

# 诺普信 (002215)

## 制剂行业复苏，农资流通田田圈潜力大

### 制剂行业龙头，盈利持续改善

诺普信是国内制剂行业龙头，产能超过 10 万吨，规模行业内遥遥领先。公司主营产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂和植物营养肥料等系列产品。17-18 年受益于农药行业复苏，且公司完成对部分经销商并表，盈利逐步改善，18Q1 实现营业收入 10.4 亿元，YoY +20.32%，净利润 1.6 亿元，YoY +40.36%。

### 农药管理趋严，龙头份额有望提升

国内制剂行业集中度极低，参考发达国家，制剂行业集中度存在很大提升空间。中国土地流转加速推进，16 年流转面积占比 35%，较 06 年提高 30PCT，下游客户的集中将推动农药制剂企业集中度提升。另一方面，随着新版《农药管理条例》出台，不规范小企业加速被淘汰。

我们认为，土地流转、农药制剂监管加强以及环保力度加大，三方面推动下制剂行业未来将加速洗牌。

### 农资流通市场空间巨大，一体化发展决胜未来

近年来中国农资流通逐步加大开放，然而农资流通效率亟待提升，参考美日等国家，一体化服务平台型公司将是顺势所趋。我们认为传统农资公司凭借线下渠道优势，与线上互联网公司结合发展成为农资平台型公司，或是更优选择。

### 线下优势明显，田田圈成长空间巨大

公司专注农资行业深耕多年。农资行业中，农药需要提供技术服务，客户粘性相对较强。公司作为农药制剂行业龙头，产品和渠道优势明显。此外公司在加快推进并购经销商的进度，完善线下布局。田田圈发展模式渐趋成熟，农资集采、作物专业服务和产业链服务等也有望逐渐将公司发展空间从 600 亿农药制剂市场，拓宽到万亿农资市场，甚至进一步跨越至数万亿农作物产业链服务市场（参考产业信息网、前瞻网），田田圈潜力巨大。

### 盈利预测与投资建议

考虑到对经销商并表进度，我们调整公司盈利预测（18/19 年 3.89/5.41 亿）至 2018-2020 年归母净利润分别为 4.2/4.9/6.3 亿元，EPS 为 0.46/0.54/0.69 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 18.2X、15.4X、12.1X。公司是制剂行业龙头，制剂行业复苏、公司显著受益，此外田田圈未来想象空间大，参考可比上市公司，给予公司 2018 年 25 倍 PE，6 个月目标价 11.5 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**农药需求下滑，制剂价格上涨不及预期，并表经销商低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,962.93	2,821.58	3,612.76	4,724.30	6,341.44
增长率(%)	(11.17)	43.74	28.04	30.77	34.23
EBITDA(百万元)	(240.02)	428.34	695.09	911.74	1,262.93
净利润(百万元)	(276.25)	308.51	417.83	493.59	626.78
增长率(%)	(219.66)	(211.68)	35.44	18.13	26.99
EPS(元/股)	(0.30)	0.34	0.46	0.54	0.69
市盈率(P/E)	(27.53)	24.65	18.20	15.41	12.13
市净率(P/B)	4.69	3.92	3.42	2.96	2.53
市销率(P/S)	3.87	2.70	2.11	1.61	1.20
EV/EBITDA	(38.93)	15.30	10.56	8.70	6.47

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.87 元
目标价格	11.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	914.08
流通 A 股股本(百万股)	724.53
A 股总市值(百万元)	7,193.78
流通 A 股市值(百万元)	5,702.07
每股净资产(元)	2.30
资产负债率(%)	44.61
一年内最高/最低(元)	8.95/6.08

### 作者

<b>李辉</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
<b>陈宏亮</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001	
chenhongliang@tfzq.com	
<b>吴頔</b>	联系人
wudi@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《诺普信-季报点评:费用减少三季报高增长，大力布局农服业务前景可期》2017-10-23
- 《诺普信-首次覆盖报告:——平台战略持续推进，收入有望触底回升》2017-04-10



## 内容目录

1. 农药制剂龙头 .....	3
2. 农药管理趋严，龙头份额有望提升 .....	4
2.1. 大行业小公司，集中度明显偏低 .....	4
2.2. 土地流转带动渠道整合 .....	5
2.3. 监管加强，行业格局有望净化 .....	5
2.4. 滞后涨价，制剂毛利率有望提升 .....	6
3. 农资流通市场空间巨大，一体化发展决胜未来 .....	7
4. 线下优势明显，田田圈成长空间巨大 .....	8
4.1. 品牌和渠道优势明显 .....	8
4.2. 并购经销商稳步推进 .....	9
4.3. 田田圈战略逐渐清晰 .....	9
5. 盈利预测与投资建议 .....	11

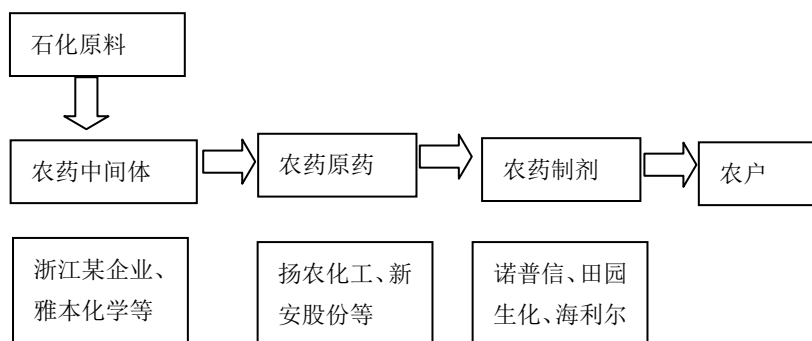
## 图表目录

图 1：农药产业链图 .....	3
图 2：公司 17 年收入大幅增长 .....	3
图 3：公司 17 年净利润大幅增长 .....	3
图 4：公司毛利率水平 .....	3
图 5：2017 年公司毛利构成 .....	3
图 6：中国农作物播种面积保持平稳 .....	4
图 7：中国农药使用量保持平稳 .....	4
图 8：2017 年美国农资行业高度集中 .....	4
图 9：美国 CPS 公司 2017 年毛利构成 .....	4
图 10：中国土地流转发展迅速 .....	5
图 11：中国家庭农场数量快速增长 .....	5
图 12：未来渠道商数量将大幅减少 .....	6
图 13：农药协会价格指数持续上涨 .....	7
图 14：海利尔原药与制剂毛利率走势相反 .....	7
图 15：万亿农资市场构成 .....	7
图 16：供销社大而不强 .....	8
图 17：供销社门店以加盟为主 .....	8
图 18：诺普信优势明显 .....	9
图 19：田田圈五级植保服务体系 .....	10
图 20：诺普信致力于打造一体化综合服务 .....	10
图 21：围绕农户需求提供全方位金融服务 .....	10
表 1：新版农药管理条例相关内容 .....	6
表 2：可比公司估值比较 .....	11

## 1. 农药制剂龙头

**农药制剂龙头，市场份额遥遥领先。**诺普信主营产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂和植物营养肥料等系列产品，是中国最大的农药制剂生产企业，现有制剂产能超过 10 万吨，制剂产能规模行业内遥遥领先（卓创资讯，农资市场网）。

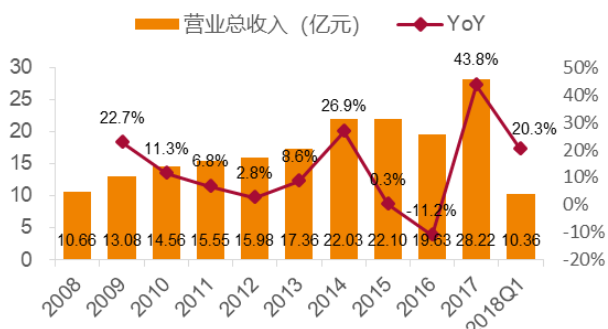
图 1：农药产业链图



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

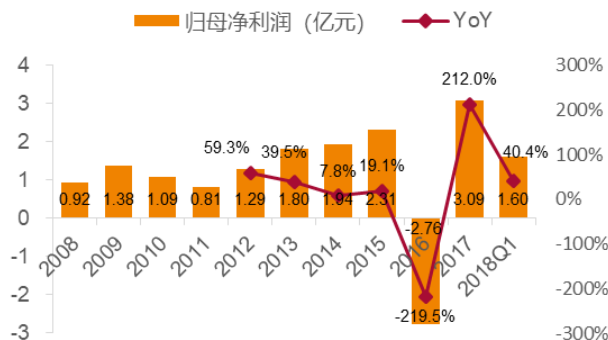
**收入稳中有升，毛利率维持高位。**公司收入和利润近 8 成来自杀虫剂、杀菌剂和除草剂三大农药制剂。过去十年，公司收入利润整体增长平稳，其中 2010-2011 年和 2016 年，受农药原药价格大幅波动和公司渠道改革影响，业绩增速出现明显回落。公司行业地位依然稳固，收入稳中有升，毛利率维持 40% 上下。

图 2：公司 17 年收入大幅增长



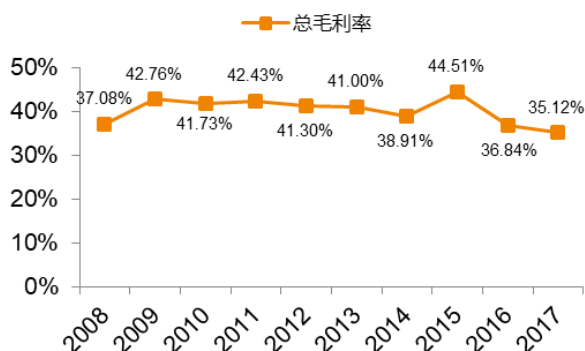
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：公司 17 年净利润大幅增长



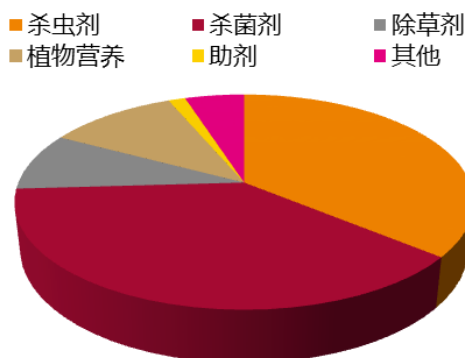
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：公司毛利率水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：2017 年公司毛利构成



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 农药管理趋严，龙头份额有望提升

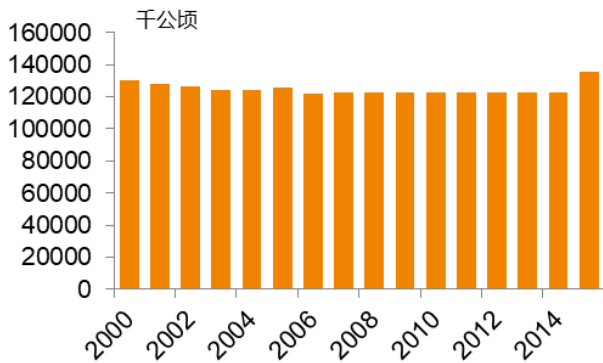
国内制剂行业集中度极低，参考成熟国家，制剂行业集中度存在很大提升空间。土地流转，农药监管趋严，有利于规范经营的龙头公司市场份额提升。农药原药推动制剂提价，毛利率也有望逐渐回升。

### 2.1. 大行业小公司，集中度明显偏低

农药制剂是在原药的基础上，加上分散剂和助溶剂等原辅料，经研制、复配、加工、生产出来的产品。农药原药无法直接使用，必须加工成制剂方可应用到农业生产。由于中国农药行业发展一直强调原药合成，对制剂开发重视程度不足，导致农药原药企业和制剂企业相对分工明确。农药原药产能严重过剩，农药制剂发展水平相对落后。

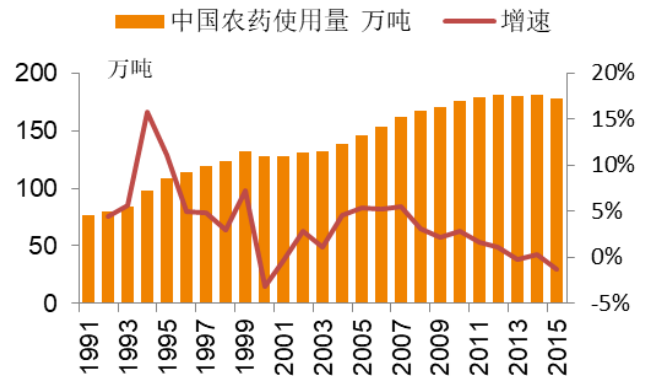
**中国农药需求保持平稳。**目前国内农作物种植面积多年来保持平稳，每年约 1.25 亿公顷左右，因此农药消费量整体也保持平稳。2015 年国内农药使用量 178 万吨，市场容量约 600 亿元。十三五期间，农业部组织开展“农药使用量零增长行动”，加快推进农药减量增效，连续 3 年国内农药使用量实现零增长，2017 年农药利用率达到 38.8%，比 2015 年提高了 2.2 个百分点。

图 6：中国农作物播种面积保持平稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

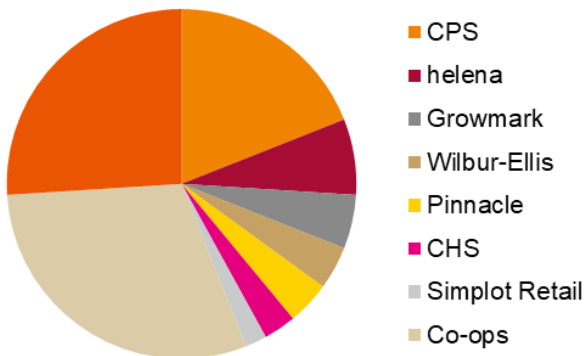
图 7：中国农药使用量保持平稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

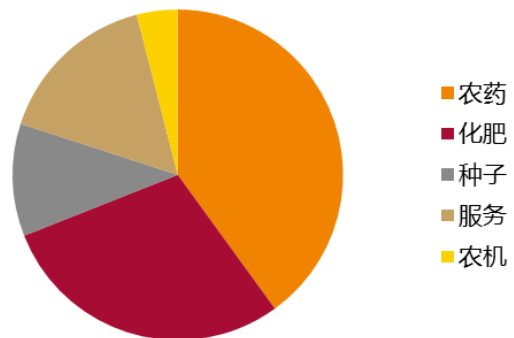
**制剂行业集中度极低。**我国已成为全球最大的农药生产国（产量，产业信息网），但是行业集中度较低。根据中国农药工业协会统计，中国现有农药三证齐全的制剂企业 2200 多家，其中年销量在 2000 吨以下的企业占据行业内的 85%，整体呈现“大行业、小企业”的格局。2016 年中国农药制剂前 10 强实现销售收入 87 亿元，市场占有率仅约 14.5%，前 30 强收入仅 145.4 亿元，市场份额仅 24.23%。与此相应，据世界农化网，2017 年美国前 16 家农资经销企业占据了美国 90% 以上的农药市场，其中龙头公司 CPS 市场份额约 19%。中国农药市场集中度明显偏低。我们认为，主要原因是国内农药监管不严和客户过于分散。

图 8：2017 年美国农资行业高度集中



资料来源：世界农化网，天风证券研究所

图 9：美国 CPS 公司 2017 年毛利构成

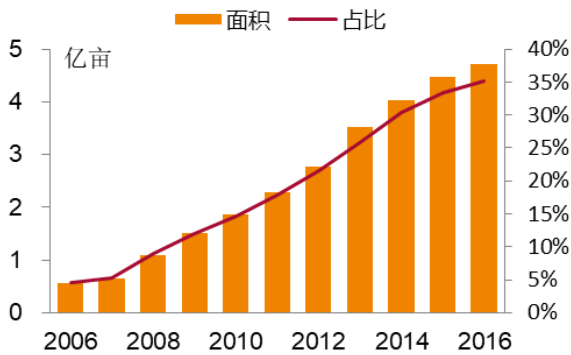


资料来源：世界农化网，天风证券研究所

## 2.2. 土地流转带动渠道整合

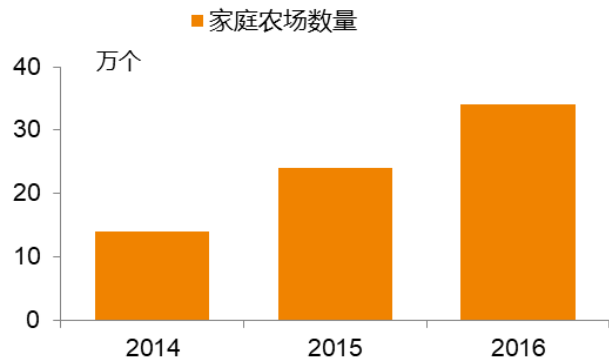
**中国土地流转快速推进。**美国农业部发布的数据显示，2016 年美国农场数量估计为 206 万家，耕地总面积为 9.11 亿英亩。中国近 10 年土地流转也在快速推进，2016 年土地流转 4.71 亿亩，较 2006 年增长 7.5 倍，流转面积占比已达 35%，占比提升 30 个百分点。2016 年农业部认定的家庭农场数量已达 34 万个。

图 10：中国土地流转发展迅速



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 11：中国家庭农场数量快速增长



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

**土地流转推动农资渠道变革。**土地流转将提升农业生产的规模化和专业化程度，种粮大户和各种农民专业合作社对农药制剂品牌、质量、配送和技术服务的要求也将逐渐提升，提升行业进入门槛。我们认为，作为农药流通的关键环节，**下游客户的集中将推动农药制剂企业集中度提升。**

## 2.3. 监管加强，行业格局有望净化

农药制剂此前由于多部门监管，执法不严，存在大量假冒伪劣产品，导致农药残留食品安全问题凸出。根据农业部统计，2016 年第二批农药监督抽查，4152 个农药样品中不合格 670 个，不合格率为 16.1%；2017 年抽检农药样品 5029 个，不合格样品 557 个，不合格率为 11.1%。其中，假农药（标明的有效成分未检出或擅自加入其他农药成分）占不合格样品的比例分别为 71.9%和 63%。

2017 年被称为农药行业的政策之年，新修订的《农药管理条例》及其配套管理办法陆续出台，行业由过去的工商、质检、环保、安监、农业等各部门多龙治水转变为由农业部门统一监管。新版管理条例加大处罚力度：一是明确农业部门及其工作人员有不依法履行监督管理职责等行为的，依法给予处分和追究刑事责任；二是对无证生产经营、生产经营假劣农药等违法行为，规定了没收违法所得、罚款、吊销许可证，以及没收违法生产的产品和用于违法生产的设备、原材料等行政处罚，构成犯罪的依法追究刑事责任。三是对将剧毒、高毒农药用于蔬菜、瓜果等食用农产品的，规定了罚款等行政处罚，构成犯罪的依法追究刑事责任；四是规定被吊销农药登记证的，5 年内不再受理其登记申请；无证生产经营以及被吊销许可证的，其直接负责的主管人员 10 年内不得从事农药生产经营活动。

表 1: 新版农药管理条例相关内容

新版	备注
农药生产许可证有效期为 5 年,有效期届满,向农业主管部门申请延续	变更
农药企业原材料进货记录和销售记录应当保存 2 年以上.	新增
农药标签应当标注可追溯电子信息码等内容.	新增
不得擅自改变标签内容, 限制使用农药的标签还应当标注“限制使用”	新增
境外企业不得直接在中国销售农药	新增
农药经营者应当建立采购台账和销售台账并保存 2 年以上.	新增
农药经营者不得加工分装农药, 不得添加任何物质	新增
有农药、植保、农学等专业中专以上学历或专业培训机构 56 学时以上经历的人员	新增
不少于 30 平米经营场所, 不少于 50 平米仓储场所	新增
经营者有可追溯电子信息码扫描设备和记载台账的计算机管理系统	新增
委托未取得农药生产许可证的受托人加工、分装农药, 对委托人和受托人均按规定处罚	新增

资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

国家加大环保检查力度, 生产高毒农药的不规范企业逐渐关停退出, 源头端也限制了假冒伪劣产品的来源。

我们认为, 土地流转、农药制剂监管加强以及环保力度加大, 三方面推动下制剂行业未来将加速洗牌。目前制剂企业 4000 多家 (三证齐全的 2200 家, 世界农化网新闻), 我们预计未来几年有望降低至 500 家, 行业竞争格局明显优化, 龙头公司市场份额有较大提升空间。

图 12: 未来渠道商数量将大幅减少

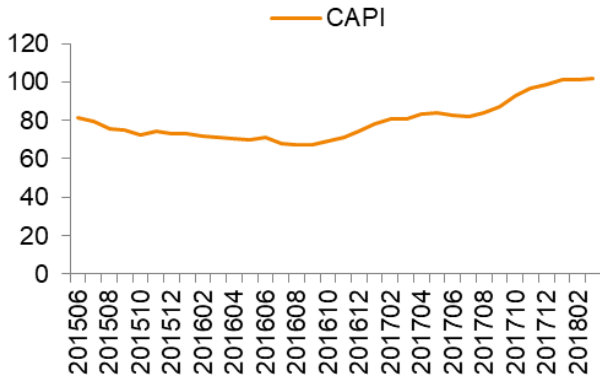


资料来源: CNKI, 天风证券研究所

## 2.4 滞后涨价, 制剂毛利率有望提升

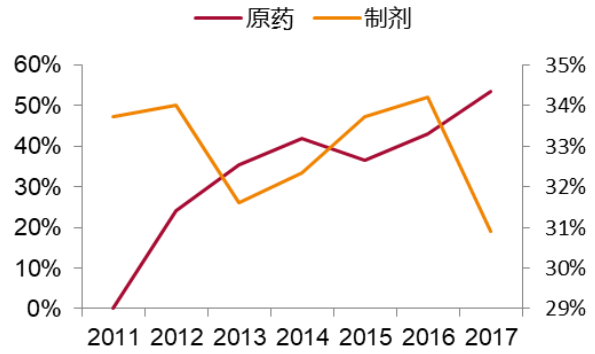
原药价格大幅上涨, 制剂因为接近消费端, 涨价滞后, 因此 17 年行业盈利能力明显受损。今年起, 行业普遍提价 10%以上, 原药保持高位运行, 制剂行业毛利率有望逐步回升。以诺普信为例, 公司 2017 年实现销售收入 28.21 亿元, 毛利率提高 1PCT, 净利润增加约 2400 万, 弹性巨大。

图 13：农药协会价格指数持续上涨



资料来源：农药工业协会，天风证券研究所

图 14：海利尔原药与制剂毛利率走势相反

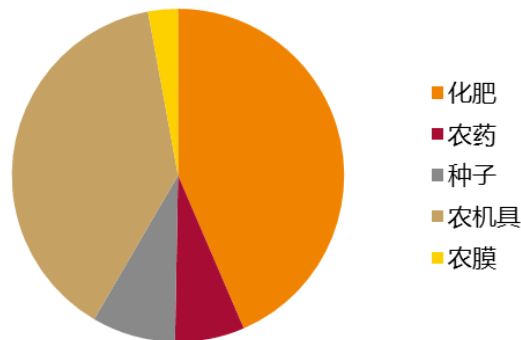


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 农资流通市场空间巨大，一体化发展决胜未来

中国农资行业是个超万亿的巨大市场（世界农化网），主要由化肥、种子、农药、农膜和农机具等构成。农资流通是衔接产销、贯通工农、链接大规模生产与分散消费使用的桥梁纽带。

图 15：万亿农资市场构成



资料来源：农业部，天风证券研究所

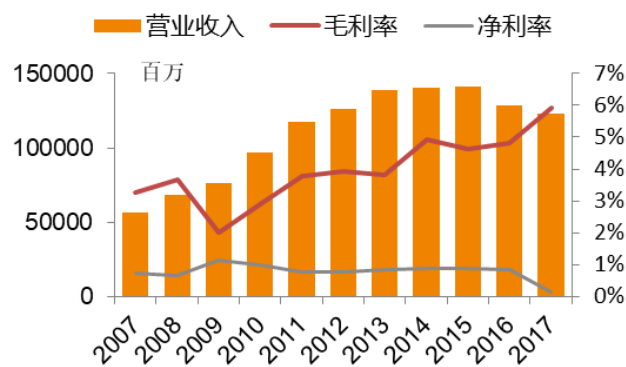
农资流通在国内大体经历了三个阶段：1、1952-1992 年专营阶段。农资流通实行指令性计划管理，由供销合作社农业生产资料部门统一经营、调拨，其他部门、单位和个人一律不准经营。2、1992 年-2002 年的有渠道限制的市场过渡阶段。扩大流通组织，形成供销社农资系统为主渠道、农业“三站”以及生产企业为辅助渠道的“一主两辅”流通体制；3、2002 年至今的全面放开阶段。2002 年履行入世承诺，农资全面对外开放（化肥 06 年）。

**渠道扁平化，农资流通效率需要提升。**受农资需求分散及农资配送网络建设成本的制约，目前我国的农资流通行业主要采取“集中采购、逐级经销”的传统经营模式，即由一级经销商（国家级、省级农资流通企业）集中采购，分区域向二级经销商（县市区农资流通企业）分销，再由二级经销商向三级经销商（村镇门店）分销，最终由门店对接终端农户。传统模式下流通环节多、成本高、效率低，且行业毛利大部分沉淀于终端流通环节，挤压了上游农资流通企业的利润空间。以农资流通领域龙头供销社为例，2017 年供销社集团实现收入 1230 亿，营业利润 3.85 亿，净利润 1.47 亿，净利率仅 0.12%（公司年报）。因此，领先的农资流通企业针对传统模式的弊端，积极建设以配送中心为节点的扁平化分销网络，采取由一级经销商通过配送网络直接对接门店、专业合作社和种植大户，并通过实施农技服务，不断强化自身品牌在农户中的影响力。扁平化的网络同时也促进了核心节点（配送中心）管理幅度的扩大，物流、资金流和信息流愈发集中，提升了流通效率，降低了流通

成本。

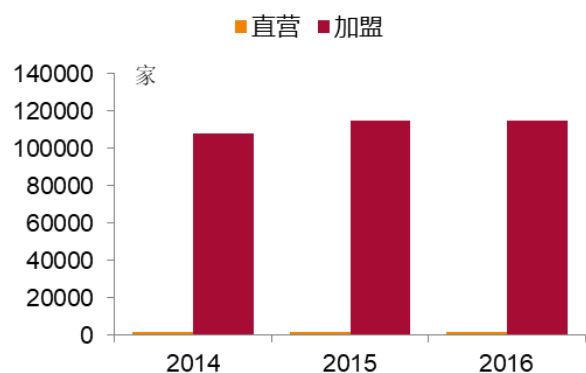
**一体化服务平台型公司将是大势所趋。**参考国外发达国家经验，为农民提供一体化综合服务的公司是发展的必然趋势。如前所述，2017年美国前16家农资经销企业占据了美国90%以上的农药市场，龙头公司CPS业务范围囊括农药化肥种子农机和服务等。日本农业协同组合是代表农民利益的流通中介，为日本种植户提供生产指导服务、农产品销售服务以及生产生活资料的集中采购等。日本与我国类似，农业属于典型的小农制模式，户均耕地面积小，因而农户经营较为分散，经营话语权不强。通过实施农协的合作模式，将成千上万的小农经济型农户汇入到农协这个经济共同体中，把单一弱小的农户组织起来，形成有计划性的统一采购，提高了整体的议价能力，节约了流通成本，保证了采购农资的品质。一体化的综合服务，可以提高农民消费粘性，对农资流通企业而言，也可以大幅提高渠道流通效率，我们认为是未来必然的发展趋势。

图 16：供销社大而不强



资料来源：供销社社，天风证券研究所

图 17：供销社门店以加盟为主



资料来源：供销社社，天风证券研究所

**线上与线下结合发展，或是农资公司更优选择。**农资行业市场巨大，渠道效率低，可以改造的痛点多，为互联网电商提供了发展空间。但是农资产品属于生产资料，决定了农民很难为消费体验买单。中国农村分布广泛，熟人社会的特点，决定了传统的互联网巨头公司落地难，很难依靠资金优势迅速颠覆传统流通渠道，此前众多农资电商平台近两年也纷纷归于沉寂。另一方面，现有农资企业存在实力弱积累不足，电商经验不足，单凭自身也很难迅速发展壮大。因此，我们认为**传统农资公司凭借线下渠道优势，与线上互联网公司结合发展成为农资平台型公司，或是更优选择。**

## 4. 线下优势明显，田田圈成长空间巨大

### 4.1. 品牌和渠道优势明显

公司专注农资行业，深耕多年。农资行业中，农药需要提供技术服务，客户粘性相对较强。公司作为农药制剂行业龙头，产品和渠道优势明显。

**产品和品牌优势明显。**公司连续 12 年稳居细分行业第一，“三证”产品数、新农药制剂发明专利数、环境友好型农药制剂销售占比等均位列农药行业全国第一；众多产品可覆盖 95% 以上的农作物；申请发明专利 600 余项，获得发明专利授权 300 多项，2 项国际专利。诺普信品牌连续 6 年被农业部《农民日报》评为“中国农民最喜欢的农药企业品牌”第一名；“田田圈”中国农民最喜欢的农业服务品牌第一名。（公司公告，公司官网，卓创资讯）



图 18：诺普信优势明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**起步早，渠道优势明显。**公司从 08 年启动 AKCK 渠道改革，14 年打造田田圈互联网平台到目前控股经销商打造大三农生态系统，一直致力于渠道下沉。经过多年尝试摸索，公司田田圈发展战略逐渐清晰，渠道优势明显：拥有覆盖全国的经销商网络，覆盖 10 多万家零售店；渠道下沉至乡镇一级的渠道更贴近农户；强大的物流配送能力，五大物流配送中心能保证绝大多数区域 48 小时到货，及时满足了农民的用药需求。

#### 4.2. 并购经销商稳步推进

**优质经销商是农资公司争夺的焦点。**如前所述，农资流通中存在物流配送、农技服务、赊销（金融服务）、信任等问题，要解决离不开线下渠道。自建渠道投入巨大，过程漫长，而且很容易与线下经销商形成竞争导致冲突，因此一般选择与经销商合作，尤其是优质经销商。

**并购经销商是公司战略基石。**公司经过几年尝试摸索，逐渐确立以参控股经销商构建的区域平台为基础，以优质农资产品分销为载体，以植保技术为纽带，以互联网、作物社群、作物专业服务公司、作物产业链经营平台为手段的互联网化的发展模式。以股权收购的方式，公司与优秀基层经销商建立战略合作关系，输出公司的管理和技术，利用并强化经销商的服务能力，利用经销商当地资源将公司田田圈战略逐步落地。

**并购稳步推进。**根据公司公告，截至目前公司已控股经销商 43 家，参股经销商 140 余家，现已覆盖 600 多个农业县，构建了 167 个作物圈，并对全国 1389 个以种植为主的农业县做了部署安排。未来三年，公司目标是控股经销商力求达到 250-300 家，服务平台网络要求覆盖 1500 个农业县，服务面积达到 8 亿亩以上；田田云的门店系统推广安装达到 10 万家以上，精准链接服务种植户 3000 万户以上。

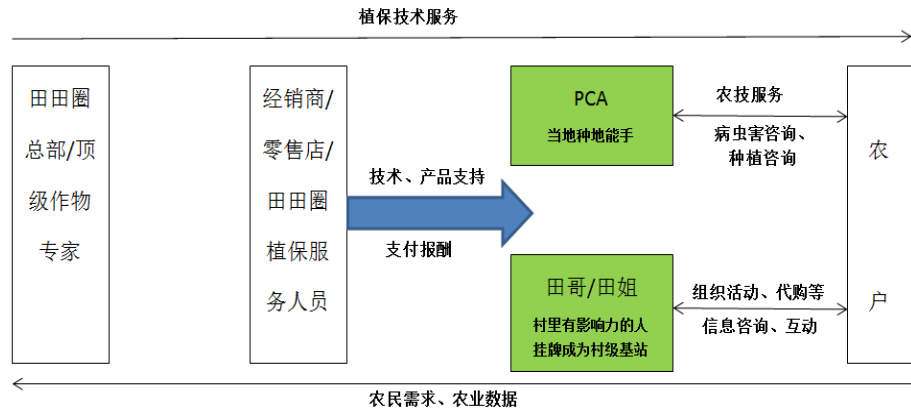
#### 4.3. 田田圈战略逐渐清晰

根据公司公告，田田圈是一个整合了上游农资厂商、中游经销零售商、提供下游消费者入口的线上线下一体化的服务平台，由田田圈、农集网和农金圈共同组成，旨在打造区域遥遥领先的农资分销平台和农业服务平台。

**五级服务体系，服务能力持续提升。**田田圈通过与经销商合作打造专业的县域服务中心和田田圈店，并整合作物专家和 PCA 线上线下为农户服务，构建了完备的五级植保技术服务体系：科研院所专家；公司作物经理；公司技术推广员；当地 PCA；田哥田姐（示范户）。

**门店数量快速增长。**目前，田田圈已经辐射全国 27 个省市，与当地最优秀的农资经销商已建成县级运营中心 400 余个，田田圈门店 2000 多个，已拥有 PCA/田哥田姐 1 万余名，服务农户超 500 万人。

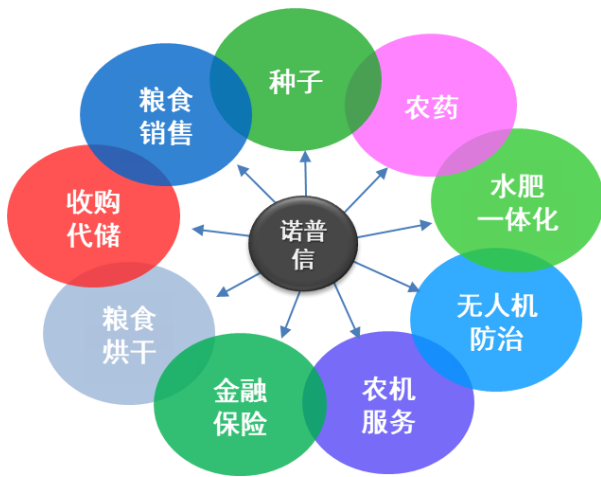
图 19：田田圈五级植保服务体系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**全产业链服务提高粘性。**收购经销商，公司的业务由原来的农药销售（用药服务），逐渐延伸至全产业链服务，从单一农药延伸至化肥、种子、农机、粮食加工和仓储、农作物销售、农业金融等领域。产业链服务，在充分发掘客户价值，提高客户粘性的同时，可以构筑起更高的竞争壁垒，维持公司竞争优势。以公司参股的农金圈和农泰金融为例，农金圈通过介入农户的“农资消费、农产品销售”场景以及农资经销商的进销存场景，有效地降低信息不对称，解决三农“融资贵、融资难”问题，满足现代农业发展中的资金缺口。上线短短 3 年，农金圈累计成交 143 亿，注册用户突破 107 万，稍晚成立的农泰金融也累计成交 48 亿，注册用户突破 18 万。农金圈和农泰金融的快速发展，离不开诺普信 20 多年积累的优质客户资源，而农业金融业务的快速增长反过来又促进公司产品销售和其它业务开拓。

图 20：诺普信致力于打造一体化综合服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：围绕农户需求提供全方位金融服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，随着公司并购经销商的稳步推进，服务网络渐趋完善，田田圈发展模式渐趋成熟，农资集采、作物专业服务和产业链服务等也有望逐渐落地成熟。公司发展空间从 600 亿农药制剂市场，拓宽到万亿农资市场（参考产业信息网），甚至进一步跨越至数万亿农作物产业链服务市场（参考前瞻网新闻）。

## 5. 盈利预测与投资建议

核心假设：18 年受益于制剂行业复苏，产品价格上行，我们预计公司杀虫剂、除草剂、杀菌剂收入分别增长 15%/10%/15%。另一方面，公司 17 年加大原药库存，成本低位，我们预计公司三项业务毛利率水平分别小幅提升至 41%/24%/45%。此外公司 17 年开始逐步加快控股经销商，我们预计并表收入提升 153%。

盈利预测与投资建议：考虑到对经销商并表进度，我们调整公司盈利预测（18/19 年 3.89/5.41 亿）至 2018-2020 年归母净利润分别为 4.2/4.9/6.3 亿元，EPS 为 0.46/0.54/0.69 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 18.2X、15.4X、12.1X。公司是制剂行业龙头，制剂行业复苏公司受益明显，此外田田圈未来想象空间大，公司成长性高于同行普通公司，具有估值溢价。参考可比上市公司（24.3X），给予公司 2018 年 25 倍 PE，6 个月目标价 11.5 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股; 台币/股)	总市值 (亿元/ 亿台币)	EPS			PE			PB <sup>LF</sup>
					2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E
002470.SZ	金正大	31.58	9.01	284.52	0.23	0.37	0.47	39.76	24.10	19.13	2.66
603639.SH	海利尔	1.20	45.09	54.11	2.38	2.90	3.39	18.92	15.57	13.30	2.79
603970.SH	中农立华	1.33	25.25	33.67	0.68	0.76	0.87	37.27	33.31	28.98	3.64
002556.SZ	辉隆股份	7.18	6.12	43.92	0.19	-	-	32.21	-	-	1.99
4141.TW	龙灯	1.52	25.40	38.59	-0.22	-	-	-	-	-	-
	行业均值				0.65	1.34	1.58	32.04	24.32	20.47	2.77
002215.SZ	诺普信	9.14	7.81	71.39	0.34	0.77	1.07	23.14	10.14	7.30	3.07

资料来源：Wind，天风证券研究所（龙灯股价单位为台币/股，其他为元/股，盈利采用 Wind 一致预期）

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	573.43	596.95	722.55	944.86	1,268.29	营业收入	1,962.93	2,821.58	3,612.76	4,724.30	6,341.44
应收账款	166.43	636.76	768.20	1,331.49	1,839.23	营业成本	1,239.86	1,830.66	2,297.72	3,043.17	4,134.47
预付账款	110.67	353.11	153.18	252.58	298.69	营业税金及附加	10.79	11.86	18.06	23.62	31.71
存货	476.94	933.41	598.40	1,345.85	1,180.77	营业费用	591.91	436.93	469.66	590.54	760.97
其他	372.58	399.73	408.81	404.05	415.10	管理费用	512.23	287.67	307.08	377.94	475.61
<b>流动资产合计</b>	<b>1,700.04</b>	<b>2,919.96</b>	<b>2,651.14</b>	<b>4,278.83</b>	<b>5,002.08</b>	财务费用	2.46	10.86	19.84	32.45	54.82
长期股权投资	374.49	479.72	479.72	479.72	479.72	资产减值损失	20.17	21.95	0.00	0.00	0.00
固定资产	237.33	305.80	522.09	749.68	1,085.37	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	29.19	17.91	16.75	16.05	15.63	投资净收益	113.13	115.09	50.00	30.00	30.00
无形资产	212.31	298.68	479.69	638.09	871.58	其他	(226.26)	(244.51)	(100.00)	(60.00)	(60.00)
其他	595.07	520.36	605.53	689.51	823.05	<b>营业利润</b>	<b>(301.37)</b>	<b>351.06</b>	<b>550.39</b>	<b>686.57</b>	<b>913.86</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,448.38</b>	<b>1,622.48</b>	<b>2,103.78</b>	<b>2,573.06</b>	<b>3,275.35</b>	营业外收入	18.52	3.38	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>3,148.43</b>	<b>4,542.44</b>	<b>4,754.93</b>	<b>6,851.88</b>	<b>8,277.43</b>	营业外支出	2.87	0.87	0.00	0.00	0.00
短期借款	210.24	621.30	546.82	1,153.90	1,532.07	<b>利润总额</b>	<b>(285.72)</b>	<b>353.58</b>	<b>550.39</b>	<b>686.57</b>	<b>913.86</b>
应付账款	242.60	412.41	608.80	743.73	1,093.81	所得税	(9.30)	33.16	82.56	102.99	137.08
其他	905.59	1,194.39	967.70	1,774.50	1,846.75	<b>净利润</b>	<b>(276.42)</b>	<b>320.42</b>	<b>467.83</b>	<b>583.59</b>	<b>776.78</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,358.43</b>	<b>2,228.11</b>	<b>2,123.31</b>	<b>3,672.13</b>	<b>4,472.63</b>	少数股东损益	(0.17)	11.92	50.00	90.00	150.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	106.50	140.42	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(276.25)</b>	<b>308.51</b>	<b>417.83</b>	<b>493.59</b>	<b>626.78</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.30)	0.34	0.46	0.54	0.69
其他	48.06	68.43	49.06	55.18	57.56						
<b>非流动负债合计</b>	<b>48.06</b>	<b>68.43</b>	<b>49.06</b>	<b>161.68</b>	<b>197.98</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,406.49</b>	<b>2,296.54</b>	<b>2,172.37</b>	<b>3,833.81</b>	<b>4,670.61</b>						
少数股东权益	121.30	306.92	356.92	446.92	596.92	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	914.08	914.08	914.08	914.08	914.08	<b>成长能力</b>					
资本公积	296.76	304.04	304.04	304.04	304.04	营业收入	-11.17%	43.74%	28.04%	30.77%	34.23%
留存收益	703.29	1,019.08	1,311.56	1,657.07	2,095.82	营业利润	-219.49%	-216.49%	56.78%	24.74%	33.10%
其他	(293.49)	(298.21)	(304.04)	(304.04)	(304.04)	归属于母公司净利润	-219.66%	-211.68%	35.44%	18.13%	26.99%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,741.93</b>	<b>2,245.90</b>	<b>2,582.56</b>	<b>3,018.07</b>	<b>3,606.82</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,148.43</b>	<b>4,542.44</b>	<b>4,754.93</b>	<b>6,851.88</b>	<b>8,277.43</b>	毛利率	36.84%	35.12%	36.40%	35.58%	34.80%
						净利率	-14.07%	10.93%	11.57%	10.45%	9.88%
						ROE	-17.05%	15.91%	18.77%	19.20%	20.82%
						ROIC	-43.79%	39.21%	26.52%	31.17%	28.45%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	44.67%	50.56%	45.69%	55.95%	56.43%
						净负债率	38.74%	27.73%	41.75%	29.92%	45.15%
						流动比率	1.25	1.31	1.25	1.17	1.12
						速动比率	0.90	0.89	0.97	0.80	0.85
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	11.20	7.03	5.14	4.50	4.00
						存货周转率	4.75	4.00	4.72	4.86	5.02
						总资产周转率	0.63	0.73	0.78	0.81	0.84
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-0.30	0.34	0.46	0.54	0.69
						每股经营现金流	-0.41	-0.49	0.99	0.36	1.23
						每股净资产	1.77	2.12	2.43	2.81	3.29
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-27.53	24.65	18.20	15.41	12.13
						市净率	4.69	3.92	3.42	2.96	2.53
						EV/EBITDA	-38.93	15.30	10.56	8.70	6.47
						EV/EBIT	-31.26	18.85	12.87	11.03	8.43

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com