

销售渠道改善，盈利能力回升

——诺普信（002215）三季度财报点评

2013年08月15日

强烈推荐/首次

诺普信

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

事件：

公司生产经营状况良好，公司营业总收入较去年同期增长 9.20%。实现主营业务收入 121,874.69 万元，同比增长 9.2%；实现营业利润 16,087.61 万元，同比增长 23.84 %。实现归属于上市公司股东的净利润 14,432.50 万元，同比增长 23.89 %。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	136.53	453.84	662.22	299.88	181.58	505.71	713.04
增长率（%）	-10.99%	0.66%	-6.76%	16.52%	33.00%	11.43%	7.67%
毛利率（%）	50.71%	39.55%	41.94%	41.37%	43.21%	38.05%	40.31%
期间费用率（%）	94.62%	30.17%	31.12%	36.79%	56.79%	27.62%	26.48%
营业利润率（%）	-44.36%	10.49%	12.43%	6.18%	-20.24%	10.61%	15.04%
净利润（百万元）	-44.27	43.63	76.46	18.00	-6.24	47.96	97.27
增长率（%）	-383.43%	-10.92%	-08.91%	-379.06%	-85.90%	09.92%	27.22%
每股盈利（季度，元）	-0.12	0.12	0.20	0.05	-0.02	0.13	0.18
资产负债率（%）	38.29%	31.00%	20.63%	17.72%	31.50%	29.78%	26.38%
净资产收益率（%）	-3.45%	3.29%	5.50%	1.27%	-0.45%	3.35%	6.52%
总资产收益率（%）	-2.13%	2.27%	4.36%	1.04%	-0.31%	2.36%	4.80%

观点：

- **销售收入同比增长8%左右。**公司在大力倡导“示范推广”、推动品牌建设方面，迈出了一大步；优化、创新做好“两张网”商业模式，大幅提升了销售效能。公司积极贯彻推进品牌发展战略，通过各项针对性措施的改善实施，企业经营工作取得了一定的突破。
- **三项费用率略有下降。**从去年下半年开始，公司逐渐减少销售人员，经过优胜劣汰从2400人减少到1800人，而与此同时，销售人员的效率大幅提高，人员的减少并未带来收入的下降。同时公司通过回访等形式开始修复原有的经销商渠道，未来随着AK渠道的单人销售提高和费用降低以及CK渠道的修复公司将重新回到快速增长的轨道，13年或成公司拐点。期间费用率由30.74%下降至26.74%。

结论：

公司的渠道逐渐理顺，盈利能力持续改善，预计公司2013-2014年EPS全面摊薄后分别为0.33和0.42元，由于当前股价对应PE分别为23和19倍。农药制剂属于快速消费品，强大的渠道是公司的核心竞争力，经过几年的渠道改革后公司有望重新迎来快速增长的拐点。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	1359	1270	1354	1716	2205	营业收入	1555	1598	1757	2021	2425
货币资金	498	629	615	863	1191	营业成本	895	938	1010	1172	1407
应收账款	104	136	135	155	186	营业税金及附加	3	4	5	6	8
其他应收款	26	17	19	22	26	营业费用	363	353	334	374	437
预付款项	100	138	158	182	210	管理费用	208	203	211	243	291
存货	458	323	415	482	578	财务费用	14	1	-2	-3	-4
其他流动资产	170	7	7	7	7	资产减值损失	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	721	747	477	464	450	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	231	304	0	0	0	投资净收益	2.82	30.00	35.00	35.00	35.00
固定资产	255.78	267.63	289.87	299.41	302.77	营业利润	199	256	320	346	#VALU
无形资产	159	114	103	92	80	营业外收入	11.00	11.00	26.00	3.00	3.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
资产总计	2080	2017	1830	2180	2655	利润总额	209	266	345	348	#VALU
非流动负债	0	0	0	0	0	所得税	29	37	48	56	#VALU
短期借款	150	0	10	0	0	净利润	179	229	297	292	#VALU
应付账款	87	66	83	96	116	少数股东损益	5	2	5	5	5
预收款项	183	228	280	341	414	归属母公司净利润	174	129	174	224	292
其他流动负债	207	0	0	0	0	EBITDA	286	261	227	286	350
负债合计	796	635	496	617	795	BPS (元)	0.23	0.36	0.33	0.41	0.54
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
所有者权益(或股)	0	0	0	0	0	成长能力					
所有者权益(或股)	1283	1382	1334	1563	1860	营业收入增长	6.80%	2.74%	10.00%	15.00%	20.00%
资本公积	563	586	586	586	586	营业利润增长	-31.51	37.30%	77.88%	28.91%	25.05%
减:库存股	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	34.86%	28.31%	34.86%	28.31%	30.41%
外币报表折算差额	0	0	0	0	0	获利能力					
少数股东权益	65	49	54	59	64	毛利率(%)	32.40%	2.74%	10.00%	15.00%	20.00%
负债和所有者权益	0	0	0	0	0	净利率(%)	11.54%	14.33%	16.90%	14.45%	#VALU
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	6.68%	9.71%	13.63%	14.88%	16.25%
经营活动现金流	510	538	-50	232	0	偿债能力					
净利润	82	132	179	297	0	资产负债率(%)	0%	0%	0%	0%	
折旧摊销	191.34	149.09	0.00	33.51	0.00	流动比率	1.77	2.13	3.12	3.42	3.69
财务费用	14	1	-2	-4	0	速动比率	1.17	1.59	2.16	2.46	2.72
应收账款减少	0	0	1	-20	-31	营运能力					
预收帐款增加	0	0	53	61	73	总资产周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
投资活动现金流	-153	-284	223	5	10	应收账款周转率	15	13	13	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.96	20.77	23.50	22.53	22.88
长期股权投资减少	0	0	304	0	0	每股指标(元)					
投资收益	27	37	3	30	35	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.36	0.33	0.41	0.54
筹资活动现金流	-233	27	-187	46	86	每股净现金流(最新)	0.35	0.78	-0.10	1.84	2.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.44	3.68	9.47	11.13	13.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-133	23	0	0	0	P/E	156.52	100.00	108.94	87.34	66.97
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	10.46	9.78	3.80	3.24	2.71
现金净增加额	124	282	-14	283	96	EV/EBITDA	43.31	47.48	29.44	13.98	10.50

资料来源: 东兴证券研究所

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，有五年化工行业研究经验。

联系人简介

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。