

诺普信(002215)/化学制品

农业服务先驱，经作布局另辟蹊径

评级：买入(首次)

市场价格：

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

联系人：李海勇

Email: lihy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	914
流通股本(百万股)	728
市价(元)	7.70
市值(百万元)	7038
流通市值(百万元)	5609

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1962.93	2821.58	4413.13	6427.90	9296.40
增长率 yoy%	-11.17%	43.74%	56.41%	45.65%	44.63%
净利润	-276.25	308.51	404.09	500.55	637.22
增长率 yoy%	-219.66%	211.68%	30.98%	23.87%	27.30%
每股收益(元)	-0.30	0.34	0.44	0.55	0.70
每股现金流量	-0.41	-0.49	0.32	0.05	-0.04
净资产收益率	-15.87%	14.27%	16.04%	16.99%	18.24%
P/E	-27	23	17	14	11
PEG	-	0.11	0.55	0.59	0.40
P/B	4.22	3.13	2.71	2.32	1.97

投资要

- **国内制剂行业龙头，占据农业服务黄金赛道。**我们认为农业服务是农资制造业必然发展方向，而以服务经济作物领域作为切入点的商业模式更容易获得成功。诺普信在国内连续数年位居中国农药制剂企业 100 强榜首，销售规模、市占率位居国内第一，也是我国少数能同时提供植物保护与营养环保型产品的厂家之一。公司早在 2013 年就成立田田圈，摸索农业服务行业，目前已逐步形成了“全品种农资分销+综合农业服务”的双主业发展格局，正在进入业绩快速增长的阶段。
- **农业服务先驱者，有望品尝农服大市场的第一抹甜味。**在农业领域，我国农产品供求结构性失衡和农业竞争力不强的问题日益凸显，提升农业科技含量和规模经营是解决农产品竞争力不强的最优路径。农业服务是在提升农业整体科技含量和国内规模化经营过程中的必然产物，是对国内农资分销渠道的根本性改变。农业产业链中各环节都存在农业服务的空间，据我们测算，农业服务的市场空间或将超过万亿，发展空间广阔。田田圈作为诺普信旗下农业服务的综合性平台，经过多年的试错与摸索，已经逐渐总结出以区域经销商为依托，配套本地化的服务模式，以及以经济作物为切入点的现代服务体系，将有望品尝农业服务万亿大市场的第一抹甜味。
- **制剂行业集中趋势提速，公司主业底部得到复苏。**诺普信主业为农药制剂，销售规模、市占率位居国内第一，但由于农药制剂行业极度分散，公司作为国内龙头，市占率仅为 3-4%。但我们认为在目前市场环境下，行业的集中度有望加速提升，主要原因在于：1) 上游原药受环保停工影响，供应偏紧促使下游制剂集中；2) 新版《农药管理条例》加强监管力度，假冒伪劣小企业退出加速；3) 下游农业规模化经营提升，下游集中促使上游归口。
- 公司是国内农业服务市场的先行者，经过多年试错，商业模式较为成熟，以服务经济作物领域作为切入点的商业模式更容易获得成功，17 年控股的经销商成长表现较好。目前制剂业务因监管有望迎来行业竞争格局的重塑，底部复苏给予较高的安全边际。考虑到公司的稀缺性和农业服务的较大发展空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**农药原药价格大幅波动的风险、参控股经销商对资金造成压力的风险、参控股经销商业绩或不达预期的风险、市场空间测算不及预期的风险、控股股东股权质押的风险。

## 内容目录

<b>国内农药制剂龙头，农业服务先锋</b> .....	<b>- 5 -</b>
双主业发展模式，公司驶入快车道.....	- 5 -
农药制剂行业有望加速集中.....	- 7 -
<b>农业现代化的构建---农业服务大势所趋</b> .....	<b>- 10 -</b>
国内农产品“高成本”凸显，适度规模经营是提升竞争力的起点.....	- 10 -
经济作物消费升级需求提升，对于农业服务的可接受性更高.....	- 12 -
美国现代农业服务体系的构建推动农业技术的进步.....	- 13 -
以国内规模经营公司苏垦农发为例，规模化经营产生效益显著.....	- 16 -
土地确权即将完成，流转加速或将促进农业规模化经营.....	- 17 -
农业服务市场空间大.....	- 19 -
<b>田田圈---现代农业服务主体先驱者，独特经营切入点生命力强</b> .....	<b>- 20 -</b>
农业服务是对农资销售渠道的归口，最关键的是提供方案和服务的人.....	- 20 -
头脑风暴本土化运营模式，各地区经验总结分享是平台领先性的体现.....	- 22 -
产业链公司运营模式，迎合经济作物中的消费升级.....	- 26 -
<b>盈利预测、估值分析和投资建议</b> .....	<b>- 28 -</b>
盈利预测与估值分析.....	- 28 -
投资建议：首次覆盖给予“买入”评级.....	- 28 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 30 -</b>
农药原药价格大幅波动的风险.....	- 30 -
参控股经销商对资金造成压力的风险.....	- 30 -
参控股经销商业绩或不达预期的风险.....	- 30 -
市场空间测算不及预期的风险.....	- 30 -
控股股东股权质押的风险.....	- 30 -

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构及重要子公司.....	- 5 -
图表 2: 17 年控股经销商业务占比 28%.....	- 6 -
图表 3: 近来公司营业收入增长较快.....	- 6 -
图表 4: 归母净利润高速增长.....	- 6 -
图表 5: 单季度增长趋势显著好转.....	- 6 -
图表 6: 控股经销商收入增长迅猛.....	- 7 -
图表 7: 控股经销商收入占比快速提高.....	- 7 -
图表 8: 18Q1 综合毛利率略降.....	- 7 -
图表 9: 期间费用率不断下降.....	- 7 -
图表 10: 草甘膦价格维持在高位.....	- 8 -
图表 11: 功夫菊酯价格飙升.....	- 8 -
图表 12: 公司提前备货(预付款项、库存大幅增加).....	- 9 -
图表 13: 我国农业现代化面临的主要难题.....	- 10 -
图表 14: 2016 年国内主要大田作物的成本显著高于美国.....	- 11 -
图表 15: 中国农产品价格显著高于美国(元/KG).....	- 11 -
图表 16: 玉米库存仍在高位.....	- 11 -
图表 17: 水果等进口平均单价持续提升.....	- 12 -
图表 18: 水果等年度进口数量持续提升.....	- 12 -
图表 19: 2016 年我国主要进口水果的比例.....	- 12 -
图表 20: 经济作物效益大于大田作物.....	- 13 -
图表 21: 美国农业及相关部门就业人数(月, 万人).....	- 14 -
图表 22: 美国农林渔行业增加值(10 亿美元).....	- 14 -
图表 23: 2014 年不同销售值规模农场的分布与变化.....	- 14 -
图表 24: 2008-2011 年美国不同规模农场股本平均回报率(%).....	- 14 -
图表 25: 大田飞机喷洒农药场景.....	- 15 -
图表 26: 大型机械收购场景.....	- 15 -
图表 27: 中国农业部门总劳动力人口(万人)07 年开始净减少.....	- 15 -
图表 28: 苏垦农发是产业链规模化经营的农业企业.....	- 16 -
图表 29: 苏垦农发科学规模化经营相较于全国平均水平的效益增量测算.....	- 16 -
图表 30: 关于土地确权的政策和进度.....	- 17 -
图表 31: 土地流转面积(亿亩)及占比.....	- 18 -
图表 32: 土地流转主要去向是农户.....	- 18 -
图表 33: 土地流转成交面积前十省份.....	- 18 -

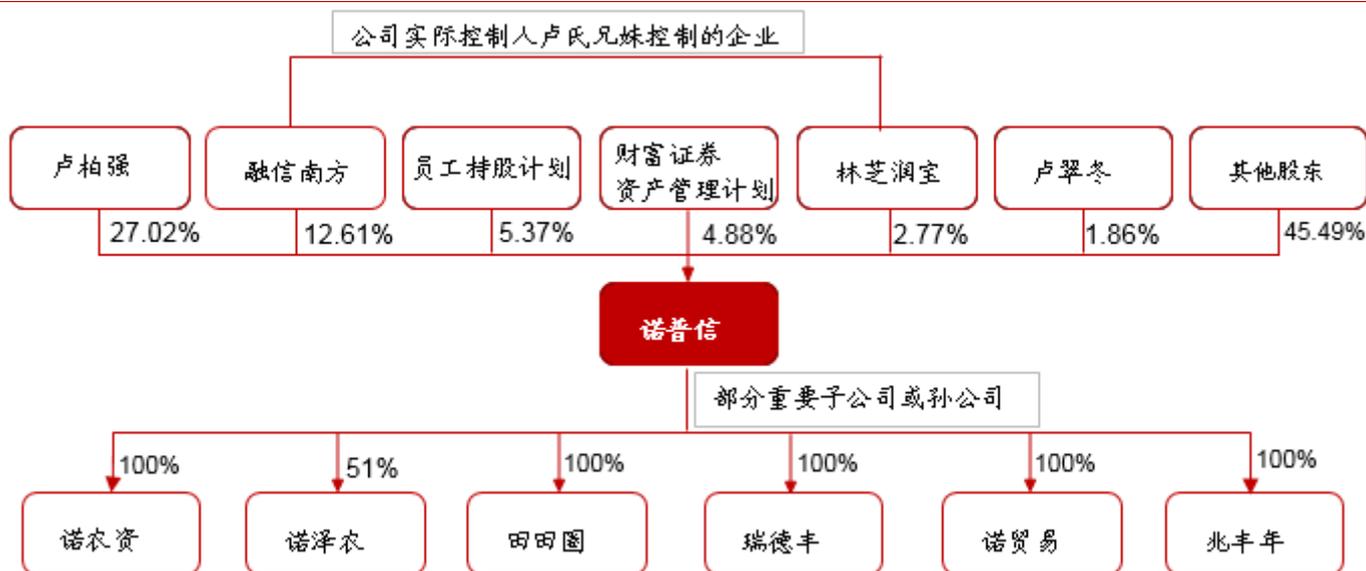
图表 34: 农业各环节产值规模.....	- 19 -
图表 35: 田田圈预期构建的平台 .....	- 20 -
图表 36: 田田圈的主要业务范围 .....	- 20 -
图表 37: 国内主要农资企业的渠道布局情况.....	- 21 -
图表 38: 田田圈试图重构厂家-经销商-农户的关系 .....	- 21 -
图表 39: 2016-2017 年公司部分控股经销商.....	- 22 -
图表 40: 烟台田田圈 PCA 模式.....	- 23 -
图表 41: 海南火龙果作物模式.....	- 23 -
图表 42: 公司前期大田作物主要农业服务试点情况.....	- 23 -
图表 43: 田田圈总结的水稻、小麦服务模式.....	- 24 -
图表 44: 北方大田作物以土地流转作为基础.....	- 25 -
图表 45: 大田作物规模较大.....	- 26 -
图表 46: 产业链公司-黄金百香果的产业链服务.....	- 27 -
图表 47: 可比公司估值情况.....	- 28 -
图表 48: 诺普信三大财务报表.....	- 29 -

## 国内农药制剂龙头，农业服务先锋

### 双主业发展模式，公司驶入快车道

- 诺普信主要从事农药制剂和植物营养产品的研发、生产和销售，并为农户提供相应的植保技术服务。公司是国内规模领先的农药制剂企业，连续数年位居中国农药制剂企业 100 强榜首，销售规模、市占率位居国内第一，是最大的农药水性化环保制剂研发及产业化基地之一，也是我国少数能同时提供植物保护与营养环保型产品的厂家之一。公司在长期创新发展过程中积累了丰富的技术资源、人才资源、产品资源和渠道资源。截至 2017 年，诺普信共获 323 项发明专利，能为中国 95% 以上农作物病虫害的防治提供整体解决方案。
- 公司立足于农药制剂业务，2013 年成立田田圈，已逐步形成了“全品种农资分销与综合农业服务”为双主业的“双轮驱动”发展的新格局，一是生产农药制剂、植物营养等产品，二是通过田田圈，参控股各地优秀经销商，打造区域性的农业综合服务平台，进入快速发展的阶段。截至 2017 年，田田圈累计完成持股 51% 的经销商 29 家，并表 14 家，持股比例 35% 的参股经销商 144 家。公司的股权结构较为集中，卢氏兄妹为公司的实际控制人，间接直接合计持有 44.93% 的股份。

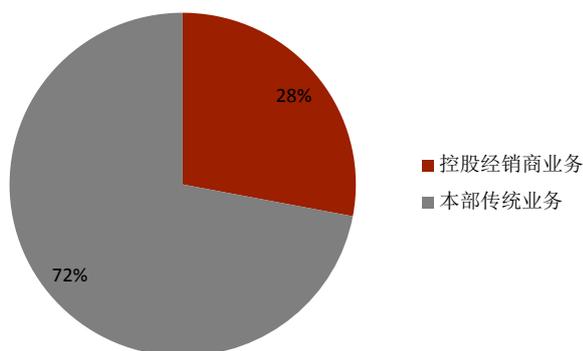
图表 1: 公司股权结构及重要子公司



来源：公司公告、中泰证券研究所

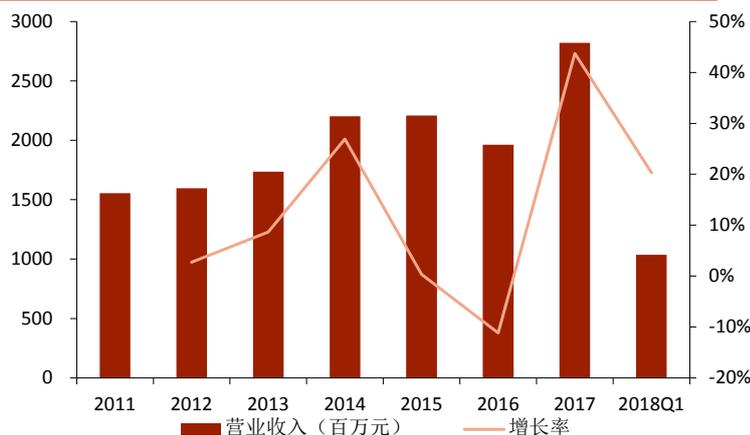
- 农业制剂业务是公司传统主业，2017 年收入占比为 77.61%。分产品来看，公司的主营产品是杀虫剂、杀菌剂、除草剂和植物营养剂，2017 年收入占比分别为 32.34%、30.20%、13.86%、14.33%。成立田田圈之后，公司收入分为本部传统业务和控股经销商，近来控股经销商收入占比快速提高，2018 年 Q1 控股经销商占收入 20.37%，本部传统业务收入占 79.63%。

图表 2: 17 年控股经销商业占比 28%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 近来公司营业收入增长较快



来源: wind、中泰证券研究所

- 公司业务比较稳定,但也略有波动。2016 年受行业不景气、农药原药成本上涨和公司销售渠道改革影响等影响,业绩下滑。但 2017 年制剂业绩向好,田田圈新模式取得突破,公司收入利润大幅增长,公司实现营业收入 28.22 亿元,同比增长 43.74%,归母净利 3.09 亿元,同比增长 211.68%。2018 年 Q1 维持高速增长,实现营业收入 10.36 亿元,同比增长 20.32%,归母净利 1.60 亿元,同比增长 40.36%。
- 从传统主业来看,随着农药制剂行业向好,2017 年公司本部传统业务实现营业收入 20.3 亿元,同比增长 11.7%,呈现复苏态势,其中植物营养实现营收 4 亿元,同比增长 115%。2018 年 Q1 农药制剂持续向好,实现收入 8.25 亿元,同比增长约 4%。

图表 4: 归母净利润高速增长



来源: wind、中泰证券研究所

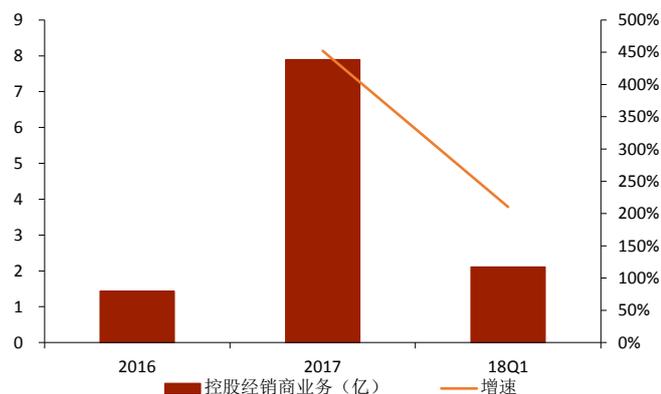
图表 5: 单季度增长趋势显著好转



来源: wind、中泰证券研究所

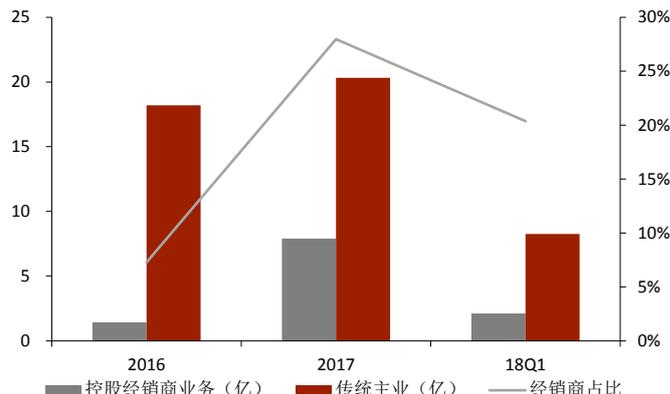
- 诺普信逐步向农业综合服务商转型,以全品种农资分销为切入点、以植保技术服务为纽带,致力于打造领先的农资分销和农业服务区域性平台。公司凭借 20 年来所积累的广泛的营销网络、丰富的产品资源、专业的技术服务以及数十个作物社群,已成为具有一定知名度的农业品牌。经过近 5 年的不断摸索和不断的实践,公司进一步明确了发展模式,即通过构建区域平台、中心乡镇直营大店和村级服务站,汇聚植保技术专家、作物专家及种植能手,为农户种植提供全程作物解决方案和配套农业服务。近年来控股经销商收入增长迅猛,2017 年实现营业收入 7.89 亿元,同比增长 452%,2018 年 Q1 实现收入 2.11 亿元,同比增长 210.3%。

图表 6: 控股经销商收入增长迅猛



来源: wind、中泰证券研究所

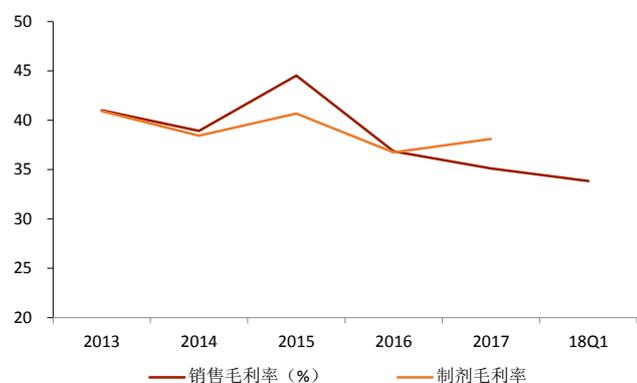
图表 7: 控股经销商收入占比快速提高



来源: wind、中泰证券研究所

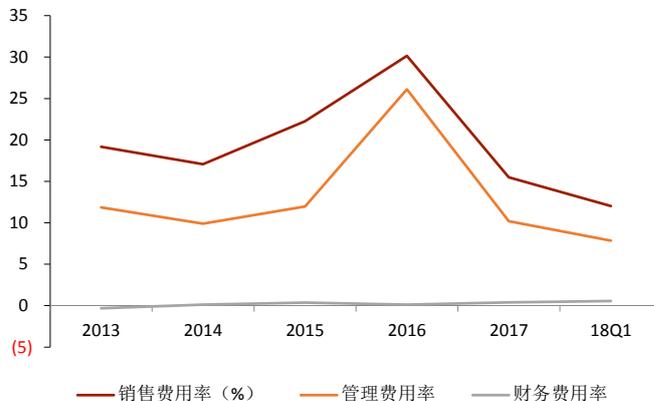
- 公司毛利率维持稳定, 近来主要受上游原药价格上涨影响, 2018 年 Q1 综合毛利率为 33.85%, 同比略降 1.27%, 其中制剂业务毛利率为 38.11%, 植物营养业务毛利率为 26.54%。费用率方面, 公司通过提升人效, 加强预算管控, 节省各项开支, 管理费用和销售费用持续下降, 2018Q1 销售费用率为 12.01% (-3.48%), 管理费用率 7.85% (-2.35%)。一直以来公司财务费用率占比较小, 银行借款增加导致财务费用率略微上升至 0.57% (+0.18%)。未来随着公司规模效应和继续控费, 销售费用率和管理费用率有望继续下降。

图表 8: 18Q1 综合毛利率略降



来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 期间费用率不断下降



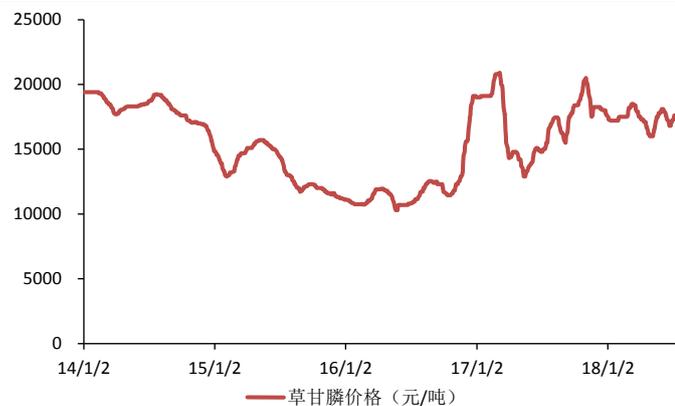
来源: wind、中泰证券研究所

### 农药制剂行业有望加速集中

- 国内制剂行业集中度低。国内制剂市场约 600 亿的空间, 但是行业高度分散。作为国内制剂规模第一的诺普信, 国内市场份额仅占 3%-4%。随着农药监管趋严, 土地流转政策推动, 行业有望呈现出加速集中的趋势, 规范经营且具备技术优势和规模效应的龙头公司有望提升市占率。
- 从产业链上游的推动来说, 制剂有望受制于原药的集中而加速集中。环保趋严已是大势所趋, 环保督察事项和农药监管政策频出, 因为农药及其关键中间体的工艺流程较长, 污染问题较大, 受环保趋严的冲击较大。上游对制剂行业的冲击我们总结体现在三个方面: 1、原药价格大幅上涨,

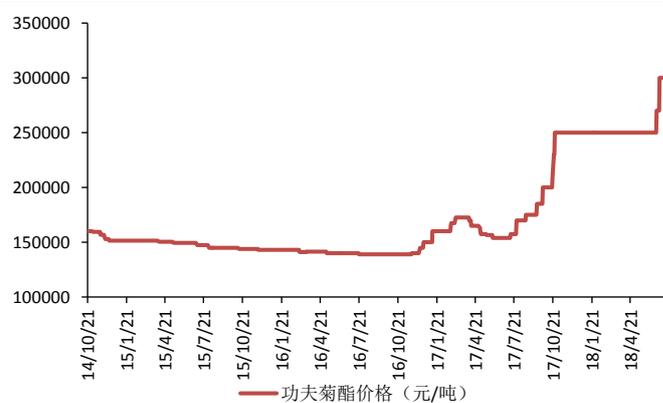
但目前价格向下游传导较为困难，导致制剂行业整体盈利能力压缩，加速行业集中；2、原药供应充足性和稳定性受到影响，原药企业将会优先供应优质客户，中小企业可能面临无法稳定获得原材料的问题，加速行业集中；3、原药企业对于贷款的信用期限大大收缩，这将对制剂企业的资金实力和现金流产生考验，龙头企业也将因此受益。

图表 10: 草甘膦价格维持在高位



来源: wind、中泰证券研究所

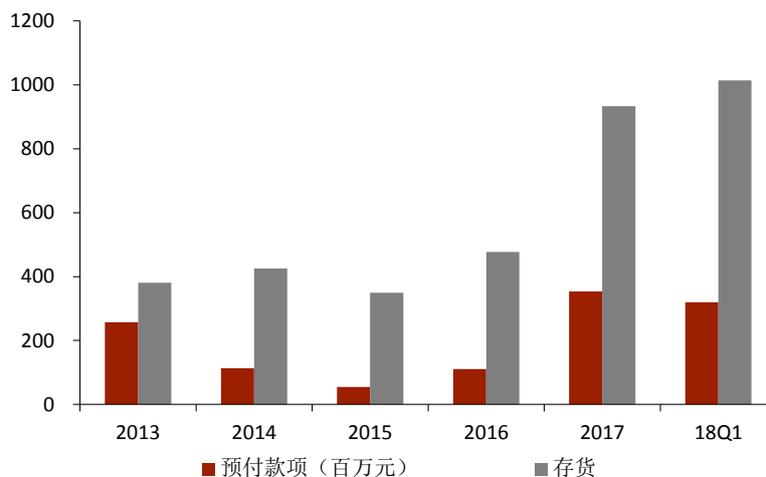
图表 11: 功夫菊酯价格飙升



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- **土地流转如火如荼，下游规模经营也有望导致制剂行业集中。**政策鼓励农业向规模化、集约化、专业化发展。农村土地确权工作即将结束，我们认为土地流转有望加速进行。土地流转之后如种植大户、家庭农场、农民合作社和农业公司等新型集约型经营主体将日益普及，种植的规模将会提升，呈现集中的态势，这反过来也会促使上游农资销售渠道的集中。
- **农药监管政策趋严，龙头公司有望受益。**新修订的《农药管理条例》已于2017年6月1日起施行，而到18年8月1日，所有农药经营者必须在这之前达到规定的农药经营许可条件。从条例具体内容可以看出：1、条例严把农药登记、生产、经营许可的重要关口。它取消了门槛相对较低的临时登记，要求生产企业加强质量管理，严格按照产品质量标准进行生产，实行产品可追溯电子信息码管理，做到生产全过程可查、质量可控；2、为加大对违法行为的处罚力度，条例对无证生产经营、生产经营假劣农药等违法行为，进行更加严厉的惩罚。我们认为制剂行业监管趋严已经是必然发展方向，行业内无序竞争和假冒伪劣等现象将得到缓解，龙头公司的市占率将会持续提升。

图表 12: 公司提前备货 (预付款项、库存大幅增加)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **公司提前备货，原药库存充足，原药涨价压制业绩的影响将边际减弱。** 17、18 年公司应对原材料涨价，提前备货，导致预付账款和库存大幅增加。17 年公司预付款项为 3.53 亿元，同比上升 219.1%，18Q1 略微下降至 3.19 亿元。17 年公司存货 9.33 亿元，同比上升 95.7%，18Q1 继续上升至 10.14 亿元。公司提前备货，使得原药库存充足，原药价格上涨压制业绩的影响将边际减弱。

## 农业现代化的构建---农业服务大势所趋

- 党的十八大以来，农业农村经济取得的成就引人瞩目。粮食连年丰收，产能稳定在 1.2 万亿斤以上，水稻、小麦、玉米三大谷物自给率超过 98%；农民持续增收，人均年收入迈上 1.2 万元台阶；“化肥农药零增长”行动成绩斐然，去年全国化肥使用量首次接近零增长；东部沿海、大城市郊区、大型垦区的部分县市已基本实现农业现代化，国家现代农业示范区已成为引领全国农业现代化的先行区等等。农业现代化已进入全面推进、重点突破、梯次实现的新时期，但目前我国农业内外部环境更加错综复杂，农业科技含量整体偏低、农产品竞争力有待提高等问题仍然存在，农业现代化的难度在不断加大。

**图表 13：我国农业现代化面临的主要难题**

国内农业发展存在的问题	具体描述
在居民消费结构升级的背景下，部分农产品供求结构性失衡的问题	优质化、多样化、专用化农产品发展相对滞后，大豆供需缺口进一步扩大，玉米增产超过了需求增长，部分农产品库存过多，确保供给总量与结构平衡的难度加大。
在资源环境约束趋紧的背景下，农业发展方式粗放的问题	工业“三废”和城市生活垃圾等污染向农业农村扩散，耕地数量减少质量下降、地下水超采、投入品过量使用、农业面源污染问题加重，农产品质量安全风险增多，推动绿色发展和资源永续利用十分迫切。
在国内外农产品市场深度融合的背景下，农业竞争力不强的问题	劳动力、土地等生产成本持续攀升，主要农产品国内外市场价格倒挂，部分农产品进口逐年增多，传统优势农产品出口难度加大，我国农业大而不强、多而不优的问题更加突出。
在经济发展速度放缓、动力转换的背景下，农民持续增收难度加大的问题	农产品价格提升空间较为有限，依靠转移就业促进农民收入增长的空间收窄，家庭经营收入和工资性收入增速放缓，加快缩小城乡居民收入差距、确保如期实现农村全面小康任务艰巨。

来源：《全国农业现代化规划（2016—2020 年）》、中泰证券研究所

- 我们认为农产品的供应和目前大多行业存在一样的情况，低端产品的供给过剩和结构性的供应不足同时存在，如何降低成本和提升产品质量是关键性问题。为了大力推进农业现代化，国务院编制的《全国农业现代化规划（2016-2020 年）》规划到 2020 年，全国农业现代化取得明显进展，国家粮食安全得到有效保障，农产品供给体系质量和效率显著提高，农业国际竞争力进一步增强，农民生活达到全面小康水平，美丽宜居乡村建设迈上新台阶。我们认为要达到此目标需要提倡农业的适度规模经营以及建立现代化的农业服务体系。

### 国内农产品“高成本”凸显，适度规模经营是提升竞争力的起点

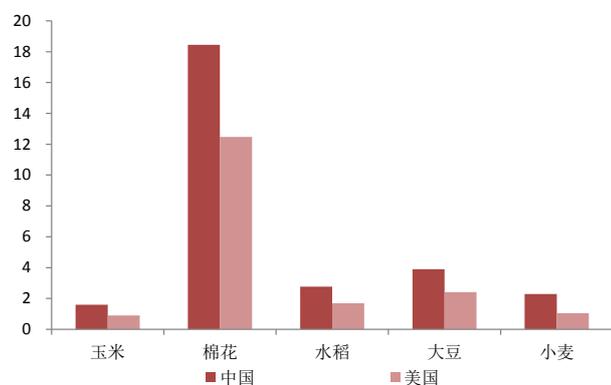
- 随着国内劳动工资水平和自然资源成本逐年上升，我国农产品高成本劣势逐渐凸显，这对中国农产品竞争力和农民纯收入产生了极大的压力。同时，随着中国农产品开放程度逐年提升，国际市场“物美价廉”的农产品对国内农产品造成了较大的冲击，进一步挤压国产作物的市场，其价格也形成了“天花板”作用。

**图表 14: 2016 年国内主要大田作物的成本显著高于美国**

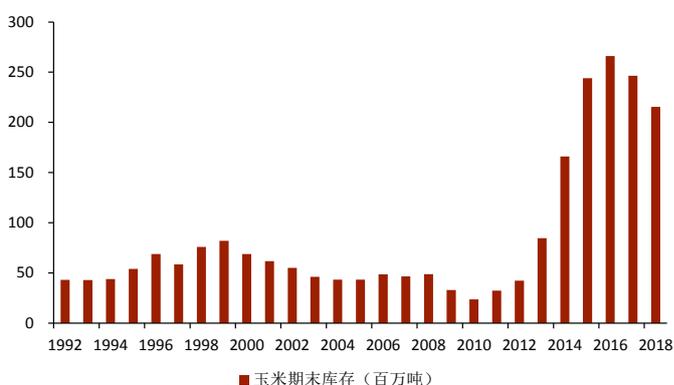
2016年 项目	玉米		棉花		大米		大豆		小麦	
	中国	美国	中国	美国	中国	美国	中国	美国	中国	美国
直接费用(种子、农化等, 元/亩)	358.32	394.39	549.79	486.25	462.76	588.84	190.17	182.78	424.00	122.91
间接费用(折旧、保险等, 元/亩)	11.23	170.83	60.92	198.90	21.77	200.30	11.16	134.52	10.60	123.71
人力成本(元/亩)	458.10	29.30	1393.72	61.61	495.34	114.85	218.11	25.24	370.99	24.28
土地成本(元/亩)	237.94	196.36	302.18	79.47	221.94	163.73	259.00	164.24	206.92	71.87
总成本(元/亩)	1065.59	790.87	2306.61	826.23	1201.81	1067.72	678.44	506.79	1012.51	342.77
总成本(元/公斤)	2.22	1.01	23.41	13.76	2.48	1.83	5.64	2.18	2.49	1.51

来源: wind、中泰证券研究所

- 我们对比了国内和美国在玉米、棉花、水稻、大豆和小麦的生产成本，发现中国 5 种农产品生产成本全面高于美国。从每公斤成本来看，5 种农产品中，大豆的成本劣势最为明显，国内每公斤大豆成本比美国高 159.5%，其次是玉米，国内玉米每公斤成本比美国高 120.5%。成本最低的是水稻，每公斤成本比美国高 35.3%。此外，棉花每公斤成本比美国高 70.1%，小麦每公斤成本比美国高 65.4%。
- 较高的产品生产成本自然要求较高的市场价格，但在农产品开放程度逐渐提高的背景下，国外产品的冲击逐渐加大，中国农产品不仅正在丧失走出国门的竞争力，而且在国内市场上也面临“洋货入市、国货入库”的困境。

**图表 15: 中国农产品价格显著高于美国 (元/KG)**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 16: 玉米库存仍在高位**


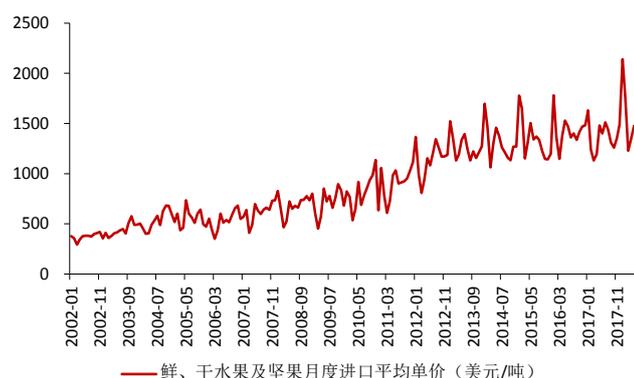
来源: wind、中泰证券研究所

- 从作物生产成本结构看，国内成本偏高的主要原因在于人力成本和土地成本明显较高。中美人力成本存在较大差异，主要在于中国的农业机械作业水平较低，导致人力成本明显偏高。美国大量采用机械作业，其人力成本比重较低，其机械成本就体现到物耗费用中的燃料费、材料和维修费以及间接费用中的折旧费等。进一步拆分直接费用(种子、农化等)，美国的种子费用比重除小麦外，普遍高于国内；棉花和小麦的化肥费用显著低于国内；农药除小麦外，普遍高于国内。
- 人力成本过高，折射出中国的农业机械化作业水平低，直接费用的差异，也反映出我国农业整体科技水平偏低。随着我国社会的老龄化和城镇化，农村人力成本将继续升高，如何降低劳动力成本和提升产出效率是提高中国农产品成本竞争力的重要课题。从国外发展的经验来看，大力提高农业机械化作业水平是降低劳动投入的必由之路，而提高农业机械化作业水平的基本前提是形成适度农场规模。

**经济作物消费升级需求提升，对于农业服务的可接受性更高**

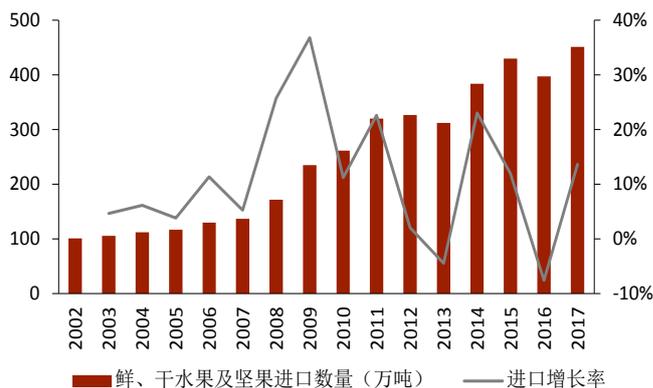
- 从经济作物的角度来说，我们认为国内渡过了物资匮乏的时代，消费升级是经济作物运行的方向，而且经济作物由于附加值较高，更愿意为能够生产出较好品质的农业服务方案买单。国内目前的经济作物面临质量缺陷、标准化程度低等一系列问题，导致目前进口的经济作物越来越多，价格也一直在提升。2017年，国内鲜、干水果及坚果进口数量同比提升13.6%，自2007年以来复合增速超过20%，展现出国内消费升级的趋势一直存在，在经济作物上国内存在结构性的供需失衡。

**图表 17: 水果等进口平均单价持续提升**



来源: wind、中泰证券研究所

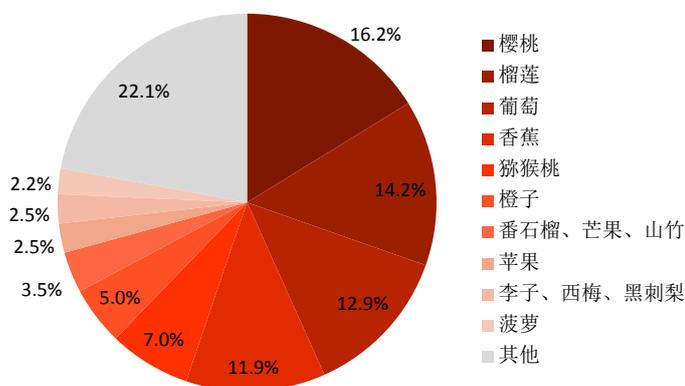
**图表 18: 水果等年度进口数量持续提升**



来源: wind、中泰证券研究所

- 从具体进口水果的比例来看，2016年进口增长最快的是樱桃。樱桃进口金额从2013年的2.86亿美元增长到2016年的7.93亿美元，增长率高达177%，2016年以18%的增长率成为大陆进口额第一的水果品类，在中国进口水果市场上占据17%的份额。第二名是榴莲，2016年进口额增长了22.1%至6.94亿美元。葡萄得益于7.2%的增长率而稳坐第三名宝座。十大进口水果中增长率最高的是橙子，2016年增长率高达46.5%。猕猴桃也呈现强劲增长态势，自2013年以来猕猴桃进口额已经上涨了近183%，并继续呈现上涨趋势，2016年进口额增长28.6%至3.43亿美元。

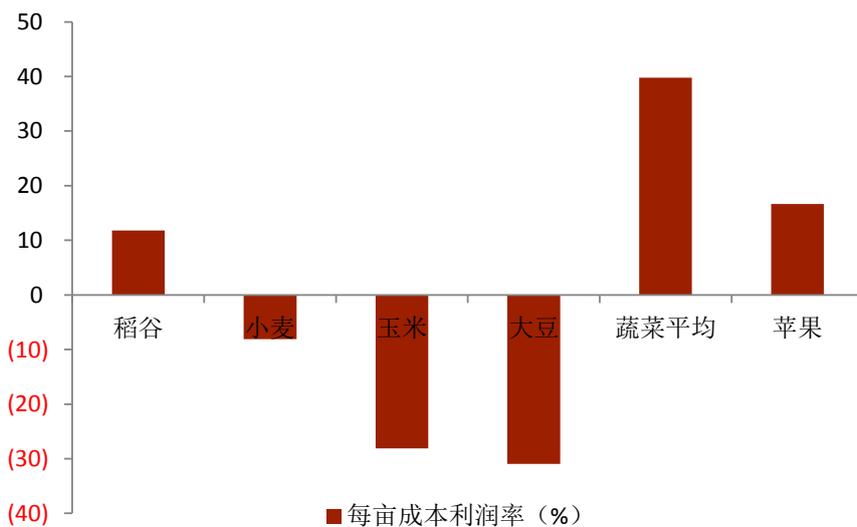
**图表 19: 2016 年我国主要进口水果的比例**



来源: 美农商务咨询、中泰证券研究所

- 橙子是中国的传统品种，猕猴桃的原产地也是中国，但进口橙子和猕猴桃却呈现快速增长态势，彰显出国内部分经济作物从供应短缺变为供应过剩与供应不足同时存在的结构性矛盾。高品质的、不同的、安全有机的、知名品牌或者高价值的水果正在被越来越多的国内中产阶级需求，而生产高品质的经济作物需要高水平的基地管理以及产品的标准化，而从国外的生产经验来看，科学的种植和全产业链的管理往往需要专业的农业服务来完成。

**图表 20: 经济作物效益大于大田作物**

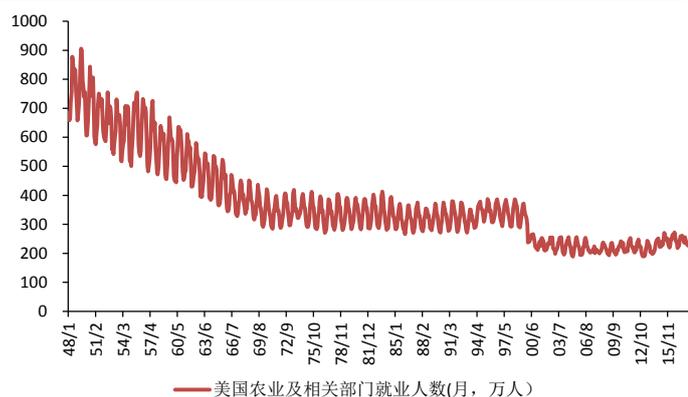


来源: wind、中泰证券研究所

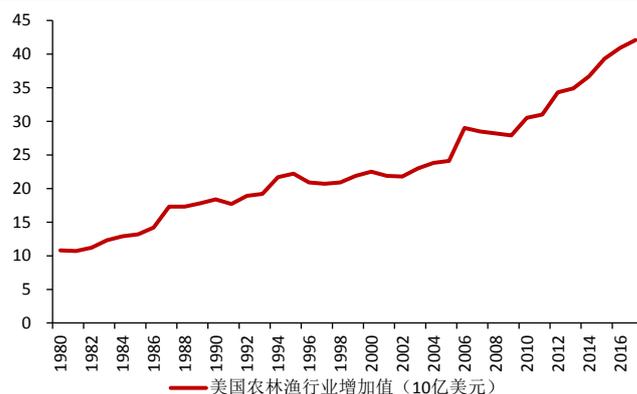
- 从不同作物的每亩成本利润率的角度来看，经济作物的利润率要普遍高于大田作物的利润率。因此总体上来说，种植经济作物的农户对于服务的价格可接受性会比大田作物的农户要高。而且从蔬菜的每亩成本利润率的年度变化角度来说，呈现出逐年下降的趋势，因此要保证经济作物的盈利能力维持或者提升，需要更为科学的种植方式，以提升相关产品的种植效率和品质。因此在经济作物领域，农业服务是更为迫切的需求，而相比于大田作物领域，农业服务在经济作物领域成功的可能性也就更大。

### 美国现代农业服务体系的构建推动农业技术的进步

- 美国农业生产发展的历程经历了由小规模分散粗放型家庭经营，到家庭适度规模经营，最后发展到专业化综合性家庭大规模经营阶段。二百多年的时间，美国成为世界上农业最发达国家。美国的规模化种植开始于二战时期，战争推动工业需求，导致农村人口流向城市工业，农村劳动力匮乏，进而推动了土地的实际生产率的提升。从美国农业及相关部门的就业人数可以看出，美国的从事农业的人数一直在减少，但农业的增加值却一直在提升，体现出其农业产出的效率不断提升的趋势。

**图表 21: 美国农业及相关部门就业人数(月, 万人)**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 22: 美国农林渔行业增加值 (10 亿美元)**


来源: wind、中泰证券研究所

- 在美国, 大型家庭农场占据农业生产的主导地位, 并呈现出规模大、机械化水平高等特点。从耕地面积看, 2011 年美国大农场占据绝大多数, 2000 英亩以上的农场面积占总耕地面积的 34.3%, 1000 英亩以上的农场面积占总耕地面积的 53.7%, 而 200 英亩以内的农场数量占总农场数量的 77.8%, 但面积仅占耕地总面积的 14.9%。2014 年, 50 万美元及以上销售值规模农场的经营面积达到所有农场总面积的 41%, 但其农场数目仅占农场总数的 7.9%, 由此可以看出, 大多数的农场土地经营来自美国国内相对较少的大农场。

**图表 23: 2014 年不同销售值规模农场的分布与变化**

销售值 (美元)	农场数目			总面积			平均农场面积 (km <sup>2</sup> )
	农场个数 (万个)	占总农场数目比例	比上年变化 (个)	总面积 (万 km <sup>2</sup> )	占总农场面积比例 (%)	比上年变化 (万 km <sup>2</sup> )	
1000~9999	100	50.6	-27000	6677.4	9.9	-174.96	34.8
10000~99999	62.5	29.9	3000	7848.9	21.2	-2.43	126.4
100000~349999	14.5	7	2000	5220.5	14.1	-78.2	364.1
250000~499999	9.7	4.7	600	5074.7	13.7	-6.1	522.5
500000 以上	16.5	7.9	3100	15151.1	41	220.3	918.1

来源: 美国农业部、中泰证券研究所

- 规模化生产提高了土地利用效率, 随着农场规模的扩大和机械化程度的提高, 农场的盈利能力也得到相应提高。从五大农产品类别 (玉米, 大豆, 小麦, 水果, 蔬菜) 农场的表现来看, 较大的农场实现了更好的财务表现, 体现出耕地面积越大, 股本的平均回报率越高。

**图表 24: 2008-2011 年美国不同规模农场股本平均回报率 (%)**

耕地面积 (英亩)	农场类别				
	谷物	大豆	小麦	水果/坚果	蔬菜/瓜
<10	/	/	/	-1.4	-0.9
10-49	/	/	/	-0.2	2.7
50-99	/	/	/	4.1	-1.9
<100	-0.9	-1.3	-2.6	/	/
100-249	1.2	-0.03	-0.6	5.4	8.1
250-499	2.9	1.1	0.6	3.8	17.8
500-999	4.8	1.7	0.4	7.1	8.9
≥1000	/	/	/	10.7	17.9
1000-1999	5.3	5.4	4.6	/	/
≥2000	8	8.2	5.5	/	/

来源: CNKI、中泰证券研究所

- 美国农场整体规模水平还在继续提高。2008-2014 年美国农场数目呈下降趋势，由 2008 年的 218 万个下降到 2014 年的 208 万个，美国单位农场面积由 170.37hm<sup>2</sup> 上升到 177.25hm<sup>2</sup>，整体上升 4.04%。其中 2014 年比 2013 年的农场数目下降了 1.8 万个，减少的农场全部分布在 1000~9999 美元销售值区域，这是因为在完全市场竞争的条件下，良好的技术装备就是最大的生产力。2016 年美国农场数量估计为 206 万个，比 2015 年减少 8000 家。
- 在规模经营逐渐成熟的条件下，对生产效率的渴求催生了对农业服务的需求。这也引发了 60 年代后期在美国越来越多的农业现代化服务公司的出现从事商业性农业生产服务。从事农业服务的公司从生产商/经销商买来农资（种子、化肥、农药、农机具等），同时提供病虫害预测、植保技术、施肥药服务、以及培训连带技术上门服务于农民。农业服务公司不仅产生规模效应，还同时带动了整体农业科技的进步和推广。

图表 25: 大田飞机喷洒农药场景



来源：中泰证券研究所

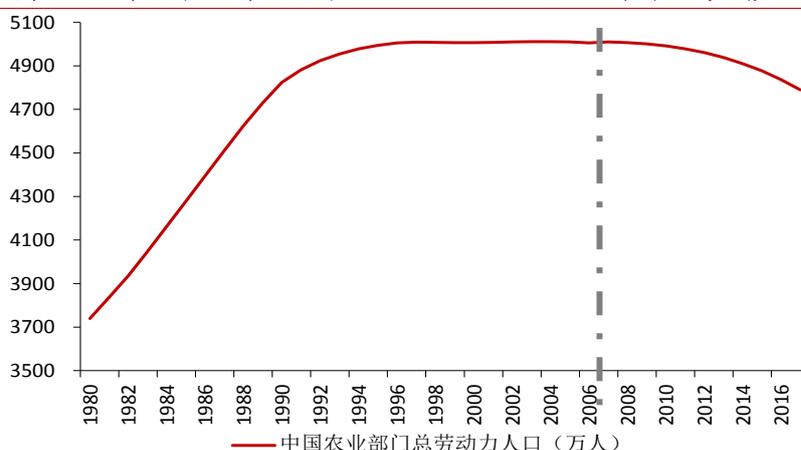
图表 26: 大型机械收购场景



来源：中泰证券研究所

- 在农产品开放程度逐渐提高的背景下，国外农产品的冲击迫切要求国内农业科技、效率的提升，同时由于我国正处于工业化进程中，农村劳动力的急剧减少，使得我国目前状态与美国规模农业发展初期的情况非常相似。我国农业规模化经营逐步实现后，对专业农业服务的需求也将逐步提升。

图表 27: 中国农业部门总劳动力人口（万人）07 年开始净减少

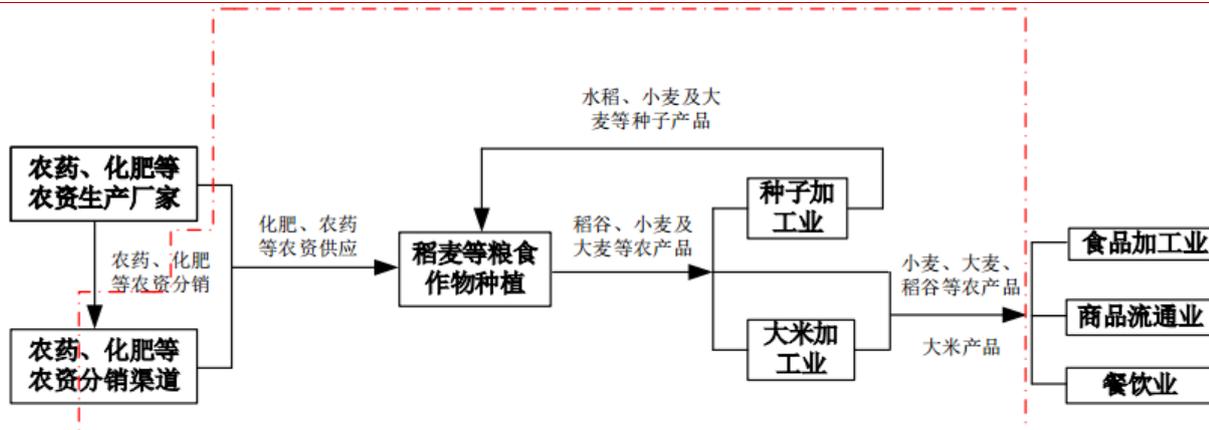


来源：wind、中泰证券研究所

以国内规模经营公司苏垦农发为例，规模化经营产生效益显著

- 我们以目前国内规模化种植经营企业苏垦农发的经营结果为例，测算国内大规模种植企业的规模效益增量，结果显示每亩地能够（自有地水稻）产生增量效益约 230 元，100 万亩则是 2.3 亿的增量效益，表明科学的规模种植确实能够带来较大的效益提升。
- 苏垦农发是一家以自主经营种植基地为核心资源优势的产业链规模化国有大型农业企业，主要从事农资采购、种子加工、原粮种植、大米加工和农资贸易，业务涵盖粮食产业链各个环节。截至 2017 年底，公司拥有 120 万亩优质耕地，其中约 98 万亩来自苏垦集团，另 23 万亩来自社会流转。

图表 28：苏垦农发是产业链规模化经营的农业企业



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **规模化经营产生科学的种植方式。**例如在水稻种植方面，苏垦农发集成推广“优质高产品种+标准化集中育秧+全程机械化+精确定量栽培+防灾减灾”的技术模式，选育推广高产优质品种，推广标准化集中育秧技术，推广实施全程机械化技术和农艺措施精确定量栽培技术（集成培育壮秧、定量移栽、精确施肥、科学管水、综合防治病虫害等技术），再加上防灾减灾应变技术，使公司的种植成本显著低于江苏省和全国平均，种植产量也高于江苏省和全国平均。

图表 29：苏垦农发科学规模化经营相较于全国平均水平的效益增量测算

每亩成本节省增益	粳稻		小麦	
	2016年	2015年	2016年	2015年
全国平均	1,368.45	1,370.71	1,012.51	984.30
苏垦农发	1242.6	1330.4	808.4	860.8
成本节省（全国-苏）	125.8	40.3	204.1	123.5
每亩产量增长增益	粳稻		小麦	
	2016年	2015年	2016年	2015年
全国平均	555.54	554.56	406.34	420.79
苏垦农发	590.9	634.81	419.28	452.79
产量增量（苏-全国）	35.4	80.3	12.9	32.0
单价（元/KG）	2.9	3.0	2.2	2.3
收入增量	103.8	236.8	28.9	74.5
总效益增量（成本节省+收入增量）	<b>229.6</b>	277.2	<b>233.0</b>	198.0

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 效益就是竞争力，从规模化经营的效率提升角度来看，适当规模经营的方式将会产生较大的竞争力。通过测算我们得知，如苏垦农发这样的规模种植企业，在整体成本和产出效率上进行比较大的提升后，每亩水稻能够产生增量效益约 230 元，带来较大的效益提升，进而产生较强的竞争力。较大的效益提升是农场主体不断进行土地流转的动力，也是规模化经营不断实现的基础，而规模化经营又会产生必要的农业服务需求。

#### 土地确权即将完成，流转加速或将促进农业规模化经营

- 土地确权是依照法律、政策的规定确定某一范围内的土地的所有权、使用权的隶属关系和他项权利的内容，是农村土地流转的前提。我国自 14 年开始进行土地确权，目前全国确权工作取得了积极进展，截至 2017 年底，全国 31 个省（区、市）均开展了承包地确权工作，承包地确权面积 11.59 亿亩，占二轮家庭承包地（账面）面积的 80% 以上。2018 年农村承包地确权工作进入收尾阶段，实现全国农村承包地“一张图”不缺不漏。土地确权正在进入尾声，大面积的土地流转经营已经具备实施基础。

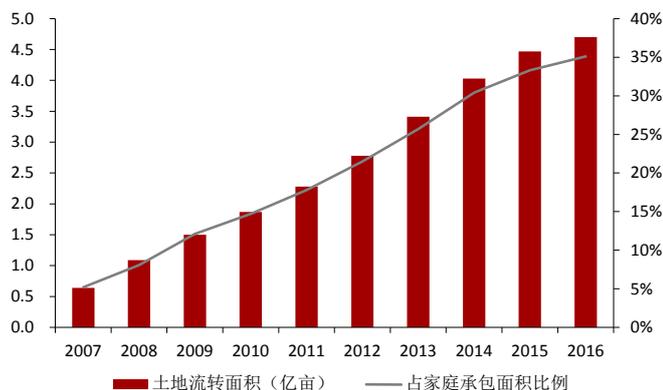
图表 30: 关于土地确权的政策和进度

时间	政策/进度	备注
2013年	中央一号文件	农村土地确权登记颁证开始，明确时间节点，5年内基本完成。
2014年	《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》	继续推进确权颁证工作，重申5年左右完成确权。农业部选择了山东、安徽、四川3个省进行整省推进试点。
2015年	中央一号文件	以确权到户为主，严格控制确权确权不确地的范围。在2014年基础上，再选择江苏、江西、湖北、湖南、甘肃、宁夏、吉林、贵州、河南等9个省（区）开展整省试点。其他省（区、市）根据本地情况，扩大开展以县为单位的整体试点。
2016年	中央一号文件	稳定农村土地承包关系，完善“三权分置”办法。明确农村土地承包关系长久不变的具体规定，继续扩大农村承包地确权登记颁证整省推进试点。
2016年	《关于进一步做好农村土地承包经营权确权登记颁证有关工作的通知》	再次重申2018年底，除一些少数民族及边疆地区外，基本完成确权登记颁证工作。
2017年		确权登记颁证工作2017年又增加北京、天津、重庆、福建、广西、青海等6个省份开展整省试点，整省试点省份达到28个，已基本在全国全面铺开。
2017年底		截至2017年12月底，全国31个省（区、市）均开展了承包地确权工作，共涉及2747个县级单位、3.3万个乡镇、54万个行政村；承包地确权面积11.59亿亩，占二轮家庭承包地（账面）面积的80%以上。
2018年		农村承包地确权工作进入收尾阶段，2018年实现全国农村承包地“一张图”不缺不漏。

来源：土流网，中泰证券研究所

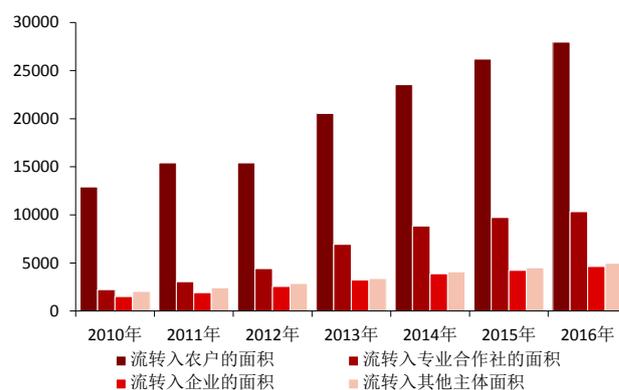
- 截止至 2016 年，我国已完成 4.7 亿亩的土地流转，约占家庭承包面积比例 35.1%，流转占比持续提升。从土地流转的去向来看，目前流入农户的面积最大，占比约为 58% 左右；增速较快的是专业合作社，企业参与流转的积极性一直偏低。从 14 年开始，因为农产品价格下跌以及土地权属界定等原因，土地流转速度变慢，2016 年不到 10%，我们认为后续在土地确权结束之后，叠加农产品价格的回暖，土地流转的速度有望加快。

图表 31: 土地流转面积(亿亩)及占比



来源: 土流网、中泰证券研究所

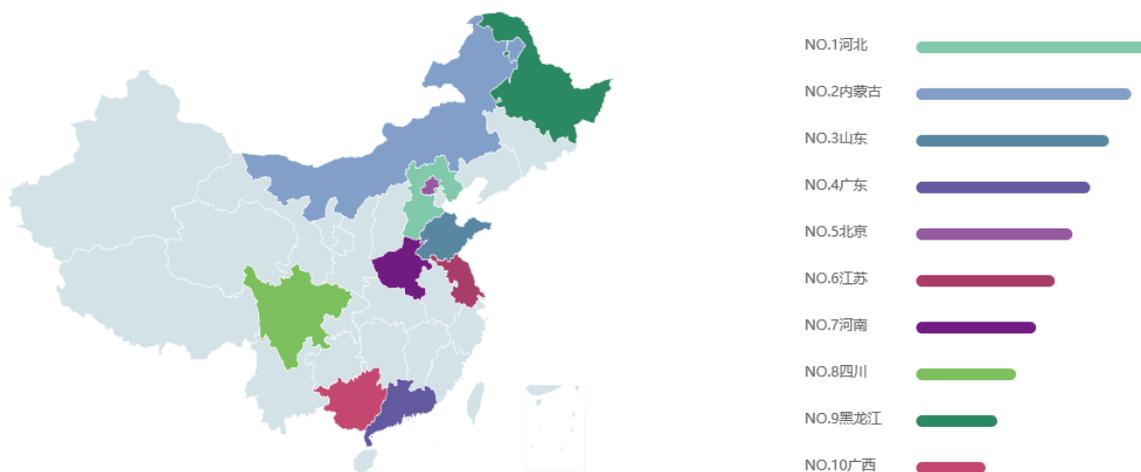
图表 32: 土地流转主要去向是农户



来源: 土流网、中泰证券研究所

- 2016年,我国流转面积占家庭承包经营耕地面积的35.1%,提高1.8个百分点。流转出承包耕地的农户达6788.9万户,占家庭承包农户数的29.7%,上升2.2个百分点。有10个省市家庭承包耕地流转比重基本达到或超过40%,分别是:上海74.8%、江苏60.2%、北京60%、浙江53.8%、黑龙江50.4%、天津45.6%、重庆42.4%、安徽40.9%、湖北39.7%、湖南39.6%。

图表 33: 土地流转成交面积前十省份



来源: 土流网、中泰证券研究所

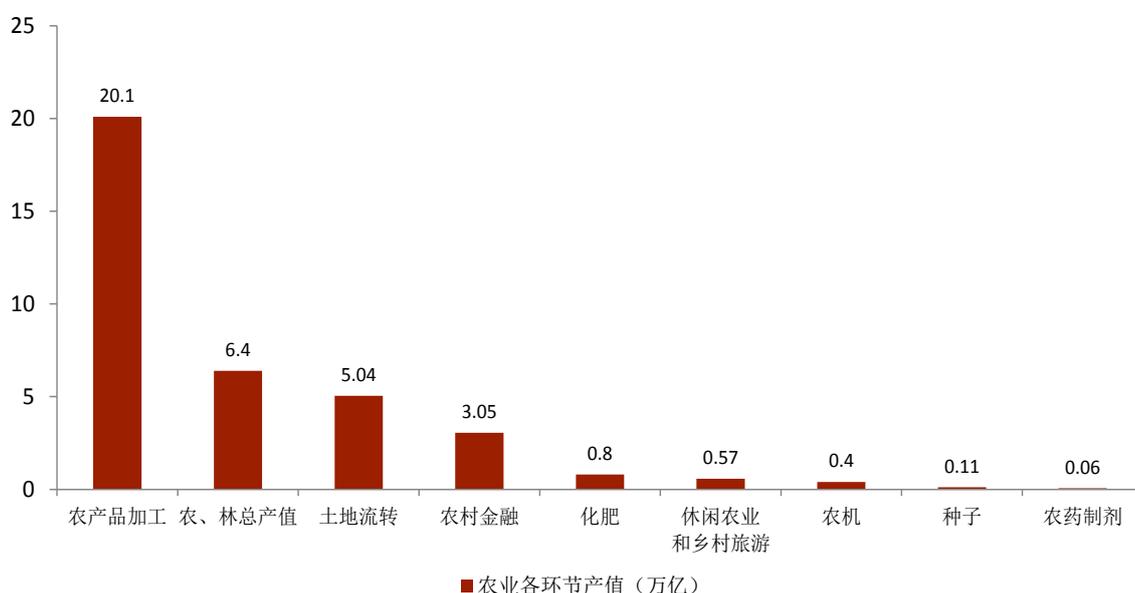
- 2016年,各类家庭农场经营耕地5675.0万亩,平均每个家庭农场(主要来自种植业家庭农场和种养结合类家庭农场)经营耕地在175亩左右(约28.9英亩)。从事粮食生产的家庭农场,耕地经营规模在50-200亩之间的占63.2%,200-500亩的占27.5%,500-1000亩的占6.8%,1000亩以上的占2.5%。从经营耕地的来源看,家庭承包经营的耕地面积1288.9万亩,占22.7%,比2015年增长2.3个百分点;流转经营的耕地面积4014.9万亩,占70.8%,以其他承包方式经营的耕地面积371.2万亩,占6.5%。
- 2016年经营规模50亩以上的农户数持续增加,达到376.2万户,增加19.6万户,增长5.5%,占总农户数的1.4%。其中,经营规模50-100亩、100-200亩、200亩以上的农户数分别为252万户、88万户、37

万户，占 50 亩以上农户数的 67%、23.3%、9.7%。

### 农业服务市场空间大

- 从我国农业产业链各个节点产值来看：2016 年我国农业（农、林业）产值为 6.39 万亿元；规模以上农产品加工企业主营业务收入达到 20 万亿；“三农”金融缺口高达 3.05 万亿元（中国社会科学院“三农”互联网金融蓝皮书）；当前我国土地流转面积为 4.7 亿亩左右，按每亩 350 元/年的标准计算，30 年流转年限对应的是 5.04 万亿的市场；2016 年休闲农业和乡村旅游营收 5700 亿；农资产值接近 2 万亿元，其中种子 1170 亿、化肥 8000 亿、农药制剂 600 亿，农机 4000 亿。

图表 34：农业各环节产值规模



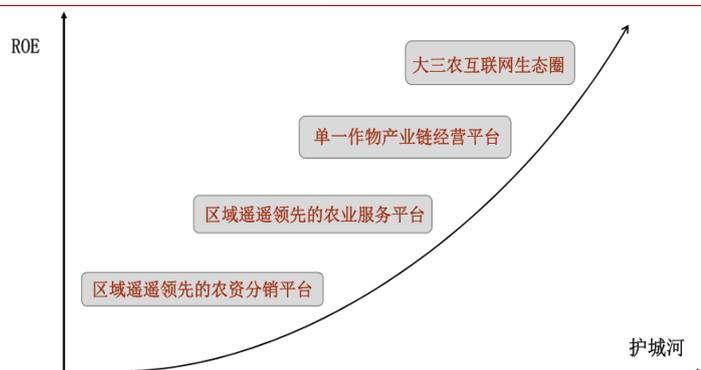
来源：wind、观研天下、中泰证券研究所

- 在农业产业链的各个环节，农业服务均有用武之地，而农业服务目前的变现模式主要是以服务带动农资（或产品）的销售，进而可以以农资的市场合计来测算农业服务的市场空间，仅农药+化肥+种子+农机具的市场就有望超过万亿。进一步地，当农事服务能够有效地提升农业种植的效率和质量的时候，农业服务的变现也可以是消费升级和产业链增值中产生的利润。
- 现代农资分销商需充分满足农户尤其是种植大户的便捷化、多样化、平价化、专业化需求，以综合农业服务能力和农资流通上下游资源为依托，提供全面、平价、针对性强、响应及时的农资分销服务，为农户提供正品低价的农资产品和一体化种植的最优解决方案。

## 田田圈---现代农业服务主体先驱者，独特经作切入点生命力强

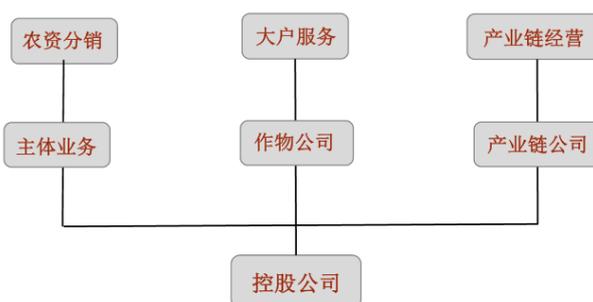
- 田田圈是诺普信旗下综合的农业服务平台，是诺普信大力布局农业服务的载体。田田圈通过参控股各地优秀经销商，依托田田云所构建的线上信息化及互联网平台，打造出一个区域性领先的农业综合服务平台，并通过产品、技术、人才、管理等诸多方面对平台赋能，使其衍生出农资分销、技术服务、农业服务、普惠金融、农业信息化服务、农产品供应链服务等多个职能模块，目标构建成“大三农互联网生态圈”。诺普信也依靠田田圈从农业生产资料产品商、分销商已逐步向农业综合服务商转型升级，并逐步构建“双主业双轮驱动”的态势。

图表 35：田田圈预期构建的平台



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 36：田田圈的主要业务范围



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 田田圈正处于一个优质的赛道，也就是大势所趋的农事服务领域中，且公司以经济作物为重心切入，发展模式更具较强的生命力。而我国地大物博，农作物类型众多，各个地区除了定下做农事服务这个大方向，还需要本土化的具体服务方案和做服务的人，这就需要公司掌握优质的线下经销商资源。我们认为田田圈的经济作物农服的优质赛道+头部经销商的实力车手将使田田圈迸发出强劲的增长动能。

### 农业服务是对农资销售渠道的归口，最关键的是提供方案和服务的人

- 从农业服务达成的效果上来看，实质上就是新型的农业服务主体对传统分销渠道的归口，新型主体通过农业服务增加农民粘性，进而对农药、化肥、种子和农机具等农资的套餐式销售，附加在种植产业链上进行一系列的服务内容。农业服务主体对传统分销渠道归口的关键在于提供的方案和具体服务的人。
- 因为我国农村人口的分布较为分散，若是重新配置覆盖到乡镇的农业服务体系，难度较大、耗时较长，且农村目前本就存在传统的农资销售体系，天然就是转型为农业服务的人员队伍。我们从 15 年大量进行的农村电商的试错结果来看，农资分销必须要依靠优质的线下渠道为前提，以农业服务作为加持，为将来更好的切入农资分销领域铺好赛道。
- 对比目前现有的几种农资销售渠道，农药分销往往配套一些使用说明服务，技术壁垒高于化肥、种子等其他农资产品。农药使用不当，会造成作物伤害、杀虫效果不佳等问题，纯粹的化肥或种子经销商难以给客户

提供农药使用方面的相关指导，所以从提供的角度来说，农药渠道优势较为突出。而从购买的频率上来说，农药、化肥、种子的购买频率显著高于农机具的购买频率，因此后者渠道对农民的粘性较低。综合分析，我们认为就传统的农资分销渠道来说，农药渠道的优势>化肥渠道>种子渠道>农机具渠道。

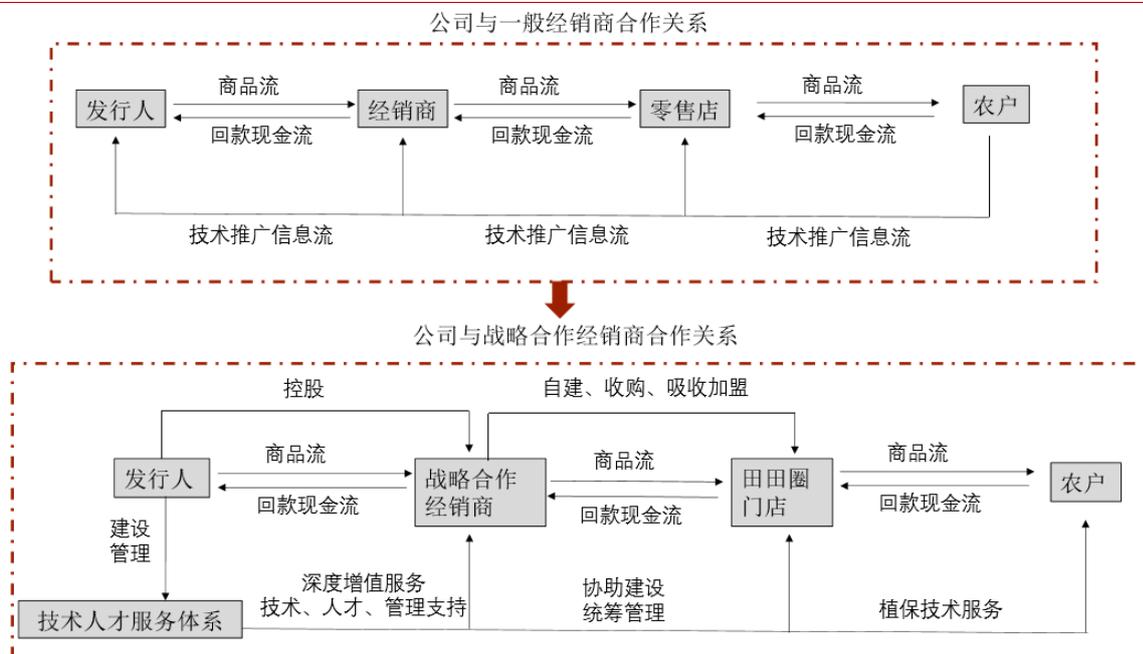
**图表 37: 国内主要农资企业的渠道布局情况**

农资公司	销售人员	渠道布局
诺普信	2104	直接覆盖2300经销商，零售店2600多家，间接辐射的零售店可达10万家以上
海利尔	514	持续存在业务往来的经销商共计1100家，15年总计1663家
金正大	1892	5000余家一级经销商，10万余家二级经销商
新洋丰	1052	一级代理商4500多家，终端零售商60000多家
史丹利	1467	3000多家一级经销商，10万多家村级经销网点
隆平高科	1168	
一拖股份	798	拥有农机和柴油机经销商共806家

来源：wind、中泰证券研究所

- 经过多年发展，诺普信已拥有国内最为贴近农村终端的基层营销服务网络，可直接覆盖的经销商 2300 多家、零售店 2600 多家，间接辐射的零售店可达 10 万家以上，为国内广大的农户提供面对面的技术指导和服务。覆盖全国范围的网格化营销服务体系，使公司具备一般农资企业难以比拟的全国营销网络整合优化能力。

**图表 38: 田田圈试图重构厂家-经销商-农户的关系**



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 诺普信通过在原有经销商体系的基础上，筛选出一批优质经销商，与其共同出资成立农业服务公司，构建利益共同体，打造出一个区域性遥遥领先的农业综合服务平台，并通过产品、技术、人才、管理等诸多方面对平台赋能，使其衍生出农资分销、技术服务、农业服务、普惠金融、农业信息化服务、农产品供应链服务等多个职能模块。我们认为在目前

的农业环境下，原药大幅提价挤压下游利润空间，农产品价格低迷造成农资整体市场下滑，经销商有较强的动力去与诺普信等较强平台合作，经销商的集中趋势逐步显现。

**图表 39: 2016-2017 年公司部分控股经销商**

公司	注册地址	备注
海南诺泽农农业发展有限公司	海南省海口市	2017年收购
烟台顺泰植保科技有限公司	山东省烟台市	2017年收购
山东灏诺植保有限责任公司	山东省菏泽市	2017年收购
安徽凤凰岭田田圈农业股份有限公司	安徽省滁州市	2017年收购
乐山思贝尔农资有限公司	四川省乐山市	2017年收购
嫩江嫩诺农业服务有限公司	黑龙江省黑河市	2017年新设
黑龙江铭泽丰农业服务有限公司	黑龙江省讷河市	2017年新设
宁夏辰欣现代农业科技服务有限公司	宁夏平罗县	2017年新设
漳州市诺盛农业发展有限公司	福建省漳州市	2017年新设
张家口瑞德丰农业科技发展有限公司	河北省沽源县	2017年新设
陕西满树红农业科技有限公司	陕西省西安市	2017年新设
河南邦园植保科技服务有限公司	河南省焦作市孟州市	2016年增资
新疆桂普农业科技有限公司	新疆昌吉州昌吉市	2016年增资
临泉县瑞达农资有限公司	安徽省阜阳市临泉县	2016年增资

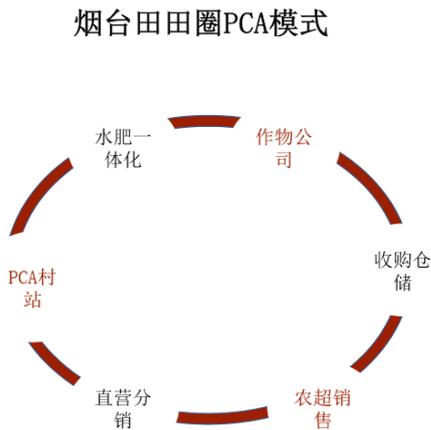
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 田田圈自 13 年开始进行和经销商的股权合作，进行参股和控股经销商。截止到 2016 年底，诺普信合计控股经销商 15 家，参股经销商 180 家，品牌授权合作 2000 多家，已经有了数年的参股、控股的试错和成功经验。在明晰了农事服务的发展方向之后，公司也是迫切需要进行线下区域性的服务平台，而前期与众多经销商的合作经验将使公司在线下布局的过程中更具备甄选出优质主体的能力。

#### 头脑风暴本土化运营模式，各地区经验总结分享是平台领先性的体现

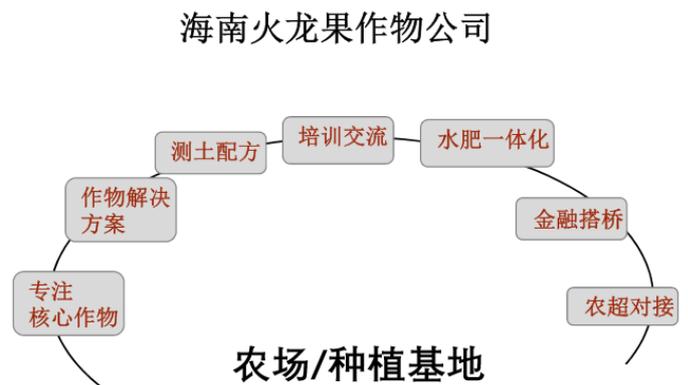
- 我国地大物博，作物众多，不同的地区会有不同的种植方案，我们认为大规模的农业服务生存的基础是适当的本土化运营模式。田田圈可以充分发挥区域的农业服务平台，根据当地农业基础（气候、土地规模、土质、农作物品种、农户需求、政府支持政策等）、市场资源、竞争状况等因素因地制宜地开展本地化农业服务，提高农业综合服务的效率和针对性。
- 对于不同的作物品种，田田圈通过自身的实践，也总结出不同的发展模式，且这些不同的发展模式都是参控股相互借鉴成功经验、根据当地实际情况摸索出来的，具有较强的本土化适应性，也具有成功经验的共性。我们认为各地区经验总结分享，然后再衍生出适当的本土化服务模式也是田田圈平台领先性的体现。
- 对于现有的经济作物，田田圈通过科学种植方式的推广来提升原有种植户的种植效率与种植品质。比如在烟台的苹果种植领域，田田圈总结出 PCA 模式，2017 年通过乡镇体验中心，30 名专业的 PCA+410 名田哥/姐在田间地头进行农业服务，服务面积约 2 万亩。因为掌握了优质苹果的生产，包括套袋技术的升级，苹果品质得到了保证，这导致很多下游企业主动寻求合作。

图表 40: 烟台田田圈 PCA 模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 41: 海南火龙果作物模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 针对南方大型的经济作物农场主，田田圈成立专业作物公司，一个公司就对单一作物进行从作物品种引进、测土配方、种植解决方案、植保飞防、下游销售等产业链综合服务能力的搭建。17年田田圈在海南成立了6个作物公司（聚焦单一作物，专业服务），比如火龙果、金菠萝、槟榔、哈密瓜和毛豆等。从经营结果上看，这类公司增速较快，17年服务面积1.2万亩，18年服务面积3万亩，占海南称规模种植面积基地总面积的25%以上。
- 从大田作物的角度来说，从种到收的全过程服务是基本模式。公司主要通过控股经销商试点农事综合服务业务，目前已在安徽、湖南、江苏、河南及东北为超过40万亩大田种植提供综合农业服务，对农业综合服务市场、业务开展已经具备了深刻理解。

图表 42: 公司前期大田作物主要农业服务试点情况

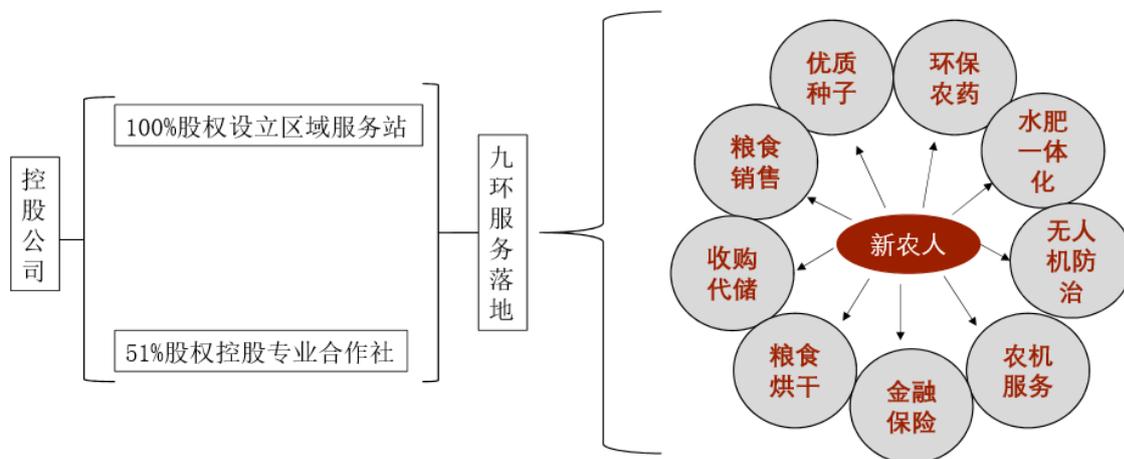
控股、参股经销商	服务地点	服务面积（万亩）	服务内容
黑龙江铭泽丰农业服务有限公司	黑龙江省讷河县	15	全程农事服务
湖南田园牧歌植保科技服务有限公司	湖南省岳阳县	10	全程农事服务
扬州田田圈农业科技服务有限公司	江苏宝应	5	烘干、回收、飞防
安徽凤凰岭农业发展有限公司	安徽省凤阳县	7	全程农事服务
河南邦园植保科技服务有限公司	河南省孟州市	3	全程农事服务

来源：公司公告、中泰证券研究所

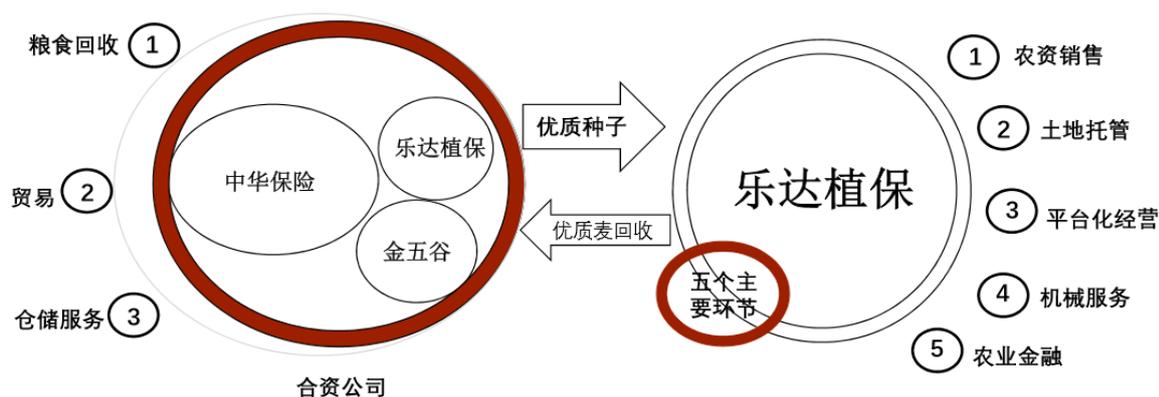
- 田田圈水稻总结出九环服务模式，从农资开始到如喷药、施肥、农机服务，包括最后和中储粮的合作包括烘干，都是全覆盖的。岳阳市18年水稻的服务面积达到20万亩。田田圈的小麦作物也总结出全产业链的闭环服务模式，优质小麦基本上可以让农民每公斤增收1块钱，目前18年周口优质小麦面积达到10万亩，规划三年内达到50万亩。

图表 43: 田田圈总结的水稻、小麦服务模式

### 水稻产业九环服务模式



### 小麦产业链闭环模式

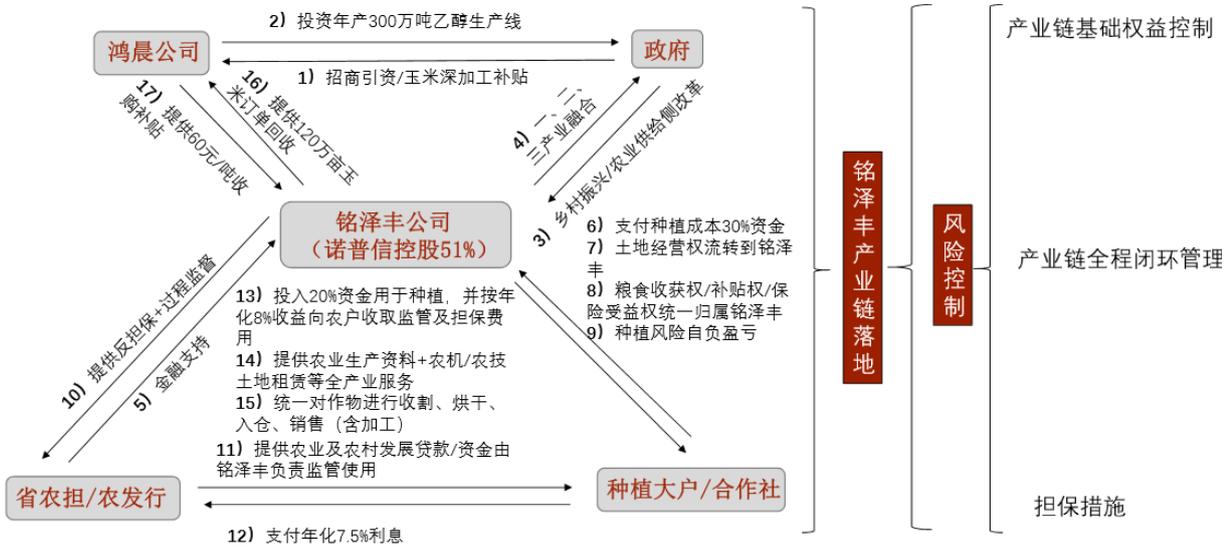


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 在北方的大田作物区，田田圈以控股公司为衔接，把农民、政府、银行和加工企业全部衔接起来，利用多方面的资源，掌控土地进而归口农资销售，18年服务面积可以达到30万亩，预计未来三年将保持较快的发展速度。

图表 44: 北方大田作物以土地流转作为基础

黑龙江大田产业农业综合服务模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 经过几年的不断试错和总结，南北的经济和大田作物公司都总结出各自可行的服务模式，进而使得公司的可推广和可复制性大大提升，为公司的服务规模的迅速扩大提供了有益支撑。我们认为经济作物农场主在对农作物质量的要求下衍生的对农事服务的需求将会更为迫切，进而对农事服务的可接受性更大，在经济作物的农事服务行业也就更具生命力。而大田作物的需求在于降低成本和全产业链的服务，因为市场空间较大，所以导致此领域的农事服务规模能够较快提升，但盈利能力更受制于大田作物的价格。

**图表 45: 大田作物规模较大**

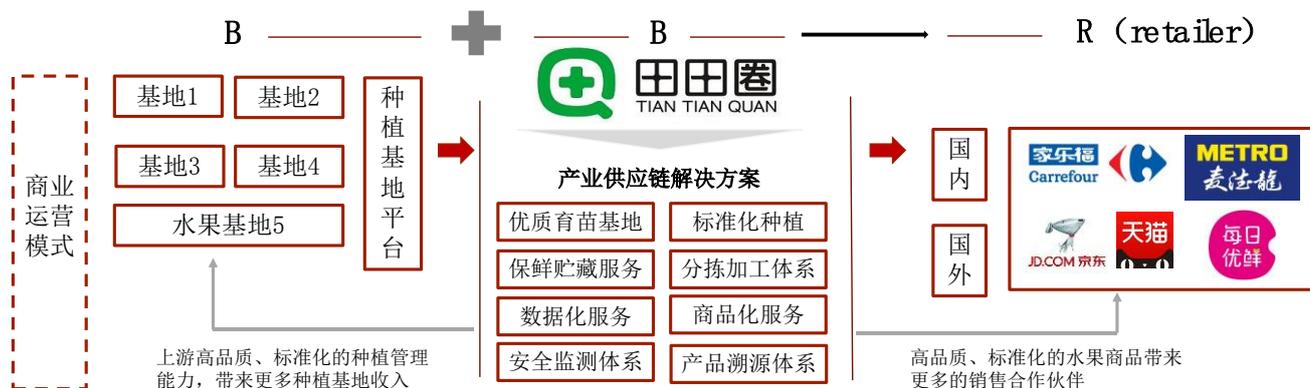
省区	县级中心	大田作物	总耕地面积 (万亩)	50亩以上大户数 (户)	务农人口 (万)
湖南	岳阳县	水稻	60	3000	27
	平江县 (国家级贫困县)	水稻	55	2800	25
	鼎城区	水稻	110	4000	32
	汉寿县	水稻	95	2500	30
安徽	凤阳县	水稻、小麦	128	1360	23
	临泉县 (国家级贫困县)	小麦、玉米	133	880	55
湖北	潜江市	水稻	86	1200	60
	鄂州市	水稻	55	890	43
河北	临漳县	小麦、玉米	70	1000	20
	沽源县	土豆	120	5000	10
	任县	小麦、玉米	30	500	12
江西	鄱阳县 (国家级贫困县)	水稻	100	20000	20
	泰和县	水稻	95	1500	15
陕西	渭南县	小麦、玉米	60	143	10
河南	孟州市	小麦、玉米	38	1520	27
	济源县	小麦、玉米	18	1500	120
	项城县	小麦、玉米	115	4600	78
	淮阳县 (国家级贫困县)	小麦、玉米	125	5000	96
	内黄县	小麦、玉米	105	4200	75
	太康县	小麦、玉米	175	7000	134
	西华县	小麦、玉米	110	4400	91
山东	牡丹区	小麦、玉米	50	1000	20
	东明县	小麦、玉米	80	1000	20
	高密市	小麦、玉米	120	300	60
	曹县	小麦、玉米	160	300	110
	济阳县	小麦、玉米	97	1000	35
江苏	宝应县	水稻、小麦	63	6000	30
黑龙江	嫩江县	玉米、水稻、大豆	680	10000	3
宁夏	平罗县	水稻、玉米	80	500	18
	青铜峡	水稻、玉米	45	300	15
合计			3258	93393	1314

来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 产业链公司运营模式, 迎合经济作物中的消费升级

- 经济作物相较于大田作物有更高的盈利空间, 且消费属性极强, 目前受益于国内消费升级的趋势, 高质量的经济作物更受市场的青睐, 也会有更多的溢价在其中。而经济作物的品质在于种植过程中的全产业链控制, 从选择种植地域到育苗, 再到科学的种植, 然后到包装、运输和销售都需要严格的管理, 所以对于种植过程中的农业服务需求非常高, 也更愿意为迎合市场需求的种植方案给予更高的价格, 因此我们认为农业服务在经济作物领域有望取得较大成功。
- 在现有的经济作物领域, 田田圈通过本土化的服务模式, 努力提升生产效率和农产品质量, 但田田圈却不仅仅止步于此, 它还在寻求引进新的优质经济作物品种打造产业链运营模式, 进而创造新的农产品需求。
- 田田圈为迎合国内消费升级带来的高端农产品的消费需求, 筛选出市场非常具有潜力的作物品种, 进行由苗木开始的种植方案的开发。公司选取较受市场喜爱的新兴品种, 以产业链公司的形式进行推广高端农作物的标准化种植方案, 创造新的消费品种。

图表 46: 产业链公司-黄金百香果的产业链服务



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 以黄金百香果为例，田田圈成立专门的黄金百香果种植公司，进行黄金百香果全产业链的种植方案研发，从苗木引进培育开始，到种植方案（选择种植区域、土地，标准化种植，数字化服务，怎么施肥用药，保鲜贮藏，分拣加工等）的开发，再建立黄金百香果等级标准，最后对接下游优质渠道进行分销。
- 产业链作物公司提供出这一整套黄金百香果的种植方案之后，一方面通过自有种植基地种植直供零售商，另一方面作为黄金百香果产业种植方案提供商，让农场主按方案进行种植，输出品牌、技术和种植加工标准，实现“种植基地→零售商”，“需求→定制化供应”的综合服务能力，进而赚取消费升级和产业链增值中产生的利润。
- 诺普信长期扎根农村，服务三农，专注三农，明确了以“打造区域遥遥领先的农资分销和农业服务平台”为战略目标，以“参控股区域经销商+作物专业服务公司+作物产业链服务平台”为主赛道逐步实施的发展方式；专注于植物保护、植物营养及农业技术服务，以优质农资产品（农药、化肥、种子等）为载体，为农民提供全程作物解决方案，并积极探索单一特色作物的产业链经营，以及配套的金融、农业服务，指导和帮助广大农民增收致富。公司在长期的创新发展过程中，累积了丰富的技术资源、人才资源、产品资源、渠道资源和品牌资源，拥有了独特的竞争优势和“头部效应”。

## 盈利预测、估值分析和投资建议

### 盈利预测与估值分析

- **核心假设:** (1) 预计公司 2018-2020 年公司制剂业务增速分别为 15%、10%和 10%。(2) 预计公司 2018-2020 控股的经销商个数分别为 50、100 和 86 个, 平均每个经销商营收规模 3000 万。(3) 已经并表的经销商每年增速 30%。
- 我们预估公司 2018-2020 年实现销售收入 44.1、64.3、93 亿元, 同比增长 56.41%、45.65%、44.63%, 实现归属于母公司净利润 4.04、5、6.37 亿元, 同比增长 30.98%、23.87%、27.3%, 对应 EPS 为 0.44、0.55、0.70 元。

图表 47: 可比公司估值情况

证券简称	股票代码	收盘价 (7/23)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
金正大	002470.SZ	7.20	0.23	0.37	0.47	31.30	19.26	15.29
新洋丰	000902.SZ	8.73	0.52	0.65	0.80	16.79	13.39	10.87
史丹利	002588.SZ	5.22	0.23	0.40	0.46	22.70	13.10	11.39
沙隆达A	000553.SZ	15.66	0.66	1.05	0.97	23.72	14.86	16.19
隆平高科	000998.SZ	19.12	0.61	0.88	1.09	31.34	21.80	17.46
平均值						25.17	16.48	14.24

来源: wind、中泰证券研究所

注: EPS 选取 wind 一致预期, 股价为 7/23 日收盘价

### 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

- 公司是国内农业服务市场的先行者, 经过多年试错商业模式较为成熟, 以服务经济领域作物为切入点的商业模式更容易获得成功, 17 年控股的经销商成长表现较好。目前制剂业务因监管有望迎来行业竞争格局的重塑, 底部复苏给予较高的安全边际。考虑到公司的稀缺性和农业服务的较大发展空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 48: 诺普信三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2821.58	4413.13	6427.90	9296.40	净利润	320.42	416.09	514.55	653.22
营业成本	1830.66	3148.21	4778.38	7072.56	折旧与摊销	85.49	89.57	109.99	119.90
营业税金及附加	11.86	18.56	27.03	39.09	财务费用	10.86	34.92	45.31	75.73
销售费用	436.93	454.55	597.80	827.38	资产减值损失	21.95	10.00	10.00	10.00
管理费用	287.67	330.98	449.95	604.27	经营营运资本变动	-712.97	-267.99	-590.97	-847.15
财务费用	10.86	34.92	45.31	75.73	其他	-178.04	11.67	-45.47	-43.72
资产减值损失	21.95	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-452.27	294.27	43.41	-32.01
投资收益	115.09	40.00	45.00	50.00	资本支出	-163.50	-310.00	-160.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	61.61	40.00	45.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-101.89	-270.00	-115.00	-110.00
<b>营业利润</b>	351.06	455.89	564.44	717.37	短期借款	411.07	-77.47	399.20	604.70
其他非经营损益	2.52	3.26	3.36	3.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	353.58	459.15	567.80	720.82	股权融资	7.28	0.00	0.00	0.00
所得税	33.16	43.06	53.25	67.60	支付股利	0.00	-61.70	-80.82	-100.11
净利润	320.42	416.09	514.55	653.22	其他	131.52	-40.75	-45.31	-75.73
少数股东损益	11.92	12.00	14.00	16.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	549.86	-179.91	273.07	428.86
归属母公司股东净利润	308.51	404.09	500.55	637.22	<b>现金流量净额</b>	-4.34	-155.64	201.48	286.85
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	596.95	441.31	642.79	929.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	992.35	1406.00	2023.53	2849.41	销售收入增长率	43.74%	56.41%	45.65%	44.63%
存货	933.41	1371.68	2181.81	3263.99	营业利润增长率	216.49%	29.86%	23.81%	27.09%
其他流动资产	397.24	621.32	904.97	1308.82	净利润增长率	215.92%	29.86%	23.66%	26.95%
长期股权投资	479.72	479.72	479.72	479.72	EBITDA 增长率	289.21%	29.72%	24.01%	26.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	323.72	548.77	603.74	649.13	毛利率	35.12%	28.66%	25.66%	23.92%
无形资产和开发支出	376.50	372.99	369.15	364.97	三费率	26.07%	18.59%	17.00%	16.21%
其他非流动资产	442.54	441.42	440.31	439.19	净利率	11.36%	9.43%	8.00%	7.03%
<b>资产总计</b>	4542.44	5683.22	7646.02	10284.87	ROE	14.27%	16.04%	16.99%	18.24%
短期借款	621.30	543.83	943.03	1547.73	ROA	7.05%	7.32%	6.73%	6.35%
应付和预收款项	1504.92	2294.27	3333.32	4681.53	ROIC	28.42%	22.99%	20.89%	19.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.86%	13.15%	11.20%	9.82%
其他负债	170.32	250.65	341.47	474.30	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2296.54	3088.75	4617.82	6703.56	总资产周转率	0.73	0.86	0.96	1.04
股本	914.08	914.08	914.08	914.08	固定资产周转率	10.39	10.33	11.93	17.45
资本公积	304.04	304.04	304.04	304.04	应收账款周转率	7.52	6.02	6.30	6.79
留存收益	715.04	1057.43	1477.16	2014.28	存货周转率	2.53	2.69	2.66	2.58
归属母公司股东权益	1938.98	2275.54	2695.28	3232.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.10%	—	—	—
少数股东权益	306.92	318.92	332.92	348.92	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2245.90	2594.47	3028.20	3581.31	资产负债率	50.56%	54.35%	60.40%	65.18%
负债和股东权益合计	4542.44	5683.22	7646.02	10284.87	带息债务/总负债	27.05%	17.61%	20.42%	23.09%
					流动比率	1.31	1.27	1.26	1.26
					速动比率	0.89	0.82	0.79	0.77
					股利支付率	0.00%	15.27%	16.15%	15.71%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.34	0.44	0.55	0.70
					每股净资产	2.46	2.84	3.31	3.92
					每股经营现金	-0.49	0.32	0.05	-0.04
					每股股利	0.00	0.07	0.09	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	447.42	580.39	719.74	913.00					
PE	20.62	15.74	12.71	9.98					
PB	2.83	2.45	2.10	1.78					
PS	2.25	1.44	0.99	0.68					
EV/EBITDA	13.31	10.39	8.66	7.17					
股息率	0.00%	0.97%	1.27%	1.57%					

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 农药原药价格大幅波动的风险

- 制剂业务是公司安全垫的主要来源，农药原药为公司主要上游，若上游价格大幅波动，可能会影响公司毛利率，或将导致公司盈利能力不及预期，对股价支撑减弱。

### 参控股经销商对资金造成压力的风险

- 农业服务是公司未来主要发展方向，但是农业服务平台的搭建需要与各个区域内的优质经销商合作，参控股经销商对资金造成压力的风险，或对公司经营稳定性造成影响。

### 参控股经销商业绩或不达预期的风险

- 与经销商一起搭建的区域农业服务平台是公司未来业绩快速增长的主要来源，若参控股经销商业绩或不达预期，可能导致公司业绩增速或不及预期，对产品价格造成打压。

### 市场空间测算不及预期的风险

- 市场空间测算为一定假设前提的计算，具有预测前提不及预期导致测算失效的风险

### 控股股东股权质押的风险

- 公司控股股东股权质押比例较高，存在股价大幅波动而导致股权质押风险。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。