

## 农用化工行业

## 诺普信 (002215)

首次

报告原因：公司调研

行业整合期充实上下游，横向代理提升渠道效率

增持

2013年12月24日

公司研究/调研简报

## 市场数据：2013年12月24日

总股本/流通股本(亿)	5.42/3.88
收盘价(元)	9.78
流通市值(亿元)	39.02

## 基础数据：2013年9月30日

资产负债率	27.86%
毛利率	39.75%
净资产收益率(摊薄)	11.56%

## 相关研究

## 分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

## 研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层  
<http://www.i618.com.cn>

## 销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

## 投资要点：

① **龙头市场维持平稳，核心市场保持较高增长。**公司的核心市场依次为华东、西南、华南、华中；从成长性来看，东北、西北、西南和华南市场的2013年上半年收入同比增长分别为51%、37%、28%和11%。核心市场中属西南和华南市场仍保持一定增速。

② **加大上游投资力度，行业整合期增强竞争力。**今年三季度公司分别以15294.63万元和不超过2.2亿元的价格收购了常隆农化15%国有股权和融信南方投资持有的20%股权，目前对常隆农化的持股比例达到70%。

③ **特色区域重点发展直销渠道，高效管理减小费用压力。**目前全国直销零售终端减少到10000多家，经销商2000多家，分别占据公司销售总额的40%和60%左右。2012年公司销售人员人数进一步下降至1822人致使公司销售费用率基本恢复到公司发展直销业务之前。

④ **加强代理国外知名品牌拓宽产品线，提升品牌效应和渠道利用率。**今年公司超预期完成巴斯夫多个杀菌剂和除草剂产品的代理业务，保证盈利空间的同时销售额接近约2000万元。

⑤ **应收账款在营收中占比逐年提高。**随公司直销、代理业务等各项业务的拓展，应收款项的增速也连续多年超越营业收入增速。90天以内账款占总额的90%，一年以上账款不到总额的5%，比上期下降27%。虽然公司应收账款增长较快，但回款流动性较大，故风险可控。

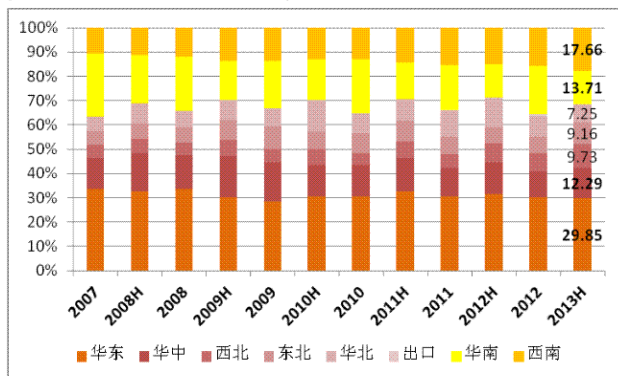
⑥ **盈利预测和评级。**公司收益于农业部一号文件推广生态农业，目前公司生态环保剂型农药占比达60%，预计未来国内农药行业的30%的产品将经历生态整合；公司近年经历多次并购交易充实上下游产业链，今年成为常隆的控股股东后，于经营和收益都有所裨益；此外，公司在非专利农药领域市场发展空间有限的前提下，与国外知名农药品牌合作代理进口专利产品同样提升渠道和品牌信誉，同时由于公司渠道实力较强，在扩大代理规模的同时还能保证较高的盈利空间；因此我们认为可以给予32倍市盈率及“增持”的评级。

⑦ **风险提示。**公司在并购交易中的局限性在于速度与资金链的反应契合度能否配合得好。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

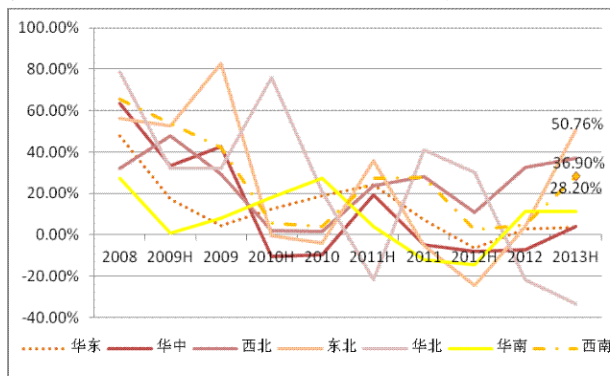
⑤ **龙头市场维持平稳，核心市场保持较高增长。**公司的核心市场依次为华东、西南、华南、华中；从成长性来看，东北、西北、西南和华南市场的 2013 年上半年收入同比增长分别为 51%、37%、28%和 11%。核心市场中属西南和华南市场仍保持一定增速。华东市场自 2011 年开始基本维持 4.5 亿元左右收入水平。公司目前在华南的广东市场市场份额达到 8%，全国市场份额 3%左右。

图表 1 西南核心市场地位巩固



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 2 东北、西北、西南市场增长迅猛



⑥ **加大上游投资力度，行业整合期增强竞争力。**常隆化工 2000 年经原常州农药厂改制组建后，经历 10 多年的现代化高效管理改革，目前已经具有 10 万吨农药原药和各类先进环保农药制剂的能力。常隆化工 2012 年农药收入已经达到 15.64 亿元，同比增长 40%，全年营业收入更达到了 20.59 亿元，净利润 7903 万元。常隆农化作为公司的第一大供应商，以及同类型企业中排名全国第六，同时公司考虑产业链延伸增强综合竞争实力，今年三季度分别以 15294.63 万元和不超过 2.2 亿元的价格收购了常隆农化 15%国有股权和融信南方投资持有的 20%股权，目前对常隆农化的持股比例达到 70%。

下表显示，2010 年以后中国农药前二十企业发生较大变动。除了公司与常隆农化的联营关系愈加紧密外，华邦颖泰通过对北京颖泰嘉和的吸收合并后跃升成为 2012 年中国农药销售额排名第一的企业；此外，中化国际通过收购扬农化工和以色列最大农化企业马克西姆阿甘的股权等行为快速跻身行业前列。中国农药行业经历 2008-2010 的收购兼并整合高潮后仍处于行业整合期，公司利用上市公司优势在上市后立刻迎合行业趋势完成多项股权收购交易，不断向上下游延伸产业链。预计明年行业将发生进一步整合，从 2012 年数据来看，公司与常隆的合并收入与行业龙头相当。

图表 3 中国农药企业农药销售额排名变化（单位：亿元）

农药销售额									
	2010	排名	2009	排名		2012	排名	2011	同比增长
新安化工	18.73	1	20.14	1	<u>华邦颖泰</u>	30.23	1	-	-
扬农化工	14.96	2	14.46	4	新安化工	28.32	2	21.42	32%
金帆达	14.55	3	13.38	5	福华通达	27.56	3	15.36	79%
诺普信	14.34	4	12.92	6	红太阳	27.25	4	12.82	113%
沙隆达	13.85	5	15.19	2	滨农科技	24.61	5	18.23	35%
江苏天容	11.3	6	5.38	40	润丰化工	24.17	6	14.09	72%
拜耳作物	11.15	7	9.84	9	沙隆达	23.35	7	20.39	15%
润丰化工	10.65	8	9.69	11	金帆达	22.5	8	16.5	36%
侨昌化学	10.6	9	11.05	8	扬农化工	21.87	9	18.14	21%
江山化工	10.18	10	14.63	3	江山化工	17.59	10	14.92	18%
滨农科技	9.39	11	7.3	21	辉丰农化	16.44	11	10.37	59%
联化科技	9.15	12	8.18	17	诺普信	15.85	12	15.35	3%
广信农化	8.9	13	6.49	26	<u>常隆农化</u>	15.64	13	11.2	40%
红太阳	8.64	14	7.22	22	<u>中化农化</u>	15.49	14	-	-
华星化工	8.53	15	8.56	15	<u>中化国际</u>	13.78	15	7.26	90%
辉丰农化	7.9	16	12.01	24	侨昌化学	13	16	11.8	10%
长青农化	7.46	17	6.68	25	联化科技	12.99	17	10.18	
福华通达	7.36	18	4.7	47	<u>好收成韦恩</u>	12.93	18	9.16	
丰山集团	7.25	19	8.4	16	长青农化	12.6	19	9.92	
瀚生生物	7.1	20	6.35	27	利尔化学	12.15	20	9.34	

数据来源：中国农药工业协会、世界农化网、山西证券研究所；

注：斜体下划线为 2012 年新进入前二十名农药销售企业。

⑤ **特色区域重点发展直销渠道，高效管理减小费用压力。**公司在 2010 年大规模招募了销售人员 1000 多人，零售终端达到了 20000 多家。通过 3 年的营运经验发现特殊地区地广人稀，对公司的人员开支和物流费用造成较大压力。由于地域、气候和作物的分布特点，公司凭借在海南市场的成功经验，为协调投入和产出的一致性，调整销售人员的组成、分布以及重点销售区域，目前全国直销零售终端 10000 多家，经销商 2000 多家，分别占据公司销售总额的 40%和 60%左右。2012 年公司销售人员人数进一步下降至 1822 人致使公司销售费用率基本恢复到公司发展直销业务之前，今年三季度销售费用率同比下降 2 个百分点达 19%，每位销售人员直接服务 10 家以上区域内零售终端。

同时公司调整人员结构来进一步加强销售团队的综合能力。今年公司总结往年用人经验，以及行业特殊性要求销售人员对当地的文化、方言、作物特性、耕种习惯等地域特色有一定常识性和专业性的要求，公司从农业院校招收 200 多名毕业生作为销售团队的储备力量，并实行人员回归本地化的模式加强公司渠道与终端间的纽带。

图表 4 销售和生人员缩减后高效化运营减小费用压力（单位：人）

	2009	2010	2011	2012
销售人员	2341	2742	2406	1822
生产人员	837	1663	775	620
全部员工	3857	5116	3771	2931
销售人员占比	61%	54%	64%	62%
生产人员占比	22%	33%	21%	21%

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

图表 5 销售费用率今年进一步下降

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012Q3	2013Q3
销售费用率	7%	6%	10%	13%	16%	18%	21%	23%	22%	21%	19%

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

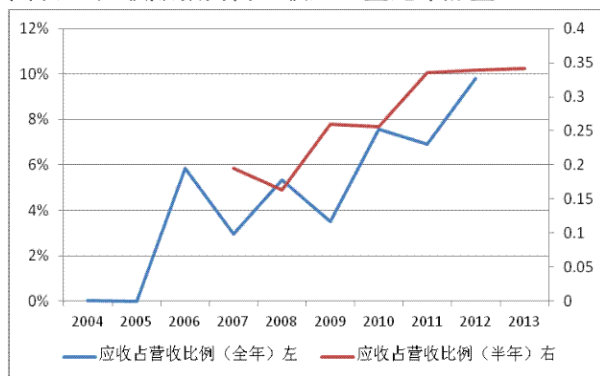
④ **加强代理国外知名品牌拓宽产品线，提升品牌效应和渠道利用率。**

今年公司超预期完成巴斯夫多个杀菌剂和除草剂产品的代理业务，保证盈利空间的同时销售额接近约 2000 万元。明年公司将进一步追加更多国外知名品牌的，以此为公司拓宽产品线和提升品牌信誉的同时也向合作方借鉴了境外直销的成功经验。

④ **应收账款在营收中占比逐年提高。**随公司直销、代理业务等各项业务的拓展，近年应收款项的占比和增速都逐步扩大。如图，应收账款占营业收入比重在 2012 年进一步加大接近 10%，应收款项的增速也连续多年超越营业收入增速。2013 年中报应收款项账龄明细显示，90 天以内账款占总额的 90%，一年以上账款不到总额的 5%，比上期下降 27%。虽然公司应收账款增长较快，但回款流动性较大，故风险可控。

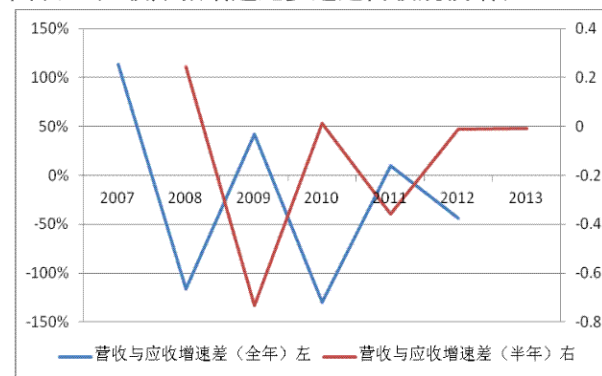
此外，今年公司还为优质经销商向银行申请 6000 万元专项授信提供担保，在要求经销商提供反担保降低风险的前提下，总共有 500 多家经销商收益于公司良好的信用。

图表 6 应收账款占营业收入比重逐年加重



数据来源：公司公告、山西证券研究所。

图表 7 应收账款增速逐步超越营收规模增长



数据来源：公司公告、山西证券研究所。



④ **盈利预测和评级。**公司收益于农业部一号文件推广生态农业，目前公司生态环保剂型农药占比达 60%，预计未来国内农药行业的 30% 的产品将经历生态整合；公司近年经历多次并购交易充实上下游产业链，今年成为常隆的控股股东后，于经营和收益都有所裨益；此外，公司在非专利农药领域市场发展空间有限的前提下，与国外知名农药品牌合作代理进口专利产品同样提升渠道和品牌信誉，同时由于公司渠道实力较强，在扩大代理规模的同时还能保证较高的盈利空间；因此我们认为可以给予 32 倍市盈率及“增持”的评级。

④ **风险提示。**公司在并购交易中的局限性在于速度与资金链的反应契合度能否配合得好。

当前股价 **10.05**

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 13/12/24

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,554.94	1,597.52	1,721.19	2,006.75	2,279.04	现金	498.49	628.65	875.60	722.67	751.65
YOY(%)	6.8%	2.7%	7.7%	16.6%	13.6%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	895.23	937.74	1,023.64	1,138.95	1,253.76	应收款项净额	132.93	174.17	187.65	218.79	248.47
营业税金及附加	5.99	5.72	5.56	6.92	7.75	存货	457.51	322.66	354.25	393.81	432.43
销售费用	363.27	353.26	344.93	427.13	478.78	其他流动资产	270.03	144.57	155.76	181.60	206.25
占营业收入比(%)	23.4%	22.1%	20.0%	21.3%	21.0%	<b>流动资产总额</b>	<b>1,358.96</b>	<b>1,270.05</b>	<b>1,573.26</b>	<b>1,516.87</b>	<b>1,638.80</b>
管理费用	204.55	199.22	198.52	243.15	273.06	固定资产净值	269.97	290.23	327.79	376.11	456.39
占营业收入比(%)	13.2%	12.5%	11.5%	12.1%	12.0%	减: 资产减值准备	(14.19)	(22.60)	(25.52)	(29.29)	(35.54)
<b>EBIT</b>	<b>82.26</b>	<b>98.13</b>	<b>143.96</b>	<b>186.02</b>	<b>261.12</b>	固定资产净额	255.78	267.63	302.26	346.83	420.85
财务费用	13.55	0.56	(2.22)	1.19	(2.21)	工程物资	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.9%	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.1%	在建工程	21.59	3.38	12.59	37.26	52.94
资产减值损失	(14.19)	(22.60)	(16.88)	(18.34)	(18.56)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.82	36.73	44.50	50.65	55.54	<b>固定资产总额</b>	<b>277.37</b>	<b>271.06</b>	<b>314.85</b>	<b>384.09</b>	<b>473.79</b>
<b>营业利润</b>	<b>81.35</b>	<b>111.70</b>	<b>173.80</b>	<b>217.14</b>	<b>300.31</b>	无形资产	158.93	114.46	109.88	105.30	100.72
营业外净收入	16.66	37.60	33.81	35.44	35.26	长期股权投资	231.32	304.37	377.42	450.47	523.52
<b>利润总额</b>	<b>98.01</b>	<b>149.30</b>	<b>207.61</b>	<b>252.58</b>	<b>335.56</b>	其他长期资产	53.23	57.41	57.41	57.41	57.41
所得税	15.81	17.45	23.88	30.31	40.27	<b>资产总额</b>	<b>2,079.81</b>	<b>2,017.35</b>	<b>2,432.82</b>	<b>2,514.14</b>	<b>2,794.25</b>
所得税率(%)	16.1%	11.7%	11.5%	12.0%	12.0%	循环贷款	150.00	0.00	150.00	0.00	16.71
<b>净利润</b>	<b>82.20</b>	<b>131.85</b>	<b>183.74</b>	<b>222.27</b>	<b>295.29</b>	应付款项	167.22	260.49	285.99	317.93	349.11
占营业收入比(%)	5.3%	8.3%	10.7%	11.1%	13.0%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.86)	(2.47)	(2.50)	(1.70)	(2.26)	其他流动负债	450.58	334.99	353.32	407.93	451.57
<b>归属母公司净利润</b>	<b>81.34</b>	<b>129.38</b>	<b>181.24</b>	<b>220.57</b>	<b>293.04</b>	<b>流动负债</b>	<b>767.80</b>	<b>595.48</b>	<b>789.31</b>	<b>725.86</b>	<b>817.40</b>
YOY(%)	-25.2%	59.1%	40.1%	21.7%	32.9%	长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
<b>EPS (元)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.36</b>	<b>0.33</b>	<b>0.41</b>	<b>0.54</b>	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	28.53	39.93	51.33	62.73	74.13
<b>主要财务比率</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>负债总额</b>	<b>796.33</b>	<b>635.41</b>	<b>940.64</b>	<b>888.59</b>	<b>991.53</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	65.24	49.04	50.54	51.56	52.92
营业收入	6.8%	2.7%	7.7%	16.6%	13.6%	股东权益	1,218.24	1,332.90	1,441.64	1,573.98	1,749.81
营业利润	-31.5%	37.3%	55.6%	24.9%	38.3%	<b>负债和股东权益</b>	<b>2,079.81</b>	<b>2,017.35</b>	<b>2,432.82</b>	<b>2,514.14</b>	<b>2,794.25</b>
净利润	-25.2%	59.1%	40.1%	21.7%	32.9%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
毛利率(%)	42.4%	41.3%	40.5%	43.2%	45.0%	税后利润	81.34	129.38	181.24	220.57	293.04
净利率(%)	5.3%	8.3%	10.7%	11.1%	13.0%	加: 少数股东损益	-0.18	1.34	1.50	1.02	1.36
ROE(%)	6.7%	9.7%	12.6%	14.0%	16.7%	公允价值变动	14.19	22.60	16.88	18.34	18.56
ROA(%)	3.9%	6.4%	7.4%	8.8%	10.5%	折旧和摊销	36.05	38.09	35.99	41.24	48.06
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	77.04	212.38	1.89	5.18	-0.48
流动比率	1.77	2.13	1.99	2.09	2.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>208.44</b>	<b>403.79</b>	<b>237.49</b>	<b>286.35</b>	<b>360.54</b>
速动比率	1.17	1.59	1.54	1.55	1.48	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	38.3%	31.5%	38.7%	35.3%	35.5%	长期股权投资	-19.81	-73.05	-73.05	-73.05	-73.05
<b>营运能力</b>						固定资产投资	-73.32	-14.14	-95.00	-128.00	-158.00
总资产周转率	74.8%	79.2%	70.7%	79.8%	81.6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>-93.13</b>	<b>-87.19</b>	<b>-168.05</b>	<b>-201.05</b>	<b>-231.05</b>
应收账款周转天数	31.20	39.79	39.79	39.79	39.79	股权融资	1.00	44.18	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	192.21	129.59	129.59	129.59	129.59	长期贷款的增加/	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.23	0.36	0.33	0.41	0.54	股利分配	-98.34	-59.01	-72.50	-88.23	-117.21
每股净资产	3.44	3.68	2.66	2.90	3.23	计入循环贷款前融	-97.34	-14.83	27.50	-88.23	-117.21
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/	209.64	-112.60	150.00	-150.00	16.71
P/E	43.7	28.1	30.1	24.7	18.6	<b>融资活动现金流</b>	<b>13.96</b>	<b>-186.44</b>	<b>177.50</b>	<b>-238.23</b>	<b>-100.50</b>
P/B	2.9	2.7	3.8	3.5	3.1	<b>现金净变动额</b>	<b>129.27</b>	<b>130.16</b>	<b>246.95</b>	<b>-152.93</b>	<b>28.98</b>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。