



# 渐入佳境 ——诺普信(002215)一季报点评

### 分析师

余嫻嫻 021-61680360  
执业证书编号 S1070512120001

杨超 0755-83663214  
执业证书编号 S1070512070001

凌学良 010-88366060-8886  
执业证书编号 S1070512020003

### 投资评级：推荐（首次）

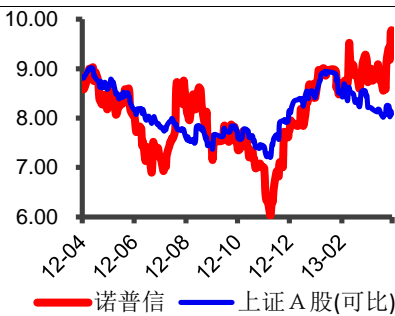
### 市场数据

目前股价（元）	9.78
总市值（亿元）	35.42
流通市值（亿元）	25.48
总股本（万股）	36,219
流通股本（万股）	26,052
12个月最高/最低	9.78/5.86

### 公司盈利预测（百万）

	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,789	2,237	2,684
(+/-%)	12.0%	25.0%	20.0%
净利润	159	185	225
(+/-%)	22.5%	16.5%	21.6%
摊薄 EPS	0.44	0.51	0.62
PE	22.3	19.2	15.8

### 股价表现图



数据来源: Wind 资讯

### 投资建议:

预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.44 元、0.51 元和 0.62 元，当前股价对应 PE 为 22.3 倍、19.2 倍和 15.8 倍，看好公司营销渠道改革成效渐显，向上游延伸打通全产业链，首次给予“推荐”评级。

### 要点:

- **一季度业绩符合预期:** 公司发布一季报，2013 年一季度实现营业收入 5.06 亿，同比上升 11.43%；归属于上市公司股东的净利润 0.48 亿，同比上升 13.26%；实现每股收益 0.14 元，同比上升 16.67%。基本符合市场预期。公司同时预告 1-6 月份归属于上市公司股东的净利润 1.28 亿-1.63 亿，同比增长 10%-40%，折合 EPS 0.35-0.45 元。
- **营销渠道渐入佳境:** 作为国内规模居前的制剂企业，公司多年来对营销渠道的不断改革与尝试广受关注。从 2012 年年报及此次一季报来看，改革取得一定效果。一季度末存货 3.52 亿元，同比下滑 23.48%，公司存货周转率继续提升；从费用率来看，三项费用率较去年同期均有不同程度下降，是今年业绩增长的一大原因。
- **投资原药企业向上游延伸:** 近年公司对上游部分原药企业做股权投资，除了较高的投资回报外（2012 年参股禾益化工、常隆农化分别贡献投资收益 455 和 2,462 万元），日后将充分发挥上游技术开发、获取资源与下游贴近市场优势，打通全产业链，打造真正的农药龙头，将是今后业绩增长的又一重要原因。
- **股权激励与股票回购彰显团队信心:** 公司限制性股权激励的条件为，2013-2015 年净利润比 2011 年增长分别不低于 60%、100%和 150%。当前股本摊薄后 EPS 分别为 0.36、0.45 与 0.57 元，复合增长 25%。加上今年一季度公司陆续实施的社会公众股回购，彰显了高管团队对近年公司发展的信心。
- **风险提示:** 营销渠道改革不达预期，行业景气度下滑。

**附：盈利预测表**

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,554.94	1,597.52	1,789.22	2,236.52	2,683.83
营业成本	895.23	937.74	1,055.64	1,341.91	1,610.30
销售费用	363.27	353.26	393.63	474.14	563.60
管理费用	208.19	202.67	225.68	272.20	312.46
财务费用	13.55	0.56	(12.29)	(10.01)	(7.73)
投资净收益	14.17	36.73	25.00	25.00	25.00
营业利润	81.35	111.70	145.12	175.23	220.54
营业外收支	16.66	37.59	35.00	35.00	35.00
利润总额	98.01	149.30	180.12	210.23	255.54
所得税	15.81	17.45	21.61	25.23	30.66
少数股东损益	0.86	2.47	0.00	0.30	0.36
净利润	81.34	129.38	158.51	184.70	224.51
<b>资产负债表</b>					
流动资产					(百万)
货币资金	1,358.96	1,270.05	1,110.14	1,369.18	1,643.02
应收账款	498.49	628.65	468.47	559.13	670.96
应收票据	104.24	136.25	122.55	153.19	183.82
存货	2.98	20.56	0.00	0.00	0.00
非流动资产	457.51	322.66	375.98	477.94	573.53
固定资产	720.85	747.29	903.09	950.91	991.93
资产总计	277.37	271.07	330.68	362.31	387.15
流动负债	2,079.81	2,017.35	2,013.23	2,320.09	2,634.95
短期借款	767.80	595.48	499.19	699.31	885.51
应付款项	150.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	167.22	260.49	245.83	312.50	375.00
长期借款	28.53	39.94	44.94	49.94	54.94
负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	796.33	635.41	544.12	749.24	940.44
股本	1,283.49	1,381.93	1,469.11	1,570.85	1,694.51
留存收益	354.08	362.19	362.19	362.19	362.19
少数股东权益	798.92	921.67	1,008.85	1,110.29	1,233.58
负债和权益总计	65.24	49.04	49.04	49.19	49.37
<b>现金流量表</b>					
经营活动现金流					(百万)
其中营运资本	83.18	361.33	8.16	249.07	289.12
投资活动现金流	48.10	135.10	(191.56)	16.74	9.19
其中资本支出	(207.48)	133.05	(170.00)	(90.00)	(90.00)
融资活动现金流	(88.95)	(51.77)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
净现金总变化	240.45	(345.64)	(71.33)	(83.11)	(101.03)

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长性</b>					
营业收入增长	0.07	0.03	0.12	0.25	0.20
营业成本增长	0.06	0.05	0.13	0.27	0.20
营业利润增长	(0.32)	0.37	0.30	0.21	0.26
利润总额增长	(0.24)	0.52	0.21	0.17	0.22
净利润增长	(0.25)	0.59	0.23	0.17	0.22
<b>盈利能力</b>					
毛利率	0.42	0.41	0.41	0.40	0.40
销售净利率	0.05	0.08	0.09	0.08	0.08
ROE	0.06	0.09	0.11	0.12	0.13
ROIC	0.06	0.08	0.09	0.11	0.13
<b>营运效率</b>					
销售费用/营业收入	0.23	0.22	0.22	0.21	0.21
管理费用/营业收入	0.13	0.13	0.13	0.12	0.12
财务费用/营业收入	0.01	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.00)
投资收益/营业利润	0.17	0.33	0.17	0.14	0.11
所得税/利润总额	0.16	0.12	0.12	0.12	0.12
应收账款周转率	14.82	13.29	13.83	16.22	15.93
存货周转率	2.20	2.40	3.02	3.14	3.06
流动资产周转率	1.33	1.22	1.50	1.80	1.78
总资产周转率	0.84	0.78	0.89	1.03	1.08
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.38	0.31	0.27	0.32	0.36
流动比率	1.77	2.13	2.22	1.96	1.86
速动比率	1.17	1.59	1.47	1.27	1.21
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	0.22	0.36	0.44	0.51	0.62
每股净资产	3.62	3.82	4.06	4.34	4.68
每股经营现金流	0.23	1.00	0.02	0.69	0.80
每股经营现金/EPS	1.05	2.79	0.05	1.35	1.29
<b>估值</b>					
PE	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
PEG	43.55	27.38	22.35	19.18	15.78
PB	1.10	1.41	1.35	0.89	-
EV/EBITDA	2.70	2.56	2.41	2.25	2.09
EV/SALES	30.28	30.67	27.42	22.85	18.43
EV/IC	2.37	25.36	31.73	25.04	19.13
ROIC/WACC	2.58	2.56	2.41	2.21	2.02
REP	0.50	0.62	0.73	0.89	1.03

**研究员介绍及承诺:**

**杨超:** 2006年至2012年任职于鹏华基金,从事化工行业研究。2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

**余姗姗:** 2003年至2010年就读于厦门大学。2010-2012年任职于国金证券,2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

**凌学良:** 2002年至2008年就读于清华大学化学工程系,获工学学士、硕士学位。2009年加入长城证券,任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

王涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com

陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com

陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com

安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

陈韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

杨洋: 021-61680670, 15001991899, yang\_yang@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦16层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦10层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>