解构中国智慧农业

2015年1月

解构中国智慧农业之农用化学品行业专题

展望大农资：农资 O2O，渠道为王

2015 年 1 月 29 日

投资要点

- **报告缘起：农资“触电”热下的冷思考。**2014 年，部分传统农资电商再次高调进入农业互联网产业，并引发了与二级市场的共振。然而在实体产业层面，以农资电商为代表的农业互联网化已经蹒跚前行了近五年，目前仍未出现成熟的模式和样板。在大农资系列报告的第二篇《起底大农资时代》中我们提出，在未来大农资生态圈里，农资信息化是一个基础性架构，具有巨大的平台性空间。真正的农资信息化之路应该如何走？在热炒农资电商背后，我们希望通过这篇报告做一些理性思考。
- **需求剖析：线上无法解决的服务、信任、赊销三痛点。**根据 2013 年《中国人口与就业统计年鉴》，我国全职农村劳动力中 30 岁以下占比在不超过 5%，大专学历以上仅占 2.9%，较高的平均年龄和较低的文化水平，使农资消费中形成了与传统工业化体系下的城市消费差异化的习惯性痛点。农化服务、渠道信任和赊销账期是农资销售中的先导需求、核心需求和习惯性需求。传统消费品互联网平台或者 O2O 模式中，以线下渠道承接“体验+配送”，以网络评价承接品牌信任的解决方案，短期内无法解决农资销售中这三个痛点。
- **线下渠道：农资 O2O 绕不开的环节。**线下渠道承担了配合厂商实现精准式农化服务、建立和传播产品品牌信任度、承担垫资赊账三位一体的重要功能，其建设和巩固需要长期资源投入，是整个商业模式成功的关键点和最核心资源。对线下资源的掌控能力是农资 O2O 的关键，这种掌控能力一方面体现在线下渠道网络布局的数量上，更体现在对线下渠道网络的掌控质量。渠道质量的本质问题是线下渠道与渠道主导体的粘性问题，“互联网+工作站”松散的合作关系存在利益绑定模式不明确的风险点，而产业链中游的复合肥/农药制剂企业最具有优势。
- **成功关键：改造线下而非消灭线下。**在现有国情下，“改变经销商的经营习惯，改良性地逐步实现经销商经营方式的逐步升级”比“直接改变农民的消费习惯，革命性地用‘电商+工作站’的形式消灭传统经销商体系”更为合理。目前大部分农资生产企业的内部生产管理效率远低于高端制造企业，而以农资经销商为主体的渠道信息化基础建设更为薄弱，通过互联网和信息化手段帮助经销商实现经营效率提升的空间极大。看好线下渠道在交易流程、农化服务、财务管理上的信息化提升空间。
- **风险因素：**产业整合进度低于预期；国家农资政策风险等。
- **投资策略：**在农资行业，互联网平台和技术是容易实现和嫁接的环节，而线下渠道网络的建设和巩固需要长期资源投入，是整个商业模式成功的关键点。看好具有强大的线下资源掌控能力的中游企业。维持行业“**强于大市**”评级。重点推荐低估值复合肥龙头**金正大、新洋丰、司尔特**，农药制剂龙头**诺普信**，建议关注**辉丰股份、芭田股份**。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	摊薄后 EPS（元）				PE				PB	评级
		13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E		
金正大	33.69	0.85	1.12	1.5	1.98	39.6	30.1	22.5	17.0	4.6	买入
新洋丰	17.1	-0.16	0.97	1.23	1.56	NA	17.6	13.9	11.0	3.6	买入
司尔特	19.47	**0.38**	**0.49**	**0.99**	**1.29**	**51**	**40**	**20**	**15**	2.9	买入
诺普信	10.86	0.33	0.36	0.41	0.48	32	30	26	23	4.3	买入
辉丰股份	31.64	0.67	0.72	0.98	1.27	47	44	32	25	4.8	-
芭田股份	11.49	0.16	0.24	0.35	0.48	72	48	33	24	5.7	-

资料来源：中信数量化投资分析系统　　注：股价为 2015 年 1 月 27 日收盘价；芭田股份、辉丰股份 EPS 为 Wind 一致预期

强于大市（维持）

中信证券研究部

王喆

电话：010-60836706

邮件：zhew@citics.com

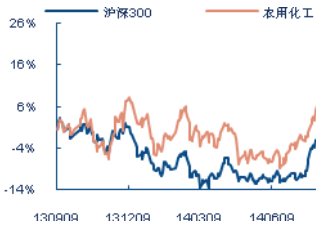
执业证书编号：S1010513110001

联系人：韩益平

电话：010-60838901

邮件：hanyiping@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 复合肥行业专题报告：产品升级是核心竞争力，看好金正大……..2014-02-12
2. 化工行业专题研究报告—出口超预期催生磷肥反弹行情…….2014-08-15

目录

报告缘起：农资“触电”热下的冷思考 1

需求剖析：线上无法解决的服务、信任、赊销三痛点 1

农业劳动力结构决定需求特点 1

农化服务是农资销售的先导需求 2

渠道信任度是农资销售的核心需求 3

赊销账期是农资销售的习惯性需求 4

线下渠道：农资 O2O 绕不开的环节 4

线下渠道是行业最核心的资源 4

线下渠道网络必须“量”“质”双全 5

农资领域的 O2O 一定是自下而上的 O2O 6

成功关键：改造线下而非消灭线下 6

改变农民不如改变经销商 6

线下渠道信息化大有可为 7

谁是风中的鸟？看好具有线下资源的复合肥/农药制剂龙头 8

行业投资策略与重点公司推荐 8

投资策略：看好具有强大线下资源掌控能力的中游企业 8

重点公司推荐 9

插图目录

图 1：我国农村外出务工人员变化 1
图 2：我国传统农资生产、销售、服务天然割裂 3
图 3：媒体曝光假种子事件 4
图 4：执法部门查处低含量化肥 4
图 5：产业链中游对渠道的控制能力是核心竞争力 5
图 6：渠道信息化发展的两个层次和三个方向 7

表格目录

表 1：涉足互联网的农资企业 1
表 2：我国各地区农业劳动人口文化程度 2
表 3：各农资领域龙头企业不断加大对线下渠道的支持和掌控力度 5
表 4：金正大盈利预测与估值 9
表 5：新洋丰盈利预测与估值 10
表 6：司尔特盈利预测与估值 11
表 7：诺普信盈利预测与估值 12
表 8：辉丰盈利预测与估值 12
表 9：芭田股份盈利预测与估值 13

报告缘起：农资“触电”热下的冷思考

2014 年 4 季度，互联网和信息化替代传统的中央一号文件，提前引爆了农资龙头股票行情，截至 2014 年 12 月 31 日，共有 3 家农资类上市公司参与农资互联网，若干家上市公司开始尝试传统农资的互联网电商。二级市场也以高涨幅对此类概念进行了回应。

表 1：涉足互联网的农资企业

企业	实现形式	标的业务	收购价格	资金来源
司尔特	全资子公司	农资电商	NA	自有资金 5000 万
芭田股份	北京金禾天成	农业信息化	4000 万	现金收购 20%股权
辉丰股份	农一网	农资电商	NA	现金参股 50%股权

资料来源：中国统计年鉴，中信证券研究部整理

在大农资系列报告的第二篇《起底大农资时代》中我们提出，在未来大农资生态圈里，农业信息化是一个基础性架构，具有巨大的平台性空间。未来以智慧农业为龙头的农资产业信息化是长期发展趋势。

然而在实体产业层面，以农资电商为代表的农业互联网化已经蹒跚前行了近五年，目前仍未出现成熟的模式和样板。2014 年，部分传统农资电商再次高调进入农业互联网产业，并引发了与二级市场的共振。

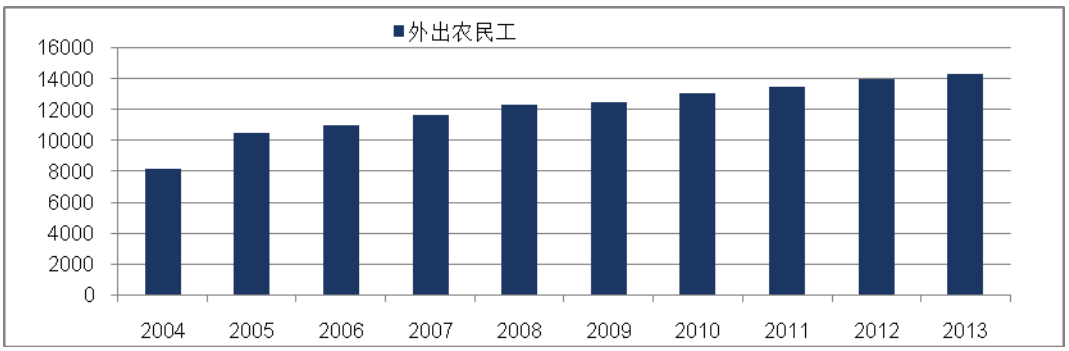
农 O2O（互联网化）究竟离我国的农业现状有多远？传统城市消费领域的电商模式是否能够简单嫁接到农资领域？真正的农资信息化之路应该如何走？在热炒农资电商背后，我们希望通过这篇报告做一些理性思考。

需求剖析：线上无法解决的服务、信任、赊销三痛点

农业劳动力结构决定需求特点

中国农村劳动结构在过去的十年中经历了较大的结构性调整，青壮年劳动力以农民工的形式大量进入到城市，农业收入已经普遍成为农村家庭的次要收入。农村主要劳动力结构也以 40 岁以上的中老年结构为主。根据 2013 年《中国人口与就业统计年鉴》，我国全职农村劳动力中 30 岁以下占比在 5%以下。

图 1：我国农村外出务工人员变化（单位：万人）



资料来源：农村土地网，中信证券研究部整理

根据 2013 年《中国农村统计年鉴》，我国全职农村劳动力中大专学历以上仅占 2.9%，初中文化程度占比为 53%，成为农村劳动力的主力。

表 2：我国各地区农业劳动人口文化程度

地区	平均每百个劳动力中：					
	不识字或识字很少	小学程度	初中程度	高中程度	中专程度	大专及大专以上
全国总计	5.3	26.1	53.0	10.0	2.7	2.9
北京	1.0	6.3	48.8	20.9	9.5	13.5
天津	2.2	16.5	63.2	11.1	3.4	3.7
河北	2.4	18.2	60.4	13.6	2.5	2.9
山西	3.1	21.0	57.1	11.9	3.4	3.5
内蒙古	5.1	26.3	52.1	11.3	1.9	3.3
辽宁	1.4	22.7	66.6	5.0	1.6	2.7
吉林	2.5	31.9	55.8	6.6	1.4	1.8
黑龙江	2.4	29.6	60.4	5.4	1.0	1.2
上海	2.0	18.4	53.2	11.1	6.6	8.6
江苏	5.4	23.6	53.4	11.1	2.8	3.8
浙江	6.7	29.5	44.5	11.7	2.0	5.7
安徽	8.6	24.3	55.3	7.6	1.8	2.5
福建	3.9	31.0	47.7	10.1	3.1	4.2
江西	4.3	29.7	51.5	8.9	2.9	2.6
山东	3.5	18.7	57.2	13.2	3.8	3.6
河南	5.1	16.5	61.0	12.1	2.5	2.9
湖北	4.0	23.9	54.1	11.6	3.2	3.1
湖南	2.9	26.3	50.8	13.9	3.2	2.9
广东	2.8	22.1	55.6	11.8	4.1	3.7
广西	2.8	25.0	57.2	9.9	3.0	2.1
海南	3.6	18.1	61.4	12.7	2.5	1.7
重庆	4.3	30.9	52.1	8.7	2.1	1.9
四川	7.7	33.8	48.7	6.6	1.9	1.3
贵州	10.4	38.1	43.7	4.3	2.0	1.6
云南	8.8	41.2	40.7	6.0	2.0	1.3
西藏	36.0	56.8	6.1	0.7	0.3	0.0
陕西	6.1	21.7	54.6	10.8	3.0	3.8
甘肃	10.7	26.8	45.6	11.3	2.9	2.8
青海	18.3	43.9	28.4	5.6	1.5	2.3
宁夏	14.2	32.2	42.4	7.3	1.8	2.1
新疆	2.4	29.8	56.9	6.0	2.6	2.3

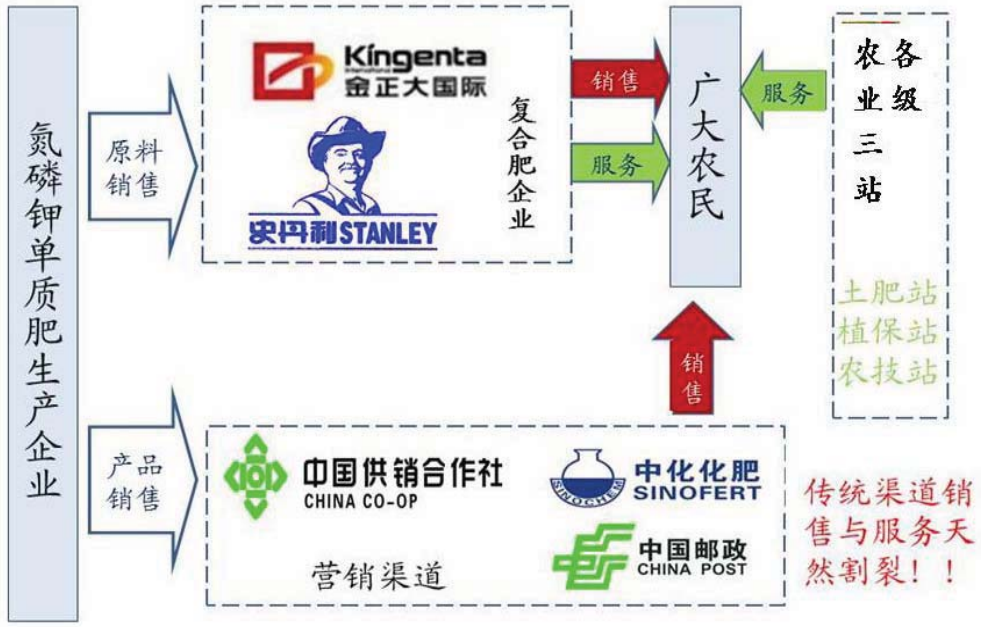
资料来源：中国统计年鉴，中信证券研究部整理

由于我国现有农业劳动力中较高的平均年龄和较低的文化水平，在农资消费中形成了一些固有的习惯和痛点，与传统工业化体系下的城市消费存在较大的背离。

农化服务是农资销售的先导需求

我国农民人均耕地少，专业化程度低，农化服务需求大。传统农资体系中农化服务的职能由农业三站（土肥站、植保站、农技站）承担，但是由于前者主管部门为各地农业局（事业编制），与产品生产的农资企业和产品销售的供销社存在天然的割裂，造成农民的农化服务需求无法得到充分满足。另一方面，伴随高端复合肥和新型用肥体系的推广，农业三站的农化服务水平逐步落后于产品升级的要求，进一步推升了农化服务的缺失度。

图 2：我国传统农资生产、销售、服务天然割裂



资料来源：中信证券研究部整理

纵观我国农资渠道的发展历史，农村供销社曾经承担过类似于日本农协的大农资渠道角色，农民可以在供销社采购化肥、农药、种子、农机等一系列农业生产资料。但是 1998 年农资专营放开后，市场化的农资企业凭借灵活的运营机制和深入的农化服务正在不断蚕食传统供销社的市场份额。我国农资渠道已经进入一个分工明确的专业渠道时代。

以金正大为代表的复合肥企业通过大量投入人力物力推进兼具农化服务功能的渠道建设，已经开始主导复合肥市场销售，传统供销社逐步沦为其单一的销售渠道。以诺普信为代表的农药流通企业通过建立完善的植保服务体系，逐步影响了供销社在农药流通领域的霸主地位。而以大北农为代表的饲料企业则已经开始将先进的互联网理念应用到农资销售网络中，通过精准营销大幅提升市场占有率。

我们认为，农化服务已经成为农资产品销售的重要基础，并带动整个渠道的整合与变革，在产品销售中占据非常重要的主导地位。

渠道信任度是农资销售的核心需求

从 1998 年我国农资渠道放开后，大量企业涌入农资流通领域，竞争主体呈现多元化和分散化态势，但这也带来了渠道混乱和恶性竞争，农民权益很难得到保障，假化肥、假种子伤农事件时有发生。由于发展阶段初级，市场存在多种不规范行为，优秀企业的品牌价值和公信力弥足珍贵。

图 3：媒体曝光假种子事件

资料来源：齐鲁网，中信证券研究部整理

图 4：执法部门查处低含量化肥

资料来源：牡丹江晚报、中信证券研究部

因为假种子、假化肥、假农药往往会带来绝收等严重经济损失，而农民自身在农资消费过程中缺少对产品的辨别能力，购买信得过的农资品牌和通过信得过的渠道去购买成为农民唯一的选择。

我们通过在山东淄博对当地经销商的草根调研，发现经销商的销售量与其从业经历相关度非常高，做得最好的农资经销商特点包括：年龄在 40 岁以上，供销社经验，农化服务优势。而 30 岁以下从事农资经销业务的比例低至 10%以下，年轻反而成为行业从业的一个劣势。

能够取得周边农民信任的资深经销商是行业的稀缺资源，因而往往是各大农资企业积极争取的客户。我们可以看到，在农资产品不断升级，产品价格敏感度下降的时代，渠道所承载的信任价值会在当地农民的消费选择占据越来越重要的地位。

赊销账期是农资销售的习惯性需求

在我国农村，农资赊销是经销商长久以来的销售手段，逐步成为农民消费的习惯性需求。根据我们在淄博地区的草根调研，在村镇级经销商（直接面对农民），赊销比例达到 99%，坏账比例可以达到 20%；县级经销商的赊销比例达到 30%-50%，坏账比例在 5%-10%。而在农资生产商与县级经销商之间，则 100%采用现款现货的形式，几乎不存在应收账款，保证了生产企业良好的现金流。

我们认为，囿于我国农村主要劳动力特殊的年龄结构和知识层次，人与人之间朴素的信任关系依然是中国农村的大部分农资消费过程的重要纽带，城市中的规范化标准化商业文明正在逐步对其渗透，但仍然需要一个长期的过程。赊销销售模式短期难以改变，预计在农资消费中仍将保持 5-10 年以上。

我们认为，传统消费品互联网平台或者 O2O 模式中，以线下渠道承接“体验+配送”，以网络评价承接品牌信任的解决方案，短期内无法解决农资销售中**服务、信任、赊账**这三个痛点。

线下渠道：农资 O2O 绕不开的环节

线下渠道是行业最核心的资源

我们在《掘金大农资时代》和《起底大农资时代》中多次提到，产业链中游具有渠道优势的企业将成为整个大农资生态圈构建的核心力量，而这个核心竞争力的本质是中游企业对

线下渠道的强大掌控能力。现阶段行业最核心的资源是线下渠道，这也是各大农资企业积极争取的核心客户。

表 3：各农资领域龙头企业不断加大对线下渠道的支持和掌控力度

领域	龙头企业	渠道网络发展情况
复合肥	金正大	在全国成立 500 个农化服务队，配备 500 台农化服务车，1 万台种肥同播机，开展“农化服务万里行”
农药	诺普信	覆盖了 6200 多家经销商，为 96000 多家零售店、50000 家基层中心店提供服务，引入互联网服务平台概念
饲料	大北农	在全国首创“县级服务站”营销模式，建立起始于县终止于户的全国科普推广网络，并对经销商进行规范化管理，通过“事业财富共同体”等形式来打造服务平台

资料来源：上市公司公告，中信证券研究部整理

线下渠道在现阶段的农资营销领域，承担了配合厂商实现精准式农化服务、建立和传播产品品牌信任度、承担垫资赊账三位一体的重要功能。而传统城市消费 O2O 中，消费者不存在赊账消费行为，可以简单根据网络评分解决信任度问题（消费品的质量重视度和生产资料不同），大部分产品销售不需要专业化服务跟进，线下资源只能实现线下物流配送的单一功能。

我们认为，在农资行业互联网平台和技术是容易实现和嫁接的环节，而线下渠道网络的建设和巩固需要长期资源投入，是整个商业模式成功的关键点。

线下渠道网络必须“量”“质”双全

我们之所以长期看好产业链中游企业，核心是中游企业最具有“营销服务基因”，在长期的农化服务过程中建立了对线下渠道的掌控能力。上世纪 90 年代开始，我国农资生产与流通的政策垄断坚冰逐步被打破，民营资本得以快速发展。囿于资金资源先天不足，90%以上的民营资本选择从最苦最累的中游环节做起，**做服务、接地气**是这类企业的安身立命之本。

图 5：产业链中游对渠道的控制能力是核心竞争力

资料来源：中信证券研究部整理

这种掌控能力一方面体现在线下渠道网络布局的数量上，更体现在对线下渠道网络的掌控质量。数量的问题好理解，类似于城市消费互联网，线下渠道的布局具有排他性，全国性的数量优势将使龙头企业的线下渠道具有排他性的独特优势。而渠道质量的问题往往容易被投资者忽略，简单认为只要建立所谓的线下工作站松散的合作关系就可以实现线下渠道的快速布局。

我们认为，渠道质量的本质问题是线下渠道与渠道主导体的利益绑定问题。在传统的复合肥/农药制剂企业中，线下渠道经销商通过代理销售渠道主导体（复合肥/农药生产企业）的产品，配合实现农化服务，赚取经销利润，实现了双方利益的明确划分和长期信任。在长期的合作过程中，优秀的经销商已经被传统企业优先掌握，并实现深度的利益绑定。即使伴随主导体销售模式调整带来一些小幅微调，双方的合作关系仍然相对稳固。

而纯互联网农资销售平台虽然也采取线下工作站的形式实现终端的配送和农化服务，但是基本缺少清晰的利益分成模式。由于定价、销售额和产品品牌均不由线下工作站来掌控，线下渠道始终与渠道主导体若即若离。如果单纯以提供配送和服务的工作量来实现收入，线下工作站的收入面临极大的不稳定性，因此只能兼职代理这部分业务，自己仍然经营传统的农资经销业务。而互联网营销又在威胁到其传统的农资经销业务，因此本地最优秀的经销商不会参与到工作站的业务中来。而工作站如果只能招徕在当地实力和口碑相对较差的经销商，反过来又会影响农化服务的质量和销售渠道的口碑，最后导致销量难以实现快速增长。

农资领域的 O2O 一定是自下而上的 O2O

在现有阶段，农资需求的现状决定了线下的渠道资源是行业的核心资源，对线下渠道的掌控能力是核心竞争力，而掌握这类核心资源的产业链中游企业必将成为农资 O2O 的主导力量。

在全民互联网时代，IT 人才和技术优势，反而可以用资金快速解决。有了线下渠道这一主心骨，不论是向上游的高毛利农资产品渠道延伸，还是向下游的农化服务延伸，甚至是农业信息化的跨界延伸，都存在较为丰富的合作伙伴选择和业务拓展机会。

我们相信，农资领域的 O2O 一定是从线下渠道资源的建设开始，并逐步向上延伸，最终实现农业耕作的信息化。农资电商也可能只是农资领域 O2O 的其中一个方向。

成功关键：改造线下而非消灭线下

改变农民不如改变经销商

现有的农资电商往往存在两条路径：第一条是直接**改变农民的消费习惯**，革命性地用“电商+工作站”的形式消灭传统经销商体系；第二条是**改变经销商的经营习惯**，改良性地逐步实现经销商经营方式的逐步升级。

我们认为，第二条路径更加符合现有中国现有的国情，主要理由包括：

第一，经销商是农民中相对优秀的代表，在资金实力，文化水平，商业嗅觉上更容易接受新兴事物。而且他们在传统的业务中确实面临很多可以改进的地方，只要设计好利益绑定策略，其积极性会很强。

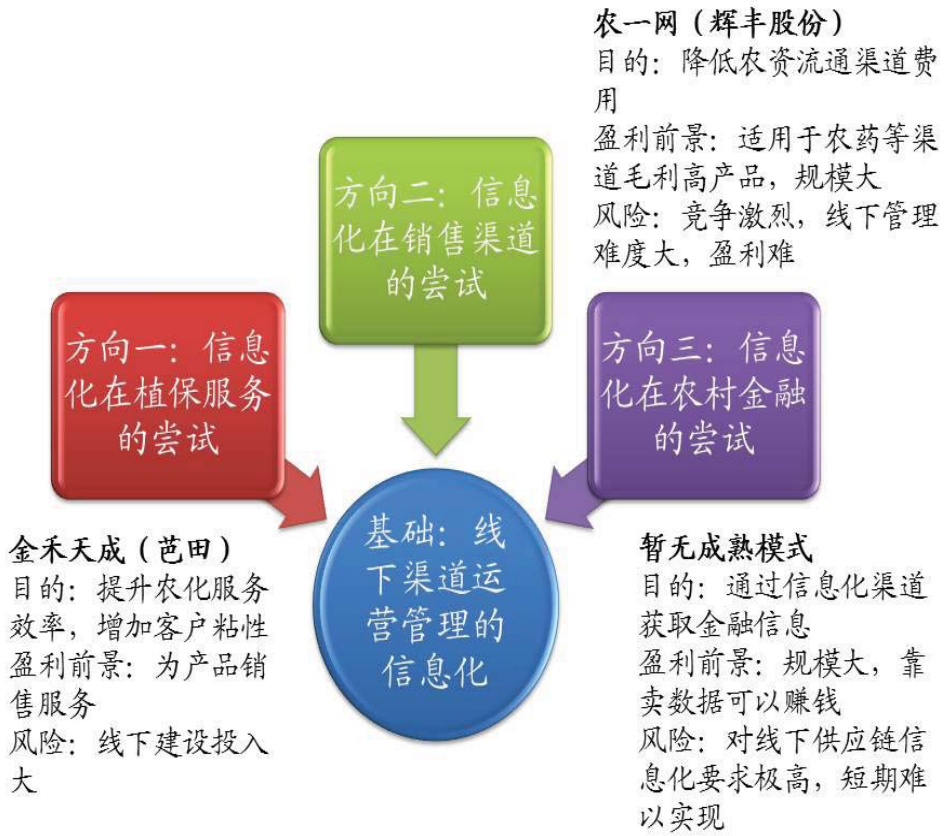
第二，革命性地消灭传统经销商体系将遭遇传统经销商的抵制，而在现阶段农资销售过程中，经销商是无法绕开的利益主体，团结而非消灭他们是上策。

线下渠道信息化大有可为

虽然我们强调未来线下渠道资源在农业信息化过程中将具备核心价值，具有强大线下资源掌控能力的产业链中游企业大有可为，但是由于历史原因和行业特点，目前大部分农资生产企业的内部生产管理效率远低于高端制造企业，而以农资经销商为主体的渠道信息化基础建设更加任重道远。

按照目前农资经销商的运营模式，不论是财务管理还是农化服务，都没有能力做到标准化和高效化，甚至很多村镇级的农资经销商依然使用手工记录账目、传统库存管理方式，全部使用自有资金。我们认为通过互联网和信息化手段帮助经销商实现经营效率提升的空间极大，同时通过对渠道的信息化，也将搭建起更多对外的服务接口。

图 6：渠道信息化发展的两个层次和三个方向



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

交易流程的信息化。现阶段下，经销商在与生产企业和下游分销商交易时仍以电话\传真下单形式为主，且大多不存在库存管理能力，销售数据、库存数据、价格数据都无法实现数据的备份和跟踪，极大地降低了交易的有效性，同时也浪费了数据本身的价值。目前在县级经销商层面，智能手机的普及率已经在 60%以上，我们认为，通过开发相应的手机 APP，提升交易流程的信息化是符合经销商需要、投资较少、能够强化生产企业与经销商关系的重要手段。

农化服务的信息化。现阶段下，经销商的农化服务主要依靠个人长期经验和生产企业的培训，标准化程度相对较低，也无法有效搜集积累相关植保数据。伴随农化服务需求的提升，更加基于量化分析的农化诊断手段将对农化服务信息提出更高的要求。北京金禾天成（芭田股份参股 20%）即为一家在农业病虫害防治上进行信息化探索的企业，并初步建立了农作物

有害生物监测系统、病虫害调查数据采集系统和应急防治系统等。虽然目前这类信息化探索不能直接转化为大规模经济效益，但是伴随未来农民逐步习惯于通过互联网信息化的方式来参与到远程病虫害防治，用肥方式培训当中来。农化服务的信息化将加速农化服务的标准化，大幅降低其成本，提升产品本身的用户黏性。

财务管理的信息化。农资经销由于存在销售赊销/采购现款的模式，对经销商的资金实力要求很高。而由于农村金融征信难度大，金融机构基本放弃农资经销商这样一群巨大的客户群体。对农资经销商来说，大量的应收账款和库存也大幅降低了本身的财务管理难度和资金使用效率。我们认为，信息化将有助于经销商实现对自身客户授信和财务管理的高效化，同时也将积累下自身的信用数据，提升自身资金使用效率，提升盈利空间。农村金融一直是国内金融行业的弱势地带，其核心是征信信息无法有效采集和管理。渠道信息化过程中所有的交易信息都会被记录分析和整理，其中的重要征信数据将会被有效利用，信息将成为价值链的一个重要环节，从而指导信贷、保险等大部分金融服务。

谁是风中的鸟？看好具有线下资源的复合肥/农药制剂龙头

回到我们报告缘起的问题，在农资“触电”热的背后，究竟哪些企业成功可能成为风中的“鸟儿”？

农资 O2O，渠道为王。我们相信在中国特色农村现状下，直接自上而下嫁接城市互联网模式将存在巨大的商业风险。我们觉得能够专注优化传统线下渠道布局，拓展网络布局的企业在未来农资 O2O 中更具潜力。

长期来看，中游环节将凭借机制优势和产品优势，逐步成为产业链上下游的整合节点，并打开自身的成长空间。伴随我国精细化生态化农业时代的到来，高效省力的新农资将通过产品升级逐步替代单质肥等传统农资原本的市场空间，使单质肥/农药原药逐步成为大农资产业的上游供应商。产品升级将使农资的“产品”销售逐步转化为“产品+服务”销售，熟悉产品和技术服务的中游龙头企业将逐步挤占或者整合单一功能的传统销售网络。

我们认为，中游具有产品升级能力和农化服务能力的龙头企业将是未来农资渠道 O2O 的最终载体。他们一方面可以通过对传统大宗产品的升级细化，提供个性化的农资产品；另一方面主导下游纯渠道企业提供农化一体化解决方案，成为农业行业的“卖水者”。

行业投资策略与重点公司推荐

投资策略：看好具有强大线下资源掌控能力的中游企业

我们认为，在农资 O2O 过程中，通过改变经销商的经营习惯，改良性地逐步实现经销商经营方式的逐步升级，比直接改变农民的消费习惯，革命性地用“电商+工作站”的形式消灭传统经销商体系更为可行。在农资行业互联网平台和技术是容易实现和嫁接的环节，而线下渠道网络的建设和巩固需要长期资源投入，是整个商业模式成功的关键点。看好具有强大的线下资源掌控能力的中游企业。

我们维持行业“**强于大市**”评级。重点积极关注具有线下资源掌控能力的复合肥龙头**金正大、司尔特、新洋丰，**以及农药龙头**诺普信**。

重点公司推荐

金正大：最具电商发展潜力的农资龙头

农化服务中心树立线下服务网络壁垒。农化服务是新型复合推广的基础，公司募投项目中计划在全国建设 100 座农化服务中心，并逐步实现全国布局；农化服务中心主要针对经济作物，也为公司进一步推广硝基肥、水溶肥等高附加值提供了基础和保障。同时农化服务中的布局将大幅提升公司在当地的市场影响力，有望为后续的大农资平台的导入带来坚实的基础。

募投产能继续深化公司产品升级能力。公司计划将募投资金中的 12.3 亿投入到贵州高端复合肥项目，4.3 亿投入到农化服务中心项目。我国化肥市场正在发生结构性变化，单质肥的比重逐步下降，而高端全营养型复合肥、控释肥、硝基肥、水溶肥等快速发展，产品升级已经成为行业发展趋势。贵州项目全部投产后将形成 60 万吨硝基复合肥、40 万吨水溶性肥料以及 50 万吨氯基肥和冲施肥的生产能力，增强了公司在新型复合肥市场中的竞争实力。

与佳沃合作，涉及品牌种植。佳沃集团是中国最大的品牌种植企业，在海外及中国拥有规模化的蓝莓和奇异果种植基地，同时也涉及茶叶、葡萄酒等领域，是国内最大的品牌种植企业之一。公司和佳沃集团合作，提供专用套餐肥，成为其核心供应商，此外公司凭借强大的农技服务能力，将为佳沃集团提供全方位的种植技术服务，为将来企业更好地在该领域做大做强奠定坚实的基础。

看好公司的长期战略布局。公司战略布局清晰，坚定围绕以新产品开发和农化服务为核心的产品升级能力做文章。公司技术创新能力卓越，积极打造完整高端产品链，同时公司长期着力于渠道下沉和农化服务。目前传统大农资行业在“十二五”期间有望迎来快速发展整合的战略机遇期，作为龙头公司，金正大带来了巨大的市场整合空间。我们认为其将有望凭借创新产品结构成为主导大农资行业发展的领跑者。

风险提示。宏观经济下行；原料波动风险；投资风险。

盈利预测、估值及投资评级。公司于 2014 年 11 月完成增发，按照增发摊薄后预计 2014/15/16 年 EPS 分别为 1.12/1.50/1.98 元（维持盈利预测），现价对应 PE 分别为 30/22/15 倍，维持“买入”评级，目标价 40.00 元，对应 2015 年约 27 倍 PE。

表 4：金正大盈利预测与估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	10254	11992	13870	16320	18120
增长率 YoY%	34%	17%	16%	18%	11%
净利润（百万元）	547	664	877	1170	1549
增长率 YoY%	24%	23%	32%	33%	32%
每股收益(全面摊薄）（元）	0.70	0.85	1.12	1.50	1.98
毛利率（%）	12.3%	14.8%	14.3%	15.3%	16.7%
净资产收益率（%）	15%	16%	12%	15%	17%
市盈率（倍）	44	39.6	30.1	22.5	17.0
市净率（倍）	5.80	5.01	4.60	3.72	2.97

资料来源：中信数量化投资分析系统　　注：股价为 2015 年 1 月 27 日收盘价（更新）

新洋丰：快速成长的复合肥龙头

复合肥龙头步入快速发展通道。公司通过重大资产重组，借壳中国服装股份有限公司实现上市。公司主营业务为磷复肥的研发、生产和销售，在湖北荆门、钟祥、宜昌、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西南宁等地建有大型生产基地，形成了辐射全国的产业布局。公司

NPK 高浓度复合肥和磷酸一铵销量连续多年全国第一，拥有 540 万吨的磷复肥生产能力和 300 万吨的低品味矿洗选能力，产品涵盖硫酸钾型、磷铵复合肥、尿基型、氯基型、硫基型、硝基型混合肥等六大系列 200 多个品种。

线下渠道快速拓展。公司从 2000 年开始做复合肥业务，2013 年产销量达到 240 万吨，是华中最大的复合肥生产企业，处于国内第一梯队。公司目前拥有 20 多个销售公司，全部覆盖湖北、河南、广东、广西等消费大省。公司销售渠道模式多样化，同时十分注重农化服务，未来有望在复合肥企业整合过程中成为龙头主体。

磷肥业绩弹性可期。公司拥有 160 万吨的磷肥产能，是全国最大的磷酸一铵生产企业，磷肥价格反弹后具有较大的业绩弹性。公司磷肥除满足自身复合肥的原料需求外，约有一半产能能够外销。按 100 万吨外销产量测算，磷肥价格每上涨 100 元，将增厚业绩 1 亿元，增厚 EPS0.16 元。

母公司磷矿资源丰富。母公司在湖北地区拥有多块磷矿资源，随着磷矿资源逐步实现开采，预计将逐步注入上市公司。届时，公司资源一体化的优势将更为显现，按照目前磷矿石市场价格 400 元测算，我们预计如果公司的 200 万吨磷酸一胺原料全部自产，公司的成本将降低 5 亿左右，业绩弹性大。

风险因素：复合肥需求不及预期，磷酸一铵开工率快速恢复。

盈利预测、估值及投资评级。我们维持公司盈利预测，预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.97/1.23/1.56 元，维持目标价 25.00 元，维持“买入”评级。

表 5：新洋丰盈利预测与估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1565	1768	7660	9192	11030
增长率 YoY %	-12%	13%	333%	20%	20%
净利润（百万元）	-44	-42	584	739	937
增长率 YoY %	-1269%	-1%	-1390%	26%	27%
每股收益（元）	NA	NA	0.97	1.23	1.56
毛利率（%）	4.9%	5.7%	19.0%	19.5%	20.0%
净资产收益率（%）	-12%	-14%	19%	20%	22%
市盈率（倍）	NA	NA	17.6	13.9	11.0
市净率（倍）	16.81	22.15	11.22	5.64	3.46

资料来源：中信数量化投资分析系统　　注：股价为 2015 年 1 月 27 日收盘价

司尔特：强势业绩增长提供安全边际，电商项目落地打开成长空间

公司有望成为农资电商领军企业。公司于 2014 年 12 月 3 日公告设立全资子公司上海司尔特电子商务有限公司，逐步涉足农资电商战略方向，未来有望通过线上线下结合提升公司渠道整体竞争力。公司此次增发将进一步加速公司农资电商的发展步伐，通过搭建司尔特农资电商线上平台，以测土配方施肥为特色，实现提供农资展示交易、测土施肥决策支持等个性化、主动式服务；在安徽、江西、河南、山东、江苏等重点产粮大省，建设 10080 家村级农资电商线下服务站，借鉴连锁经营模式，实现产品配送、品牌标识、经营方针、服务规范和价格体系的统一，成为线上线下的接口，有望成为国内农资电商行业的领军企业。

独具特色区域复合肥龙头企业。公司从事高浓度磷复肥产品的研发、生产和销售，具备一体化优势，复合肥排名全国前十。公司具备年产 92 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥、55 万吨磷酸一铵、90 万吨硫酸、30 万吨磷酸的生产能力。

新产能成为新增长点。公司复合肥销量稳步增长，2013 年总销量超过 100 万吨，我们预计其中复合肥 60 万吨左右，预计去年将进一步增长。同时公司 70 万吨/年氨化造粒缓释

复合肥已达产，4 万吨硫酸钾和 20 万吨磷酸一铵矿建工程预计将于今年投产，公司整体盈利能力有望进一步提升。公司公告募投年产 90 万吨新型复合肥项目，募集资金的到位、亳州新基地的建设，有望使公司产业布局更为完善，也为公司从区域性龙头向全国性龙头的转变奠定坚实的基础。

一体化经营成本优势突出。公司采用从硫铁矿制酸到最终磷复肥产品的一体化产业链模式，可有效抵御硫磺价格的大幅波动风险、实现节能降耗，还可以充分利用余热、废渣，降低水电费用，低碳环保，大幅降低了综合生产成本。公司主要原材料硫铁矿可就近采购。公司 150 公里内即有三个硫铁矿区，合计储量达 4.49 亿吨，且品位较高，可大幅降低公司原材料成本。

硫铁矿资源价值被低估。公司目前拥有宣城马尾山硫铁矿资源，根据 2013 年的评估报告，该硫铁矿伴生资源丰富，其中锌、铜、铅和银金属均有一定的资源量。38 万吨的矿山预计将于今年投产，既能满足公司部分自用的需求，其中一些贵金属有望给企业带来超额的利润空间。

风险因素：复合肥需求不及预期，磷酸一铵开工率快速恢复。

盈利预测、估值及投资评级。我们维持公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.99/1.29/1.56 元的盈利预测，维持目标价 25.00 元。维持“买入”评级。

表 6：司尔特盈利预测与估值

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2224	2378	2983	3865	4565
增长率 YoY%	20%	7%	25%	30%	18%
净利润（百万元）	112	144	293	381	461
增长率 YoY%	-35%	29%	104%	30%	21%
每股收益 EPS（基本）（元）	0.38	0.49	0.99	1.29	1.56
净资产收益率 ROE%	7%	8%	14%	16%	17%
PE	**51**	**40**	**20**	**15**	13
PB	2.9	2.7	2.3	2.0	1.8

资料来源：中信数量化投资分析系统　　注：股价为 2015 年 1 月 27 日收盘价

诺普信：渠道实力强劲的农药龙头

具有渠道优势的农药龙头。诺普信是我国农药制剂行业龙头，产品主要涵盖杀虫剂、杀菌剂和除草剂三大系列。公司专注于农药制剂及水溶肥料的研发、生产和销售，并力图建立一个贴近农户的全国性营销网络，最终形成一条集产品研发、生产、销售与技术服务于一体的完整产业链。目前公司在全国共设立了 9 大营销中心、10 个销售大区、755 个销售分区、1071 个销售小区；覆盖了 6200 多家经销商，为 96000 多家零售店、50000 家基层中心店提供服务，初步建立了全国性的销售网络，并有望在短期内建成基本覆盖全国所有农业乡镇的、扁平化的销售渠道网络。

跨界农药/水溶肥，大农资渠道初尝试。诺普信除了在农药方面的资源资源优势，还利用水溶肥与农药制剂可以产生较好的协同效应，通过收购进入水溶肥行业，与农药制剂共用销售渠道。目前，公司还有三家子公司深圳润康、深圳绿禾、成都翠爽从事植物营养肥的销售。公司为进一步利用现有渠道增加销售，还与国外品牌产品（如巴斯夫）合作，代理中国市场销售杀菌剂德劲、除草剂巴佰金等。从长远角度看，诺普信的渠道价值不仅体现在农药上，公司还将有望通过这一渠道销售更多的相关产品，打造成为一个农资平台。

试水 O2O 平台化销售。诺普信将营销渠道与网络相结合，拟建设基于 O2O 的扁平化、专业化农资营销与植保服务平台。公司计划未来三年在农业发达县市建立 100 个区域植保技术服务平台。平台将依托于公司战略合作经销商进行建设。其中包括了服务技术团队的建设、

网络平台的开发以及终端体验店的构建，可望实现深入农户的网上技术服务、品牌宣传和产品销售，并结合网下终端体验和产品配送。这种方式既顺应了土地流转大趋势，同时适应现代化农业和高素质农民对信息化技术需求的提升。

风险因素：渠道销售费用大幅提升，销售量推进不达预期。

盈利预测、估值及投资评级。维持盈利预测，预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.36/0.41/0.48 元，维持目标价 12.60 元。维持“买入”评级。

表 7：诺普信盈利预测与估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1598	1736	2444	2817	3294
增长率 YoY （%）	3	9	41	15	17
净利润（百万元）	129	180	255	290	337
增长率 YoY （%）	60	35	42	14	16
每股收益（元）	0.36	0.33	0.36	0.41	0.48
毛利率（%）	41.3	41.0	42.0	41.9	41.9
净资产收益率（%）	9	12	13	13	14
市盈率（倍）	30	32	30	26	23
市净率（倍）	2.50	3.38	3.75	3.21	2.75

资料来源：中信数量化投资分析系统　　注：股价为 2015 年 1 月 27 日收盘价

辉丰股份：主业快速增长，农资电商探索加速

具有产品优势的农药原药龙头。辉丰股份是全球最大的咪鲜胺原药（3800 吨/年）生产企业、国内最大的辛酰溴苯腈原药（2000 吨/年）、氟环唑原药（200 吨/年）生产企业，布局杀虫剂、杀螨剂、除草剂、植物生长调节剂等五大系列。公司 2012-2014 年销售收入和归属母公司净利润增长分别高达 59.9%/25.11%/27.15%、85.32%/41.24%/41.00%（2014 年数据为 Wind 一致预期），业绩料进入快速爆发期。

前期布局落地，2015 年业绩可期。受益于跨国竞争对手产能转移，公司 2015 年多项产品有望持续放量，业绩增长具有确定性安全边际。公司前期布局的嘉隆化工和仓储业务预计也将在 2015 年起开始逐步放量。嘉隆化工拥有 2 万吨光气产能，将被定为公司第二个农药定点生产基地，有望再造一个辉丰股份。

筹建农一网，试水农资电商。2014 年 11 月 1 日，公司控股的农一网正式上线。农一网是由中国农药发展与应用协会发起，联合农药行业内五家大型企业共同投资建立的农药电商平台。农一网致力于通过线上线下结合，打造“农一网+县域工作站+村级植保信息化服务站”的电商模式。公司通过对农资电商的试水，有望逐步提升估值，为未来发展提供巨大潜力。

表 8：辉丰盈利预测与估值

项目/年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,667.16	2,085.85	2,652.25	3,398.17	4,234.45
增长率(%)	59.09	25.11	27.15	28.12	24.61
归属母公司股东净利润(百万)	115.54	163.14	230.03	313.97	404.5
增长率(%)	85.32	41.2	41	36.49	28.83
每股收益（元）	0.71	0.67	0.72	0.98	1.27
市盈率（倍）	44	47	44	32	25

资料来源：Wind 一致预期　　注：股价为 2015 年 1 月 27 日收盘价

芭田股份：农化服务信息化的尝试者

具有区域优势的复合肥龙头。芭田股份是华南地区最大的高端复合肥生产企业，公司现有产能 163 万吨，2015 年贵州项目投产后预计产能将增长至 283 万吨。公司专注于高端复合肥的生产销售，产品品质达到国际同行前列。公司公告收购北京阿姆斯，从而进入到有机肥领域。阿姆斯是以微生物肥料研发、生产、销售及相关技术服务为主营业务的高新技术企业，产品包括微生物菌剂、生物复混肥、生物有机肥等，其承诺的 2014-2017 年归属于母公司股东的实际净利润分别不低于 800 万元、1200 万元、1600 万元及 2000 万元。公司激励机制灵活，施行内公司体制，将“人权、事权、物权”充分下放至各内公司，销售渠道广泛，通过销售人员对市场需求的反馈来安排基地生产。

收购金禾天成，搭建农化服务信息化平台。公司公告收购金禾天成，从而进入到农化服务大数据领域。公司规划依靠植保大数据运营，帮助农民提高效率，保证客户对公司各类产品和服务的粘性，构建竞争壁垒。大数据分析能力有望助力公司从生产型企业逐成为转型成为服务运营型企业。公司规划未来将为客户提供包括化肥等农资产品、专家咨询、疫病监控系统搭建，甚至小额贷款等综合服务，从而实现商业模式的全面转型。

进入品牌种植，受益土地流转。2014 年 6 月，公司在广西来宾承包 25 万亩土地，用于甘蔗种植，公司进行品牌种植的主要目标是：通过公司示范种植，展现芭田股份肥料的有效性，通过提高作物产量或品质，以提升芭田品牌效应，达到拉动主业肥料销售的效果，并能增加公司利润。

表 9：芭田股份盈利预测与估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2167.2	2132	2359	3105	3826
增长率 YoY（%）	-6.74	-1.6	10.62	31.62	23.21
净利润（百万元）	89	137	201.	297	406
增长率 YoY（%）	41	53	47	47	37
每股收益（元）	0.19	0.16	0.24	0.35	0.48
净资产收益率（%）	6.5	9.49	12.52	15.8	17.83
市盈率（倍）	60	72	48	33	24

资料来源：Wind 一致预期　　注：股价为 2015 年 1 月 27 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意,CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。