研究所
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn

“两圈一网”，全力打造互联网农业全产业链

——诺普信（002215）调研简报

投资要点：

- **核心观点：公司是国内农药制剂龙头企业，自 2008 年上市以来，积极探索销售渠道变革，由初期发展模式 CK（经营商系统）积极转型为 AK 模式（直销店系统），最终实现 CK 与 AK “两张网”并驾前行。在互联网提升传统产业竞争力大趋势下，公司积极拥抱互联网平台，探索 O2O、B2B 营销模式和 P2P 融资模式，建立田田圈、农集网、农金圈，并以“两圈一网”为基点，发展农资物流配送体系，逐渐开发嫁接新的农民应用领域，全力打造完整的互联网农业服务生态链。**

- **公司稳居国内农药制剂销售龙头。**公司是国内唯一纯制剂类农药企业，主要以杀虫剂、杀菌剂、除草剂等制剂为主，2014 年公司营业收入 22.02 亿元，远超第二名江苏龙灯化学 8.15 亿元，占国内农药制剂前 30 强销售额的 15%。

- **借助农资电商加强农户服务，公司客户粘性强优势明显。**随着电商迅速崛起，互联网深入城镇居民生活，在互联网涉及的垂直应用领域，农业电商成为互联网应用领域价值空间最大的“宝地”。与其他行业电商不同，由于农户上网时间短，率先影响农户的农村电商客户粘性强，想象空间巨大。公司持续关注农户农药应用重要性和差异化，率先植根于农户，服务于农户，深入农村打造国内知名品牌，客户粘性优势明显。

- **公司积极探索互联网+农业，构建“两圈一网”营销模式。**公司于 2014 年引进优秀的互联网团队，从三个维度打造农业互联网平台：一是积极与优秀经销商加强合作，利用互联网平台打造 O2O 线上线下服务平台——**田田圈**，通过田田圈提供线上丰富的产品资源、咨询服务平台，线下优质的经销商和零售店，提高植保技术服务水平，与农户建立积极的互动关系，打造农业生态圈最有粘性的切入口；二是利用互联网优化公司原 AK 营销模式，打造网上分销平台——**农集网**，为零售商提供直接的农资服务，未来通过完善渠道销售系统和植保技术服务，将有望实现直接面向农户的 B2B2C 营销模式；三是借助互联网构建金融平台，集社会多方力量为农户提供金融服务——**农金圈**，公司通过精选信誉好、优质种植农户，凭借低门槛、低利率优势为其提供专项融资服务。目前公司形成了以田田圈为核心的“两圈一网”全方位的互联网生态系统，整合资源、优化销售渠道、减少中间成本，为农户提供更全面的种植解决方案。

  “两圈一网”相辅相成，竞争优势明显。公司目前田田圈、农集网、农金圈同步运营，相辅相成。农金圈解决了农户融资难问题，目前农金圈募集资金 4.7 亿，解决了 1200 户农户融资问题。同时凭借公司借款农户信用高优势，加上农业融资周期短，自成立以来还款率高达 50%，坏账率为 0%，实现融资的有效循环，为农户购买农药提供坚实的资金基础。田田圈主要提供信息推送、农资平台、农机服务等功能，公司目前积极推广田田圈，采用低价现款的营销模式，有效解决了农户赊销问题，回款率明显提高，实现厂商、供应商、农户互利共赢。同时公司提高线下技术服务质量，开发大批经验丰富的田哥田姐，通过线上创新营销模式和线下服务活动相结合，实现量变到质变的化学蜕变。农集网作为农药销售平台，目前采用会员制，主要针对下游零售商，利用互联网供货高效便捷的优势，有效地减少零售商库存数量。

- **以“两圈一网”为基点，开发农资配送系统和其他衍生服务，构建完整的农业服务生态链。**公司目前积极开发自己的物流商，提高配送服务能力。此外，公司从农户角度出发，嫁接新的应用领域，例如发布农户招工等信息，逐渐打造完整的互联网农业服务生态链。

- **给予“买入”评级。**公司以“两圈一网”为基点，开发农资配送体系和其他衍生服务，构建完整的农业服务生态链，看好公司长期发展前景。预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.35、0.42 和 0.58 元，对应估值分别为 34.7 倍、28.4 倍、20.6 倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**农户网络普及率低于预期；同行业竞争加剧风险。

诺普信盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
ROE	12%	15%	16%	17%
毛利率	39%	42%	41%	41%
期间费率	27%	27%	27%	25%
销售净利率	9%	11%	11%	12%
成长能力				
收入增长率	27%	28%	26%	27%
利润增长率	8%	63%	22%	38%
营运能力				
总资产周转率	0.87	1.06	1.17	1.27
应收账款周转率	9.72	10.43	10.43	10.43
存货周转率	3.16	4.29	4.56	4.56
偿债能力				
资产负债率	38%	37%	39%	42%
流动比	1.57	1.71	1.73	1.75
速动比	1.11	1.31	1.34	1.35

每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
EPS	0.28	0.35	0.42	0.58
BVPS	2.19	1.83	2.00	2.23
估值				
P/E	43.5	34.7	28.4	20.6
P/B	5.5	6.6	6.0	5.4
P/S	3.8	3.9	3.1	2.4

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	668	799	1010	1274
应收款项	227	271	342	434
存货净额	425	383	460	594
其他流动资产	137	170	214	272
流动资产合计	**1457**	**1623**	**2025**	**2574**
固定资产	250	203	180	164
在建工程	10	15	20	20
无形资产及其他	103	103	92	74
长期股权投资	517	400	400	400
资产总计	**2526**	**2678**	**3056**	**3576**
短期借款	100	100	100	100
应付款项	370	271	345	445
预收帐款	295	380	479	608
其他流动负债	162	200	247	319
流动负债合计	**927**	**950**	**1171**	**1472**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	32	32	32	32
长期负债合计	**32**	**32**	**32**	**32**
负债合计	**959**	**982**	**1203**	**1504**
股本	704	914	914	914
股东权益	1567	1695	1853	2072
负债和股东权益总计	**2526**	**2678**	**3056**	**3576**

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**2203**	**2830**	**3565**	**4531**
营业成本	1346	1637	2087	2695
营业税金及附加	6	8	11	14
销售费用	376	481	606	725
管理费用	218	277	349	408
财务费用	3	(4)	(6)	(9)
其他费用/（-收入）	(38)	(39)	(39)	(39)
营业利润	**217**	**391**	**480**	**660**
营业外净收支	22	(2)	(2)	(1)
利润总额	**239**	**389**	**478**	**659**
所得税费用	45	71	87	121
净利润	194	318	390	538
少数股东损益	(1)	2	3	5
归属于母公司净利润	**194**	**316**	**387**	**533**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**306**	**346**	**464**	**602**
净利润	194	318	390	538
少数股东权益	(1)	2	3	5
折旧摊销	37	38	40	41
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	75	(13)	30	17
投资活动现金流	**(21)**	**(24)**	**(28)**	**(30)**
资本支出	5	4	(23)	(26)
长期投资	158	117	0	0
其他	(184)	(145)	(5)	(4)
筹资活动现金流	**(157)**	**(190)**	**(232)**	**(320)**
债务融资	(150)	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	(7)	(190)	(232)	(320)
现金净增加额	**129**	**132**	**203**	**252**

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。