

评级：强烈推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人：张伟保 S1080110100004

电 话：0755-82485029

邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

**交易数据**

52周内股价区间(元)	13.61-36.5
总市值(百万元)	5,123.54
流通股本(百万股)	249.40
流通股比率(%)	70.4%

**资产负债表摘要(09/10)**

股东权益(百万元)	1,223.69
每股净资产	3.46
市净率	4.19
资产负债率	20.6%

**相关报告****诺普信(002215)****——行业低迷难挡业绩增长，营销渠道下沉力度加大**

**事件：**诺普信公布半年报，半年报显示报告期内，公司实现主营业务收入 115,027.95 万元，同比增长 15.21%；实现营业利润 15,478.78 万元，同比增长 54.74%。实现归属于上市公司股东的净利润 12,995.28 万元，同比增长 52.07%。公司中期利润分配方案为向全体股东每 10 股派发现金红利 1.20 元（含税）。

**点评**

- **二季度收入增速放缓，中期实现业绩 0.37 元。**二季度国内农药需求下降，行业景气进一步下滑，公司通过主动调整仍实现 7.74% 的收入增长，但低于一季度的 29.8%，增速大大放缓。由于主营产品杀虫剂毛利率提高 1.48 个百分点至 42.13%，带动综合毛利率提升 0.42%，而且产品销量同比增长 15% 左右，公司净利润同比增长 52.07%，半年度实现 EPS0.37 元，基本符合我们预期。
- **公司期间费用控制良好且投资收益增加，保证了公司业绩稳步增长。**尽管公司的主营产品销量较去年同期有 15% 左右的增长而且公司进一步加大了销售渠道下沉力度，公司的销售费用同比仅增长 16.43%，管理费用同比下降了 9.13%，体现了公司良好的成本控制和管理能力，为业绩增长提供了强有力的保障。同时，公司投资参股了常隆农化、江西禾益等原药企业，上半年公司获得约 1300 万投资收益，同比大幅增加约 1100 万元，为公司上半年业绩稳步增长做出了一定贡献。
- **公司坚定走销售渠道下沉路线，投入不断加大。**在非常成熟而且基本无技术壁垒的农药制剂行业，销售渠道成为公司能否出奇制胜的最佳武器。公司的创新模式营销和直销相结合的“两张网”销售渠道通过前期不断地磨合，已经不断为公司贡献利润，成为公司未来业绩增长的主要动力之一。公司中报披露，变更募投西南环保型农药制剂生产基地项目为 AK（直销）营销网络建设，加大零售店的终端营销渠道假设，仅该项投入高达 1.36 亿元，可见公司在尝到“两张网”带来的甜头之后，对该项营销渠道的青睐。随着“两张网”销售模式的逐渐壮大和成熟，对公司的业绩贡献也将起到至关重要的作用。
- **维持“强烈推荐”评级。**预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.84 元、和 1.06 元，按照最新股价 14.65 元，对应的 PE



分别为 25 倍、17 倍和 13 倍，我们看好公司“两张网”销售模式的发展，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：** 1、“两张网”销售模式的发展低于预期； 2、公司主营产品价格大幅下滑； 3、公司主要原料大幅上涨等

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	130,823	145,594	169,121	223,673	268,407
同比 (%)	22.7%	11.3%	16.2%	32.3%	20.0%
营业毛利	55,944	60,749	72,762	98,407	118,631
同比 (%)	41.6%	8.6%	19.8%	35.2%	20.6%
归属母公司净利润	13,780	10,880	20,421	29,903	37,639
同比 (%)	50.2%	-21.0%	87.7%	46.4%	25.9%
总股本 (万股)	35,408.0	35,408.0	35,408.0	35,408.0	35,408.0
每股收益 (元)	0.39	0.31	0.58	0.84	1.06
ROE	21.6%	8.9%	14.7%	17.7%	18.2%
P/E (倍)	37.2	47.1	25.1	17.1	13.6

数据来源：第一创业研究所



## 诺普信盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>985.2</b>	<b>1,501.1</b>	<b>1,815.9</b>	<b>2,223.7</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>1,455.9</b>	<b>1,691.2</b>	<b>2,236.7</b>	<b>2,684.1</b>
货币资金	369.2	1,013.9	1,253.7	1,592.6	减: 营业成本	848.4	963.6	1,252.7	1,497.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4.5	5.6	7.9	9.5
应收款项	110.5	104.9	136.9	164.2	销售费用	299.0	315.9	437.7	525.2
预付款项	96.0	27.3	26.8	31.4	管理费用	194.9	195.2	226.6	249.3
存货	356.4	145.1	188.6	225.5	财务费用	-0.6	16.0	19.9	19.5
其他流动资产	53.1	210.0	210.0	210.0	资产减值损失	5.1	-2.8	0.8	0.7
<b>非流动资产</b>	<b>636.5</b>	<b>647.7</b>	<b>610.4</b>	<b>573.2</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	211.5	220.5	220.5	220.5	投资收益	14.2	43.9	61.7	61.7
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	5.1	41.0	61.7	61.7
固定资产	214.2	194.3	156.1	117.8	<b>二、营业利润</b>	<b>118.8</b>	<b>241.5</b>	<b>352.9</b>	<b>443.8</b>
在建工程	17.2	30.7	31.7	32.7	加: 营业外收入	11.3	11.8	12.2	12.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.3	1.9	2.3	2.6
无形及递延性资产	181.5	192.9	192.9	192.9	<b>三、利润总额</b>	<b>128.7</b>	<b>251.5</b>	<b>362.7</b>	<b>453.7</b>
其它非流动资产	12.1	9.4	9.4	9.4	减: 所得税费用	18.4	39.7	54.4	68.1
<b>资产总计</b>	<b>1,621.7</b>	<b>2,148.9</b>	<b>2,426.4</b>	<b>2,796.8</b>	<b>四、净利润</b>	<b>110.3</b>	<b>211.8</b>	<b>308.3</b>	<b>385.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>307.6</b>	<b>658.9</b>	<b>628.1</b>	<b>612.9</b>	归属母公司净利润	108.8	204.2	299.0	376.4
短期借款	0.0	350.0	350.0	350.0	少数股东损益	1.5	7.6	9.3	9.3
应付账款	111.8	61.0	69.9	82.7	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>354.1</b>	<b>354.1</b>	<b>354.1</b>	<b>354.1</b>
预收帐款	137.0	33.2	29.5	34.2	<b>EPS (元)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.58</b>	<b>0.84</b>	<b>1.06</b>
其它流动负债	58.8	214.6	178.7	146.0					
<b>非流动负债</b>	<b>26.3</b>	<b>30.4</b>	<b>30.4</b>	<b>30.4</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其它非流动负债	26.3	30.4	30.4	30.4	营业收入	11.3%	16.2%	32.3%	20.0%
<b>负债合计</b>	<b>334.0</b>	<b>689.3</b>	<b>658.5</b>	<b>643.4</b>	营业毛利	8.6%	19.8%	35.2%	20.6%
<b>少数股东权益</b>	<b>64.1</b>	<b>72.2</b>	<b>81.4</b>	<b>90.7</b>	主业盈利	-29.8%	93.3%	47.9%	29.0%
股本	221.3	354.1	354.1	354.1	母公司净利	-21.0%	87.7%	46.4%	25.9%
资本公积与其它	730.2	607.7	607.7	607.7	<b>获利能力</b>				
留存收益	272.2	425.5	724.6	1,101.0	毛利率	41.7%	43.0%	44.0%	44.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,223.7</b>	<b>1,387.3</b>	<b>1,686.4</b>	<b>2,062.8</b>	主业盈利/收入	7.5%	12.5%	13.9%	15.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,621.7</b>	<b>2,148.9</b>	<b>2,426.4</b>	<b>2,796.8</b>	ROS	7.6%	12.5%	13.8%	14.4%
					ROE	8.9%	14.7%	17.7%	18.2%
					ROIC	9.0%	12.2%	15.1%	16.0%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	资产负债率	20.6%	32.1%	27.1%	23.0%
<b>经营活动现金流</b>	<b>127.7</b>	<b>356.1</b>	<b>198.9</b>	<b>297.7</b>	利息保障倍数	n/a	13.2	15.5	19.8
净利润	110.3	211.8	308.3	385.7	速动比率	1.87	1.74	2.26	2.92
折旧摊销	36.6	34.5	39.1	39.0	经营现金净额/当期债务	n/a	1.02	0.57	0.85
财务费用	4.2	17.6	19.9	19.5	<b>营运能力</b>				
投资损失	-14.2	-43.9	-61.7	-61.7	总资产周转率	0.90	0.79	0.92	0.96
营运资金变动	-2.6	155.5	-73.1	-57.4	应收款天数	27.32	22.32	22.03	22.02
其它变动	-6.6	-19.6	-33.5	-27.3	存货天数	151.22	54.20	54.19	54.19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-289.9</b>	<b>-177.2</b>	<b>60.7</b>	<b>60.7</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-62.6	-49.7	-1.0	-1.0	主业盈利/股本	0.31	0.60	0.88	1.14
长期投资	-237.8	-11.6	0.0	0.0	每股经营现金流	0.36	1.01	0.56	0.84
其它变动	10.5	-115.9	61.7	61.7	每股净资产	3.28	3.71	4.53	5.57
<b>筹资活动现金流</b>	<b>345.9</b>	<b>456.9</b>	<b>-19.9</b>	<b>-19.5</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	-116.2	525.0	0.0	0.0	P/E	47.09	25.09	17.13	13.61
权益融资	538.9	1.0	0.0	0.0	P/B	4.42	3.90	3.19	2.60
其它变动	-76.8	-69.1	-19.9	-19.5	P/S	3.52	3.03	2.29	1.91
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	19.83	18.42	12.24	9.00
<b>现金净增加额</b>	<b>183.7</b>	<b>635.7</b>	<b>239.8</b>	<b>338.9</b>					

数据来源: 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120