



2016年11月22日

买入(首次评级)

当前价： 11.28 元
目标价： 13 - 15 元

分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
电话：010-64408937
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

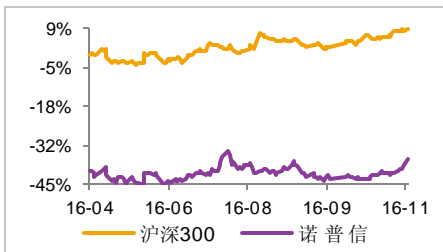
分析师：郭佳楠

执业编号：S0300515080001
电话：010-64814022
邮箱：guojianan@lxsec.com

研究助理：陈博

电话：010-64408516
邮箱：chenbo@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	2210	2478	3148	4651
(+/-)	0.32%	12.2%	27.0%	47.8%
净利润	233	-311	299	565
(+/-)	18.7%	-216%	193%	90.7%
EPS(元)	0.26	-0.29	0.28	0.53
P/E	45	-39	40	21

资料来源：联讯证券研究院

诺普信(002215.SZ)

立足农资，坚定发展大三农互联网，田田圈前景广阔

投资要点

◇ 农药制剂龙头，专注农药制剂、水溶肥和农业服务一体化产业链

公司以深圳为总部的企业集群，在全国多个省市拥有上百家子公司、参控股公司和生产物流基地，形成了集农药制剂技术研发、生产、销售推广与农技服务于一体的完整产业链。

公司营业收入增长较为稳定，多年获得中国农药协会销售冠军，2014 年销售额以 22.03 亿元居首，领先第二名近 10 亿元。在净利润方面，由于公司近几年大力推广“田田圈”，销售费用增长较多，净利润增幅减小。2016 年由于公司股权激励计划提前终止，公司提前提取股份支付费用并计入管理费用，导致成本大幅增加，我们预计该事件短期影响公司净利润，不构成长期威胁。

◇ “十三五”农药减施增效有利于新型制剂及农业服务的发展

我国人均耕地面积呈现不断下降趋势，到 2013 年人均耕地面积下降到 0.08 公顷。农药产量和需求快速上涨，到 2015 年，我国农药年产量近 380 万吨，2005~2015 年，农药产量年均复合增长率为 12.5%，但近年来农药用量增长不断趋缓。

2015 年农业部发布了《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》，提出“十三五”期间转变农业发展方式，实现农药的减施增效成为社会的共识，这必然有利于低毒高效新型制剂及农业服务的发展，利好公司服务大三农战略。

◇ 公司构建大三农互联网生态圈——“田田圈”前景广阔

公司田田圈线上运营平台有田田商城（原农集网）、田田云（云数据管理平台，也是各区域中心及 VIP 会员管理运营平台）、田田圈 APP（社群平台/移动端）、田田购等四个运营平台，线下已与 400 多名核心经销商、优质零售店深度合作，结盟发展，并已在数百个农业县展开了田田圈的创建推广工作。

截止到 2015 年底，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 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。

◇ 公司制剂品种丰富，研发实力较强

公司拥有多个全国性品牌和“诺普信”中国驰名商标。截至 2015 年年底，公司共获得了 270 多项发明专利授权，能为中国 95% 以上农作物病虫害的防治提供整体解决方案；公司的“三证”产品数、发明专利数、国标/行标/企标数、生物源农药产品登记数、环境友好型农药制剂销售占比等均位



列农药行业全国前列。

公司拥有研究院——子公司技术中心两级研发体系，技术研发系统有技术人员近 300 人，总部研究院现有专职研发人员 50 余人，其中具高级职称或博士学位的近 20 人。公司研发投入在营业收入中的占比长期确保在 4%以上，2015 年研发投入超 8000 万元。

◇ 盈利预测与估值

根据公司推广“田田圈”的发展速度及良好的前景，预计公司 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 24.78 亿元、31.48 亿元和 46.51 亿元，归属母公司净利润分别为-2.68 亿元、2.51 亿元和 4.78 亿元，每股收益分别为 -0.29 元、0.28 元和 0.53 元。公司当前股价（按 11 月 21 日收盘价）为 11.28 元，对应 2016 年、2017 年和 2018 年 PE 分别为-39 倍、40 倍和 21 倍。

“十三五”期间，公司定位“互联网+农资”，线上线下齐发力，加快转型步伐。首次覆盖，给予买入评级，合理价格区间为 13~15 元。

◇ 风险提示

市场开发不及预期风险、管理风险。



目 录

一、专注农药制剂、水溶肥和农业服务一体化产业链.....	4
二、公司控制人卢柏强农业领域经验丰富	4
三、“十三五”农药减施增效有利于新型制剂及农业服务的发展.....	5
四、公司是农药制剂行业龙头.....	6
五、公司构建大三农互联网生态圈——“田田圈”前景广阔	7
六、公司制剂品种丰富，研发实力较强.....	9
七、盈利预测与估值.....	10
八、风险提示	11

图表目录

图表 1： 公司近几年营业收入和归母净利润情况（百万元）	4
图表 2： 截止到公司 2016 年三季度公司前十大股东.....	4
图表 3： 我国人口与人均耕地面积变化.....	5
图表 4： 我国农药产量与增长率	6
图表 5： 农药产业链.....	6
图表 6： 2015 年中国农药制剂销售三十强榜单.....	7
图表 7： 田田圈官网页面.....	8
图表 8： 截止到 2015 年公司部分参控股及联营公司情况.....	8
图表 9： 公司部分农药制剂产品	9
图表 10： 公司近五年研发投入情况（万元）	10
附录： 公司财务预测表	12



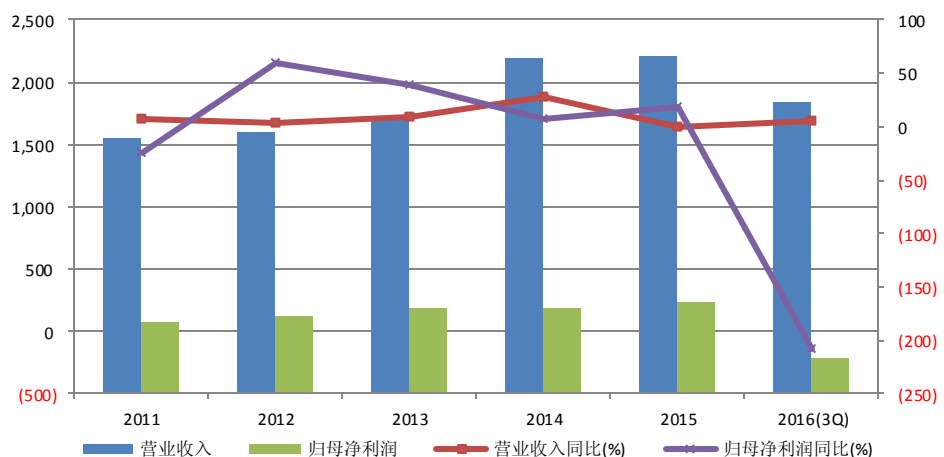
一、专注农药制剂、水溶肥和农业服务一体化产业链

深圳诺普信农化股份有限公司是专注于农业生物高新技术产品的研发、生产和销售的国家级高新技术企业，致力于保障农产品安全，促进环境改善和生态保护，依托于贴近农户的全国性营销网络、领先的产品研发平台和技术服务体系，为农民提供高效、低毒、安全的农药制剂、水溶肥料产品以及技术服务。

公司构建了以深圳为总部的企业集群，在全国多个省市拥有上百家子公司、参控股公司和生产物流基地，形成了集农药制剂技术研发、生产、销售推广与农技服务于一体的完整产业链，致力于发展成为我国规模最大、产品数最多、品种最全、产业链最完整的农业植保生物技术的研发和产业化生产及服务的集团化企业。

公司近年来，营业收入增长较为稳定，2011 年营业收入为 15.55 亿元，到 2015 年营业收入达 22.10 亿元，年均复合增长率为 9.19%。在归母净利润方面，由于公司近几年大力推广“田田圈”，销售费用增长较多，归母净利润增幅减小。2016 年由于公司股权激励计划提前终止，公司提前提取股份支付费用并计入管理费用，导致成本大幅增加，我们预计该事件短期影响公司净利润，不构成长期威胁。

图表1： 公司近几年营业收入和归母净利润情况（百万元）



资料来源：联讯证券

二、公司控制人卢柏强农业领域经验丰富

截止到 2016 年三季度，公司前十大股东共持有公司股份 5.07 亿股，占比 55.52%。其中，公司董事长卢柏强先生持有股份 2.61 亿股，占比 28.56%。卢柏强先生于 1962 年出生，硕士，高级农艺师，具有丰富的农业领域生产管理经验。曾任深圳市农科中心果树所副所长、所长（期间曾赴日本静冈、东京作技术研修），兼任中国农药工业协会副理事长，广东省农药工业协会名誉理事长，广东省高科技产业商会副会长，深圳市人大代表。

图表2： 截止到公司 2016 年三季度公司前十大股东

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	261,098,715	28.56	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	125,294,059	13.71	A 股流通股
3	西藏林芝润宝盈信实业投资有限公司	37,343,186	4.09	A 股流通股



排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
4	卢翠冬	17,013,564	1.86	A股流通股
5	中国银行股份有限公司-富国改革动力混合型证券投资基金	14,000,000	1.53	A股流通股
6	西藏林芝好来实业有限公司	11,855,426	1.30	限售流通 A 股
7	全国社保基金一一四组合	10,746,785	1.18	A股流通股
8	中国建设银行股份有限公司-宝盈资源优选混合型证券投资基金	10,417,436	1.14	A股流通股
9	汇添富基金-浦发银行-汇添富-诺普信-双喜盛世 50 号资产管理计划	10,211,228	1.12	A股流通股
10	中国农业银行股份有限公司-宝盈策略增长混合型证券投资基金	9,384,163	1.03	A股流通股
	合计	507,364,562	55.52	

资料来源: wind, 联讯证券

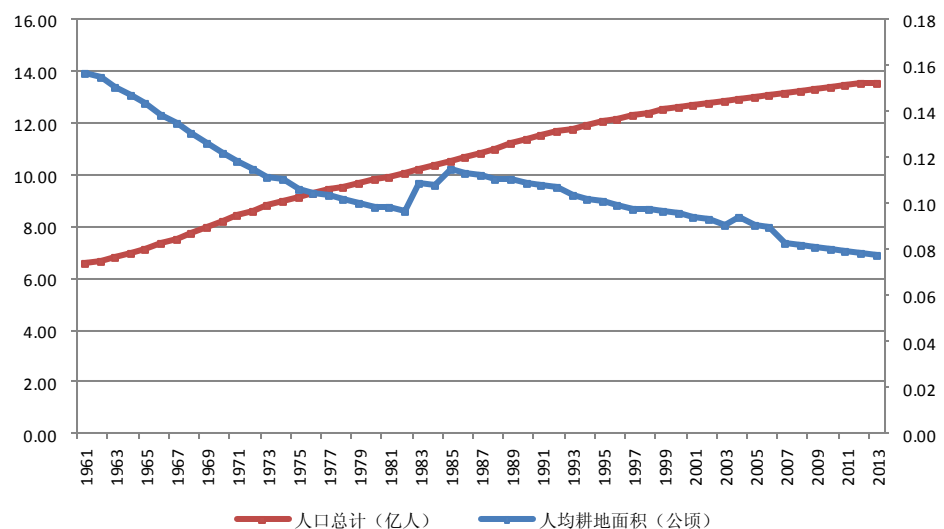
三、“十三五”农药减施增效有利于新型制剂及农业服务的发展

近几十年,我国人口的不断增长,但人均耕地面积呈现不断下降趋势,到 2013 年人均耕地面积下降到 0.08 公顷。为防治病虫害保证粮食、经济作物等产量稳定,农药产量和需求快速上涨。到 2015 年,我国农药年产量近 380 万吨,2005~2015 年,农药产量年均复合增长率为 12.5%,但近年来农药用量增长不断趋缓。

虽然农药对粮食和经济作物的增长有着重要的意义,但从长远来看,农药的大量使用对环境、健康和农产品质量造成不利影响,引起了广泛关注,也制约着我国农业的可持续发展。此外,国家加强了对高毒高风险农药的监督和管理,与农药行业相关的特别是安全与环保方面的法律法规实施加大了监督和处罚力度,农药行业面临转型问题。

2015 年农业部发布了《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》,提出“十三五”期间转变农业发展方式,实现农药的减施增效成为社会的共识,这必然有利于低毒高效新型制剂及农业服务的发展。

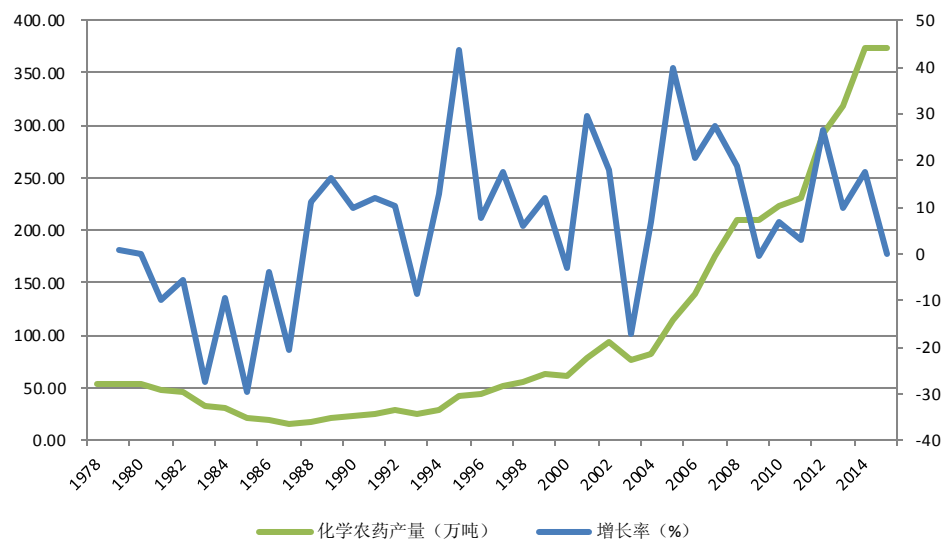
图表3: 我国人口与人均耕地面积变化



资料来源: wind, 联讯证券



图表4： 我国农药产量与增长率



资料来源: wind, 联讯证券

四、公司是农药制剂行业龙头

从产业链来看，农药制剂是农药原药的下游，制剂主要是在原药的基础上添加分散剂和助溶剂等原辅料，加工生产出制剂产品。制剂相对于原药，行业技术和资金门槛均较低。

图表5： 农药产业链



资料来源: 联讯证券

从农药制剂产品最终用户来看，制剂产品使用者大多为分散的农户，受农药需求的高度分散、差异、多样、易变等特点影响，同一农户通常采取小批量、多次数、多品种方式购买。此外，受知识水平和用药技术水平限制，农民购买农药时一般依赖于自身经验、当地零售商等推荐，而客观上国内农药制剂企业无独创原药品种，产品以复配为主而创新点不多，难以真正实现差异化。因此，除了良好的药效与性价比外，贴近终端的营销网络等渠道因素成为农药制剂企业的主要竞争要素。

公司依托于“田田圈”互联网生态圈、领先的技术创新与产品开发能力、丰富的供应链资源等优势迅速占领市场，根据中国农药协会统计数据，2014年公司以22.03亿元销售额排名全国第一。



图表6： 2015 年中国农药制剂销售三十强榜单

排名	省份	企业名称	2014年销售额 (亿元)
1	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	22.03
2	江苏	江苏龙灯化学有限公司	13.88
3	广西	广西田园生化股份有限公司	10.69
4	江苏	先正达(苏州)作物保护有限公司	10.02
5	广东	广东中迅农科股份有限公司	6.89
6	北京	北京燕化永乐生物科技股份有限公司	5.76
7	江苏	苏州富美实植物保护剂有限公司	5.04
8	重庆	重庆树荣化工有限公司	4.87
9	江西	江西邱邦生物化工有限责任公司	4.84
10	浙江	浙江威尔达化工有限公司	4.50
11	陕西	陕西上格之路生物科学有限公司	3.94
12	吉林	吉林省八达农药有限公司	3.92
13	陕西	陕西恒田化工有限公司	3.35
14	山东	济南天邦化工有限公司	3.00
15	广西	广西壮族自治区化工研究院	2.93
16	广西	广西安泰化工有限责任公司	2.90
17	江苏	江苏艾津农化有限责任公司	2.85
18	海南	海南正业中农高科股份有限公司	2.80
19	陕西	陕西美邦农药有限公司	2.52
20	江苏	江苏东宝农药化工有限公司	2.49
21	四川	成都新朝阳作物科学有限公司	2.31
22	天津	天津帝施普乐农药技术发展有限公司	2.30
23	江西	江西巴姆博生物科技有限公司	2.21
24	江西	上海威敌生化(南昌)有限公司	2.17
25	山东	青岛金尔农化研制开发有限公司	2.13
26	天津	天津市华宇农药有限公司	2.05
27	上海	上海惠光环境科技有限公司	2.00
28	广东	江门市植保有限公司	1.96
29	上海	允发化工(上海)有限公司	1.92
30	安徽	安徽省银山药业有限公司	1.85

资料来源：中国农药协会，联讯证券

五、公司构建大三农互联网生态圈——“田田圈”前景广阔

2015 年开始，公司逐步布局农村互联网，以农资商城和农业技术服务为切入点，全力构建了大三农互联网生态圈——田田圈，并在烟台、岳阳、焦作、宝应等地进行了 30 多项的 MVP 迭代试点。截至 2015 年底，公司田田圈线上运营平台有田田商城（原农集网）、田田云（云数据管理平台，也是各区域中心及 VIP 会员管理运营平台）、田田圈 APP（社群平台/移动端）、田田购等四个运营平台，线下已与 400 多名核心经销商、优质零售店深度合作，结盟发展，并已在数百个农业县展开了田田圈的创建推广工作；公司还与广东省农业厅以及烟台、菏泽、上饶、宝应等政府部门签署了农业互联网的战略合作协议，共同推进农村信息化建设。



图表7： 田田圈官网页面



资料来源：公司官网，联讯证券

截止到 2015 年底，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 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。其中，营业收入最高的公司——深圳市诺普信农资销售有限公司，营业收入为 10.3 亿元；净利润最高的公司——东莞市瑞德丰生物科技有限公司，净利润为 6470 万元。

图表8： 截止到 2015 年公司部分参控股及联营公司情况

序号	公司	关系	直接持股比例 (%)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
1	深圳田田圈农业服务有限公司	子公司	100.00	15,475.13	-4.91	农药,肥料,互联网商贸活动
2	福建新农大正生物工程有限公司	子公司	100.00	6,261.74	688.31	农药制剂
3	陕西皇牌作物科技有限公司	子公司	100.00	6,215.61	984.87	农药制剂
4	成都标正农资有限公司	子公司	100.00	-	-	农药产品批发与零售等
5	深圳诺普信作物科技有限公司	子公司	100.00	-	-	农业技术开发
6	东莞市施普旺生物科技有限公司	子公司	100.00	3,194.22	449.59	水溶肥料
7	深圳市诺普信贸易有限公司	子公司	100.00	-	-	化肥的销售等
8	深圳诺普信国际投资有限公司	子公司	100.00	-	-	农药,肥料销售
9	陕西中港泰富作物营养有限公司	子公司	100.00	-	-	肥料销售等
10	深圳市标正农资销售有限公司	子公司	100.00	-	-	化肥零售等
11	中港泰富(北京)高科技有限公司	子公司	100.00	1,810.83	-395.44	农药,肥料
12	深圳市诺普信农资有限公司	子公司	100.00	15,836.10	2,913.95	农药制剂
13	东莞市瑞德丰生物科技有限公司	子公司	100.00	40,389.18	6,470.17	农药制剂
14	深圳市诺普信农资销售有限公司	子公司	100.00	103,107.51	-1,972.36	农药制剂
15	陕西标正作物科学有限公司	子公司	99.02	19,547.96	2,560.62	农药制剂
16	深圳市润康植物营养技术有限公司	子公司	96.15	6,868.27	1,160.06	植物营养
17	西安标正作物科技有限公司	子公司	90.00	-	-	农药、化肥等
18	青岛星牌作物科学有限公司	子公司	85.00	10,170.06	815.76	农药制剂



序号	公司	关系	直接持股比例 (%)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
19	山东兆丰年生物科技有限公司	子公司	80.00	9,724.22	1,336.54	农药制剂
20	深圳八方纵横生态技术有限公司	子公司	70.00	-	-	生物有机肥,土壤修复等
21	福建诺德生物科技有限责任公司	子公司	67.00	-	-	农用助剂等
22	山东秋田丸山机械股份有限公司	子公司	66.00	-	-	农业机械及其配套等
23	广东喜年塑胶科技有限公司	子公司	54.00	-	-	农业机械及其配套等
24	江苏常隆农化有限公司	联营	35.00	119,235.76	4,370.87	农药原药,农药制剂
25	江苏常隆化工有限公司	联营	35.00	133,105.98	3,803.21	农药原药,农药制剂
26	山东绿邦作物科学股份有限公司	联营	32.00	16,948.68	749.53	农药制剂
27	江西禾益化工股份有限公司	联营	20.00	34,444.34	2,827.77	农药原药,农药制剂
28	深圳市兆丰年农业网络科技有限公司	孙公司	-	-	-	网络科技软件开发等
29	青岛听体机械电子有限公司	孙公司	-	-	-	电子产品生产
30	成都西部爱地作物科学有限公司	孙公司	-	-	-	农药,肥料等
31	青岛美星生物科技有限责任公司	孙公司	-	-	-	农药,肥料等
32	广东浩德作物科技有限公司	孙公司	-	-	-	农药等
33	乌克兰基辅"诺普信-农化"有限公司	孙公司	-	-	-	农药制剂等
34	福州新农大正农资有限公司	孙公司	-	-	-	农用化肥等
35	青岛星牌农资有限公司	孙公司	-	-	-	农作物病虫害防治推广等

资料来源：公司公告，联讯证券

六、公司制剂品种丰富，研发实力较强

公司拥有“诺普信”、“瑞德丰”、“标正”、“皇牌”、“兆丰年”等多个全国性品牌，“诺普信”商标为“中国驰名商标”。公司建立“田田圈”的被评为“中国农民最喜爱的农化服务品牌”。截至 2015 年年底，公司共获得了 **270 多项发明专利授权**，能为中国 95% 以上农作物病虫害的防治提供整体解决方案；公司的“三证”产品数、发明专利数、国标/行标/企标数、生物源农药产品登记数、环境友好型农药制剂销售占比等均位列农药行业全国前列。

图表9： 公司部分农药制剂产品

杀虫剂	 <p>双巧 双巧包衣 增产省心</p> <p>双巧 硝基亚甲基内吸杀虫剂，有胃毒和触杀作用</p>	 <p>润苗 润苗套餐，保驾护航！</p> <p>润苗 先进杀菌剂，三重保护，全面提升花生出苗率</p>	 <p>格猛</p> <p>格猛 具有触杀和胃毒作用，并有一定诱杀作用</p>
杀菌剂	 <p>顶妙</p> <p>顶妙 内吸性杀菌剂，杀菌活性较高，</p>	 <p>绿琦</p> <p>绿琦 内吸性杀菌剂，具有治疗及保护作用</p>	 <p>碧艾</p> <p>碧艾 粘附力较强，耐雨水冲刷</p>

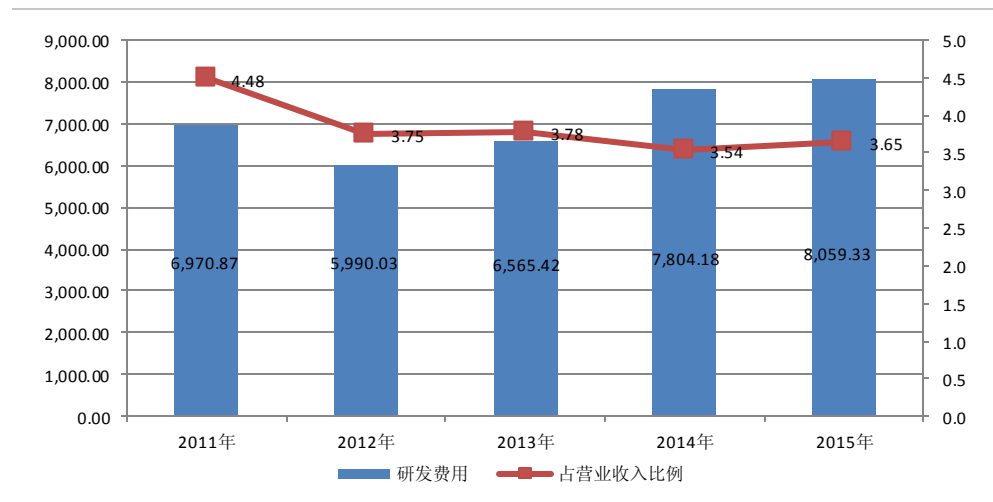


<p>杀虫剂</p>	 <p>双巧 硝基亚甲基内吸杀虫剂，有胃毒和触杀作用</p>	 <p>润苗 先进杀菌剂，三重保护，全面提升花生出苗率</p>	 <p>棉猛 具有触杀和胃毒作用，并有一定趋避作用</p>
<p>除草剂</p>	 <p>锄当家 灭生性除草剂，防治一年生和多年生杂草</p>	 <p>农帮手 高粘稠药液，超强粘附，避免浪费</p>	 <p>易快净 传导性好，深度杀根，粘附性好，促吸收</p>

资料来源：公司网站，联讯证券

公司注重研发，组建了总公司研究院—子公司技术中心两级研发体系，技术研发系统有技术人员近 300 人，总部研究院现有专职研发人员 50 余人，其中具高级职称或博士学位的近 20 人。公司研发投入在营业收入中的占比长期确保在 4%以上，2015 年研发投入超 8000 万元。企业先后承担了国家科技部“十一五”科技支撑计划、国家发改委行业结构调整重大专项和深圳市高新技术示范项目等重大科技项目。目前，企业已申请 600 余项国家发明专利。

图表10： 公司近五年研发投入情况（万元）



资料来源：公司公告，联讯证券

七、盈利预测与估值

根据公司推广“田田圈”的发展速度及良好的前景，预计公司 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 24.78 亿元、31.48 亿元和 46.51 亿元，归属母公司净利润分别为 -2.68 亿元、2.51 亿元和 4.78 亿元，每股收益分别为 -0.29 元、0.28 元和 0.53 元。公司当前股价（按 11 月 21 日收盘价）为 11.28 元，对应 2016 年、2017 年和 2018 年 PE 分别为 -39 倍、40 倍和 21 倍。

“十三五”期间，公司定位“互联网+农资”，线上线下齐发力，加快转型步伐，此外。首次覆盖，给予买入评级，合理价格区间为 13~15 元。



八、风险提示

市场开发不及预期风险、管理风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,612	1,693	2,116	2,751	经营活动现金流	853	-213	384	576
现金	634	156	645	1,316	净利润	233	-265	254	481
应收账款	171	505	606	727	折旧摊销	42	45	54	59
其它应收款	13	9	11	12	财务费用	8	3	4	4
预付账款	54	145	152	160	投资损失	-47	-125	-138	-158
存货	349	330	363	399	营运资金变动	-195	-239	136	352
其他	391	547	339	137	其它	812	367	73	-162
非流动资产	1,465	1,479	1,598	1,837	投资活动现金流	-708	-110	62	50
长期投资	544	582	623	667	资本支出	80	88	97	107
固定资产	244	239	244	249	长期投资	544	582	623	667
无形资产	156	260	268	276	其他	-1,333	-780	-658	-723
其他	521	398	463	646	筹资活动现金流	-154	-154	43	45
资产总计	3,077	3,172	3,714	4,588	短期借款	0	95	96	97
流动负债	1,278	1,597	1,885	2,167	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	95	96	97	其他	-154	-249	-53	-52
应付账款	201	230	235	239	现金净增加额	-9	-477	489	671
其他	1,077	1,272	1,554	1,831					
非流动负债	31	60	42	36	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	31	60	42	36	营业收入	0.32%	12.15%	27.01%	47.78%
负债合计	1,308	1,657	1,927	2,203	营业利润	16.19%	-225.81%	192.46%	90.69%
少数股东权益	26	27	40	48	归属母公司净利润	18.71%	-215.92%	193.97%	89.93%
归属母公司股东权益	1,743	1,488	1,747	2,337	获利能力				
负债和股东权益	3,077	3,172	3,714	4,588	毛利率	44.51%	33.82%	41.02%	43.02%
					净利率	10.45%	-10.80%	7.99%	10.27%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	13.98%	-16.12%	15.41%	23.04%
营业收入	2,210	2,478	3,148	4,651	偿债能力				
营业成本	1,226	1,640	1,856	2,650	资产负债率	42.52%	52.24%	51.88%	48.02%
营业税金及附加	7	7	8	8	流动比率	126.18%	105.99%	112.28%	126.92%
营业费用	492	620	740	1,023	速动比率	98.83%	85.33%	93.01%	108.50%
管理费用	265	644	378	558	营运能力				
财务费用	8	3	4	4	总资产周转率	0.79	0.79	0.91	1.12
资产减值损失	6	6	6	6	应收帐款周转率	11.74	7.34	5.67	6.98
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	7.08	7.61	7.99	11.19
投资净收益	47	125	138	158	每股指标(元)				
营业利润	252	-317	293	559	每股收益	0.26	-0.29	0.28	0.53
营业外收入	9	8	8	8	每股经营现金	0.93	-0.23	0.42	0.63
营业外支出	2	2	2	2	每股净资产	1.93	1.66	1.96	2.61
利润总额	259	-311	299	565	估值比率				
所得税	26	-47	45	85	P/E	45.20	-38.97	40.52	21.45
净利润	233	-265	254	481	P/B	9.92	6.81	5.77	4.32
少数股东损益	2	3	3	3	EV/EBITDA	70.95	-43.38	33.37	18.09
归属母公司净利润	231	-268	251	478					
EBITDA	257	-272	347	619					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com