



公司将重新焕发生机 四年业绩增长1.5倍

2012年2月7日

推荐/维持

诺普信

事件点评

——诺普信（002215）限制性股权激励草案点评

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014 Email: yangm@dxzq.net.cn
郝力芳	010-66554036	Email: haolf@dxzq.net.cn

事件:

公司公布了限制性股权激励草案,以定向发行新股的方式向激励对象授予 1,100 万股限制性股票,占公司已发行总股本 3.5 亿股的 3.1%。其中首次授予 992 万股,占本计划的 90.2%。限制性股票的授予价格为每股 4.10 元。激励对象为公司董事会成员、公司中高级管理人员、公司核心技术及业务人员。

观点:

1、公司股权激励方案显示公司未来重新进入上升通道。

公司本次限制性股票分三期解锁(24个月、36个月、48个月),解锁条件为2013、2014、2015年度加权平均净资产收益率不低于8%、9%、10%;以2011年为基数,2013、2014、2015年净利润增长率不低于60%、100%、150%。激励方案显示公司在经历2010、2011两年的负增长之后(公司公告预计2011年业绩同比下滑10-30%),将重新进入上升通道。2015年,公司的业绩将在2011年基础上增长1.5倍。我们认为,作为农药行业企业,该方案显示出较高的增长比例,同时一定程度上锁定了公司未来的增长。

表 1: 公司股权激励方案的解锁条件

解锁安排	绩效考核安排
第一次解锁	2013 年度加权平均净资产收益率不低于 8%; 2013 年净利润相比 2011 年度增长不低于 60%。
第二次解锁	2014 年度加权平均净资产收益率不低于 9%; 2014 年净利润相比 2011 年度增长不低于 100%。
第三次解锁	2015 年度加权平均净资产收益率不低于 10%; 2015 年净利润相比 2011 年度增长不低于 150%。

资料来源:公司公告,东兴证券

2、我们认为,公司未来增长主要来自以下几个方面:

第一,整体而言,农药行业在历经 2008 年高峰后持续低迷,2010、2011 年多数企业业绩负增长甚至亏损,企业行业整体盈利微薄,三四年的行业低谷会导致部分企业的退出,我们认为 2012 年行业整体盈利有望出现一定好转。

第二，公司作为国内农药制剂行业唯一上市公司，在国内制剂市场具有重要地位。公司产品中 60%以上为水溶性环保产品，是国内同行业该指标最高的企业。农药行业“十二五”规划显示，到 2015 年，高效、安全、经济和环境友好的农药品种占总产量的 50%以上，高毒、高残留品种的产量由 5%降至 3%以下。公司产品符合行业发展趋势。我们判断公司未来仍将有环保新品种陆续投放，为公司增长带来新的动力。

第三，农药行业“十二五”期间将呈现较多的收购整合。农药行业公司数量较多，中小企业居多，“十二五”期间国家将鼓励大型企业的收购整合，打造大型的农药企业。近几年，公司一直在进行积极的收购扩张。2007-2009 年期间，公司收购了约 23 家大小公司，并建立了瑞丰德、标正、皇牌、兆丰年、施普旺、星牌等品牌。2010 年，公司继续并购步伐，先后收购参股了绿邦化工、新农大正及江西禾欣及常隆农化。常隆农化是国内工艺技术成熟的大中型原药企业，位列中国原药企业 10 强，产品品类齐全。通过参股常隆化工，公司实现了向上游原药产业链的延伸。我们认为未来几年，公司仍将继续收购战略。

第四，公司 2010 年开始营销渠道下沉的改革，推进“营销两张网”建设，发展经销商网络的同时也在建立公司的直销体系，在技术服务、店面维护、物流配送及品牌建设等方面投入的费用较大。公司销售费用增长的同时，目前为止还未看到改革带来的明显效果。我们判断，该改革在 2012 或者 2013 年将会看到效果，公司前期投入价格获得应有的回报。

结合以上几点，我们认为公司股权激励方案的提出，将带给投资者对公司未来的增长信心。我们预计，公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.27、0.36、0.44 元，最新收盘价 9.55 元对应 PE 分别为 35、27、22 倍，考虑公司未来几年增长较为确定，维持公司“推荐”的投资评级。

表 2：公司盈利预测表

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,308.23	1,455.94	1,164.75	1,304.52	1,669.79
营业成本	748.80	848.45	679.05	769.67	985.17
营业费用	231.80	299.01	239.21	231.14	295.86
管理费用	169.68	194.86	151.42	169.59	217.07
财务费用	1.02	(0.57)	(5.26)	(7.83)	(9.08)
投资收益	2.82	14.17	15.00	10.00	10.00
营业利润	157.14	118.79	106.49	143.04	180.75
利润总额	169.34	128.73	114.49	151.04	188.75
所得税	26.67	18.39	17.17	22.66	28.31
净利润	142.67	110.34	97.31	128.38	160.43
归属母公司所有者的					
净利润	137.80	108.80	95.76	125.82	157.23
NOPLAT	133.25	101.32	86.04	114.93	145.92
基本每股收益（元）	0.68	0.50	0.27	0.36	0.44
资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	182.75	369.22	682.30	883.81	931.88
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

应收帐款	43.29	105.66	63.82	71.48	91.50
预付款项	117.26	95.98	109.56	124.96	144.66
存货	295.01	356.40	279.06	316.30	404.87
流动资产合计	657.18	985.24	1,180.44	1,447.72	1,638.41
非流动资产	326.39	636.49	602.34	478.13	492.06
资产总计	983.57	1,621.72	1,782.78	1,925.85	2,130.47
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	64.49	85.83	66.97	75.91	97.17
预收款项	82.07	137.00	171.94	211.08	261.17
流动负债合计	310.13	307.63	323.80	378.86	459.93
非流动负债	6.82	26.33	(3.40)	6.55	32.56
少数股东权益	28.99	64.07	65.63	68.19	71.40
母公司股东权益	637.63	1,223.69	1,413.92	1,489.41	1,583.75
净营运资本	347.05	677.60	856.64	1,068.86	1,178.47
投入资本 IC	483.88	818.54	797.25	673.80	723.27
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	142.67	110.34	97.31	128.38	160.43
折旧摊销	14.28	31.18	0.00	33.92	41.07
净营运资金增加	(20.63)	330.55	179.04	212.22	109.61
经营活动产生现金流	129.70	127.74	239.96	139.05	125.88
投资活动产生现金流	(165.27)	(289.95)	(5.89)	95.00	(50.00)
融资活动产生现金流	(5.94)	345.93	79.01	(32.55)	(27.81)
现金净增 (减)	(41.51)	183.72	313.08	201.51	48.07

资料来源: 东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会从业经历，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。