

# 业绩略低于预期 等待营销改革效果显现

2012年2月29日

推荐/维持

诺普信

事件点评

## ——诺普信（002215）业绩快报点评

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

### 事件:

公司公布了业绩快报。2011年公司实现营业收入15.6亿元,同比增长7.0%;归属于上市公司股东的净利润8331万元,同比减少23.4%;基本每股收益0.24元。

### 观点:

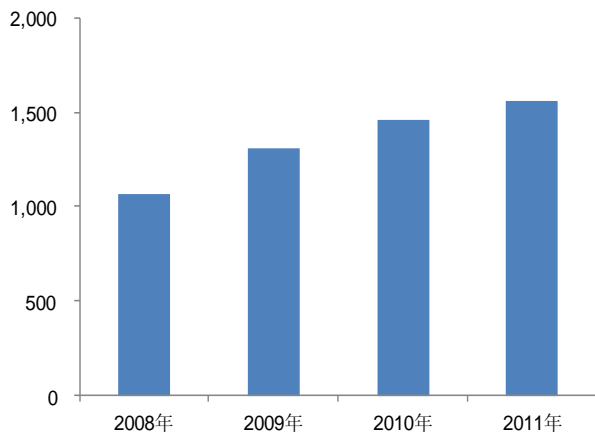
1、公司11年业绩呈现负增长,三、四季度拖累全年业绩。

公司2011年实现净利润8331万元,同比降低23.4%,低于公司三季报中预计的-10.00%~20.00%的范围。公司实现基本每股收益0.24元,比我们预计的0.27元略低。

公司11年上半年实现归属于母公司股东净利润约1.30亿元,前三季度净利润1.24亿元,全年实现8331万元,可以看出公司下半年贡献的基本是负业绩,尤其四季度单季度亏损4069万元。

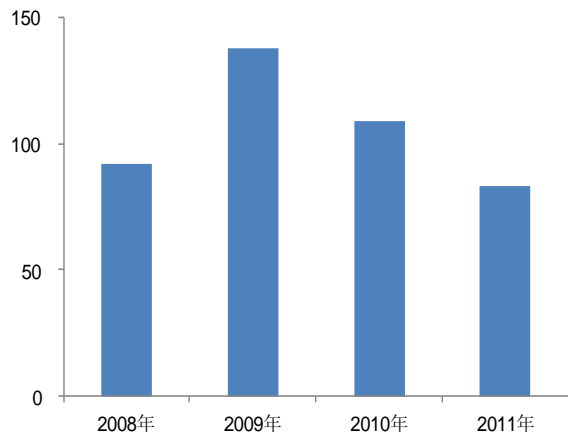
从公司08年以来经营情况看,公司营业收入保持一定增长,净利润自09之后两年出现负增长。

图 1: 公司近年营业收入 (百万元)



资料来源: Wind, 东兴证券

图 2: 公司近年净利润 (百万元)



资料来源: Wind, 东兴证券

## 2、农药行业景气低迷以及公司营销改革费用较高是公司业绩负增长的主要原因。

农药行业整体景气度低迷及公司营销渠道下沉改革的较高费用是导致公司业绩不太乐观的主要原因。农业行业自 08 年呈现较高的景气度后一直保持低迷状态，近两三年的气候条件一直不太正常，干旱、冰冻、洪水等气象灾害频发，对农药销售造成直接影响。根据农药行业“十二五”规划，“十二五”期间农药行业将呈现较多的并购整合。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。公司数量的减少将利于行业长期的健康发展。

公司自 10 年以来进行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。公司营销费用的增加也是短期拖累公司业绩的原因。

## 3、渠道改革后续有望逐步体现成果。

公司营销渠道改革已进行近两年，前期投入较大，预计改革在 2012 或者 2013 年将会看到效果，公司前期投入将获得应有的回报。

公司将诺普信、瑞德丰、标正、皇牌、兆丰年五个主要品牌进行分类，实施不同的销售模式。诺普信、瑞德丰两个主要品牌继续实施“经销商网络”的销售模式，同时引进“厂商价值一体化”战略，加大对经销商的支持力度；标正、皇牌、兆丰年三个品牌参照华南地区的销售模式，在华东、华中 13 个省份实施新的销售模式，将上述三个品牌的产品直接销售到零售店终端，营销渠道下沉的力度加大。新的销售方式可提高公司产品的定价能力，终端拓展能力得到大幅提升。

公司经过多年的积累，已经建立了覆盖全国的“技术+营销”的销售网络，共设立了 9 大营销中心、90 个销售大区、755 个销售分区、1071 个销售小区，覆盖 6200 多家经销商，服务 96000 多家零售店。

## 4、公司盈利预测与投资评级。

我们预计公司 12-13 年基本每股收益 0.32、0.45 元，对应 PE 分别为 30、21 倍。维持公司“推荐”投资评级。

表 1：公司盈利预测表

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,340.59	1,973.45	1,558.36	1,745.36	2,234.06
营业成本	939.98	1,458.33	930.34	1,029.76	1,318.10
营业费用	42.60	28.49	327.26	366.53	446.81
管理费用	172.77	217.96	218.17	226.90	290.43
财务费用	8.49	8.06	(4.84)	(6.99)	(8.17)
投资收益	0.51	2.48	15.00	10.00	10.00
营业利润	168.70	248.38	91.98	128.93	185.19
利润总额	166.95	248.10	99.98	136.93	193.19

所得税	37.30	45.13	15.00	20.54	28.98
净利润	129.65	202.98	84.99	116.39	164.21
归属母公司所有者的					
净利润	129.56	202.98	83.63	114.06	160.93
NOPLAT	137.60	209.80	74.07	103.65	150.47
基本每股收益 (元)	0.680	0.500	0.236	0.322	0.454
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
货币资金	88.73	98.91	599.64	798.24	834.91
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	154.58	249.55	85.39	95.64	122.41
预付款项	43.13	70.31	114.59	135.18	161.54
存货	201.76	322.08	382.33	423.19	541.68
流动资产合计	537.47	785.53	1,243.09	1,520.73	1,748.20
非流动资产	736.87	919.80	602.34	478.13	492.06
资产总计	1,274.34	1,705.33	1,845.43	1,998.85	2,240.27
短期借款	155.00	339.91	0.00	0.00	0.00
应付帐款	113.66	200.94	91.76	101.57	130.00
预收款项	154.95	145.44	183.75	236.11	303.14
流动负债合计	532.07	807.16	365.90	435.25	542.03
非流动负债	17.07	15.19	24.62	37.94	72.73
少数股东权益	0.00	0.00	65.43	67.76	71.04
母公司股东权益	725.20	882.98	1,406.64	1,475.08	1,571.64
净营运资本	5.40	(21.62)	877.18	1,085.48	1,206.17
投入资本 IC	761.26	1,094.38	872.43	744.59	807.76
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	129.65	202.98	84.99	116.39	164.21
折旧摊销	46.95	59.16	0.00	33.92	41.07
净营运资金增加	(41.66)	(27.02)	199.58	208.29	120.70
经营活动产生现金流	180.80	186.19	124.84	128.92	108.08
投资活动产生现金流	(156.19)	(308.32)	(5.89)	95.00	(50.00)
融资活动产生现金流	(73.88)	142.49	111.47	(25.32)	(21.41)
现金净增 (减)	(49.26)	20.36	230.42	198.60	36.67

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。