药在农业生产中使用; 从 2011 年 6 月 15 日起停止受理另外 22 种高毒农药新增田间试验申请、登记申请及生产许可申请等, 并按规定时间分批逐步禁用和淘汰。高毒农药退出市场直接形成巨大的替代市场空间。

从全球范围看, 化学农药制造业是一个资本密集、垄断程度很高的行业。经过多年的重大并购重组, 目前农药公司可以分为公认的两大集团, 其中前 6 家世界大型农药公司可认为是“第一集团”, 包括先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏化学、孟山都和杜邦, 2013 年该六大农药公司的总销售额为 409.85 亿美元, 占全球作物保护用农药市场的 77.90%。

图 13: 全球前六大农药生产企业 13 年销售额

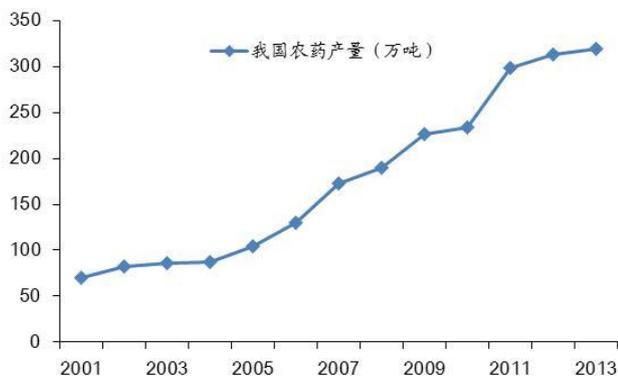


数据来源: 安信证券研究中心

跨国农药公司为了规避发达国家越来越严格的环保规定及降低生产成本, 正逐步将农药的产能向发展中国家转移。由于发展农药工业需要较强的化工基础, 对配套的基础设施也有相应的要求, 目前能够承担这一任务的主要集中在中国和印度两个发展中大国。

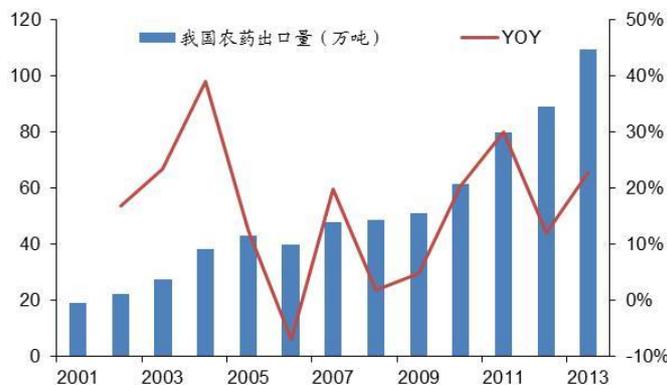
近年来我国农药行业发展迅猛, 从 2001 年到 2013 年, 我国农药产量由 69.6 万吨增长至 319.0 万吨, 增长了 3.58 倍。以产量计, 我国从 2006 年起已超过美国成为世界第一大农药生产国。2013 年, 我国农药进口量为 7.6 万吨, 而出口量达 109.5 万吨, 农药出口量为进口量的 14.41 倍。

图 14: 我国农药产量增长迅速



数据来源: 国家统计局、中国农药工业协会, 安信证券研究中心

图 15: 我国农药出口量增长迅速



数据来源: 海关总署, 安信证券研究中心

与全球农药行业的高度集中不同, 我国农药生产企业众多, 规模普遍偏小, 在 2000 多家企业中, 2013 年前 10 大企业销售额合计占农药行业销售收入的比重不到 10%。与跨国农药公司专注于自己研发农药产品不同, 我国农药企业生产的产品基本上是过专利期的产品, 同一个品种有十几家甚至几十家企业生产, 造成市场竞争激烈。

表 2: 2013 年我国前十大农药生产企业的市场占有率不到 10%

排名	公司	销售额 (亿元)	占有率
1	颖泰嘉和	30.3	1.29%
2	新安化工	28.3	1.20%
3	红太阳	27.3	1.16%
4	扬农化工	21.9	0.93%
5	金帆达生化	21.4	0.91%
6	滨农科技	21	0.89%
7	润丰化工	20.4	0.87%
8	福华通达农药	18.6	0.79%
9	联化科技	18.1	0.77%
10	江山化工	17.6	0.75%
	总和	224.9	9.54%

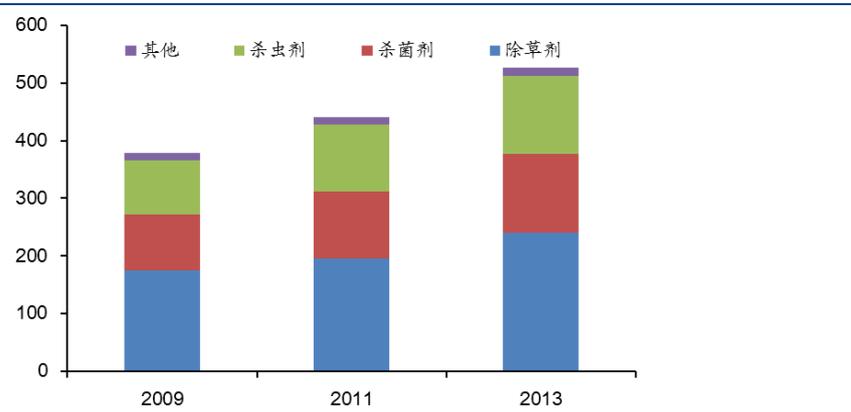
数据来源: 安信证券研究中心

随着国家安全环保政策的进一步趋严, 同时产业互联网时代的到来, 势必会推进行业整合, 加速改变现有格局, 消减国内农药企业数量, 推进企业质量的提升。

### 2.3. 公司是国内农药制剂行业龙头

农药制剂是农药将原药按照一定配比形成的可以最终使用的药品。公司的产品涵盖了除草剂、杀菌剂和杀虫剂三大主要的农药产品。

图 16: 农药市场结构



数据来源: 安信证券研究中心

公司已连续多年稳居制剂行业第一宝座, 13 年实现销售额 17.27 亿元, 14 年继续稳步增长, 实现营业收入 22.03 亿元。

表 3：2014 年中国十大农药制剂公司排名

排名	企业名称	2013 销售额 (亿元)
1	深圳诺普信农化	17.27
2	江苏龙灯化学	10.92
3	先正达 (苏州) 作物保护公司	10.25
4	广西田园生化	10.17
5	广东中讯农科	5.95
6	北京燕化永乐	4.69
7	苏州富美实植保剂公司	4.53
8	江西正邦生化公司	4.41
9	陕西上个治疗生物科学	3.63
10	浙江威尔达化工	3.51

数据来源：中国农药协会，安信证券研究中心

公司作为行业龙头的几大优势：

- 1、产品丰富：公司拥有业界最优秀的 1500 多个农药、200 多个肥料产品和众多的种子、农机具等产品，已形成了极为丰富的供应链体系；
- 2、公司的营销网络健全：依托 CK 经销商体系和 AK 零售店网络，公司是目前国内最大最广最贴近农村终端的基层营销服务网络，可直接覆盖的经销商 1800 多家 (CK)、零售店 13000 多个 (AK)，间接辐射的零售店可达 10 万家以上，约 80% 的农户均使用过诺普信的系列产品；
- 3、物流渠道完善：公司在东莞、广州、西安、昆明、济南、杭州、沈阳等设立了七大物流配送中心，能保证绝大多数区域 48 小时到货，个别地区最长也不超过 72 小时；快速物流，有效地应对了农药使用的季节性、周期性等行业特点，及时满足了农民的用药需求。

### 3. 农资领域变革正在进行中

#### 3.1. 土地流转下大户经营模式兴起

中国农民人均耕地面积仅为美国的5%，长期以来，中国农业发展采取小规模家庭经营模式。随着我国城市建设的快速发展，大量农民进城务工，农村劳动力大量外流，导致近年来大量土地闲置，土地经营质量日益下降，土地资源浪费严重。在国家政策支持土地流转的大背景下，农民依法、自愿、有偿将闲置的土地流转出去，为土地集约利用、农业产业化经营创造条件，让懂科学、技术、经营的种植大户集中经营土地，提高农村土地收益。

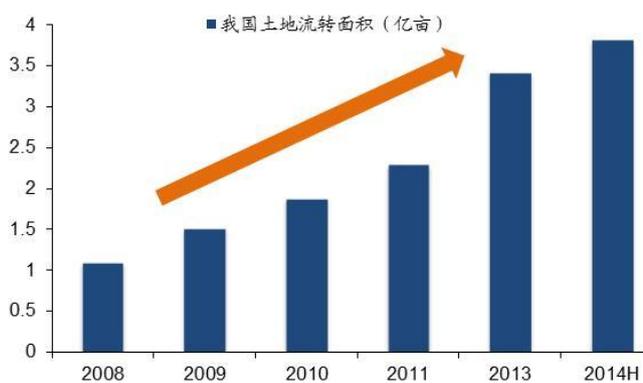
表 4：中央一号文件中土地流转的相关内容

年份	一号文件主题	主要内容
2011	《关于加快水利改革发展的决定》	全面加快水利基础设施建设 科技创新支撑现代农业建设；
2012	《关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见》	教育培训建设农村人才队伍； 改善设施装备条件； 提高市场流通效率
2013	《关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》	建立重要农产品供给保障机制
2014	《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》	鼓励农户流转土地经营权； 扶持新型农业经营主体

数据来源：安信证券研究中心

随着土地流转的推进，我国耕地面积集中度迅速提升，家庭农场、规模种植户、合作社的数量和比例在逐步提高，目前经营面积在50亩以上的专业大户超过287万户，家庭农场超过了87万个，未来规模化、专业化的农业生产模式逐渐增多。

图 17：近两年我国土地流转面积快速增长



数据来源：安信证券研究中心

图 18：土地流转下经营模式的转变

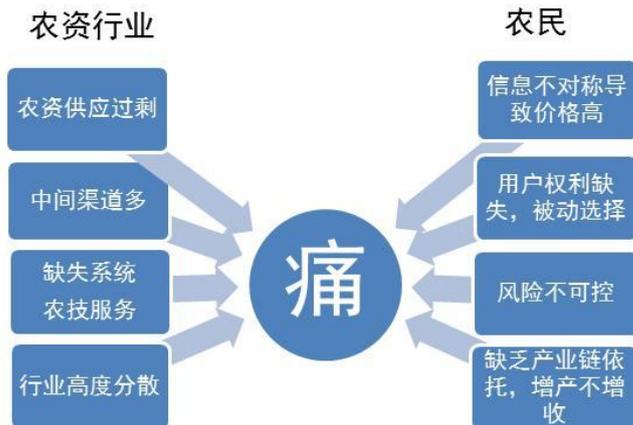


数据来源：安信证券研究中心

#### 3.2. 互联网化、转型服务提供商是行业的发展方向

传统的农资销售和农民种植方式下，存在很多问题。比如目前经销商模式的销售渠道下，种、肥、药领域流通渠道费用至少20-30%，尤其是农药流通领域，加价率非常高。另外，目前家庭式经营模式下，农民种地大多依靠经验，靠天吃饭，相比之下，专业大户对于经营效率提出了更高的要求，科学种植、绿色农业、效益最大化是农业大户的发展目标。因此，农资产品电商化，农资企业转型农化服务商是整个农资行业发展的大趋势。

图 19: 传统渠道下的农资消费痛点



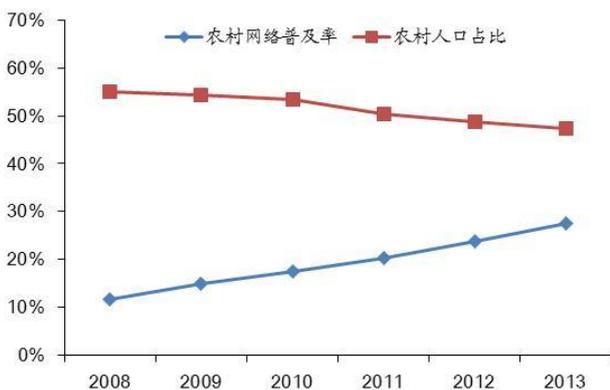
数据来源: 安信证券研究中心

### 3.2.1. 电商领域的下一片蓝海——涉农电商

据统计, 2013 年底, 中国网民规模达 6.18 亿, 互联网普及率为 45.8%。中国网民中农村人口比例进一步增加, 中国互联网在农村地区的普及速度不断加快。截至 2013 年 12 月, 农村网民规模达到 1.77 亿, 占总网民数量的 28.6%。自 2012 年以来, 农村网民的增速超越了城镇网民, 城乡网民规模差距继续缩小。

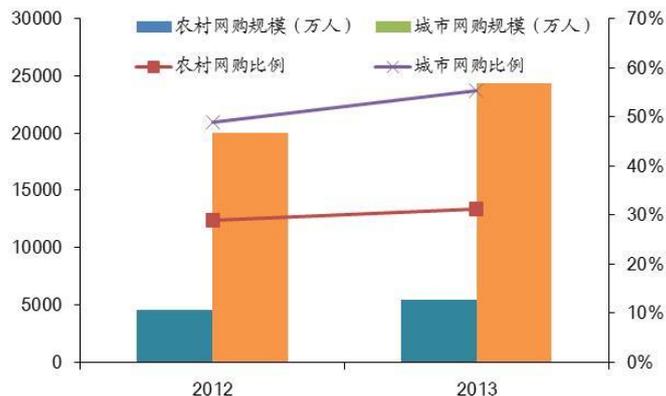
阿里研究院在发布的《农村电子商务消费报告》中显示, 农村居民对网购接受率达 84.41%, 人均年网购消费额在 500-2000 元人民币左右, 主要集中在日用品、服装、家电等品类。专家预测, 2016 年全国农村网购市场总量有可能突破 4600 亿元, 将持续缩小与城市网购规模间的差距。由于农村在地理、人口上的优势, 随着农村地区互联网普及率的提升和物流基础设施的完善, 10 年或者 20 年后, 农村网购市场或将超越城市。

图 20: 农村网络普及率不断增长



数据来源: CNNIC, 安信证券研究中心

图 21: 城镇与农村网民网络购物占比



数据来源: CNNIC, 安信证券研究中心

在我国网购市场规模突破一万亿之后, 城市网购市场增速日渐放缓, 农村市场已经成为电商行业高速增长的新引擎。目前, 由于我国的劳动力的价格不断上涨, 城乡收入差距缩小, 农村人口生活水平不断提高, 促使农村人口购买力快速提升, 这必然将使农村成为一个潜在的巨大的电商市场, 对于京东、淘宝以及当当等电商来说, 农村网购市场将是一片等待开发的巨大市场。

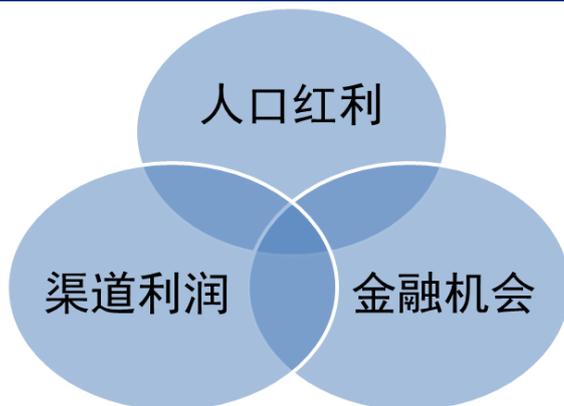
图 22: 电商公司在农村的墙体广告



数据来源: 安信证券研究中心

农村市场巨大的人口红利是吸引互联网企业布局农村市场的一个非常重要的原因。在过去十年间, 中国互联网的飞速发展很大一部分得益于中国的人口基数大, 互联网的变现价值来自于用户数量, BAT 的崛起无不例外的都是源于庞大的用户数。如今, 城市的人口红利几乎已瓜分殆尽, BAT 格局已形成, 唯有农村地区尚处于待开发状态, 而且, 中国的国情决定有着 7 亿农村居民的农村市场是一片空间巨大的蓝海。

图 23: 农资市场成为互联网争夺的焦点



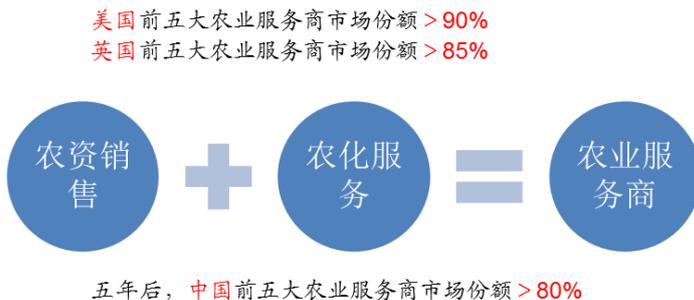
数据来源: 安信证券研究中心

**对于农民来说:** 农资电商带来的是实惠! 传统渠道加价率高, 并且可选品种有限, 尤其是未来随着土地种植集约化、规模化, 生产企业可以通过电商与种植大户直接对接上, 种植大户采用网上向生产企业下订单、由经销商配送的方式, 降低渠道费用, 以此惠及农户。

### 3.2.2. 大户经营模式下, 农化服务更显重要

土地流转带来的散户种植向规模化种植转变, 农业大户对于经营成本、种植技术等多方面的需求将对农资行业提出更高的要求。农民家庭式经营土地多采用经验施肥用药, 相比之下, 专业大户对于经营效率提出了更高的要求, 科学种植、绿色农业、效益最大化是农业大户的发展目标, 而农资平台的线上综合服务将整合大量的专家资源, 为农民提供更科学的耕种方案, 包括种什么、怎么种、什么时间施肥打药、各种肥料的配比等等, 真正实现现代化农业。

图 24：从农资销售商道农化服务提供商是企业发展的趋势

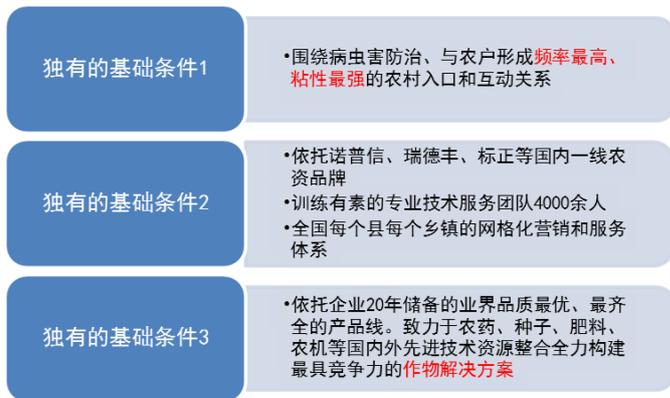


数据来源：安信证券研究中心

### 3.3. 诺普信转型布局——B2B+O2O+P2P，线上线下协同发展

产业互联网大浪潮下，三农变迁已在风口。14 年公司互联网化格局已经开始构建，15 年将延续三方面布局：一是继续联合深度合作客户以及优秀的互联网企业共同打造 O2O 线上线下服务平台——田田圈；二是全力打造 B2B 电商农资平台——农集网，农集网已于 3 月 31 日上线进行内测；三是借助农金圈 P2P 互联网金融平台，为种植大户提供金融服务。公司的目标是借助 B2B、O2O 平台做中国最优秀的互联网三农企业；整合农资全线产品资源和多层次渠道资源，为农户提供系统的综合性的整体解决方案；优秀企业优质生活，未来 3-5 年让 20% 的一级奋斗者平均收入翻两番。

图 25：诺普信拥抱互联网的独特优势



数据来源：安信证券研究中心

#### 3.3.1. B2B 电商平台——农集网

15 年 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。

公司作为农药制剂行业的龙头企业，旗下电商平台的定位是搭建一个农资企业和渠道商、零售商的 B2B 交易平台。农集网的电商模式是 O2O 模式，线上是厂家、渠道商对接零售商的 B2B 平台，线下则通过区域运营中心、镇级体验中心、村级服务站和植保代理人 (PPA) 来完成。

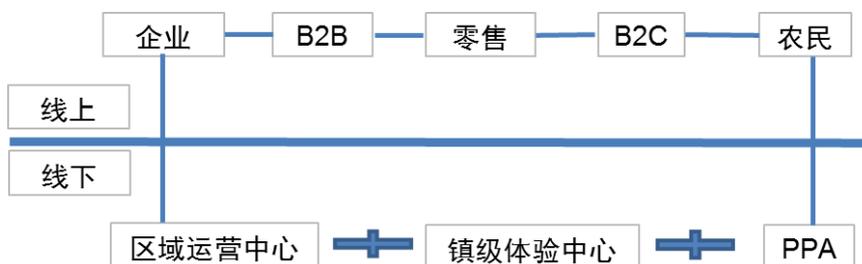
图 26：诺普信的农集网



数据来源：安信证券研究中心

建立镇级体验中心的目的是帮助零售店增加客户的粘性。农民可以在闲暇时间到体验中心进行休闲娱乐活动，比如看电影玩游戏聊天等，另外体验中心还将定期组织植保讲座。农集网在每个镇选取当地最优秀的零售店设立镇级体验中心，由零售店出面招募 PPA，并帮助每个 PPA 建立村级服务站。PPA 一定是扎根当地，懂种植懂技术，同时愿意接受新生事物，能够和当地村民互动的人。农集网会定期对他们进行培训，使他们具备帮助农户网上代购和植保技术服务的技能。这些 PPA 将是帮助零售店扩大生意份额和提升服务质量的关键。农集网的相关负责人表示：PPA 的职责主要是服务农民，代买代卖只是其中最简单的一部分，我们需要的是真正能够做起来的服务系统。

图 27：农集网的运营模式



数据来源：安信证券研究中心

### 3.3.2. O2O 服务平台——田田圈

在互联网+的大背景下，本着服务大三农的梦想，诺普信推出了田田圈，并立志将田田圈打造成为全国最优秀的农业服务商品牌和大三农互联网生态圈。

图 28: 田田圈农业服务中心



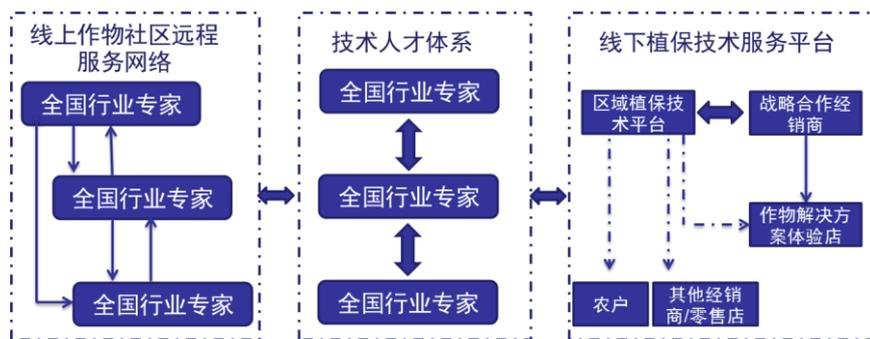
数据来源: 安信证券研究中心

图 29: “田哥田姐”送技术给农民



数据来源: 安信证券研究中心

图 30: 线上线下整合农技专家、达人



数据来源: 安信证券研究中心

农资电商是对传统农资销售渠道的颠覆与取代，如果不平衡好原有经销商与线上平台之间的利益关系，很容易被线下经销商抵制，而田田圈打造的是一个开放共赢的大平台，公司将吸纳全球最优秀的供应商加盟，通过整合优秀的产品资源，与国内最优秀的经销商深度合作，共同打造基于专业作物的田田圈服务中心，同时通过线上和线下汇聚大批作物专家和种植达人为农户服务，还可全方位满足农户产品、技术、金融、农产品销售等需求，最终汇聚成中国三农社交/服务第一生态圈。

同时，田田圈为传统商家准备了六个方面的以互联网思维为核心的支持体系，分别为：资金支持、方法传授、金融对接、产品保障、达人服务、跨界生态。

图 31: 田田圈的“六脉神剑”



数据来源: 安信证券研究中心

诺普信推出的田田圈战略为经销商带来了实实在在的利益：在山东烟台的栖霞市，去年全年赊销达 1200 万元，启动田田圈计划后，3 天开张 97 家田田圈门店，10 天收入 2820 万现金，其中一家田田圈店开业首日收入 91.6 万现金。

无独有偶，在山东寿光，一家田田圈店开业当天实现现款收入 106 万元，而在去年，这家店一整年的总销售额也只有 40 万元。岳阳的一家田田圈店，开业当天现款收入 81 万元，是去年去年收入的 2.5 倍。

5 月 11 日，公司在深圳召开“田田圈互联网联盟大会”，宣布田田圈互联网联盟正式成立。公司在会议现场与 10 个田田圈先锋县试点经销商代表签署了联盟协议，同时宣布 90 个合作客户联盟创业营正式开营。目前，田田圈互联网联盟已包括了 100 多家行业最高水平的经销商，有 10000 多家高水平的零售店，至少包含 50 亿农资产品的交易额。而这个规模还将继续飞速增长。

### 3.3.3. P2P——参股农金圈涉足农业供应链金融

公司与深圳农金圈金融服务有限公司于 2015 年 3 月 19 日在深圳签订《深圳农金圈金融服务有限公司增资协议》，公司以自有资金人民币 1,750 万元增资农金圈，此次增资完成后，公司占农金圈的股权比例为 35%。

深圳农金圈金融公司致力于农业普惠金融，运用先进的互联网金融工具，联系城市与农村，连通理财资金与农业生产，引导社会资金支持国家农业现代化，帮助投资者分享农业现代化发展红利。农金圈旗下的农发贷平台（www.nongfadai.com）是国内领先的农业垂直 P2P 平台。农发贷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。

图 32：公司参股的农金圈 P2P 金融平台



数据来源：安信证券研究中心

图 33：农发贷部分产品



数据来源：安信证券研究中心

### 3.3.4. 农集网+田田圈+农金圈，一网两圈齐发力

公司将依托现有资源，建立最接地气的农业互联网——田田圈实现 O2O 平台、农集网 B2B2C 平台、农金圈 P2P 平台，构建大三农互联网生态圈。

图 34：一网两圈协同发展



数据来源：安信证券研究中心

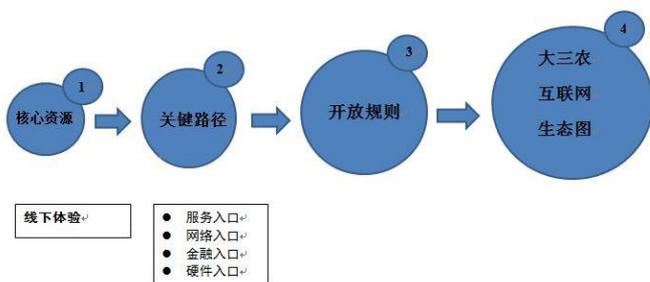
图 35：通过与线上线下迭代构建经销商到用户体系

田田圈：  
B2B-B2C-O2O循环迭代构建



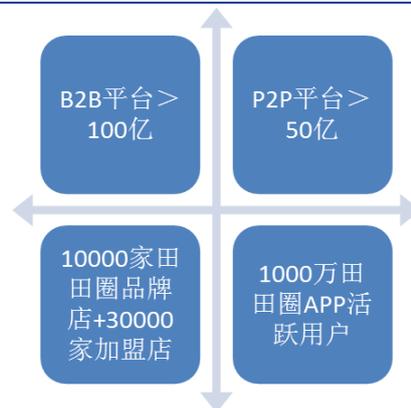
数据来源：安信证券研究中心

图 36：发展规划



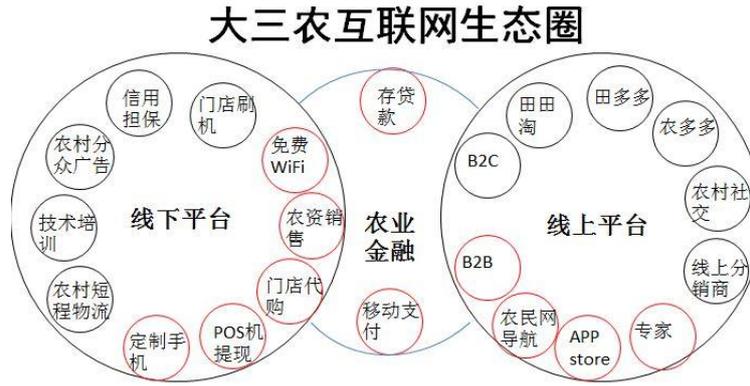
数据来源：安信证券研究中心

图 37：短期（一年内）的目标



数据来源：安信证券研究中心

图 38：长远目标：依托 B2B、O2O 平台做优秀的互联网三农企业



数据来源：安信证券研究中心

## 4. 投资建议

公司将利用线下资源围绕农户、工作于农户，构建一个可全方位对接农户需求（产品、技术、金融、农产品销售等）的互联网生态系统，成为农民心中最信赖的农业服务品牌，把控农业服务的关键入口。我们坚定看好公司的转型方向、转型决心和执行力，期待公司成为中国最优秀的互联网三农企业。考虑到15年公司线上平台农集网和P2P平台会给公司带来一定的盈利（公司预计15年B2B销售额大于100亿，P2P平台大于50亿），我们上调公司15-17年EPS分别为0.43、0.72、1.12元，维持买入-A评级，上调12个月目标价至45元。

图 39: 公司历史 PE-Bands



数据来源：安信证券研究中心

图 40: 公司历史 PB-Bands



数据来源：安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月12日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,735.5</b>	<b>2,202.7</b>	<b>2,973.7</b>	<b>4,460.5</b>	<b>6,690.8</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,023.9	1,345.7	1,769.3	2,582.6	3,818.4	营业收入增长率	8.6%	26.9%	35.0%	50.0%	50.0%
营业税费	5.8	5.9	13.7	20.5	30.8	营业利润增长率	64.3%	18.3%	57.5%	67.4%	58.4%
销售费用	332.7	375.9	535.3	802.9	1,191.0	净利润增长率	39.1%	8.0%	57.4%	65.6%	55.9%
管理费用	206.0	217.7	344.4	489.8	769.4	EBITDA 增长率	43.7%	19.0%	44.9%	60.0%	54.9%
财务费用	-5.7	2.6	-7.1	-14.0	-21.0	EBIT 增长率	58.4%	23.5%	52.5%	66.8%	58.6%
资产减值损失	19.2	0.1	11.1	8.4	11.2	NOPLAT 增长率	64.0%	9.8%	59.4%	66.8%	58.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.3%	-20.6%	41.4%	-29.9%	63.1%
投资和汇兑收益	29.9	-37.8	35.0	2.3	15.6	净资产增长率	8.5%	4.5%	9.9%	21.2%	31.1%
<b>营业利润</b>	<b>183.5</b>	<b>217.1</b>	<b>342.0</b>	<b>572.6</b>	<b>906.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	11.2	21.5	18.7	21.2	21.1	毛利率	41.0%	38.9%	40.5%	42.1%	42.9%
<b>利润总额</b>	<b>194.7</b>	<b>238.6</b>	<b>360.7</b>	<b>593.8</b>	<b>927.8</b>	营业利润率	10.6%	9.9%	11.5%	12.8%	13.6%
减:所得税	16.7	44.7	54.1	89.1	139.2	净利润率	10.4%	8.8%	10.3%	11.4%	11.8%
<b>净利润</b>	<b>180.0</b>	<b>194.5</b>	<b>306.1</b>	<b>506.8</b>	<b>790.0</b>	EBITDA/营业收入	12.5%	11.7%	12.5%	13.4%	13.8%
						EBIT/营业收入	10.2%	10.0%	11.3%	12.5%	13.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	54	41	28	16	9
货币资金	652.4	668.1	455.9	1,165.5	1,264.5	流动营业资本周转天数	7	-1	19	15	16
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	283	239	212	202	197
应收帐款	138.7	214.6	287.2	452.5	651.4	应收帐款周转天数	30	29	30	30	30
应收票据	15.9	12.0	36.0	38.1	63.3	存货周转天数	73	66	76	69	67
预付帐款	257.0	112.9	426.6	404.6	743.0	总资产周转天数	477	417	334	279	247
存货	380.9	425.3	823.9	891.2	1,615.2	投资资本周转天数	187	157	124	83	60
其他流动资产	18.1	23.9	16.2	19.4	19.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	105.5	35.2	46.9	62.5	ROE	12.2%	12.6%	18.0%	24.5%	29.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.9%	7.7%	10.2%	12.9%	14.9%
长期股权投资	675.0	516.9	516.9	534.4	534.4	ROIC	22.1%	16.7%	33.5%	39.5%	89.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	255.7	250.4	216.1	181.7	147.4	销售费用率	19.2%	17.1%	18.0%	18.0%	17.8%
在建工程	10.2	10.3	10.3	10.3	10.3	管理费用率	11.9%	9.9%	11.6%	11.0%	11.5%
无形资产	107.6	102.8	99.4	96.1	92.7	财务费用率	-0.3%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	67.2	83.5	68.7	72.1	74.0	三费/营业收入	30.7%	27.1%	29.3%	28.7%	29.0%
<b>资产总额</b>	<b>2,578.6</b>	<b>2,526.2</b>	<b>2,992.4</b>	<b>3,912.6</b>	<b>5,278.4</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	250.0	100.0	-	-	-	资产负债率	41.8%	38.0%	42.5%	46.7%	48.2%
应付帐款	99.7	178.6	155.8	333.8	411.3	负债权益比	71.9%	61.2%	73.8%	87.5%	93.0%
应付票据	233.6	224.9	394.5	559.7	789.8	流动比率	1.41	1.57	1.66	1.66	1.74
其他流动负债	454.3	423.5	682.6	895.3	1,306.5	速动比率	1.04	1.11	0.99	1.16	1.09
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-30.98	84.60	-47.46	-39.86	-42.17
其他非流动负债	41.1	32.2	37.8	37.0	35.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,078.7</b>	<b>959.2</b>	<b>1,270.7</b>	<b>1,825.8</b>	<b>2,543.3</b>	DPS(元)	0.15	-	0.13	0.22	0.22
少数股东权益	23.5	22.8	23.3	21.3	20.1	分红比率	60.2%	0.0%	29.4%	29.9%	19.8%
股本	542.4	703.8	703.8	703.8	703.8	股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.9%	0.9%
留存收益	937.0	848.8	994.6	1,361.7	2,011.2						
<b>股东权益</b>	<b>1,499.9</b>	<b>1,567.0</b>	<b>1,721.7</b>	<b>2,086.8</b>	<b>2,735.1</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.26	0.28	0.43	0.72	1.12
净利润	178.1	194.0	306.1	506.8	790.0	BVPS(元)	2.10	2.19	2.41	2.93	3.86
加:折旧和摊销	39.1	38.1	37.7	37.7	37.7	PE(X)	97.5	90.2	57.3	34.6	22.2
资产减值准备	19.2	0.1	-	-	-	PB(X)	11.9	11.4	10.3	8.5	6.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	182.8	66.3	-120.3	20.3	67.9
财务费用	2.2	9.3	-7.1	-14.0	-21.0	P/S	10.1	8.0	5.9	3.9	2.6
投资损失	-29.9	37.8	-35.0	-2.3	-15.6	EV/EBITDA	22.2	20.9	45.8	27.4	17.5
少数股东损益	-2.0	-0.5	0.5	-2.0	-1.3	CAGR(%)	41.5%	59.6%	32.5%	41.5%	59.6%
营运资金的变动	3.7	10.2	-374.9	335.9	-571.4	PEG	2.3	1.5	1.8	0.8	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>207.2</b>	<b>306.2</b>	<b>-72.7</b>	<b>862.1</b>	<b>218.4</b>	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-388.7	-20.6	105.3	-26.9	-	REP					
融资活动产生现金流量	64.2	-156.7	-244.9	-125.6	-119.4						

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

