

诺普信 (002215)

公司研究/深度报告

打造遥遥领先的农资分销和农业综合服务商

—诺普信 (002215) 深度报告

深度研究报告/基础化工

2017 年 02 月 13 日

报告摘要:

● 公司为国内制剂龙头，显著受益行业集中化带来的份额提升

土地流转将使种植趋于集中化，国家政策也鼓励农业适度规模经营，种植大户、家庭农场、专业合作社等规模经营主体不断涌现和增加。农业生产的集中将会推动农资流通和农资生产领域集中度提升，同时即将出台的新《农药管理条例》推行农药经营许可，未来将逐步淘汰一大批中小型农药流通商，加速行业集中，具备产品和渠道优势的企业有望在竞争中胜出。公司作为行业龙头将明显受益，未来公司的制剂市场份额有望从 3% 左右提升至 10% 以上，相当于现有销售规模提升 2 倍。

● 田田圈线下区域运营体系逐步完善，打造遥遥领先的农资分销平台

农业生产资料主要包括化肥、种子、农药、农机等，合计市场规模超过 1 万亿，而农药的市场规模不到 1000 亿，相对比较小。但是农药因为使用频率高和专业性强等特点导致农民对农药使用的技术服务需求最多、频率最高，公司借助这一大优势拟打造遥遥领先的全农资分销平台，在渠道中逐步导入其他农资品类，利用田田圈品牌逐渐积累的会员优势，联盟众多的县级经销商和乡镇级零售店集中采购，去争夺体量是原有农药市场 10 倍的一个市场份额。经过长达两年的迭代试错，公司已经找到可行的模式，同时坚定了转型田田圈的决心。

● 坚定转型农业综合服务商

规模经营对农业服务提出了新的要求，最新的农业 1 号文里面也提到鼓励经销商转型做综合农业服务商，跟公司的战略完全吻合。农业服务将覆盖农业生产的产前、产中和产后，公司积极在线上 and 线下布局，打造了 PCA+田哥田姐的线下植保服务体系、作物圈支持、无人机病虫害防治、农村金融服务平台等，未来甚至可以通过合作方式向消费品代购、农产品销售等服务拓展，全面坚定地转型农业综合服务商。

● 逐步打造大三农互联网生态圈

由于农村信息基础设施落后和农民消费习惯转变缓慢，我们相信农业互联网的发展未来一定需要线下入口，过去两年的实践证明农资、消费品、农产品三大入口中最有可能胜出的是农资，未来大概率是依托遍布全国 3 万多个乡镇的几十万家农资零售店作为农民接入互联网的入口，同时搭载农业服务、消费品代购、农产品进城、物流仓储、政府、银行、电信等功能模块，田田圈目前卡位极好。

● 盈利预测与投资建议

预计 16-18 年 EPS 为 -0.37、0.39、0.54 元，公司二期员工持股购买完毕，一二期共超 6 亿元，综合成本约 10.65 元/股，安全边际极高，维持“强烈推荐”评级，目标价 15.60-17.55 元/股，对应 17 年 40-45 倍 PE。

● 风险提示：农资行业整体低迷的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2209.74	2265.00	3851.25	5438.63
增长率 (%)	0.32%	2.50%	70.03%	41.22%
归属母公司股东净利润 (百万元)	230.86	-333.94	358.29	490.88
增长率 (%)	16.19%	-233.76%	-217.86%	36.08%
每股收益 (元)	0.25	-0.37	0.39	0.54
PE (现价)	44	(30)	28	21
PB	6	7	6	5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

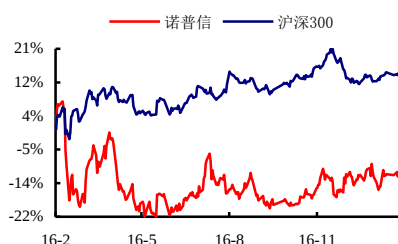
强烈推荐 维持评级

合理估值： 15.60—17.55 元

交易数据 2017-2-10

收盘价 (元)	11.1
近 12 个月最高/最低	13.59/9.73
总股本 (百万股)	914
流通股本 (百万股)	695
流通股比例 (%)	76.09
总市值 (亿元)	101
流通市值 (亿元)	77

该股与沪深 300 走势比较



分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：张明烨

执业证号： S0100116080011

电话： 0755-22662011

邮箱： zhangmingye@mszq.com

相关研究

1. 诺普信 (002215) 三季报点评：期间费用暴增拖累短期业绩，长期发展依然看好

2. 诺普信 (002215) 半年报点评：业绩下滑不改长期向好，农业互联网扎实推进

目录

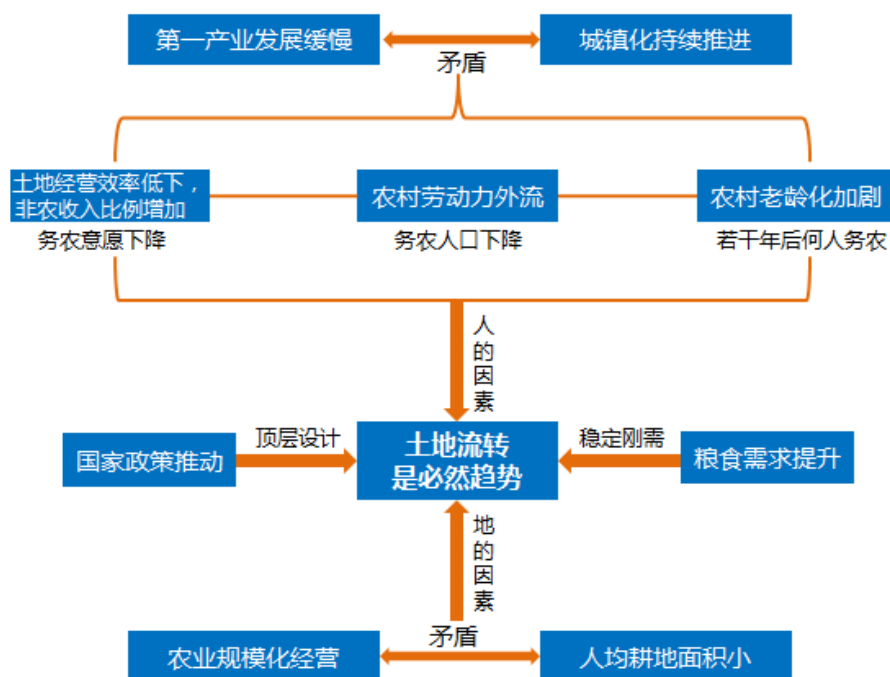
1. 土地流转和农药管理趋严推动农资流通领域集中度提升.....	3
1.1 土地流转是大势所趋，相关配套政策加速落实.....	3
1.2 新的农药管理条例将加速流通领域洗牌.....	5
1.3 农资参与主体数量缩减.....	6
1.4 公司为国内制剂龙头，显著受益行业集中化带来的份额提升.....	7
2. 田田圈：打造区域遥遥领先的农资分销平台.....	8
2.1 通过集采整合优质上游农资品牌商资源，拓展渠道品类.....	9
2.2 争取优质的线下渠道资源是当前发展农资分销平台的重中之重.....	10
2.3 田田圈线下区域运营体系布局逐步完善.....	12
3. 田田圈：坚定转型农业综合服务商.....	14
3.1 线下线上齐发力，推进农业植保服务.....	15
3.1.1 依托线下区域运营系统构建技术人才服务体系，推进线下农业植保服务.....	15
3.1.2 建一个种地人的圈子——“作物圈”，打通线上的社交/服务通道.....	16
3.2 布局无人机飞防助力植保服务.....	16
3.2.1 农业无人机植保服务市场空间大，即将步入快速增长期.....	16
3.2.2 公司投资设立雨燕智能，切入无人机植保服务市场.....	19
3.3 农金圈和农泰金融双平台推进农业金融服务.....	20
3.3.1 农金圈成立仅两年累计贷款达 75 亿元，估值超 10 亿.....	22
3.3.2 实控人控制的农泰金融未来整合预期较强.....	23
4. 逐步打造大三农互联网生态圈.....	24
5. 盈利预测与投资建议.....	26
6. 风险提示.....	27
插图目录.....	29
表格目录.....	29

1. 土地流转和农药管理趋严推动农资流通领域集中度提升

1.1 土地流转是大势所趋，相关配套政策加速落实

我国近年来城市化进程稳步推进，而第一产业发展缓慢滞后；同时我国耕地资源禀赋以及长期以来的耕地政策导致了人均耕地面积较小、农地细碎化，农业规模化经营发展面临瓶颈；农村非农收入比重逐年增加，农业副业化、兼业化的趋势明显，由于近年来的外流导致农村劳动力的弱质化（老龄化+妇女化）现象加重。可见以人、地为最主要生产要素所呈现出的现状与第一产业发展的矛盾愈发突出，随着国家政策连年推动以及农业机械化水平的逐步提高，土地流转和农业适度规模经营是必然发展趋势。

图 1：人、地等农业生产要素决定我国土地流转和农业适度规模经营是必然趋势



资料来源：民生证券研究院整理

2004 年 12 月，国务院颁布的《关于深化改革严格土地管理的决定》，指出在符合规划的前提下，村庄、集镇、建制镇中的农民集体所有建设用地使用权可以依法流转，自此，国家连年聚焦三农问题并持续逐步推进土地流转制度改革。2016 年中央一号文件提出，积极培育家庭农场、专业大户、农民合作社、农业产业化龙头企业等新型农业经营主体，支持多种类型的新型农业服务主体开展代耕代种、联耕联种、土地托管等专业化规模化服务，健全县乡农村经营管理体系，加强对土地流转和规模经营的管理服务。2016 年 12 月 14~16 日的中央经济工作会议明确确定 2017 年农业工作的方向：深入推进农业供给侧结构性改革。2017 年中央一号文件发布临近，预计未来国家政策将持续聚焦三农以及土地流转。

表 1：国家鼓励推动土地流转政策列表

政策	机构	内容
2016 中央一号文件	国务院	积极培育家庭农场、专业大户、农民专业合作社、农业产业化龙头企业等新型农业经营主体。支持多种类型的新型农业服务主体开展代耕代种等专业化规模化服务。
《扶持村级集体经济发展试点的指导意见》	财政部	中央财政通过以奖代补方式支持地方试点工作，包括对土地流转、零散土地整治等进行补助
2015 中央一号文件	国务院	引导土地经营权规范有序流转，创新土地流转和规模经营方式，积极发展多种形式适度规模经营，提高农民组织化程度。
《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》	国务院	总体要求坚持农村土地集体所有，实现所有权、承包权、经营权三权分置，引导土地经营权有序流转
2014 中央一号文件	国务院	鼓励有条件的农户流转承包土地的经营权，加快健全土地经营权流转市场，完善县乡村三级服务和管理网络。
2013 中央一号文件	国务院	按照依法自愿有偿原则，引导土地承包经营权流转，发展多种形式的适度规模经营，促进农业生产经营模式创新。
2010 中央一号文件	国务院	加强土地承包经营权流转管理和服务，健全流转市场，在依法自愿有偿流转的基础上发展多种形式的适度规模经营。
2009 中央一号文件	国务院	建立健全土地承包经营权流转市场。按照完善管理、加强服务的要求，规范土地承包经营权流转。
2008 中央一号文件	国务院	按照依法自愿有偿原则，健全土地承包经营权流转市场。
2007 中央一号文件	国务院	坚持农村基本经营制度，稳定土地承包关系，规范土地承包经营权流转，加快征地制度改革。
2006 中央一号文件	国务院	健全在依法、自愿、有偿基础上的土地承包经营权流转机制，有条件的地方可发展多种形式的适度规模经营。
《农村土地承包经营权流转管理办法》	农业部	具体对流转原则、流转当事人的权利和义务、流转方式等作出了明确规定
《关于深化改革严格土地管理的决定》	国务院	在符合规划的前提下，村庄、集镇、建制镇中的农民集体所有建设用地使用权可以依法流转

资料来源：农业部、民生证券研究院

土地确权既是农村土地流转的前提和基础，也是保证土地按规定用途使用。如果不以确权为基础，盲目大规模推行土地流转，则流转的主体很可能因产权不明、用途不清而使农民作为土地流转主体受到侵害，或影响农民不同土地使用类型因流转带来的不同收益，侵害农民财产权利。

图 2：国家政策推进土地确权促进土地流转的顶层思路

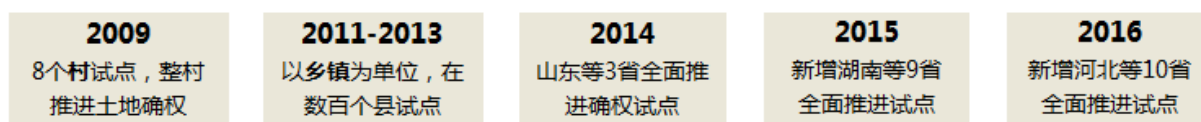


资料来源：CNKI、民生证券研究院

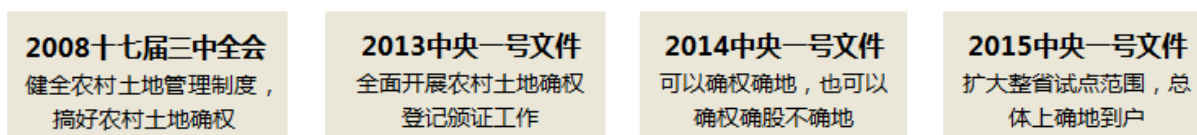
我国土地确权工作于 2009 年启动，最早以 8 个村为试点探索土地确权在整村推进，2011-2013 年以乡镇为单位在数百个县开展确权试点，2014 年在山东等 3 省推进整省试点，2015 年新增湖南等 9 省（登记面积达到 0.33 亿 hm^2 左右，基本覆盖全国 1/4 的农地），2016

年新增河北等 10 省后，农村承包地确权登记颁证整省试点达 22 个，确权工作加速推进；按此前定下的时间表，至 2017 年底省级确权登记颁证将全面完成。另外，为解决长期以来农村集体资产不明晰、所有权被虚置等问题，全国多个地区开展农村集体资产折股量化改革试点。

图 3：土地确权有序推进，按 2013 中央一号文件计划，至 2017 年底省级确权登记颁证将全面完成



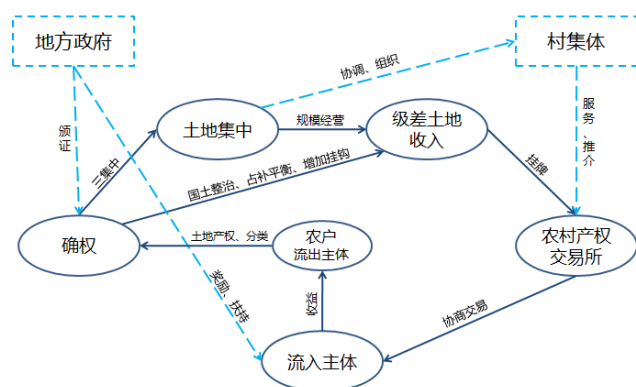
国家政策连年推动，土地确权加速推广



资料来源：民生证券研究院整理

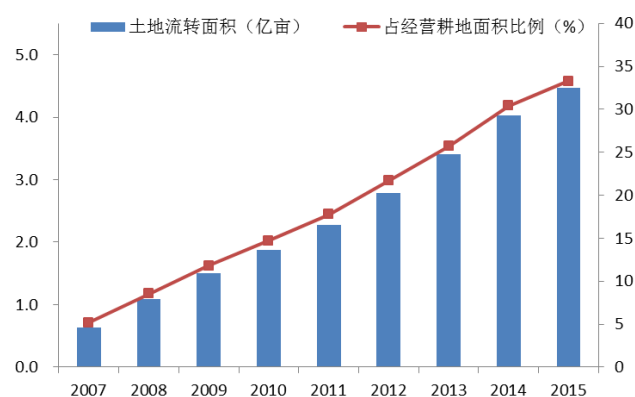
可见国家对本轮土地确权是有计划、有步骤地推进，而且确权的政策和原则越来越具体、明确。土地确权是农村土地流转的基础，确定土地对应的权属关系是后续展开其他各项改革的前提。随着土地确权的不断推进，土地呈加速流转趋势。截至 2015 年底，全国家庭承包耕地流转面积达到 4.47 亿亩，占家庭承包经营耕地总面积的 33.3%，流转合同签订率达到 67.8%；而根据分地区的土地流转推进效果来看，土地流转率一旦超过 30%，流转进程将会加快，因此未来土地流转将会进入一个更快的推进时期。

图 4：成都农村土地确权——土地流转运作模式示意图



资料来源：CNKI、民生证券研究院

图 5：至 2015 年底土地流转面积比例高达 33.4%



资料来源：农业部、博思数据、民生证券研究院

1.2 新的农药管理条例将加速流通领域洗牌

近期，新的《农药管理条例》经过国务院常务会议通过，农药行业将迎来又一个春天，农业生产安全、农产品质量安全、生态环境安全将得到保障，最严谨的标准、最严格的监管、

最严厉的处罚、最严肃的问责将得到执行,《农药生产许可》、《农药登记许可》、《农药试验单位许可》、《农药经营许可》将实施。农药将与人药一样,生产、登记、经营、使用全程化实行一体化由农业部门管理,做到农药全生命周期可追溯。

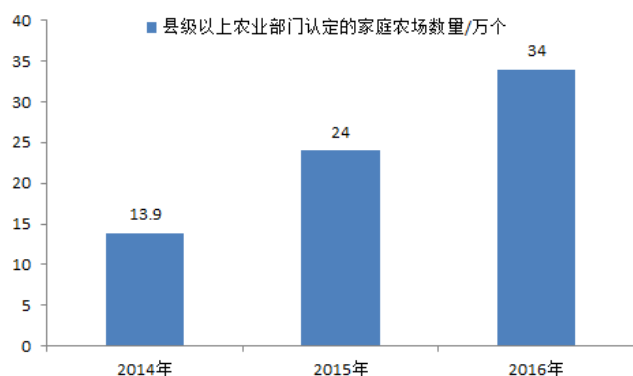
总的来说,新的《农药管理条例》更加严格,特别是实行农药经营许可制度,对农药经营的人员、场所、设施等进行了规定和限制,这将有助于清理一大批原来的资质较差甚至销售假冒伪劣农药的中小农药流通企业,加速农药流通环节集中度的提升。

1.3 农资参与主体数量缩减

我国的耕地资源禀赋以及以往的土地制度等因素,形成了长期的小农、家庭经营模式,导致了农资生产和流通行业非常分散、多级中间商瓜分利润的现状,同时农资品牌众多而同质化严重、质量参差不齐甚至假货泛滥。

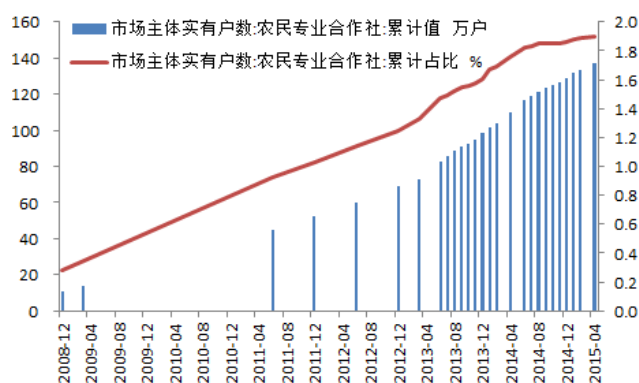
土地流转和农业规模经营下,农资产业链将面临巨大变革,其根本原因是土地流转引起的农资消费群体的演变。土地流转是土地由分散到集中的一个过程,农资消费群体逐步从家庭为单位的农户变成了种植大户、家庭农场和专业合作社,农资消费人群将发生大规模的缩减和集中。截止 2013 年,我国经营面积在 50 亩以上的种植大户达 317.5 万户;据农业部统计,2016 年全国已有超过 87 万户各类家庭农场,经营耕地面积达到 1.76 亿亩,占全国承包耕地总面积的 13.4%,其中,经农业部门认定的家庭农场超过 34 万户,平均经营规模达到 170 亩左右;至 2015 年 10 月,农民专业合作社数量达到 147.9 万户,入社农户 9997 万户,占农户总数约 40%。

图 6: 家庭农场数量快速增长



资料来源:《家庭农场调查分析》、民生证券研究院

图 7: 农民专业合作社数量 2013 年以来加速增长



资料来源: Wind、民生证券研究院

假设未来农资消费群体单位耕地面积达到 40 亩,对比 2003 年我国家庭经营规模 7.5 亩,可以粗略估计未来农资消费人群可降至约原来的 20%;乐观假设农资消费群体单位耕地面积达到 80 亩,农资消费人群可降至约原来的 10%。农资消费群体逐步由种植大户、家庭农场、和专业合作社组成,是有组织、有规模的农民,无论哪种形式都会使农资使用更趋科学,农资的规模采购成本更低,订单生产和各种种植合作社将改变农民分散经营时作物种植的盲目性和农资购买的被动弱势局面,市场上流通的农资产品和品牌数量将大幅度缩减,进而会沿

农资生产流通的整个产业链向上提升集中度。

图 8：以农药行业为例，预计未来生产商、经销商和零售商数量将进行大幅度缩减



资料来源：民生证券研究院整理

可以预见农资生产和流通企业也将经历大规模的洗牌，企业数量大幅减少。过去 30 年美国英国 80% 的农资流通渠道已经消失，前四家控制了近乎 70% 的市场份额，而日本个人购买农资也仅占 20%，其他都是合作社或协会等组织购买，这也是未来中国农资领域发展的趋势。现有的 6-7 万家县级农资经销商和约 60 万家乡镇零售店未来也可能仅有 10-20% 能生存下来。

1.4 公司为国内制剂龙头，显著受益行业集中化带来的份额提升

我们农药（原药、制剂）市场非常分散。根据中国农药工业协会统计，中国现有农药企业 2400 多家，其中原药企业 560 多家，制剂企业 1840 多家，且制剂厂家规模普遍偏小，技术水平落后。虽然近年来我国农药市场集中度在逐步提高，但农药制剂前 30 强市场占有率仅约 30%，对比全球农药行业前 6 大巨头超 80% 的市场份额，我国农药市场集中度明显偏低。2016 年 5 月农药工业协会统计的中国农药企业销售百强、制剂销售 50 强出炉，公司第五次获得制剂行业销售榜首，但国内农药制剂总市场规模在 600 亿左右，公司占国内制剂市场份额也仅为 3% 左右，未来提升空间巨大。

表 2：公司农药制剂销售收入国内行业排名第一

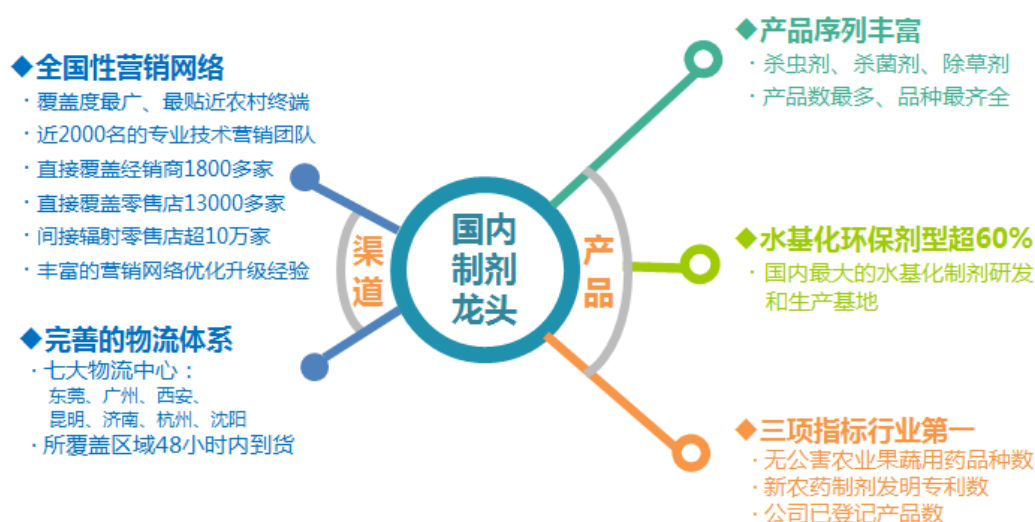
序号	省份	企业名称	2015 年农药制剂收入（亿元）
1	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	18.99
2	江苏	江苏龙等化学有限公司	15.43
3	广西	广西田园升华股份有限公司	10.31
4	江苏	先正达（苏州）作物保护有限公司	8.76
5	广东	广东中迅农科股份有限公司	7.19
6	广西	广西易多收生物科技有限公司	7.17
7	北京	北京燕化永乐生物科技股份有限公司	7.13
8	江苏	苏州富美实植物保护剂有限公司	5.38
9	重庆	重庆树荣作物科学有限公司	5.2

10	浙江	浙江威尔达化工有限公司	5.18
----	----	-------------	------

资料来源：世界农化网、民生证券研究院

土地流转将使种植趋于集中化，下游农户生产的集中度将提升，集中化种植的专业化、个性化需求也将增多，同时随着上游农药原药集中度提升、社会食品安全意识提高、规模小技术落后的厂家环保压力增加，农药制剂将向集中化、绿色化发展，落后产能淘汰和行业整合也是大势所趋，具备产品和渠道优势的企业有望在竞争中胜出。公司作为行业龙头将明显受益，保守假设公司的制剂市场份额提升至 10%，则销售规模将提升 200%，相当于公司现有销售规模提升 2 倍。

图 9：公司作为国内农药制剂行业龙头，在产品和渠道上具有显著优势



资料来源：公司公告、民生证券研究院

产品上，公司产品中超过 60% 均是水基化环保型制剂，将显著受益于政策导向：既农药工业“十二五”规划提出“到 2015 年高效、安全、经济以及环境友好的农药品种要占总产量的 50% 以上”之后，中国农药工业协会于 2016 年 5 月 26 日正式发布《农药工业“十三五”发展规划》，继续强调“高效、安全、经济和环境友好的新品种占据国内农药市场的主导地位”的目标。

渠道上，公司打造覆盖度广、贴近农村终端的全国性营销网络，拥有近 2000 名的专业技术营销团队，直接覆盖经销商 1800 多家，直接覆盖零售店 13000 多家，间接辐射零售店超 10 万家，并拥有丰富的营销网络优化升级经验。公司建有东莞、广州、西安、昆明、济南、杭州和沈阳七大物流中心，所覆盖区域 48 小时内到货，物流体系相当完善。

2. 田田圈：打造区域遥遥领先的农资分销平台

农业生产资料主要包括化肥、种子、农药、农机等，合计市场规模超过 1 万亿，而农药的市场规模不到 1000 亿，相对比较小。但是农药因为使用频率高和专业性强等特点导致农民对农药使用的技术服务需求最多、频率最高，公司借助这一大优势拟打造遥遥领先的全农资分销平台，在渠道中逐步导入其他农资品类，利用田田圈品牌逐渐积累的会员优势，联盟

众多的县级经销商和乡镇级零售店集中采购，去争夺体量是原有农药市场 10 倍的一个市场份额。经过长达两年的迭代试错，公司已经找到可行的模式，同时坚定了转型田田圈的决心。

2.1 通过集采整合优质上游农资品牌商资源，拓展渠道品类

2015 年国内农资（化肥、农药、种子、农机具）市场规模超过 1 万亿，其中化肥 4700 亿、农药 1000 亿、种子 1000 亿、农机具 4000 亿，预计未来 5 年将维持 4% 的增速平稳增长（化肥 3%，农药 4%，种子 8%，农机具 8%），农资产业总体呈现规模巨大、稳步增长的趋势。参照网络零售整体发展状况，结合农村上网条件的改善和农村网民数量的增长，我们预计五年内，农资产品通过互联网农资分销平台销售的比例有望达到 10%，销售规模将超过 1000 亿元。

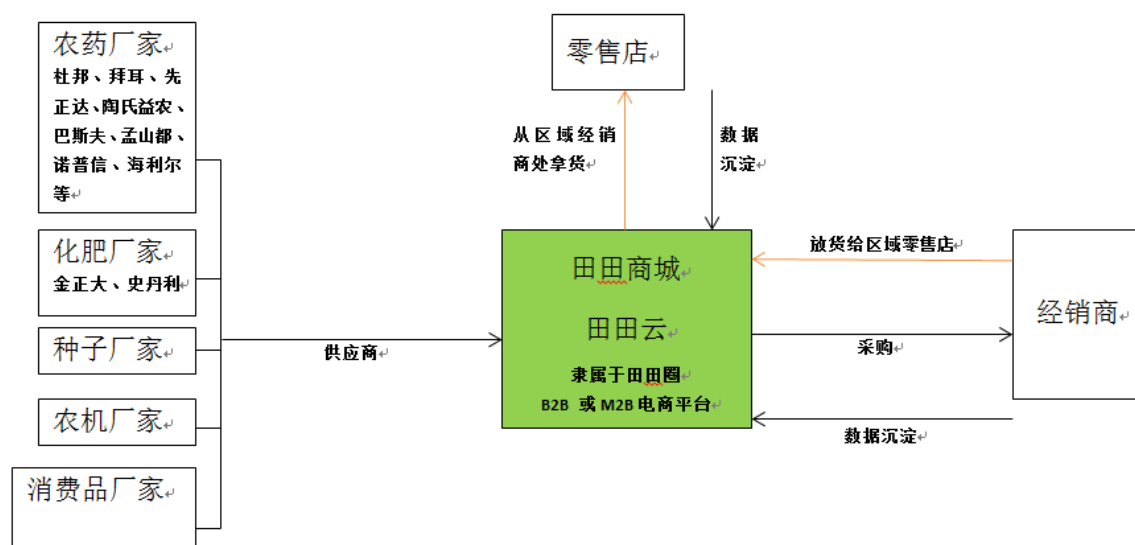
表 3：2015 年国内主要农资产品的市场规模

品类	2015 年平均 单价（元/吨）	2015 年产 量（万吨）	2015 年进 口量（万吨）	2015 年出 口量（万吨）	2015 年表观消 费量（万吨）	市场空间 （亿元）
化肥	氮肥	1584	7512.4	0.8	1374.8	6138.3
	一铵	1950	2228.7		274.2	1954.5
	二铵	2600	1911.3	7.7	801.9	1117.1
	钾肥	2160	611.9	942.9		1554.8
	复合肥		7597.5	146.2	6.7	7737.0
农药	原药	374.0	9.0	117.5	265.5	
	制剂					1000
种子						1000
农机具						4000
合计						10724

资料来源：民生证券研究院，注：市场空间按终端消费值计算，渠道商加价系数按 0.35 计算

田田圈商城（前身农集网）是公司打造的农资电商平台，初期的设想跟农一网一样是个农资 B2C 的平台，但农民短时间内很难实现网上直接网上采购农资。田田圈出世以后，公司快速反应改变策略，将田田商城定位为田田圈旗下的 B2B（或者叫 M2B，M 是 manufacturer）电商平台，股权已经划转给田田圈。未来的核心就是田田圈利用联合起来的经销商+零售店这个巨大的小 B 群体的议价权，集体向大 B 或者说 M，也就是各个大的农资产品生产商，争取到齐全的产品目录致力于为农户提供更全的产品和最优农资解决方案，同时争取到最优惠的价格。此时诺普信公司本身就转变成了仅仅是田田圈商城的一家供应商。目前田田圈商城已经争取到杜邦、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、孟山都、先正达 6 大跨国巨头入驻，也争取到金正大、史丹利等优质复合肥品牌，种子和农机也有。

图 10：通过集采整合优质上游农资品牌商资源，拓展渠道品类



资料来源：公司公告、民生证券研究院

2.2 争取优质的线下渠道资源是当前发展农资分销平台的重中之重

传统的农资连锁经营模式中，农资产品往往需要经过经销商、零售商多个环节才能达到农户手中，渠道冗余和信息不对称增加了交易费用和销售价格；同品牌的不同代理商之间恶意压低价格，导致市场秩序混乱；相应的农资服务配套无法保证，无法满足土地流转下种植大户不断提高的服务需求。由于近年来农村信息基础设施建设逐步完善、互联网普及率逐步上升，并在国家政策支持下，2014 年以来多家主营复合肥、农药等的农资企业和以阿里巴巴、京东为代表的电商巨头试水农资互联网，以农资电商的形式打造农资分销平台。我们认为以互联网电商为载体的平台式农资分销模式是未来农资流通发展的长期大趋势。

表 4：目前主流的农资电商平台及模式

名称	成立时间	主力或依托平台	用户	销售额	融资情况	模式
云农场	2013 年 9 月	联想控股	10-100 万	10 亿元	千万	B2B
哈哈农庄	2014 年 3 月	新都化工	1000 个		2 亿元	B2C
农一网	2014 年 1 月	辉丰股份	10 万	7000 万	10 亿	B2B2C
农村淘宝	2015 年 2 月	阿里巴巴	淘宝分流		自主	B2C、C2C
田田圈	2015 年 2 月	诺普信	20 万			O2O
农商 1 号	2015 年 7 月	金正大	1000 万	近亿元	20 亿	B2C
京东农资	2015 年 8 月	京东			自主	B2C

来源：公司公告、CNKI、民生证券研究院

现有的互联网农资销售平台在运营过程中表现出了传统经营模式所欠缺的优点，降低了农资销售的渠道成本、扩展了交易的时间和地域范围，但近两年来的整体发展进度依然低于预期，2016 年开始各家企业的电商平台战略逐步收缩或调整，其表现出来的瓶颈也越来越明显，主要体现在以下几个方面：

- (1) 物流问题，消费终端过于分散、送货时间过长、“最后一公里”问题；
- (2) 缺乏信任，农民农资消费理念“眼见为实”、大部分尚未接受网上销售方式；

- (3) 售后服务缺失，退换货流程长、维权成本过高、无法提供详细的使用指导；
- (4) 信息服务缺失，信息不对称未能有效解决、农民依然处于信息弱势地位；
- (5) 产品赊销，网上支付模式与农民赊销习惯矛盾，本质上依然是信任机制的问题；
- (6) 与线下渠道的冲突，线上多销售一个亿，但是线下销售就可能减少几个亿，且线上销售由于处于推广阶段存在低价因素，利润相对薄弱。

图 11：农资电商发展面临的瓶颈所在



资料来源：民生证券研究院整理

争取优质的线下渠道资源是未来农资分销平台的核心。在上节分析基础上，虽然土地流转和农业适度规模经营会造成市场上流通的农资产品和品牌数量将大幅度缩减，进而会沿农资生产流通的整个产业链向上提升集中度，同时农资销售的互联网平台化也意味着渠道的扁平化，农资中间渠道商也将不可避免地大规模洗牌和缩减，但我们认为传统的渠道模式并不会被完全彻底地颠覆，传统的一级经销商、二级零售店也不会被完全淘汰，而是与互联网平台化模式充分地融合和创新，同时线上与线下的渠道冲突问题得以解决。理由有以下两点：

一方面我国的农资行业和农资消费群体对渠道有天然的强依赖性。线下的经销商、零售店常年深耕基层农村，作为连接终端农户的纽带，与农户具有良好的互信关系，其作用一定阶段内不可替代。一旦经销商、零售店与农资平台合作形成利益共同体，经销商、零售店可以充分利用信任机制有效地解决农民对网购的接受度、产品赊销等问题，以及从代购开始，逐步对基层农户进行互联网电子商务普及教育，为向成熟的农资互联网消费模式过渡。

另一方面仓储、物流等功能依然需要不同层级的渠道商去实现，线下中间渠道占据着区域市场的仓储份额，争取到更多的中间商以为着更大的区域仓储份额和竞争优势；同时线下

经销商、零售店可以有效提供产品售前、售后、农业技术服务。把传统的渠道商变为农资企业的服务商，让他们直接对接种植户，兼以农业种植解决方案服务和农业金融服务执行者的身份帮助农民解决问题。

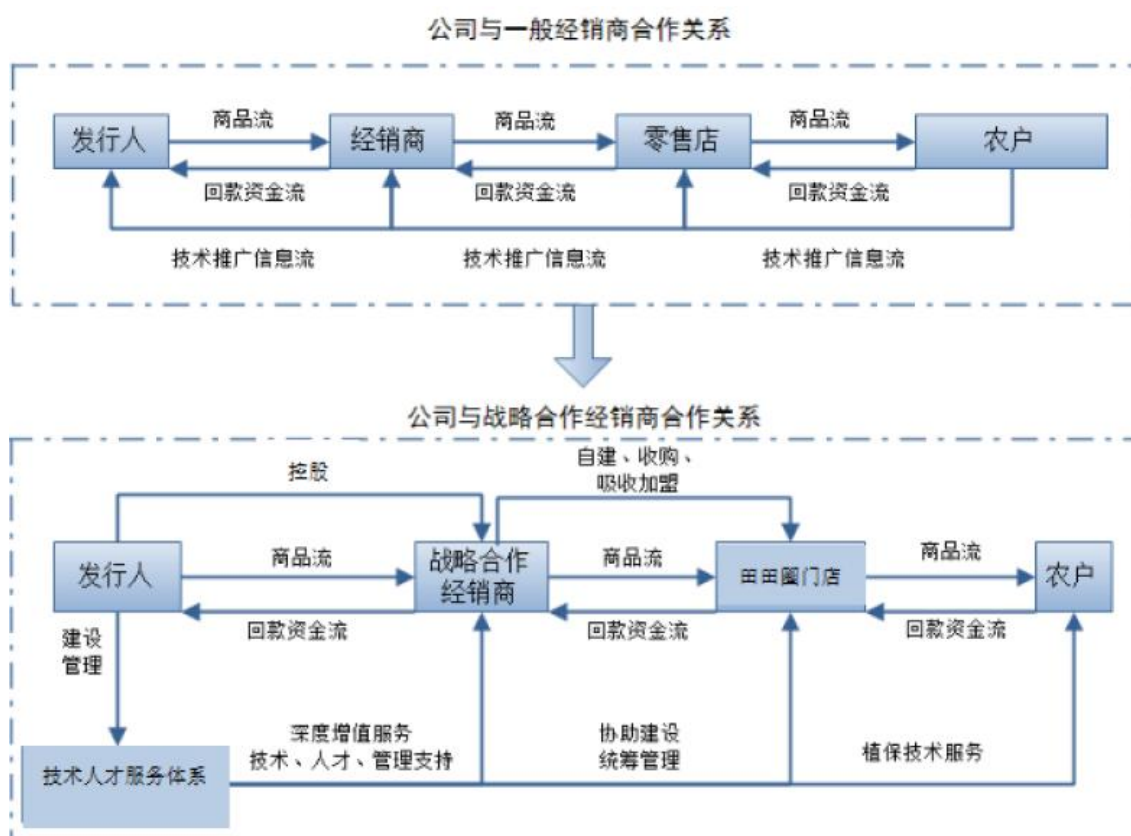
因此，作为对当地气候、土壤、作物和农民最熟悉的人，经销商承载着未来农资流通仓储、物流和农业服务的重要任务。在互联网技术高度发达、常规消费品的电商化发展非常成熟的今天，农资销售互联网平台的搭建早已非关键制约因素，而积极争取优质的经销商、零售商线下渠道资源并加以整合是目前的重点。我们认为我国“农资+互联网”的融合发展以及大农资分销平台的出现是必然趋势，却也是长期趋势，农资领域变革也非一朝一夕可实现，当然仍为行业教育、农民消费观念培育的过渡阶段，这期间农资中间渠道商的教育和纽带作用不可或缺，且随着渠道商伴随农资产业链的集中化，具有良好的农村资源、信任关系、可执行终端农村服务的优质渠道资源必然成为争抢对象。

2.3 田田圈线下区域运营体系布局逐步完善

经销商是公司农业互联网生态圈战略的关键组成部分，某种意义上讲田田圈就是一个经销商联盟，美国英国大型农业服务公司中有一部分就是从经销商发展来的。当前公司的核心工作之一就是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。

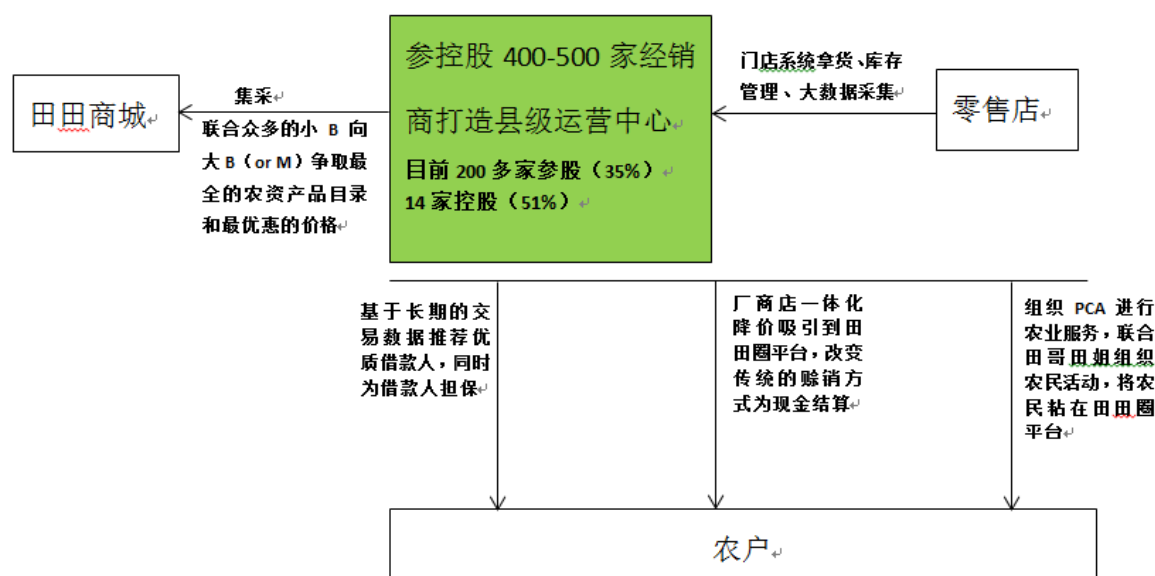
田田圈依托经销商建立的线下区域运营体系模式如下：田田圈在农业发达县市建立线下区域运营中心，在线下区域运营中心设立田田圈农业服务中心店。公司将结合公司的区域发展战略，筛选出部分优质农资产品经销商，与其共同出资设立区域运营中心（公司持股比例不低于 51%）；以运营中心为投资平台，与经销商深度合作，通过自建、收购、加盟等方式建设田田圈农业服务中心店，合作经销商的农资产品经销业务将全部由运营中心承接。

图 12：公司与战略合作经销商深度绑定



资料来源：公司公告、民生证券研究院

图 13：诺普信储备线下渠道资源、打造区域运营中心的运作模式设计及执行进度



资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司通过一年多的迭代试错，以股权为纽带，与优秀经销商建立战略合作关系从而不断吸纳优质线下渠道资源为建设区域线下运营中心作储备。截至目前，线下已与 400 多名核心经销商深度合作(已完成品牌授权)，签约近 300 家，已完成参股 200 多家，参股比例为 35%，

完成控股 14 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，并开展田田圈的创建推广工作，参股经销商的销售收入显著改善。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。目前各家农资企业或电商平台也纷纷开始对区域经销商的争夺，我们认为公司与经销商合作的进度、深度以及合作模式是都是领先的，虽然前期推广费用会拖累公司短期的业绩，但与核心经销商的深度绑定有望让公司在农资产业链的洗牌中逐步彰显优势。

表 5：各家平台在线下区域及渠道方面的布局

公司	平台	线下运营体系（线下渠道、物流配送等组织形式）构建	备注
诺普信	田田圈	线下区域运营中心+田田圈农业服务中心店（直营店）。与核心经销商绑定、深度合作，已完成控股 11 家（51%）、参股近 200 家（35%、未来控股）。计划建立 220 个线下区域运营中心，每个线下区域运营中心设立 20 家直营店。	合资公司、参股-控股
新洋丰	入驻村淘	全资子公司湖北新洋丰与 110 家一级经销商分别签署了《战略合作协议》，拟通过共同成立公司的形式，在农资产品经营、农业服务、仓储物流等展开深度合作，带动核心经销商建立现代公司制运营模式。	合资公司
辉丰股份	农一网	农一网+县城工作站（目标 2000 个）+村级植保信息化服务站（目标 20 万个）。合作模式区别于加盟，不收取商家加盟费，不对工作站参股，挑选优质客户（大的经销商）作为县域工作站（独立于农一网，但归农一网管理）。	合作（非加盟）
新都化工	哈哈农庄	与圆通速递签署《战略合作框架协议》，就揽收派送快递业务进行深度合作，依托圆通的快递资源以及公司乡镇零售网点资源，搭建县与乡镇、乡镇与乡镇之间快递物流网络，在现有线下渠道基础上，完善物流配送体系。	框架协议、物流配送
金正大	农商 1 号	由区域中心（运营、仓储、管理）—县级运营中心（配送、农技服务等）—村级服务站（连接农民与电商、代购、信息咨询等便民服务）构建线下运营体系。计划 3~5 年建成 1000 家县级运营中心、10 万个村级服务站。	加盟
京东	京东农资	重点聚焦在县级服务中心。已在全国开设县级服务中心 1000 家，京东帮服务店 1300 多家，计划至 2016 年底累计建设 1500 家县级服务中心。县级服务中心不提供加盟，全部自营，但京东帮采用加盟方式，吸引合作伙伴。	自营/加盟
阿里巴巴	农村淘宝	计划在 3~5 年内建立 1000 个县级服务中心、10 万个村级服务站。农村淘宝县城服务站统一管理和考核加盟商，现阶段未开启第三方加盟的业务，农村淘宝加盟的是以镇和村级单位加盟，县级服务中心归淘宝管理。	加盟

资料来源：民生证券研究院整理

3. 田田圈：坚定转型农业综合服务商

从小农经济到大户时代，农资消费者群体的议价能力相应提高，在关注产品本身的基础上，对配套服务的需求也大大提高。农资供应商积极向农业综合服务商转型是争取市场份额的必然出路。最新的农业 1 号文里面也提到鼓励经销商转型做综合农业服务商，跟公司的战略完全吻合。

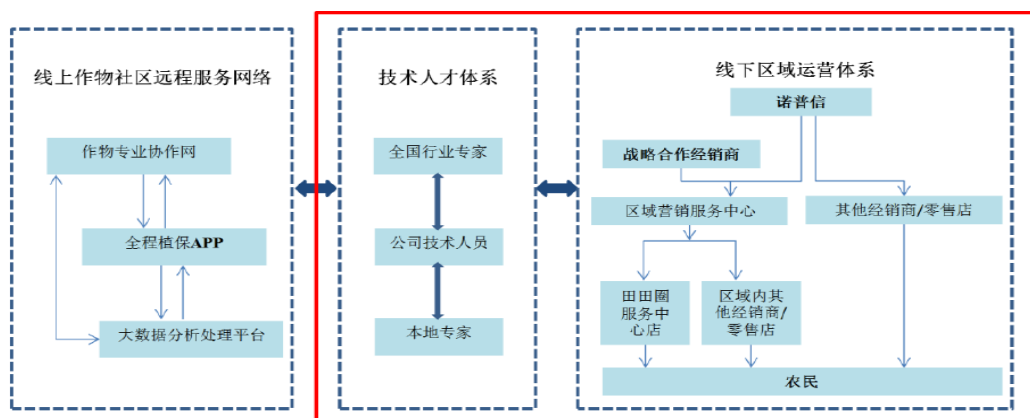
根据种植大户的需求来看，结合农资供应商所能渗透的领域，农业服务将覆盖整个农业生产的产前、产中和产后，最有可能集中在作物综合解决方案和农村金融服务。公司是国内农药制剂龙头，不仅在线上和线下两端布局农业植保服务，还向农村金融服务、甚至可以通

过引进合作伙伴的方式向消费品代购、农产品销售等服务拓展。

3.1 线下线上齐发力，推进农业植保服务

3.1.1 依托线下区域运营系统构建技术人才服务体系，推进线下农业植保服务

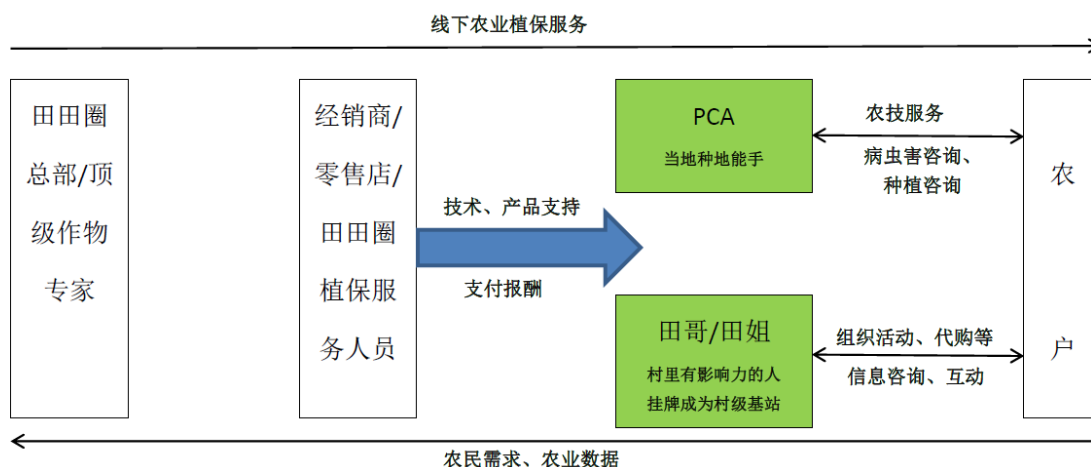
图 14：公司依托线下区域运营系统构建技术人才服务体系



资料来源：公司公告、民生证券研究院

针对我国农户植保知识水平和用药技术水平普遍较低的现状，以及现阶段对科学种植技术、植保服务需求日益增长现状，公司构建多层次的技术人才体系，根据重点作物类别分别聘请相关领域全国性植保专家，构建公司行业专家库，在各区域运营中心平台聘请本地专家，并在公司内部建立完善的技术人才招聘培养体系。行业专家库、本地专家资源与公司技术服务人员将形成多层级技术人才体系，通过区域运营中心植保技术服务平台、“田田圈农业服务中心店”和作物社区远程服务网络，为经销商、零售店和广大农户提供“线上+线下”的植保技术服务与知识支持。

图 15：以 PCA/田哥田姐为主体的农业植保基层服务模式



资料来源：民生证券研究院整理

公司构建以 PCA/田哥田姐为主体的农业植保基层服务网络。PCA 是 Pest Control Advisor 的简称，概念来自美国，是未来田田圈开展基层农技服务的基础，是农村里的种植达人，可以帮助农户解决部分病虫害防治问题和其他种植问题。田哥田姐主要是农村较有影响力的带头人，主要帮助田田圈组织农民会、向农民宣传、帮助学习使用田田圈 APP、上传农民反馈需求等，是经销商/零售店与农民之间的连接纽带。在中国农村互联网较不普及、以及农民不太会使用智能手机的大背景下，PCA 和田哥田姐们将构筑起一张线下的农村基层服务网络，为田田圈的线下推广、农民服务提供帮助，并获取相应的报酬。

3.1.2 建一个种地人的圈子——“作物圈”，打通线上的社交/服务通道

作物圈是公司“田田圈”战略中，为农户提供技术咨询和解决方案的线上社区平台（移动端 APP）。公司汇聚的大批作物专家和种植达人除了可以对农户线下面对面指导或电话交流服务外，还可以通过移动端 APP 及时把病虫害预报和农事操作提醒用图片或语音发送到作物圈社区，并随时回复别人提出的问题；农户可以将需求发布到作物圈社区；作物圈平台自身会将链接的农户从种到收的情况进行数据化记录，最终掌握农户种植的大数据。公司通过线下和线上的双通道服务与农户建立频率最高、粘性最强的互动关系，打造链接大三农最有粘性、最有影响力的入口，最终构建一个全方位对接农户需求的三农社交/服务互联网生态圈。

图 16：作物圈

作物圈	作物圈
您可能感兴趣的作物圈	您可能感兴趣的作物圈
田田广场 田田圈广场	苹果圈 本圈主要针对苹果的种植与管理...
田田新闻 田田圈官方新闻发布	其他作物圈 桃子、胡萝卜、冬枣、三七、火...
马铃薯圈 本圈主要关注马铃薯的种植和管...	柑橘圈 本圈主要针对柑橘的种植与管理...
瓜菜圈 蔬菜种植技术、病虫害管理、蔬...	寒地水稻圈 本圈主要针对寒地水稻的种植与...
大田圈 本圈主要针对大田的种植与管理...	芒果圈 交流芒果种植技术或与芒果相关...
葡萄圈 本圈主要针对葡萄的种植与管理...	香蕉圈 主要针对香蕉的种植与管理技术...
苹果圈 本圈主要针对苹果的种植与管理...	火龙果圈 火龙果的种植沟通圈子。
其他作物圈 桃子、胡萝卜、冬枣、三七、火...	葡萄圈 葡萄美酒夜光杯
	大青枣圈 本圈主要针对大青枣的种植与管...

资料来源：田田圈 APP、民生证券研究院

图 17：专家号

专家号	专家号
您可能感兴趣的专家	您可能感兴趣的专家
杨春平 瓜菜专家	一笑 资深农业植保人!
王东方 小麦、玉米专家 西北农林科技...	种菜的老农 瓜菜专家!
燕希奎 西红柿种植20年。有丰富的实战...	赵胜德 “枣”关注，“枣”致富!
林永斌 苹果专家	赵宇 关注葡萄，关注我
孙玉彪 肥料种子专家 三年高级讲师	彭臻-雨燕飞防 彭臻-雨燕飞防
王丰波 苹果专家，田田圈五星PCA!	覃事景 水稻种植达人!
王秀云 淄博瓜菜专家	张永堂 苹果技术指导服务
张丙孝 北方果树：苹果、梨、葡萄、桃...	齐志勇 苹果种植达人!
	曾石峰 水稻种植达人!

资料来源：田田圈 APP、民生证券研究院

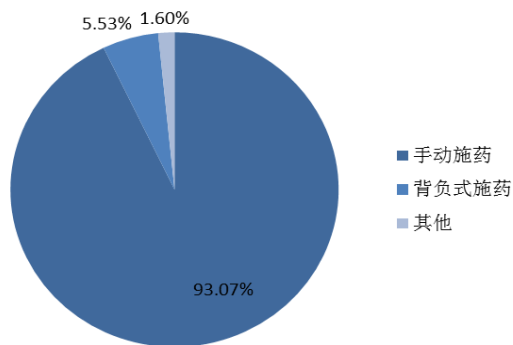
3.2 布局无人机飞防助力植保服务

3.2.1 农业无人机植保服务市场空间大，即将步入快速增长长期

植保机械化是实现农业种植机械化、现代化的最后一环，无人机植保更适合我国国情。相对于有人飞机/大飞机喷洒而言，无人机植保具有作业效率高、单位面积施药液量小、无需专用起降机场、机动性好等优点，其在本国等国家发展已十分成熟。行业专家指出有人直升机出动一次，至少要万亩以上才不亏本，且我国耕地上方低空障碍物较多以及低空空管政策限制，其应用前景有限；土地流转与农业适度规模经营，中央给出的指向是重点扶持 100 亩左右的规模种植，行业内也普遍认为 100-200 亩是盈利性最好的规模，考虑到我国的耕地资

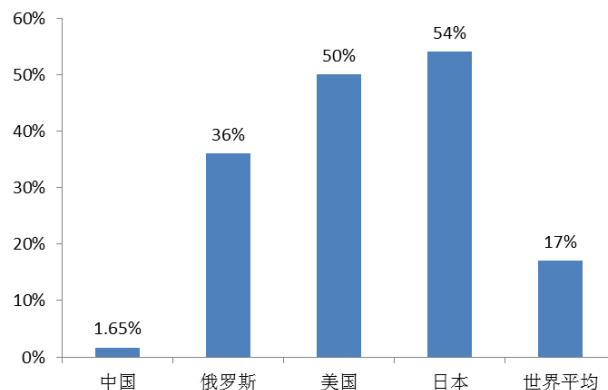
源禀赋与以美国为代表的大农场有异，我们认为未来有可能出现两种规模的群体，一种是 50-100 亩的大户规模，一种是 200 亩左右的大户规模，这也是适合植保无人机喷洒的区间。因此植保无人机将在我国的植保航空机械化发展中起主导作用。

图 18：我国植保机械化水平低



资料来源：中国产业信息网、民生证券研究院

图 19：我国农用航空作业面积占耕地面积比例水平较低



资料来源：CNKI、中国产业信息网、民生证券研究院

我国目前农用无人机的总量较低，实际应用面积较少，但由于其在施肥、施药、授粉等方面的巨大优势，发展前景广阔。据不完全统计，截至 2014 年底，我国投入使用的农用无人机超过 750 台，飞控手人数 1100 多人，大部分集中在种植大户及小型农场中。参考无人机植保应用最为成熟的国家日本，目前在田间作业的无人机有 3500 多架（60%的水稻田采用无人机飞防完成防治，近 40%的农田植保防治由无人机完成），飞手 1.4 万多人。而我国耕地面积是日本的 30 多倍，保守预测单位耕地面积的无人机普及程度为日本的 1/3，则我国植保无人机的潜在需求空间约 3.5 万架。

表 6：无人机植保与人工植保作业优势比较

类别	作业效率 亩/时	作业效率 亩/天	用药量	用水量	全国农药中毒数 /年	喷雾直径 /um
亿天航植保无人机作业	60-80 亩	300-400 亩	70%	10%	0	60-100
人工作业	1-2 亩	8-10 亩	100%	100%	30 万	400

资料来源：深圳亿天航科技官网、民生证券研究院

表 7：无人机植保与人工植保费用比较

	无人机植保费用（元/亩 次）	人工植保费用（元/亩 次）
人工	2	10
电池	4	0
能源	2	0
药剂	5	10
机器折旧	2	0（基本忽略）
合计	15	20

资料来源：中国产业信息网、民生证券研究院

预计我国农业无人机植保服务将进入快速增长，市场空间巨大。2016 年 4 月 21 日国土资源部发布的《2015 中国国土资源公报》显示，我国耕地面积为 20.25 亿亩，仅以土地流转

的 4.47 亿亩（2015 年底、农业部）来计算，单凭一项农药喷洒业务，如果每年喷洒 5 次，每亩作业 15 元钱，每年将贡献近 350 亿元的作业收入；农业适度规模经营为植保无人机作业普及提供了有利条件，随着近年来我国土地流转速度加快，未来无人机植保需求将会更加强劲；而按照我国 18 亿亩耕地红线测算，我国农业无人机植保市场空间超过千亿。

表 8：无人机植保行业空间测算（市场成熟后）

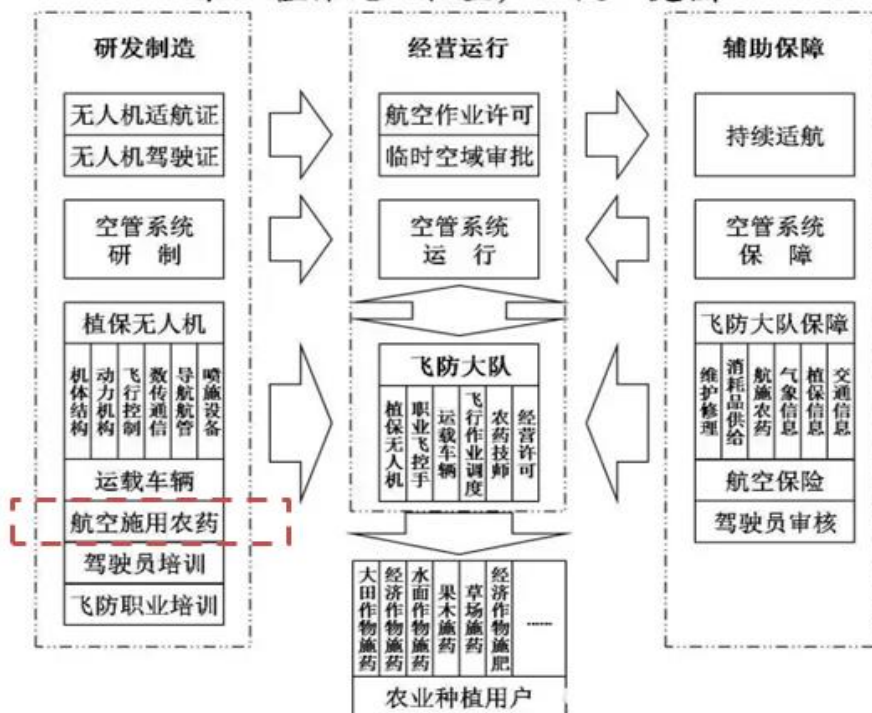
	保守	中性	乐观
渗透率	30%	40%	50%
全国耕地面积（亿亩）	20.25	20.25	20.25
无人机植保面积（亿亩）	6.075	8.1	10.125
年植保次数	5	5	5
无人机植保量（亿亩次）	30.375	40.5	50.625
单位无人机植保万亩次	2	2	2
无人机保有量	151875	202500	253125
无人机单价（万元）	10	10	10
折旧年限	4	4	4
无人机市场空间（亿元）	37.97	50.63	63.28
每亩植保费用（元）	15	15	15
飞防专用药剂市场空间（亿元）	60.75	81	101.25
植保服务市场空间（亿元）	455.6	607.5	759.4

资料来源：中国产业信息网、民生证券研究院

机药配套是趋势，研制专用药剂正当时。植保无人机需要与飞机相符合的专业的药剂与助剂，高浓度细喷雾低容量的喷洒技术，对药剂提出苛刻的要求，药液的持效期和残留都有要求。市场上销售的农药剂型多数为可湿性粉剂、悬浮剂、分散粒剂等，是传统人工喷雾设备所用，并不适合无人机的喷洒系统；而现有无人机作业大多凭经验或参考地面喷雾确定剂量和配置方法，往往采用水悬浮剂直接喷施、缺乏助剂，容易产能药液漂移、结块、分层、喷头堵塞等，药剂利用率低、喷洒效果差甚至产生药害。因此飞防专用药剂、专用助剂是植保无人机发展普及的瓶颈，专用药剂和助剂的研发是未来发展的另一重心。国外早有飞防专用药剂，目前诺普信、江苏克盛、广西田园、安阳全丰生物、新安化工等企业都在着手飞机专用剂型的研发。**公司已经有相关专利药剂产品。**

图 20：配套的无人机飞防专用药剂是无人机植保普及的基础

农业植保无人机全产业链一览图



资料来源：中国航空新闻网、民生证券研究院

3.2.2 公司投资设立雨燕智能，切入无人机植保服务市场

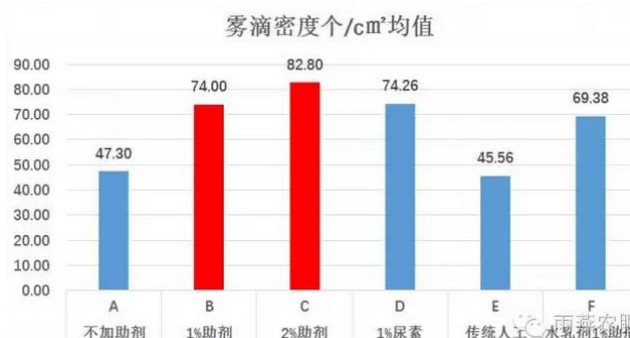
公司 2016 年投资成立深圳雨燕智能科技服务有限公司,组建了为国内省力化施药技术、农药使用量零增长的国家战略相匹配的工作小组与研发团队,主要业务是无人机技术在农业植保上的实践与应用,并在应用验证通过基础上研发和生产机药配套的飞防专业药剂和助剂,进而推出整体飞防打包服务——“无人机+专用药剂/助剂+植保方案+作业方案”一体化方案服务。

根据雨燕智能喷洒工程技术中心实测数据,单位面积 (cm²) 喷洒雾滴密度比普通飞防提升 40%-75%,比传统人工喷雾提高 81.6%;雨燕飞防专用助剂+专用药剂防效提升:防虫效果比传统人工提升 12%-21.2% (小麦蚜虫飞防实测),防治效果比传统人工提升 19.7%-25.3% (小麦纹枯病、赤霉病飞防实测)。

图 21: 雨燕智能喷洒工程技术中心实测数据

	DV 1 (μm)	DV 5 (μm)	DV 9 (μm)	% Coverage	Deposits/cm ²
1	167	281	648	2.33	28.5
2	156	268	474	1.66	21.1
3	178	367	855	2.57	30
4	230	435	727	16.67	87.1
5	309	695	1401	32.66	138.9
6	240	487	912	22.02	127.8
7	163	294	476	9.46	103.5
8	229	472	1392	20.09	109.7

图 22: 单位面积喷洒雾滴密度提升



资料来源：雨燕农服、民生证券研究院

图 23：防虫效果比传统人工提升 12%-21.2%



资料来源：雨燕农服、民生证券研究院

资料来源：雨燕农服、民生证券研究院

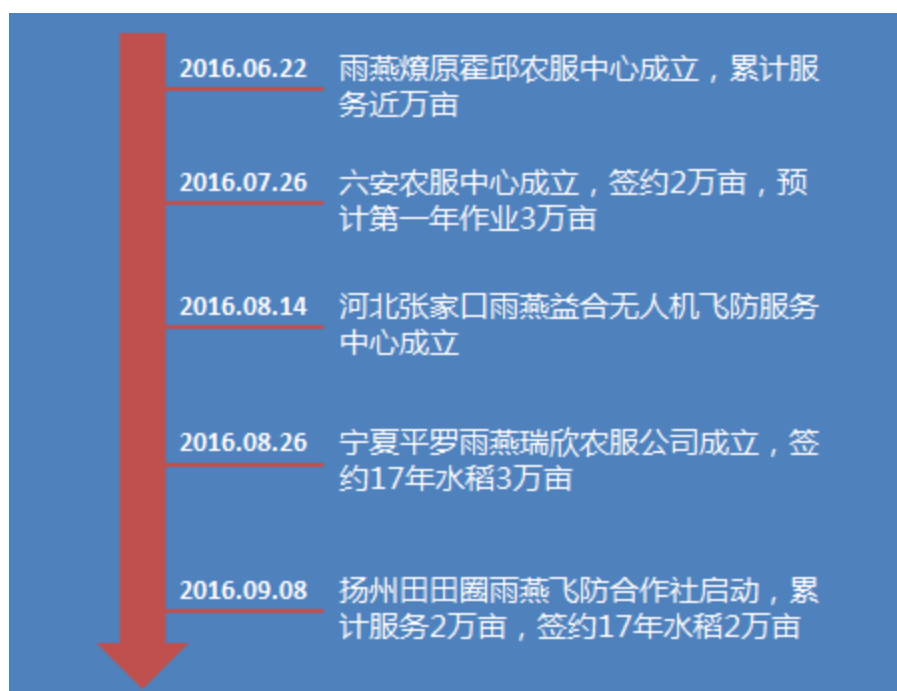
图 24：防治效果提升（小麦纹枯病、赤霉病飞防实测）



资料来源：雨燕农服、民生证券研究院

公司是国内农药制剂龙头，具有强大的科技研发实力及植保应用经验，在无人机植保机药配套相对短板的现状下，公司在无人机飞防专用药剂和助剂上有望获得领先地位；公司线下渠道优势明显，与优质经销商深度绑定，转型服务商、建立线下区域运营中心的战略能够有效拓展无人机植保服务的市场份额、并与产品销售产生协同，相对于无人机公司做植保服务具有天然优势。看好公司在无人机植保服务上的拓展，保守估计市场空间 450 亿（行业成熟后），保守估计公司市占率 4%（参考制剂市占率），则销售规模达 18 亿。

图 25：雨燕农服中心快速推进



资料来源：雨燕农服、民生证券研究院

3.3 农金圈和农泰金融双平台推进农业金融服务

中国社会科学院财经战略研究院互联网经济研究室、社会科学文献出版社日前共同发布《“三农”互联网金融蓝皮书：中国“三农”互联网金融发展报告(2016)》，预计 2016 年“三农”互联网金融将有爆发式增长，“十三五”期间“三农”互联网金融增速或将超过互联网金融。

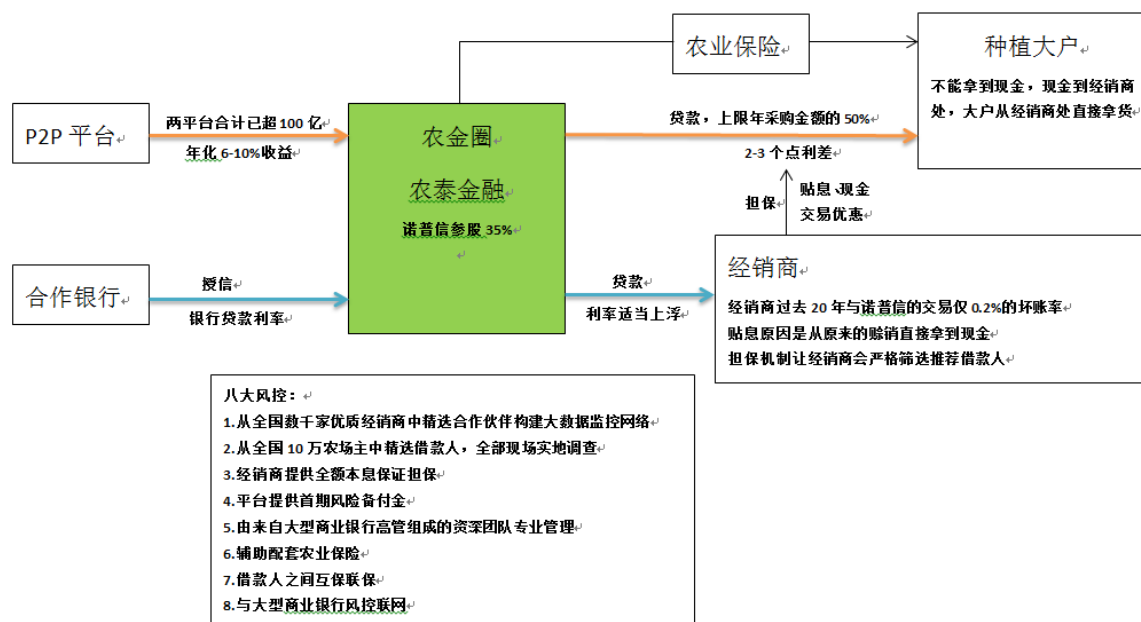
(1) 近年来农村金融支持力度下降，“三农”金融缺口较大。课题组基于农业生产需求，对“三农”金融需求缺口进行测算，2014 年我国农业增加值为 53882 亿元，全国农户贷款余额为 5.4 万亿元，“三农”的总体资金投入为 13 万亿~14 万亿元。但我国农业贷款余额与农业增加值的比例从 2004 年的 108% 降至 2014 年的 100%。如果“三农”领域的资金投入中信贷资金能够达到 65%（参考工业或服务业为 70%），则 2014 年的贷款投入需求大约为 8.45 万亿元，而实际农户贷款余额约为 5.4 万亿元，因此我国“三农”金融的缺口约为 3.05 万亿元。伴随着土地流转和农业适度规模经营的推进，农村金融供需缺口或将进一步扩大。

(2) 整体上看我国“三农”互联网金融的规模与体量较小。以 P2P 为例，在全国 2000 家正在运营的 P2P 网贷平台中，专注于“三农”互联网金融的平台不到 10 家，而且这几家平台大部分都是 2015 年新上线的。在 2015 年之前，除了翼龙贷外，涉足农村互联网金融的互联网金融平台，主要是一些做众筹的平台，包括淘宝众筹以及其他一些公益性平台，如宜信开发的宜农贷。经过对与“三农”互联网金融相关的各个平台 2015 年发展情况进行整理，2015 年全国“三农”互联网金融发展的总体业务规模为 120 亿~130 亿元，中位数为 125 亿元，其中包括 P2P 网络借贷 124 亿元，众筹 1 亿元。

(3) “十三五”时期我国“三农”互联网金融将保持高速增长态势，其增速将超过互联网金融增速。到 2020 年，我国“三农”互联网金融的总体规模将达到 3200 亿元，在“三农”金融领域的占比提高到 4%~5%，其中农产品生产、流通领域互联网金融规模将达到 2500 亿元（直接生产 2000 亿元、以农产品供应链模式衍生的互联网金融产品规模 500 亿元），农村消费类 200 亿元，农资互联网金融 500 亿元；随着淘宝、京东等电商巨头介入“三农”互联网金融领域，以及 2015 年新涌现的一大批“三农”互联网金融平台，据统计至 2015 年宣布以“三农”领域为重点的 P2P 平台不少于 20 家。

我们认为农资企业未来有望通过农资切入成为“三农”互联网金融中的重要主体。农资巨头由于积累有丰富的经销商和农户的实际经营信用数据，凭借雄厚的资金实力在开展农村金融服务方面具有天然优势。近年随着农村土地确权的逐步完善，农地经营权可抵押为农村金融服务提供了更多可行的支持条件。目前已经出现了农资生产企业向经销商、经销商向农户以及农资企业向农业全产业链提供金融服务的模式。农资企业开展农村金融服务不仅利用供应链金融增加创收途径，更是增强对产业链的渗透力和粘性，对中长期提升盈利能力具有战略意义。

图 26：田田圈农业金融模式



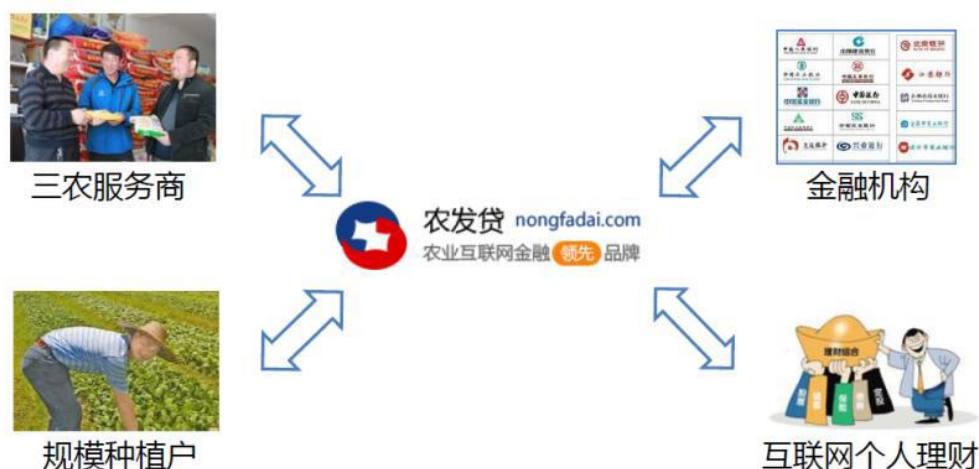
资料来源：公司公告、民生证券研究院

3.3.1 农金圈成立仅两年累计贷款达 75 亿元，估值超 10 亿

公司于 2015 年 3 月、2016 年 3 月先后对农金圈投资 1750 万、4500 万，目前持股比例 32.2%。农金圈是国内首家“结合农业生产场景”的互联网金融平台，主要通过“理财农场”（原“农发贷”）P2P 平台为农户提供借款服务，通过与全国知名农药、化肥等农资厂商合作，依托其在全国的近万家合作经销商和十万多家零售店的网络资源，从 1500 万户规模种植者中精选优质大中型种植农户，通过对“农户农资消费场景”、“农资经销商进销存场景”的介入，有效降低信息不对称性，提高风险定价精准性，运用创新性互联网金融工具，将社会理财资金高效运用于农业生产，满足农业发展中的资金缺口，解决三农“融资难、融资贵”的难题，同时为投资者带来安全稳定的回报，分享农业现代化发展红利。

在筹资层面，“理财农场”还与银行、信托、基金等金融机构合作，通过助贷或资产证券化的方式解决资金匹配问题。例如，2015 年 8 月，上海银行向“农发贷”授信 5 亿元信用额度，期限为二年，此次银企合作亦开创了银行与农业互联网金融企业合作的新标杆。

图 27：理财农场（原名农发贷）模式



资料来源：公司公告、民生证券研究院

自 2015 年 3 月“理财农场”平台上线以来，通过不断迭代和创新，农发贷先后推出“种植贷”、“农机贷”、“经销商贷”、“冬储贷”、“收储贷”等多款农资消费和供应链金融借款产品，项目已覆盖全国 27 个省及自治区、600 余万亩耕地面积，覆盖了全国主要农作物产区，为三农产业链提供借贷服务超过 75 亿元，公司 A 轮融资估值已经超过 10 亿元。

图 28：理财农场累计成交额超 75 亿元



资料来源：理财农产官网、民生证券研究院

3.3.2 实控人控制的农泰金融未来整合预期较强

公司参股 35% 的“农泰金融”（www.ntjrchina.com）成立于 2015 年 9 月，专注于中国农业产业链金融领域，致力于为大三农产品产业链上的各相关方提供资金支持，一方面为广大投资者提供安全可靠、较高收益的投资理财服务，另一方面又为中国三农产业链提供一个低成本、高效率的融资渠道。平台力争通过撮合社会资金助力三农产业发展，促进我国农业产业链快速转型升级。截止 2 月 11 日，农业互联网金融平台“农泰金融”线上成交额突破 27 亿元，成功跻身农业互联网金融领域前列。

图 29：农泰金融累计投资总额已超过 27 亿元

累计投资总金额：27 亿 3145 万 5300 元

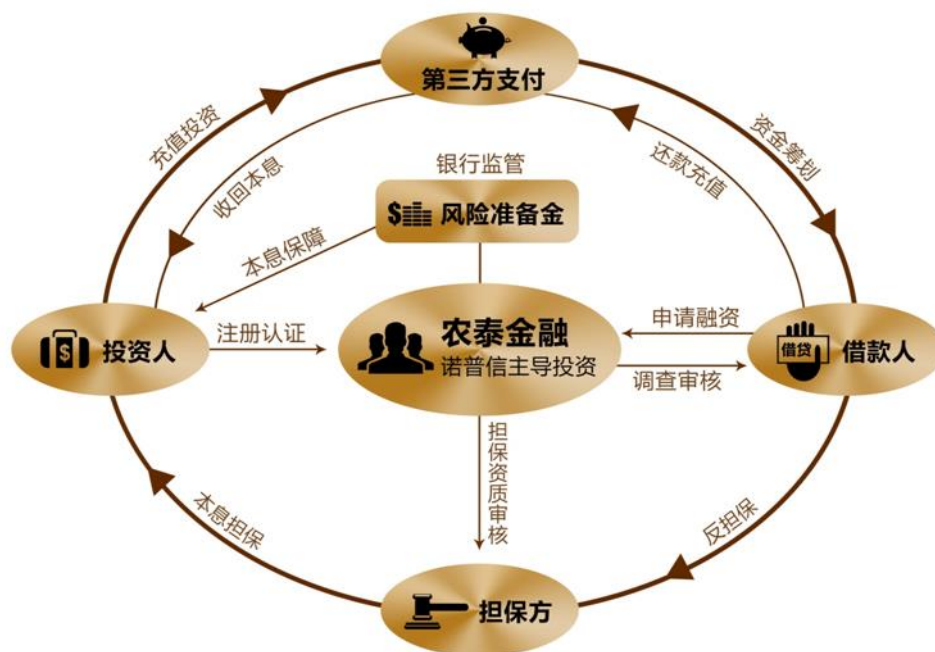
累计注册人数：17 万 7277 人



资料来源：农泰金融官网、民生证券研究院

依托公司在全国的 3000 多家合作经销商、8000 多家零售店及 10 万农场主的线下网络和数据积累，农泰金融有着优质的资产来源。农泰金融平台通过大型厂家推荐或大型优质经销商担保，从农户、种植大户、零售店、经销商等产业链主体中精选优质客户，依托农泰金融平台撮合社会资金，以 P2P 形式直接借款给上述客户，以满足他们在种植或经营过程中的农资采购需求。

图 30：农泰金融模式



资料来源：公司公告、民生证券研究院

农泰金融与诺普信为同一实际控制人，未来整合的预期较强。

4. 逐步打造大三农互联网生态圈

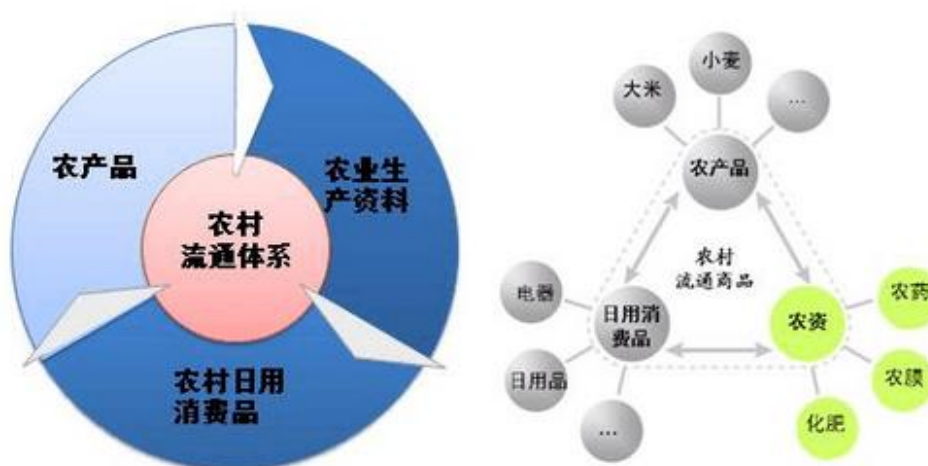
从 2015 年李克强总体提出“互联网+”以来，各路资金和巨头纷纷开始布局“互联网+农业”，包括传统的农资流通巨头诺普信、金正大、史丹利等，也包括互联网巨头阿里、京

东等，还有一些新进入者，打造了如田田圈、农商一号、村淘、京东帮、农一网、云农场等諸多品牌。

过去的两年中，这些“互联网+农业”品牌纷纷基于自身对中国农村农业的理解提出各自对未来农业互联网的设想并展开试点进行实践，同时在实践中进行迭代试错，试图找到农业互联网的终极模式。但是到目前为止，大多数仍没有找到合适的模式或者已经放弃继续实践。诺普信的田田圈凭借 20 多年对农村农业的理解，特别是 2009 年以后对 AK 渠道的开拓，渠道下沉加深了公司对中国农村、农业和农民的理解，一直坚持到现在，并且已经逐步摸索出了一些切实可行的方法来逐步打造大三农互联网生态圈。

在农村地区流通的商品主要包括三个部分：农产品、生活消费品和农资产品。农产品大部分是从农村流通到城市，而生活消费品和农资产品大多是从城市流向农村。理论上农业互联网可以从消费品、农产品或农资三个角度切入去做。

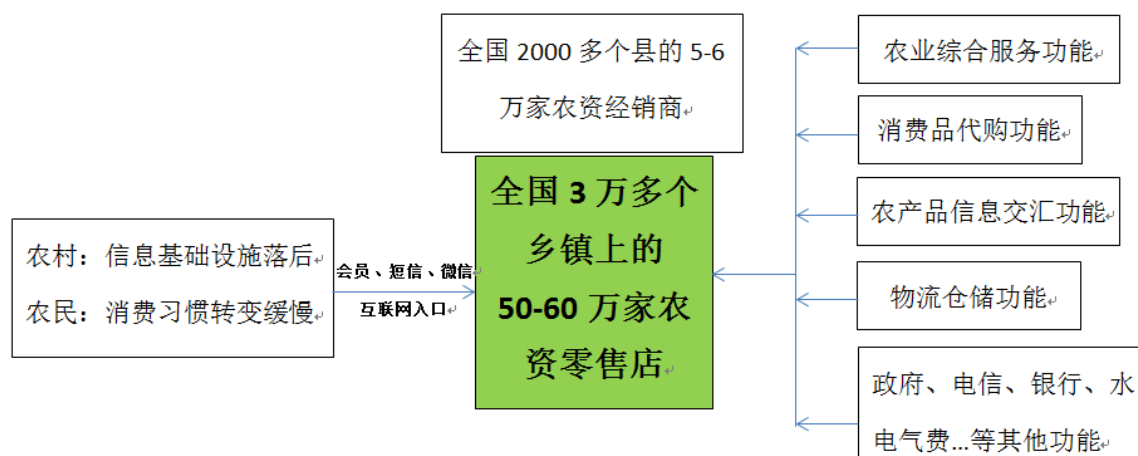
图 31：农业互联网的三个入口



资料来源：公司公告、民生证券研究院

由于中国目前时点农村信息基础设施建设严重不足，农村 WIFI 布局较少而农民又不愿意花钱使用流量，同时农民的购买消费习惯短时间难以改变，这些都决定了农民本身在较短时间内不具备直接接入互联网的条件，这个时候分布在全国各乡镇的 50-60 万家农资零售店就成为了农民接入互联网入口的最佳选择。

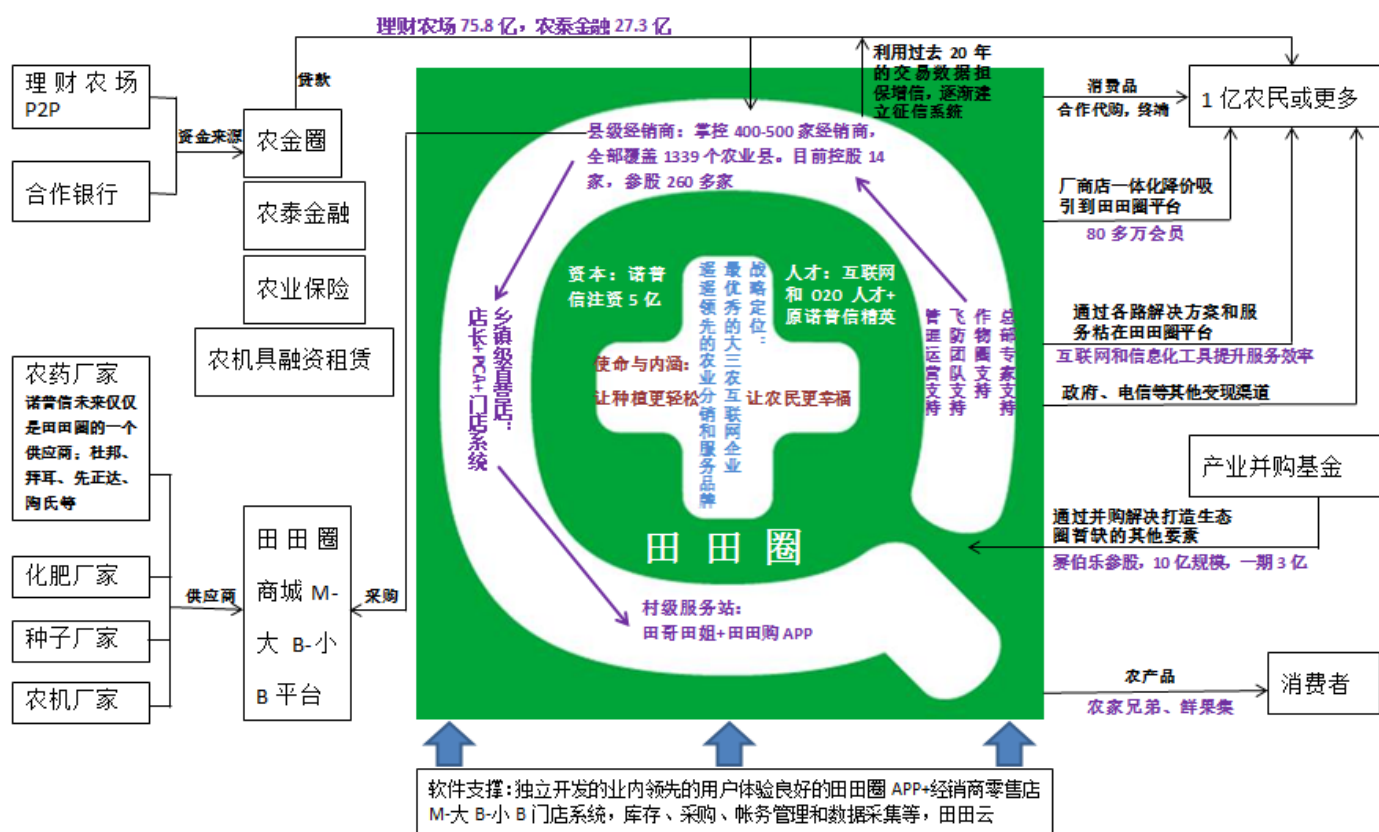
图 32：乡镇级的农资零售店未来可能成为农业互联网入口和多功能平台



资料来源：公司公告、民生证券研究院

总的来说，公司希望将田田圈打造成一个农民生产、生活、幸福的圈子。

图 33：公司的大三农互联网生态圈的战略构想及实施进度



资料来源：公司公告、民生证券研究院

5. 盈利预测与投资建议

预计 16-18 年归母净利润为-3.34 亿、3.58 亿和 4.91 亿元，对应 EPS 为-0.37、0.39、0.54 元，公司二期员工持股计划购买完毕，一二两期员工持股综合成本约 10.65 元/股，安全边际

极高，继续看好公司大三农互联网生态圈的长期发展，维持公司“**强烈推荐**”评级，目标价 15.60-17.55 元/股，对应 17 年 40-45 倍 PE。

6. 风险提示

农资行业整体低迷的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	2209.74	2265.00	3851.25	5438.63	货币资金	571.00	22.65	38.51	54.39
减：营业成本	1226.28	1375.10	2432.05	3472.20	应收票据	0.00	1.00	2.00	3.00
营业税金及附加	7.12	6.95	11.82	16.69	应收账款	183.97	207.01	457.79	481.03
销售费用	491.71	650.00	737.56	1041.57	预付账款	54.35	249.83	288.15	479.91
管理费用	264.78	650.00	397.18	560.88	其他应收款	13.47	9.36	29.46	25.36
财务费用	8.13	16.31	35.05	46.24	存货	349.36	526.97	1022.93	1189.83
资产减值损失	6.19	0.00	0.00	0.00	其他流动资产	342.58	342.58	342.58	342.58
加：投资收益	46.69	30.00	50.00	80.00	流动资产合计	1514.74	1358.40	2179.43	2573.10
二、营业利润	252.22	-337.35	397.59	541.05	长期股权投资	544.36	874.36	1524.36	1904.36
加：营业外收支净额	6.53	0.00	0.00	0.00	固定资产	243.73	212.10	165.34	118.57
三、利润总额	258.75	-337.35	397.59	541.05	在建工程	15.14	0.00	0.00	0.00
减：所得税费用	25.53	0.00	35.64	45.16	无形资产	155.76	134.62	113.49	92.36
四、净利润	233.22	-337.35	361.95	495.90	其他非流动资产	56.77	56.77	56.77	56.77
归属于母公司的利润	230.86	-333.94	358.29	490.88	非流动资产合计	1418.50	1675.93	2253.35	2565.45
五、基本每股收益 (元)	0.25	-0.37	0.39	0.54	资产总计	2933.24	3034.33	4432.78	5138.56
主要财务指标					短期借款	0.00	865.70	480.49	1300.57
项目	2015A	2016E	2017E	2018E	应付票据	0.00	1.00	2.00	3.00
EV/EBITDA	30.44	(42.97)	20.38	16.97	应付账款	385.21	388.18	979.66	973.19
成长能力：					预收账款	591.30	161.06	1118.19	688.33
营业收入同比	0.32%	2.50%	70.03%	41.22%	其他应付款	177.66	177.66	177.66	177.66
营业利润同比	16.19%	-233%	-217%	36.08%	应交税费	0.00	1.00	2.00	3.00
净利润同比	18.71%	-244%	207.3%	37.01%	其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力：					流动负债合计	1154.16	1592.60	2756.00	3139.74
应收账款周转率	12.01	10.94	8.41	11.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	3.51	2.61	2.38	2.92	其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.75	0.75	0.87	1.06	非流动负债合计	10.49	10.49	10.49	10.49
盈利能力与收益质量：					负债合计	1164.65	1603.09	2766.49	3150.23
毛利率	44.51%	39.29%	36.85%	36.16%	股本	914.08	914.08	914.08	914.08
净利率	10.55%	-14.9%	9.40%	9.12%	资本公积	51.76	51.76	51.76	51.76
总资产净利率 ROA	8.93%	-10.6%	9.76%	11.43%	留存收益	776.75	442.81	674.20	991.22
净资产收益率 ROE	13.25%	-23.7%	21.84%	25.08%	少数股东权益	25.67	22.26	25.92	30.94
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	1768.59	1431.24	1666.29	1988.33
流动比率	1.31	0.85	0.79	0.82	负债和股东权益合计	2933.24	3034.33	4432.78	5138.56
资产负债率	39.71%	52.83%	62.41%	61.31%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	858.13	(1163.8)	1053.03	(444.10)
每股收益	0.25	-0.37	0.39	0.54	投资活动现金流量	(708.36)	(234.00)	(490.00)	(140.00)
每股经营现金流量	0.94	(1.27)	1.15	(0.49)	筹资活动现金流量	(154.00)	849.40	(547.17)	599.98
每股净资产	1.91	1.54	1.79	2.14	现金及等价物净增加	(4.38)	(548.35)	15.86	15.87

资料来源：公司公告，民生证券研究院

插图目录

图 1: 人、地等农业生产要素决定我国土地流转和农业适度规模经营是必然趋势	3
图 2: 国家政策推进土地确权促进土地流转的顶层思路	4
图 3: 土地确权有序推进, 按 2013 中央一号文件计划, 至 2017 年底省级确权登记颁证将全面完成	5
图 4: 成都农村土地确权——土地流转运作模式示意图	5
图 5: 至 2015 年底土地流转面积比例高达 33.4%	5
图 6: 家庭农场数量快速增长	6
图 7: 农民专业合作社数量 2013 年以来加速增长	6
图 8: 以农药行业为例, 预计未来生产商、经销商和零售商数量将进行大幅度缩减	7
图 9: 公司作为国内农药制剂行业龙头, 在产品和渠道上具有显著优势	8
图 10: 通过集采整合优质上游农资品牌商资源, 拓展渠道品类	9
图 11: 农资电商发展面临的瓶颈所在	11
图 12: 公司与战略合作经销商深度绑定	12
图 13: 诺普信储备线下渠道资源、打造区域运营中心的运作模式设计及执行进度	13
图 14: 公司依托线下区域运营系统构建技术人才服务体系	15
图 15: 以 PCA/田哥田姐为主体的农业植保基层服务模式	15
图 16: 作物图	16
图 17: 专家号	16
图 18: 我国植保机械化水平低	17
图 19: 我国农用航空作业面积占耕地面积比例水平较低	17
图 20: 配套的无人机飞防专用药剂是无人机植保普及的基础	18
图 21: 雨燕智能喷洒工程技术中心实测数据	19
图 22: 单位面积喷洒雾滴密度提升	19
图 23: 防虫效果比传统人工提升 12%-21.2%	20
图 24: 防治效果提升 (小麦纹枯病、赤霉病飞防实测)	20
图 25: 雨燕农服中心快速推进	20
图 26: 田田圈农业金融模式	21
图 27: 理财农场 (原名农发贷) 模式	22
图 28: 理财农场累计成交额超 75 亿元	23
图 29: 农泰金融累计投资总额已超过 27 亿元	23
图 30: 农泰金融模式	24
图 31: 农业互联网的三个入口	25
图 32: 乡镇级的农资零售店未来可能成为农业互联网入口和多功能平台	25
图 33: 公司的大三农互联网生态圈的战略构想及实施进度	26

表格目录

表 1: 国家鼓励推动土地流转政策列表	4
表 2: 公司农药制剂销售收入国内行业排名第一	7
表 3: 2015 年国内主要农资产品的市场规模	9
表 4: 目前主流的农资电商平台及模式	10
表 5: 各家平台在线下区域及渠道方面的布局	14
表 6: 无人机植保与人工植保作业优势比较	17
表 7: 无人机植保与人工植保费用比较	17
表 8: 无人机植保行业空间测算 (市场成熟后)	18

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

张明烨，清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，从事煤制烯烃、煤制油研发与工程设计工作，2015年10月起从事基础化工行业分析，2016年5月加入民生证券研究院化工团队。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。