

诺普信 (002215)

脱胎换骨，致力“大三农”互联网生态圈

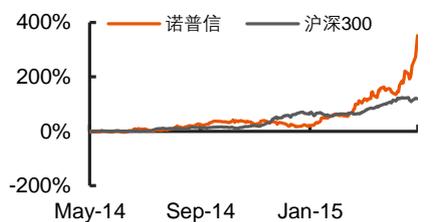
强烈推荐 (维持)

现价: 33.18 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.noposion.com
大股东/持股	卢柏强/29.63%
实际控制人/持股	卢柏强/44.89%
总股本(百万股)	704
流通 A 股(百万股)	520
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	233.53
流通 A 股市值(亿元)	172.47
每股净资产(元)	2.31
资产负债率(%)	38.20

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资资格编号
S1060210050001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@pingan.com.cn

蒲强 投资资格编号
S1060514120001
021-20662845
PUQIANG587@pingan.com.cn

郭哲 投资资格编号
S1060514120003
021-20660280
GUOZHE370@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

■ **勇立潮头，致力“大三农”互联网服务企业：**近年我国农业和农村发生三个巨大变化：土地流转、农民知识水平提升以及互联网普及率提高，其中互联网发展最引人关注。公司 2014 年开始对农业互联网进行规划，作出了从产品提供商向互联网“三农”服务企业转变的重大决策，随着 O2O 平台、B2B2C 电商平台和 P2P 平台的落地，公司“二次创业”正式拉开帷幕。

■ **公司线下及区位优势突出，推进“互联网+”底气足：**公司进入农业互联网优势主要包括四个方面（1）公司对农户的粘性强，产品线完备；（2）公司销售和物流网络覆盖面广，有效化解“最后一公里”痛点；（3）公司拥有约 4000 人的业内规模最大的专业营销队伍，能解决线上产品和线下服务脱节难题；（4）公司充分利用深圳 IT 人才高地优势，通过招募或者咨询顾问的方式，吸收优秀 IT 人才智慧，确保互联网战略成功实施。

■ **三大线上平台落地，农业互联网战略全面启航：**公司互联网战略包括了三个重要组成部分，其中田田圈农业 O2O 生态圈是核心，线上汇聚了厂商、经销商、零售店，农户和种植达人几个要素，为农户提供全面服务。线下与优秀经销商深度合作，吸收农户会员，通过种植达人和农户紧密联系，未来生态圈内容还将不断扩展；B2B2C 平台农集网是田田圈生态圈的电商平台，与线下需求衔接，实现产品挑选、订购、支付的电子化、信息化；参股 35%农金圈旗下的 P2P 平台农发贷是公司农业供应链金融载体，2015 年 3 月上线，到 4 月底，授信余额 5 亿元，贷款 3 亿元，拥有 3 万会员，预计未来将保持快速发展。

■ **盈利预测及投资评级：**我们维持公司 2015 年 EPS 0.43 元盈利预测不变，同时将 2016 年 EPS 预测由此前的 0.54 元上调为 0.61 元。公司构建农业生态圈步伐快，具有明显先发优势，成功概率高，未来掌控农村农资、农产品、金融服务等入口价值大，发展空间极大拓展，前景十分广阔，维持“强烈推荐”投资评级。

■ **风险提示：**公司互联网战略实施进度不达预期；线下渠道管理失控等风险。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1598	1736	2203	2888	3899
YoY(%)	2.7	8.6	26.9	31.1	35.0
净利润(百万元)	129	180	194	301	433
YoY(%)	59.0	39.1	8.0	54.9	43.7
毛利率(%)	41.3	41.0	38.9	39.0	39.0
净利率(%)	8.1	10.3	8.8	10.4	11.1
ROE(%)	9.7	12.2	12.6	16.3	19.0
EPS(摊薄/元)	0.18	0.26	0.28	0.43	0.61
P/E(倍)	180.5	129.7	120.1	77.5	54.0

正文目录

一、	勇立潮头，致力中国最优秀互联网“三农”服务企业.....	4
二、	公司线下及区域优势突出，推进“互联网+”底气足.....	5
三、	互联网联盟大会标志公司互联网战略全面启航.....	6
四、	盈利预测及投资评级.....	9
五、	风险提示.....	9

图表目录

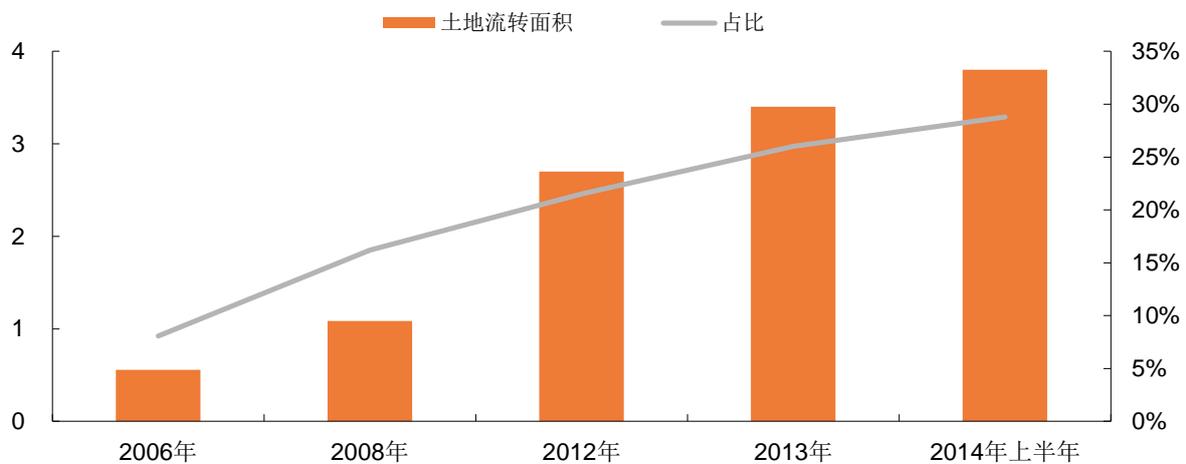
图表 1	我国土地流转加速(亿亩)	4
图表 2	我国农民素质呈提高趋势	4
图表 3	2014 年农村网民达到 1.78 亿人.....	5
图表 4	手机互联网接入仍保持较快增长	5
图表 5	公司线上三大系统	6
图表 6	田田圈农业生态圈示意图	7
图表 7	“大三农”互联网生态圈内容丰富.....	7
图表 8	农集网业务流程示意图	8
图表 9	农集网首页截图	8
图表 10	农发贷主页截图	8
图表 11	农发贷项目示意图	9

一、 勇立潮头，致力中国最优秀互联网“三农”服务企业

近年来，我国农村和农业产业悄然发生巨大变化，其中最突出包括三个方面：

第一、土地流转加速，农业集约化程度提高。在法律不断完善以及城镇化推动下，我国土地流转加速发展，2006年农村土地经营权流转面积仅为5000多万亩，占家庭承包面积的8%，到2014年上半年，经营权流转土地面积已达到3.8亿亩，是2008年的3.5倍，占承包总面积的比率提升到约28.8%的水平，其中各类专业大户达到367万户，还包括98万个合作社。随着土耕种面积的增加和集约化程度提高，农户对科学精细种植方式更为关注，对农业信息、种植服务的需求日益提高。

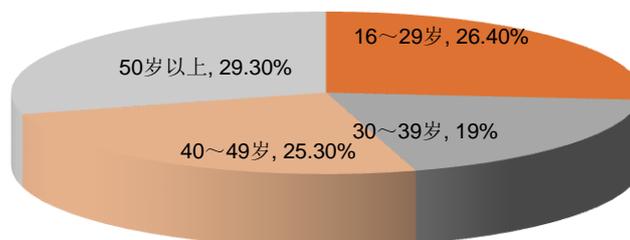
图表1 我国土地流转加速(亿亩)



资料来源：CEIC，平安证券研究所

第二、农业从业者学习能力提升。从国家统计局住户调查办公室公布结果看，目前我国50岁以上农民占比近30%，未来将逐渐退出，受过较高教育水平“80后”农民比重将显著提升，其对科学农业生产方式及互联网接受程度高，价格不再是农资选择考虑首要因素。

图表2 我国农民素质呈提高趋势



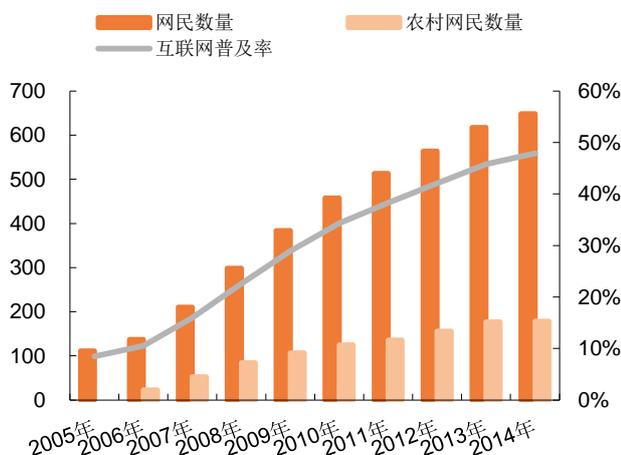
资料来源：CEIC，平安证券研究所

第三、农村互联网渗透率不断提高，未来互联网有望重构农业产业价值链

互联网改变城市生活，同时也对农村产生巨大影响。根据相关数据，到 2014 年底中国农村互联网的用户已经达到 1.78 亿人，农村互联网普及率达到 28.8%，且移动互联网发展更为迅速。农村曾错过 PC 互联网机会，但随着更为廉价、便捷的手机互联网接入方式的推广，农村人口接触互联网变得更加容易，以电商为例，已在农村网民实现了 80% 使用率，预计未来城市互联网大规模普及现象将在农村重现。

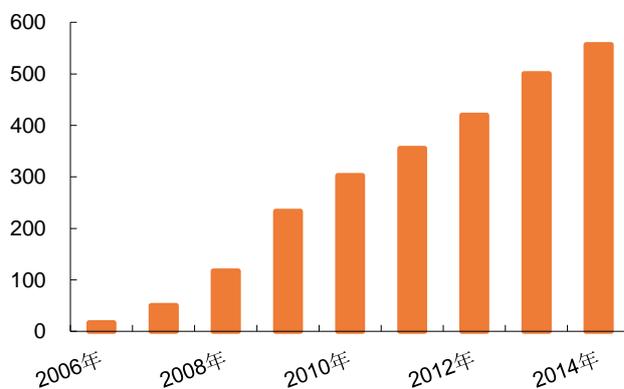
互联网代表新的生产力，对价值链具有重构和颠覆作用。目前互联网已经对家电、服装、出租车、食品等领域销售和配送产生了颠覆性变革。农资领域具有碎片化、层次多、信息不对称等特点，十分适合使用互联网提高效率，重构生态和价值链。

图表3 2014 年农村网民达到 1.78 亿人（单位：百万人）



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表4 手机互联网接入仍保持较快增长（单位：百万人）



资料来源：CEIC，平安证券研究所

公司近年不断思考农业、农村生态变化，积极探索，对渠道进行优化，形成了业内唯一的 CK 和 AK “两张网”渠道，并加强植保服务，执行“扎根一种作物，一个种植圈，一个区域”的服务理念。公司高度重视互联网对农业生态的影响，2014 年已经开始在战略层面进行规划，对公司商业模式进行重新思考，作出了将公司从“产品型公司”向“互联网三农服务平台公司”转变的重大决策，目前公司线上 O2O 平台田田圈、B2B2C 平台农集网以及农业供应链金融平台农发贷陆续落地，公司“二次创业”序幕开启。

二、 公司线下及区域优势突出，推进“互联网+”底气足

相比从线上向线下延伸的农资分销参与者，经过约 20 年的积累，公司渠道网络、物流和植保服务体系已经较为完备，由线下向线上延伸，成功概率更高，速度更快。

1、公司对农户的粘性强，产品线完备。相对化肥，农药选择和使用门槛较高，需要较高专业知识积累，因此种植户需要的服务更多、更频繁，粘性强。诺普信作为国内最大的农药制剂提供商，能针对不同区域和不同作物的病虫害提供绝大多数的产品方案，和农户的互动频繁，粘性强，熟悉农民和农村。

2、公司物流和销售网络覆盖面广，有效化解“最后一公里”痛点。目前在网上建立农资电商平台难度不大，但分销和物流体系建设需要投入大量的资金和时间。诺普信深耕农村市场，在全国发展了网格化营销体系，拥有 2000~3000 经销商，覆盖全国绝大多数的农业县。公司配套物流完善，在全国设立了七大物流中心，加上经销商以及公司业务人员物流辅助，公司能在较短的时间内实现产品分销，将对线上运行提供有力支持。

3、公司具有国内领先的植保服务队伍。目前公司拥有约 4000 余人的业内规模最大专业化营销队伍，能解决线上产品和线下服务脱节难题。和日用消费品不一样，农资的使用是一门专门科学，除了价格外，产品选购和使用需要专门指导，因此线上产品对应线下植保服务落地是农资互联网电商的另一痛点，而公司拥有高素质的专业服务队伍正好解决此问题。

4、公司发展农业互联网具有区位优势。公司总部所在地深圳是中国 IT 行业最发达的城市，涌现了包括腾讯、迅雷、华为等优秀 IT 企业，汇集了来自海内外众多优秀 IT 人才。公司在互联网战略实施过程中，充分利用深圳 IT 人才高地优势，通过招募或者咨询顾问的方式，吸收优秀 IT 人才智慧，确保互联网战略成功实施。

我们认为通过多年积累，公司线下渠道、人才、物流、产品不但不是负担，而是公司发展线上业务的宝贵财富，公司进军农业“互联网+”基础好，底气足。

三、 互联网联盟大会标志公司互联网战略全面启航

近期公司召开了田田圈互联网联盟大会，宣布田田圈互联网联盟正式成立，标志着公司农业互联网战略全面启航。

公司互联网战略包括了三个重要组成部分：农业生态圈田田圈、B2B2C 平台农集网和农金圈下属的农业 P2P 供应链金融平台农发贷，这些平台采用大联盟策略，将实现农资供应商、农资分销主体、农业专家和农户大联盟。

图表5 公司线上三大系统



资料来源：公司网站，平安证券研究所整理

(1) 田田圈是公司互联网战略的核心。它是基于公司线下产品、网络、服务等优势构建的 O2O 农业生态圈。田田圈包括了厂商、经销商、零售店，农户和种植达人几个要素，围绕以农户服务为中心，最终达到“让种植更轻松，让农民更幸福”的目的。

在线上田田圈整合最优秀的厂商资源，是一个开发式平台，除了公司农药产品、金融服务外，未来还可导入国际农药大厂产品、化肥、种子、农机等品种，同时田田圈线上汇集了行业专家资源以及地方种植能手（公司称其为种植达人，并昵称“田哥”、“田姐”），通过作物微信圈等形式，为农户提供全天候多作物品种的植保服务和指导。

在线下，田田圈精选优秀经销商深度合作，公司与这些经销商进行股权合作（一般参股 35%），经销商在区域市场设立直营店或者发展加盟店（需缴纳一定加盟费用），统称田田圈店，店面进行统一的布局和装修。同时田田圈吸收当地的种植达人，他们与经销商和田田圈店共同为所属地区的农户提供植保咨询和服务，为此田田圈压缩渠道层次，让农户得到更多实惠。田田圈采取会员制，凭借线上线下植保服务、多样产品以及竞争力价格，吸引更多农户成为会员，从而扩大销售量。从试点的田田圈店运行看，公司和经销商、田田圈店利益高度一致，大大减少了赊销，会员制推行又使得终端客户的获取更为容易，深度合作经销商收入均实现较快增长。

从更长期看，未来田田圈将全方位满足农户产品、技术、金融、农产品销售等需求，最终打造为中国三农社交·服务第一生态圈。

图表6 田田圈农业生态圈示意图



资料来源：公司网站，平安证券研究所整理

图表7 “大三农”互联网生态圈内容丰富



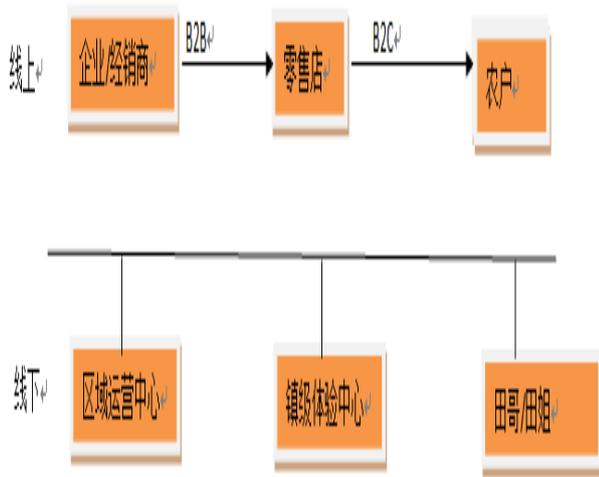
资料来源：公司网站，平安证券研究所整理

(2) 农集网是公司实现“大三农”互联网生态圈的重要载体。农集网是为田田圈实现农资产品线上展示、订购、线下配送功能设计的电商平台。田田圈参与主体经销商、零售店或者农户可以通过农集网进行产品浏览、网购下单、第三方支付（农易收）功能实现一站式购买，也即实现了传统农资购买过程的电子化和信息化，此后通过公司配送网络将产品直接配送到零售店、经销商或者农户手中。

目前农集网产品主要为公司自有品牌的农药制剂以及水溶肥，但作为一个开放式平台，公司将采取联盟策略，我们预计未来农集网将联盟更多农资供应商，丰富包括国际品牌农药制剂、化肥、种子、农机等农资产品线。

我们判断农集网将成为依托公司强大线下资源，线上互联网工具的极具竞争力农资电商平台。

图表8 农集网业务流程示意图



资料来源：农集网、平安证券研究所

图表9 农集网主页截图



资料来源：农集网、平安证券研究所

(3) 农金圈是田田圈切入农业供应链金融载体。2015年3月公司公告参与农金圈的增资，增资完成后公司持有农金圈35%股权。农金圈旗下的农发贷专注农业领域的资金需求，是国内领先的农业P2P平台。

农发贷依托公司强大的线下资源，选取优质大中型种植户作为目标客户，把平台募集资金以P2P形式直接借款给这些农户。为了保护资金方安全，公司合作经销商作为担保方。由于公司深耕农资多年，能对接农户资金需求，并对种植户和经销商信用情况熟悉，可将不良贷款控制较低水平。

自2015年3月上线以来，农发贷业务发展迅速，到4月底，授信余额5亿元，贷款3亿元，拥有3万会员，预计未来农发贷金融服务业务将保持快速增长。

图表10 农发贷主页截图



资料来源：农发贷，平安证券研究所

图表11 农发贷项目示意图



四、 盈利预测及投资评级

我们认为公司互联网布局成效将在 2015 年下半年逐步体现, 维持 2015 年 EPS 0.43 元盈利预测不变, 同时将 2016 年 EPS 预测由此前的 0.54 元上调为 0.61 元。2015 年将是公司脱胎换骨的一年, 以现有业务和业绩评判公司价值并十分恰当。公司构建农业生态圈步伐快, 具有明显先发优势, 成功概率高, 未来掌控农村农资、农产品、金融服务等入口价值巨大, 发展空间极大拓展, 前景十分广阔, 维持“强烈推荐”投资评级。

五、 风险提示

公司互联网战略实施进度不达预期; 异常天气影响农药需求风险; 线下渠道管理失控的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	1463	1457	1899	2498
现金	652	668	596	997
应收账款	143	218	265	387
其他应收款	11	9	17	18
预付账款	257	113	371	282
存货	381	425	630	795
其他流动资产	18	24	19	19
非流动资产	1116	1069	1073	1113
长期投资	675	622	547	587
固定资产	266	261	277	292
无形资产	148	143	128	113
其他非流动资产	27	43	121	120
资产总计	2579	2526	2972	3611
流动负债	1038	927	1095	1302
短期借款	250	100	0	0
应付账款	321	370	525	683
其他流动负债	467	457	570	619
非流动负债	41	32	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	41	32	9	9
负债合计	1079	959	1104	1312
少数股东权益	24	23	22	21
股本	542	704	704	704
资本公积	408	234	225	225
留存收益	465	548	917	1350
归属母公司股东权益	1476	1544	1846	2278
负债和股东权益	2579	2526	2972	3611

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	207	306	192	439
净利润	178	194	265	387
折旧摊销	38	37	60	60
财务费用	2	9	-10	-18
投资损失	-30	38	0	0
营运资金变动	-355	48	-122	9
其他经营现金流	373	-21	0	0
投资活动现金流	-389	-21	-54	-56
资本支出	-35	-32	-60	-60
长期投资	-358	-105	0	0
其他投资现金流	5	117	6	4
筹资活动现金流	64	-157	-90	18
短期借款	250	-150	-100	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	180	161	0	0
资本公积增加	-178	-174	0	0
其他筹资现金流	-188	6	10	18
现金净增加额	-118	128	48	401

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1736	2203	2888	3899
营业成本	1024	1346	1762	2378
营业税金及附加	6	6	8	10
营业费用	333	376	491	663
管理费用	206	218	318	390
财务费用	-6	3	-2	2
资产减值损失	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	-38	30	40
营业利润	184	217	342	496
营业外收入	19	25	15	15
营业外支出	8	3	3	3
利润总额	195	239	354	508
所得税	17	45	53	76
净利润	178	194	300	432
少数股东损益	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	180	194	301	433
EBITDA	226	275	403	550
EPS (元)	0.26	0.28	0.43	0.61

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	8.6	26.9	31.1	35.0
营业利润(%)	64.3	18.3	57.3	45.2
归属于母公司净利润(%)	39.1	8.0	54.9	43.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	41.0	38.9	39.0	39.0
净利率(%)	10.3	8.8	10.4	11.1
ROE(%)	12.2	12.6	16.3	19.0
ROIC(%)	18.9	14.3	27.2	34.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	39.0	34.0	37.2	36.3
净负债比率(%)	16.7	6.4	0.0	0.0
流动比率	1.48	1.67	1.73	1.92
速动比率	1.04	1.11	1.14	1.29
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.71	0.93	0.97	1.08
应收账款周转率	12.1	10.1	10.9	10.1
应付账款周转率	1.7	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.28	0.43	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.44	0.27	0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.19	2.62	3.24
估值比率	-	-	-	-
P/E	129.7	120.1	77.5	54.0
P/B	15.8	15.1	12.7	10.2
EV/EBITDA	78.3	83.2	56.3	40.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033