



短期业绩受挫，长期发展依然向好

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 实际控制人因资金需求, 于9月22日和11月2日通过大宗交易系统减持股份1364万股, 占总股本1.49%, 减持均价约9.31元/股。另外, 公司近期终止了非公开发行股票事项, 同时由于提前终止股权激励计划导致管理费用激增。我们认为, 这在短期内会对公司的业绩造成一定影响, 但并不会影响公司的整体基本面和既定的发展战略。
- **管理费用激增, 拖累短期业绩。** 三季报显示, 公司前三季度归母净利润-2.1亿元, 同比大幅下降208.3%。主要原因有两个: 1) 公司提前终止了股权激励计划, 导致在报告期内加速提取了原本应在剩余等待期(2016-2020年)内确认的股份支付费用并计入管理费用, 从而使管理费用大涨162%, 同比增加了2.93亿元; 2) 公司加大了田田圈业务的市场推广力度, 从而使销售费用增加了1.5亿元。股份支付费用仅影响公司的短期利润数据, 并不会影响公司的现金流, 对公司的业务和经营不会带来实质性损害。根据公司公告, 股权支付费用大约2.3亿, 根据三季报披露的管理费用数据, 我们判断费用基本已经提取完成, 不会对未来的利润带来进一步压制。
- **终止定增, 但不改长期发展空间。** 公司原本计划非公开发行股票募集约17亿元, 用于: 1) 基于“田田圈”互联网生态系统的线下运营体系建设项目, 帮助公司快速布局农村互联网, 尽快完善线下区域经营体系和技术人才体系; (2) 农药专利化合物和新制剂产品研发、登记项目, 加快农药专利化合物和新制剂产品研发体系建设。这两项业务代表了公司未来的重点战略发展方向。公司10月28日发布公告, 考虑到目前国内资本市场变化情况及整体环境, 决定终止非公开发行股票事项。这在一定程度上会由于资金压力放慢线下区域运营中心和农业服务中心的扩展速度。但是, 我们认为农村互联网是大势所趋, 并且公司已经在该领域取得了突破性进展, 田田圈生态系统已经覆盖了400多个农业县, 并开设了2200多家农业服务中心店, 规模效应和聚集效应早已开始显现, 公司在农村互联网领域的长期发展空间不容置疑。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2016-2018年EPS分别为-0.34元、0.34元、0.48元, 当前股价对应2017-2018年PE分别为31倍、22倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场开发不及预期的风险, 宏观经济不稳定的风险。

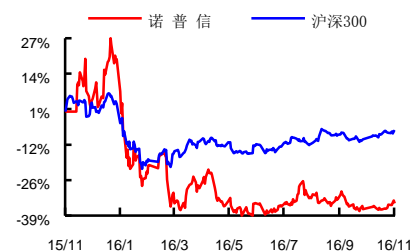
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2209.74	2507.74	3357.86	4970.55
增长率	0.32%	13.49%	33.90%	48.03%
归属母公司净利润(百万元)	230.86	-309.03	312.21	438.38
增长率	18.71%	-233.86%	201.03%	40.41%
每股收益EPS(元)	0.25	-0.34	0.34	0.48
净资产收益率ROE	13.19%	-22.90%	17.41%	20.86%
PE	41	-31	31	22
PB	5.41	7.05	5.29	4.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.14
流通A股(亿股)	6.93
52周内股价区间(元)	9.73-20.43
总市值(亿元)	95.61
总资产(亿元)	31.01
每股净资产(元)	1.85

相关研究

关键假设：

假设 1：终止股权激励产生的股份支付费用在 2016 年全部提取完成；

假设 2：2016 年公司采取了促销优惠政策，导致毛利率降低。假设从明年起，随着田田圈生态系统的完善，公司停止这种短期的促销优惠政策，产品的毛利率将恢复正常；

假设 3：田田圈生态系统持续在各地扩展，未来三年将形成 220 家线下区域运营中心，4400 家农业服务中心店。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
农药制剂	收入	1885.97	2131.15	2877.05	4315.57
	增速	-6.12%	13.00%	35.00%	50.00%
	毛利率	40.67	34.00	40.00	40.00
植物营养	收入	170.45	192.61	260.02	390.03
	增速	17.70%	13.00%	35.00%	50.00%
	毛利率	43.17	30.00	42.00	42.00
其它业务	收入	153.32	183.98	220.78	264.94
	增速	212.52%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	93.18	50.00	50.00	50.00
合计	收入	2,209.74	2,507.74	3,357.85	4,970.54
	增速	0.32%	13.49%	33.90%	48.03%
	毛利率	44.51%	34.87%	40.81%	40.69%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2209.74	2507.74	3357.86	4970.55	净利润	233.22	-310.86	314.50	441.39
营业成本	1226.28	1633.38	1987.44	2948.04	折旧与摊销	42.35	66.57	68.06	69.64
营业税金及附加	7.12	7.61	10.40	15.30	财务费用	8.13	5.40	8.37	9.86
销售费用	491.71	631.95	671.57	994.11	资产减值损失	6.19	10.00	10.00	10.00
管理费用	264.78	631.95	369.36	546.76	经营营运资本变动	230.17	46.03	73.16	191.53
财务费用	8.13	5.40	8.37	9.86	其他	333.16	-70.05	-53.16	-48.66
资产减值损失	6.19	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	853.24	-252.91	420.94	673.76
投资收益	46.69	50.00	50.00	50.00	资本支出	10.77	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-719.12	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-708.36	40.00	40.00	40.00
营业利润	252.22	-362.55	350.71	496.49	短期借款	-100.00	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.53	6.00	6.00	6.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	258.75	-356.55	356.71	502.49	股权融资	34.86	0.00	0.00	0.00
所得税	25.53	-45.69	42.20	61.10	支付股利	-70.34	-98.81	134.39	-131.25
净利润	233.22	-310.86	314.50	441.39	其他	-18.53	-2.00	-3.37	-4.86
少数股东损益	2.36	-1.82	2.29	3.01	筹资活动现金流净额	-154.00	-0.81	131.02	-136.11
归属母公司股东净利润	230.86	-309.03	312.21	438.38	现金流量净额	-9.27	-213.72	591.96	577.65
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	633.66	419.61	1011.57	1589.21	成长能力				
应收和预付款项	251.79	328.54	420.74	623.24	销售收入增长率	0.32%	13.49%	33.90%	48.03%
存货	349.36	468.54	572.69	854.59	营业利润增长率	16.19%	-243.75%	196.73%	41.57%
其他流动资产	377.42	428.32	573.51	848.96	净利润增长率	20.24%	-233.29%	201.17%	40.35%
长期股权投资	544.36	544.36	544.36	544.36	EBITDA 增长率	17.45%	-196.00%	246.99%	34.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	258.86	224.36	188.37	150.81	毛利率	44.51%	34.87%	40.81%	40.69%
无形资产和开发支出	187.11	165.98	144.84	123.71	三费率	34.60%	50.62%	31.25%	31.20%
其他非流动资产	474.48	473.55	472.61	471.67	净利率	10.55%	-12.40%	9.37%	8.88%
资产总计	3077.05	3053.25	3928.70	5206.55	ROE	13.19%	-22.91%	17.42%	20.86%
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	ROA	7.58%	-10.18%	8.01%	8.48%
应付和预收款项	1100.11	1323.94	1694.20	2517.75	ROIC	57.70%	-117.13%	164.56%	513.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.70%	-11.59%	12.72%	11.59%
其他负债	208.35	272.32	328.62	472.78	营运能力				
负债合计	1308.46	1696.27	2122.82	3090.53	总资产周转率	0.79	0.82	0.96	1.09
股本	914.41	914.08	914.08	914.08	固定资产周转率	8.94	11.01	16.97	29.70
资本公积	58.43	58.43	58.43	58.43	应收账款周转率	11.25	12.48	13.27	13.84
留存收益	775.15	367.30	813.91	1121.04	存货周转率	3.08	3.89	3.74	4.07
归属母公司股东权益	1742.92	1333.14	1779.74	2086.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.99%	—	—	—
少数股东权益	25.67	23.85	26.14	29.15	资本结构				
股东权益合计	1768.59	1356.99	1805.88	2116.02	资产负债率	42.52%	55.56%	54.03%	59.36%
负债和股东权益合计	3077.05	3053.25	3928.70	5206.55	带息债务/总负债	0.00%	5.90%	4.71%	3.24%
					流动比率	1.26	0.99	1.24	1.29
					速动比率	0.99	0.71	0.96	1.01
					股利支付率	30.47%	-31.97%	-43.05%	29.94%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	302.70	-290.58	427.14	575.98	每股收益	0.25	-0.34	0.34	0.48
PE	41.42	-30.94	30.62	21.81	每股净资产	1.93	1.48	1.98	2.31
PB	5.41	7.05	5.29	4.52	每股经营现金	0.93	-0.28	0.46	0.74
PS	4.33	3.81	2.85	1.92	每股股利	0.08	0.11	-0.15	0.14
EV/EBITDA	27.97	-30.20	19.16	13.21					
股息率	0.74%	1.03%	—	1.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn