

常隆环保事件无碍公司中长期价值

■事件：公司发布16年一季报：1-3月实现营业收入6.62亿元，同比减少5.54%；归属于上市公司股东的净利润为1.08亿元，同比增加30.61%，折合EPS为0.12元。加权平均ROE为6.03%，同比增加0.8个百分点。公司业绩符合预期。同时公司预计16年1-6月归属于上市公司股东的净利润为2.26~2.93亿元，同比增长0%~30%。

■田田圈互联网生态圈快速发展：受全球农药市场整体低迷的影响，公司主营收入小幅下滑。16年公司继续重点推动田田圈发展，结盟各县级区域最优秀的经销商和零售商，打造最优的区域运营平台，同时也积极配合当地政府和相关网络运营商，不断完善农村互联网基础设施的建设。一季度公司毛利率38.11%，与去年基本持平，三项费用率32.2%，同比增加6.67个百分点，净利润率16.26%，同比增加4.33个百分点。一季度对公司业绩影响较大的两个因素包括：1) 由于公司授予第二次限制性股票以及期权费用增加，管理费用由去年同期的6426.41万元上升至9779.22万元，同比增加52.17%；2) 投资净收益8119.12万元，较去年一季度增加了7068.49万元，同比增加672.78%，主要是由于收购控股经销商产生的投资收益所致。扣除这两个一次性因素的影响，公司营业利润为7624.25万元。

■田田圈布局进展顺利，打造大三农生态圈：具体分析见下页；
■农村电商已经扑面而来，线下资源争夺成为关键：具体分析见下页；
■强化专利产品研发，提升公司竞争力：具体分析见下页；
■常隆事件发酵无碍公司中长期价值，维持“买入-A”评级：近期央视报道关于参股公司常隆化工的环保事件，我们将持续关注该事件的进程。而从更长时间的角度看，我们认为该事件无碍公司价值，我们继续看好公司在农村互联网领域进行的积极转型，期待其成为中国最优秀的互联网三农企业。我们预测公司16-18年EPS分别为0.34、0.47、0.63元，维持“买入-A”的投资评级，目标价16元。

■风险提示：农药行业增长低于预期，田田圈进展低于预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,202.7	2,209.7	2,762.2	3,590.8	5,027.2
净利润	194.5	230.9	310.2	436.4	586.9
每股收益(元)	0.21	0.25	0.34	0.47	0.63
每股净资产(元)	1.67	1.89	1.91	2.33	2.88

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	53.2	44.8	33.4	23.7	17.6
市净率(倍)	6.7	5.9	5.9	4.8	3.9
净利润率	8.8%	10.4%	11.2%	12.2%	11.7%
净资产收益率	12.6%	13.2%	17.6%	20.3%	22.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
ROIC	16.7%	27.6%	43.9%	30.8%	164.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

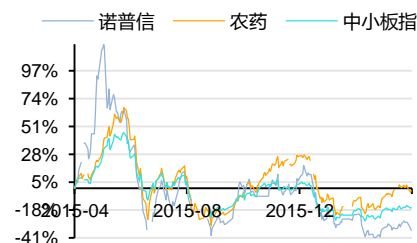
维持评级

6个月目标价：**16元**
股价(2016-04-19) **11.20元**

交易数据

总市值(百万元)	10,353.67
流通市值(百万元)	7,693.02
总股本(百万股)	924.44
流通股本(百万股)	686.88
12个月价格区间	10.15/37.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.62	-19.57	-2.44
绝对收益	-1.67	-20.68	-15.69

王席鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-35082937

孙琦祥 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-35082016

肖晴 报告联系人
xiaoping@essence.com.cn
021-35082066

罗雅婷 报告联系人
luoyt@essence.com.cn
021-35082781

相关报告

诺普信：业绩符合预期，继续看好公司成为农业互联网龙头！ 2016-04-06
诺普信：定增加码田田圈及农药业务，激励计划提高公司凝聚力 2015-11-17
诺普信：两圈一网进展顺利，继续看好公司大三农生态圈战略 2015-10-27

■**田田圈布局进展顺利，打造大三农生态圈：**田田圈通过改变目前农资的销售模式入手，以互联网思维重新塑造农村市场，链接和植入生态农业与智慧农业，打造田田圈独有的大三农互联网生态圈。具体来看，田田圈将通过县域综合服务中心和数万家的田田圈店，以田田圈O2O服务平台、B2B平台农集网、P2P平台农金圈、作物圈社群以及正在建设的农村物流、农产品销售等平台，形成独有的互联网+发展模式，构建完善的农业互联网生态圈。

未来，田田圈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。

自15年5月启动以来，公司的布局进度较快，目前田田圈模式的基本打法已经确定。公司全方位布局线下优质网点、夯实线下资源，结盟各县级区域最优秀的经销商和零售商，打造最优的区域运营平台，同时也积极配合当地政府和相关网络运营商，不断完善农村互联网基础设施的建设。15年公司年报披露，已完成品牌授权400多家，签约288家，已完成参股164家，参股比例为35%，完成控股11家，控股比例为51%，并在28个省（直辖市/自治区）的400多个农业县，开设了2200多家田田圈农业服务中心店。

随着公司农业互联网战略的持续稳步推进，公司拟进一步提升对线下核心经销商的控制力和影响力、优化零售店的功能和服务能力。本次募投项目中，公司拟投资建设220家区域运营中心，每家运营中心计划投资建设20家田田圈农业服务中心店，公司在每家区域运营中心的持股比例在51%以上（含51%）。公司拟绝对控制部分核心经销商的销售渠道，通过与其共同出资设立区域运营中心的方式，逐步承接原经销商的渠道经销业务，通过规范化的运营和管理，逐步夯实公司三农互联网生态系统的基础。项目完全建成后，将会对公司的销售收入和利润带来积极影响。

■**农村电商已经扑面而来，线下资源争夺成为关键：**农村电商已经是趋势，不用怀疑。我们从14年7月首先喊出农村互联网大时代至今，电商平台涌现，目前看从农资供应商、经销商、零售门店已经都处于剧烈转型的初期，行业教育速度很快，趋势已经扑面而来。经过15年的探索，基本上电商平台都逐步趋同于线上自建平台+线下招募经销商的O2O模式，只是部分细节有差异。正如京东所言农村电商的线下农技服务和最后10公里物流是绕不过去的，必须依靠经销商。我们判断电商的第二阶段是优质产品提供商和线下服务商的争夺战，平台依靠流量、金融服务、物流网络、营销、电商运营等等来吸引供应商和经销商加盟并实现标准化，其中传统农资企业的优势在于原有渠道、农村经验和影响力，京东等优势在于品牌和线上。从产业趋势角度看，我们认为农村电商市场仍处于起步阶段和行业教育阶段，未来1-2年将成为快速发展期，平台实力差距将会拉开，结合线上线下各方面我们看好诺普信持续成为农业电商的龙头。

■**强化专利产品研发，提升公司竞争力：**国内农药行业企业同质化较严重，专利化合物及次新化合物以及新剂型的研发投入少。在国内农业集约化发展的大趋势下，对农药提出了更高的品质要求，因此公司将实施农药专利化合物和新制剂产品研发、登记视为公司重要的发展战略。公司对全球农药专利化合物、次新化合物等进行跟踪、筛选，寻找适合国内农业生产的先进产品进行研究创制、合作开发等，形成新的农药制剂产品，进行市场推广，有利于公司强化盈利模式、提升行业地位和产业链影响力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,202.7	2,209.7	2,762.2	3,590.8	5,027.2	成长性					
减:营业成本	1,345.7	1,226.3	1,546.8	2,049.3	2,890.6	营业收入增长率	26.9%	0.3%	25.0%	30.0%	40.0%
营业税费	5.9	7.1	12.7	16.5	23.1	营业利润增长率	18.3%	16.2%	36.1%	43.7%	37.2%
销售费用	375.9	491.7	552.4	682.3	955.2	净利润增长率	8.0%	18.7%	34.4%	40.7%	34.5%
管理费用	217.7	264.8	303.3	359.1	502.7	EBITDA 增长率	19.0%	17.1%	27.4%	38.4%	34.0%
财务费用	2.6	8.1	-2.5	-5.2	-8.3	EBIT 增长率	23.5%	18.5%	30.9%	43.2%	36.9%
资产减值损失	0.1	6.2	8.4	11.2	8.6	NOPLAT 增长率	9.8%	31.4%	23.4%	43.2%	36.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-20.6%	-22.3%	104.0%	-74.3%	217.5%
投资和汇兑收益	-37.8	46.7	2.3	15.6	21.5	净资产增长率	4.5%	12.9%	1.1%	21.8%	23.7%
营业利润	217.1	252.2	343.3	493.3	676.7	利润率					
加:营业外净收支	21.5	6.5	21.2	21.1	16.3	毛利率	38.9%	44.5%	44.0%	42.9%	42.5%
利润总额	238.6	258.8	364.5	514.5	693.0	营业利润率	9.9%	11.4%	12.4%	13.7%	13.5%
减:所得税	44.7	25.5	54.7	77.2	104.0	净利润率	8.8%	10.4%	11.2%	12.2%	11.7%
净利润	194.5	230.9	310.2	436.4	586.9	EBITDA/营业收入	11.7%	13.6%	13.9%	14.8%	14.2%
						EBIT/营业收入	10.0%	11.8%	12.3%	13.6%	13.3%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	41	40	30	19	12
货币资金	668.1	633.7	221.4	1,553.0	1,277.1	流动营业资本周转天数	-1	-27	9	-5	-10
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	239	250	214	225	237
应收账款	214.6	184.1	284.8	326.3	545.6	应收账款周转天数	29	32	31	31	31
应收票据	12.0	13.4	28.2	18.7	47.7	存货周转天数	66	63	64	64	65
预付账款	112.9	54.3	356.6	105.8	499.0	总资产周转天数	417	456	385	344	323
存货	425.3	349.4	639.5	638.0	1,187.4	投资资本周转天数	157	123	131	85	52
其他流动资产	23.9	377.4	139.8	180.4	232.5	投资回报率					
可供出售金融资产	105.5	362.0	155.8	207.8	241.9	ROE	12.6%	13.2%	17.6%	20.3%	22.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	7.6%	10.9%	10.9%	11.8%
长期股权投资	516.9	544.4	544.4	561.9	561.9	ROIC	16.7%	27.6%	43.9%	30.8%	164.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	250.4	243.7	210.8	177.9	144.9	销售费用率	17.1%	22.3%	20.0%	19.0%	19.0%
在建工程	10.3	15.1	15.1	15.1	15.1	管理费用率	9.9%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%
无形资产	102.8	155.8	145.8	135.9	126.0	财务费用率	0.1%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
其他非流动资产	83.5	143.8	94.8	102.4	108.1	三费/营业收入	27.1%	34.6%	30.9%	28.9%	28.8%
资产总额	2,526.2	3,077.0	2,837.0	4,023.1	4,987.2	偿债能力					
短期债务	100.0	-	-	-	-	资产负债率	38.0%	42.5%	37.0%	45.9%	46.0%
应付账款	178.6	378.9	169.8	472.0	535.8	负债权益比	61.2%	74.0%	58.7%	84.8%	85.2%
应付票据	224.9	184.0	378.9	330.1	675.2	流动比率	1.57	1.26	1.65	1.56	1.68
其他流动负债	423.5	714.9	466.0	1,010.9	1,050.4	速动比率	1.11	0.99	1.02	1.20	1.15
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	84.60	32.02	-136.63	-94.31	-80.97
其他非流动负债	32.2	30.7	34.7	32.5	32.6	分红指标					
负债总额	959.2	1,308.5	1,049.4	1,845.6	2,294.0	DPS(元)	0.08	-	0.11	0.11	0.12
少数股东权益	22.8	25.7	25.3	26.2	28.4	分红比率	36.2%	0.0%	32.1%	22.8%	18.3%
股本	703.8	914.4	924.4	924.4	924.4	股息收益率	0.7%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
留存收益	848.8	833.6	837.9	1,226.8	1,740.4						
股东权益	1,567.0	1,768.6	1,787.6	2,177.5	2,693.2						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.21	0.25	0.34	0.47	0.63
净利润	194.0	233.2	310.2	436.4	586.9	BVPS(元)	1.67	1.89	1.91	2.33	2.88
加:折旧和摊销	38.1	42.4	42.9	42.9	42.9	PE(X)	53.2	44.8	33.4	23.7	17.6
资产减值准备	0.1	6.2	-	-	-	PB(X)	6.7	5.9	5.9	4.8	3.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	39.1	32.3	-27.5	7.2	-62.8
财务费用	9.3	7.0	-2.5	-5.2	-8.3	P/S	4.7	4.7	3.7	2.9	2.1
投资损失	37.8	-46.7	-2.3	-15.6	-21.5	EV/EBITDA	20.9	54.7	25.9	16.1	12.4
少数股东损益	-0.5	2.4	-0.4	0.9	2.2	CAGR(%)	31.1%	36.2%	20.3%	31.1%	36.2%
营运资金的变动	10.2	205.2	-680.6	968.4	-800.4	PEG	1.7	1.2	1.6	0.8	0.5
经营活动产生现金流量	306.2	853.2	-332.6	1,427.8	-198.2	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-20.6	-708.4	208.5	-53.8	-12.6	REP					
融资活动产生现金流量	-156.7	-154.0	-288.2	-42.3	-65.2						

资料来源: 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034