

证券研究报告

基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号 S1060511020001  
电话 0755-22625476  
邮箱 chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵

投资咨询资格编号 S1060511110001  
电话 0755-22621410  
邮箱 yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖

投资咨询资格编号 S1060511010017  
电话 010-66299575  
邮箱 Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 诺普信 (002215)

### 回购彰显信心，直接利好股东

#### 事项：

诺普信发布回购社会公众股草案，拟在 12 月内使用不超过 1.8 亿元自有资金，在不高于 8.5 元/股的条件回购社会公众股，预计回购数量为 2117.64 万股。

#### 平安观点：

##### ■ 预计提升 EPS 6.2%，直接利好股东：

根据回购草案，公司股本减少约 2100 万股，减少幅度为 5.85%，对 EPS 提升幅度为 6.2%。此次回购使用公司充裕的自有资金，不会增强财务成本，相当于提升了资金利用率，直接利好股东。

##### ■ 2013 年限制性股权激励进入第一考核期，回购彰显公司信心：

2012 年上半年公司通过限制性股权激励方案，根据方案 2013~2015 年公司业绩考核为净利润分别相比 2011 年增长 60%、100%和 150%，2013 年将是业绩考核第一年，公司管理层经营动力较足，此次回购侧面传递了公司对未来发展信心。

##### ■ 三季度业绩好转，调整后渠道值得关注：

近两年公司处于渠道和战略调整期，在人员、品牌和渠道进行了精心梳理，费用控制逐渐稳定，2012 年净利润连续两个季度下滑后，第三季度实现正增长，明年或进入收获期。

##### ■ 维持“推荐”评级：

我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.28 元、0.37 元和 0.47 元，对应 12 月 18 日收盘价的 PE 分别为 25 倍、19 倍和 15 倍，回购彰显公司信心，对股东直接构成利好，维持“推荐”评级。

##### ■ 风险因素：

实际回购数量仍有不确定性、极端天气影响需求、渠道调整未达预期。

## 一、预计提升 EPS 6.2%,直接利好股东

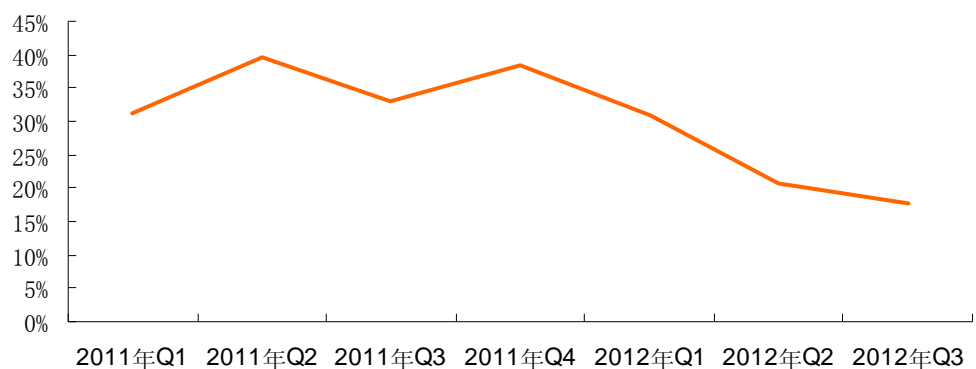
根据回购草案,本次回购条件为资金上限 1.8 亿元,每股价格不高于 8.5 元,按此估算,如果全部实施,将减少股本 2117.64 万股,使公司总股本由 3.62 亿股减少为 3.41 亿股,股本缩减幅度为 5.85%,对每股收益的提升为 6.2%。经过 2010 年融资后,公司账上现金充裕,今年前三季度现金余额均超过 3 亿元,资产负债率保持在 30% 以下水平。此次收购使用充裕自有资金,不会导致财务费用上升,相当于提高了现金利用率,对股东直接构成利好。

图表1 回购提升EPS 6.2%

项目	2012 年 (E)	2013 年(E)	2014 年(E)	
EPS	回购前	0.28	0.37	0.47
	回购后	0.30	0.39	0.50

资料来源:平安证券研究所

图表2 公司资产负债率较低



资料来源: Wind

## 二、2013 年业绩纳入股权激励考核, 回购彰显公司信心

今年上半年公司通过了限制性股权激励方案,业绩考核是以 2011 年净利润为基数,2013~2015 年净利润增长分别不低于 60%、100%和 150%,也即 2013~2015 年公司净利润不低于 1.30 亿元、1.63 亿元和 2.03 亿元。2013 年将进入股权激励第一期考核期,公司管理层业绩压力将有所增加,生产经营动力充足。本次回购侧面传递了公司对未来发展信心。

图表3 2013年进入股权激励考核期

时间	业绩条件
2013年	加权平均净资产收益率不低于8%；净利润相比2011年度增长不低于60%
2014年	加权平均净资产收益率不低于9%；2013年净利润相比2011年度增长不低于100%
2015年	加权平均净资产收益率不低于10%；2013年净利润相比2011年度增长不低于150%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、三季度业绩向好，调整后渠道值得关注

今年公司注重渠道管理提升和战略调整。人员方面，公司未进行扩充，着重提高人员业务能力，营销人员成熟度有所提高，为2013年增长奠定基础；品牌方面，公司更加聚焦于重点品牌培育，致力提高单一品牌销售规模和知名度；渠道方面，随着近两年的探索，公司基本理顺了经销商和零售店两张网络的关系，经销商与公司共发展意愿增强，零售店渠道效率也有所提高。

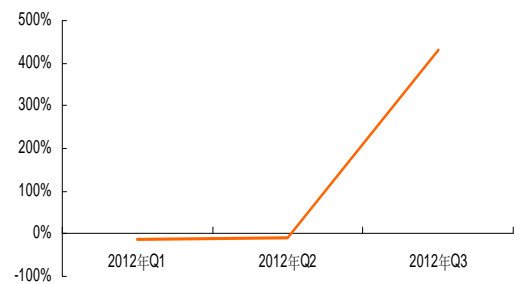
2012年前三季度，虽然公司收入与去年基本持平，但费用逐渐稳定，业绩改善迹象显现，第三季度净利润实现同比正增长，扭转了第一、第二季度同比连续下滑的局面，明年公司先前经营调整或进入收获期。

图表4 公司销售费用率逐渐稳定



资料来源：Wind

图表5 第三季度公司净利润实现增长



资料来源：Wind(备注2011年第三季度公司为亏损)

## 四、盈利预测及投资评级

由于实际回购数量不确定,我们不考虑回购股本影响,预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 0.28 元、0.37 元和 0.47 元,对应昨日收盘价 PE 分别为 25 倍、19 倍和 15 倍,回购显示公司信心,对股东直接构成利好,维持“推荐”投资评级。

## 五、风险提示

实际回购数量不确定、极端天气影响农药需求、渠道调整未达预期。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1359	1327	1539	1797
现金	498	683	733	765
应收账款	104	81	101	152
其他应收款	26	16	20	25
预付账款	100	116	144	181
存货	458	427	534	667
其他流动资产	173	5	6	8
非流动资产	721	803	837	869
长期投资	231	231	231	231
固定资产	256	325	344	365
无形资产	159	174	180	187
其他非流动资产	75	73	81	85
资产总计	2080	2129	2376	2666
流动负债	768	749	858	973
短期借款	150	170	200	222
应付账款	87	96	120	151
其他流动负债	0	207	207	207
非流动负债	29	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	29	6	6	6
负债合计	796	755	864	979
少数股东 权益	65	67	70	74
股本	354	362	362	362
资本公积	563	588	588	588
留存收益	301	357	492	663
归属母公司股东权	1218	1308	1442	1613
负债和股东权益	2080	2129	2376	2666

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	83	263	77	70
净利润	82	103	137	174
折旧摊销	37	32	36	38
财务费用	14	15	16	20
投资损失	-27	-30	-30	-30
营运资金变动	-36	182	-84	-136
其他经营现金流	13	-39	1	3
投资活动现金流	-207	-72	-40	-40
资本支出	89	90	60	60
长期投资	-4	0	0	0
其他投资现金流	-123	18	20	20
筹资活动现金流	240	-7	14	2
短期借款	150	20	30	22
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	133	8	0	0
资本公积增加	-133	25	0	0
其他筹资现金流	90	-60	-16	-20
现金净增加额	116	184	51	32

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1555	1633	2041	2551
营业成本	895	963	1204	1505
营业税金及附加	6	5	6	8
营业费用	363	343	418	518
管理费用	208	204	255	314
财务费用	14	15	16	20
资产减值损失	14	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	30	30	30
营业利润	81	127	165	210
营业外收入	19	4	4	4
营业外支出	3	8	5	7
利润总额	98	123	163	208
所得税	16	20	26	33
净利润	82	103	137	174
少数股东损益	1	2	3	3
归属母公司净利润	81	101	135	171
EBITDA	132	173	217	269
EPS (元)	0.22	0.28	0.37	0.47

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	6.8%	5.0%	25.0%	25.0%
营业利润	-31.5%	55.9%	29.9%	27.6%
归属母公司股东权益	-25.2%	24.3%	33.0%	27.0%
获利能力				
毛利率(%)	42.4%	41.0%	41.0%	41.0%
净利率(%)	5.2%	6.2%	6.6%	6.7%
ROE(%)	6.7%	7.7%	9.3%	10.6
ROIC(%)	11.2%	19.1	20.6	21.4
偿债能力				
资产负债率(%)	38.3%	35.4	36.4	36.7
净负债比率(%)	18.8%	22.5	23.2	22.71
流动比率	1.77	1.77	1.79	1.85
速动比率	1.16	1.19	1.16	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.78	0.91	1.01
应收账款周转率	14.53	17.32	22.22	20.00
应付账款周转率	10.34	10.49	11.11	11.11
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.28	0.37	0.47
每股经营现金流	0.23	0.73	0.21	0.19
每股净资产	3.36	3.61	3.98	4.45
估值比率				
P/E	31.2	25.1	18.9	14.9
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.	12	9	8

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257