

诺普信 (002215)

新营销策略重启增长之路

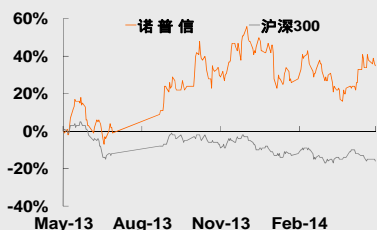
强烈推荐 (维持)

现价：7.23 元

主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.noposion.com
大股东/持股	卢柏强/29.60%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	705
流通 A 股(百万股)	511
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	50.97
流通 A 股市值(亿元)	36.95
每股净资产(元)	2.09
资产负债率(%)	41.8

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

郗祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
yanzhuibing290@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

投资要点

■ 受益营销策略调整, 2014 年将继续成为收获之年:

2012 年公司营收增速逐步回升, 2014 年一季度增速达到 28%, 这得益于公司近年营销策略调整。新的营销策略以服务带动销售, 在经销商和核心零售店两个渠道均有扩张力, 包括三个方面: 聚焦大品, 提升效率, 目前销售上千万的大品数量达到几十个; 聚焦作物, 设立作物经理, 公司创新性设立作物经理岗位, 通过作物聚焦和作物经理作用发挥, 牵头组织“作物俱乐部”, 提供适应当地特色作物一揽子植保解决方案; 聚焦服务, 做深示范推广, 公司营销人员改变过去将服务集中到经销商和零售店做法, 联合经销商、零售店主、当地种植大户、种植能手、内外部行业专家等多方力量开展示范推广, 快速打开市场。

我们认为公司新的营销策略符合当前农业发展趋势, 品牌和服务认可度将持续提升, 2014 年有望继续成为丰收之年, 并重启增长之路。

■ 渠道仍将扩张, 核心零售店正贡献可期:

经过磨合, 公司经销商和核心零售店渠道矛盾消除, 具体措施包括客户区分, 对经销商采取保护措施, 消除其顾虑, 实现两个渠道的共同发展; 品牌区分, 经销商采用“诺普信”、“瑞德丰”品牌, 核心零售店使用“标正”、“皇牌”、“兆丰年”; 同等服务支持, 经销商和核心零售店运用相同的营销方法, 享受同等植保服务支持。营销人员方面, 公司将更注重营销创新和植保服务的投入, 不单纯依赖人员增长拉动, 营销人员预计增长相对平稳。

虽然公司经销商覆盖除西藏外的主要农业县, 但密度仍不高, 未来将结合区域和经销商质地继续发展。核心零售店随着营销方式和人员调整到位, 费用得到控制, 2013 年实现扭亏, 预计 2014 年将由利润侵蚀者变为利润贡献者。

■ 常隆化工收购有望年内完成, 未来盈利提升空间大:

2013 年公司启动对常隆化工收购, 目前持股 35%, 预计 2014 年公司将完成收购并获得控股权。常隆化工 2013 年受大额员工补偿金计提影响, 亏损 5179 万元, 2012 年约 5300 万元净利润更能反映真实经营情况。相比上市农药公司, 常隆化工盈利水平偏低, 未来在产品结构和采购优化仍有较大提升空间。

■ 盈利预测及投资评级:

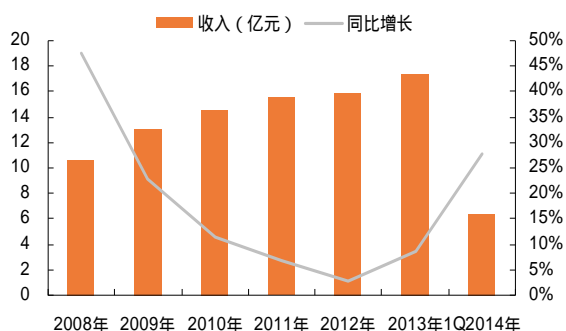
我们维持此前盈利预测, 按照最新股本摊薄, 预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.36、0.45 和 0.54 元, 对应前收盘价 PE 分别为 20、16 和 13 倍。考虑渠道策略调整后, 农药制剂业务值得期待, 2014 年常隆并表增厚业绩可能性较大, 维持公司“强烈推荐”投资评级。风险包括管理失控、原药价格大幅波动。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,598	1,736	2,256	2,888	3,610
YoY(%)	2.7	8.6	30.0	28.0	25.0
净利润(百万元)	129	180	251	315	384
YoY(%)	59.0	39.1	39.2	25.6	21.9
毛利率(%)	41.3	41.0	39.0	39.0	39.0
净利率(%)	8.1	10.4	11.1	10.9	10.6
ROE(%)	9.7	12.2	15.5	16.3	16.5
EPS(摊薄/元)	0.18	0.26	0.36	0.45	0.54
P/E(倍)	39.4	28.3	20.3	16.2	13.3

一、营销策略调整见效，重启增长之路

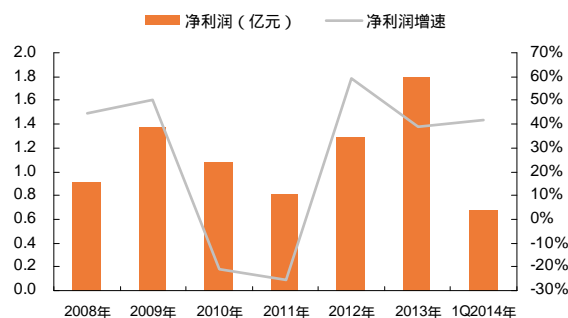
自 2010 年起，公司启动了经销商（CK 渠道）和核心零售店（AK 渠道）两张网的营销变革，但整体运行不甚理想，收入增速放缓，利润也出现了较大下滑。面对严峻的形式，公司对营销模式进行了全盘的思考，摸索出了一套在经销商和核心零售店渠道均具有较强扩张力的营销策略，随着新的营销方式运行逐渐步入良性轨道，公司营收和利润均出现了回升，2014 年一季度营收自 2009 年以来首次实现超过 10% 增长，达到 28%。

图表 1 2012年起公司收入增速逐步回升



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 2 2013年公司利润规模创新高



资料来源：Wind、平安证券研究所

在新的营销模式下，公司确立了以服务带动销售指导思想，联合经销商、当地种植大户、农业专家、公司专业营销人员力量，真正将农化服务做到了渠道最底层。

- 聚焦大品，提升效率。除了毛利率外，公司更加注重单品利润和规模之间的平衡，减少了部分收入规模过小不具备规模效应的品类，因此近年来，公司产品品规每年均有一定程度的减少，同时大品规产品的占比不断提升，目前销售规模千万以上的产品已经达到了几十个，通过品规调整，公司销售人员精力分配更为合理，效率也得到较大提升。
- 聚焦作物，设立作物经理。我国地域广阔，各地均有代表性特色作物，公司打破了此前以区域为划分标准的营销理念，创新性设立作物经理岗位，不断提升作物经理的专业技术水平，通过作物聚焦和作物经理作用发挥，牵头组织“作物俱乐部”，提供适应当地特色作物一揽子植保解决方案，服务专业性大大提升，快速打开销售局面。
- 聚焦服务，做深示范推广。通过近年得失反思，公司认识到虽然渠道已经下沉到农业县和乡镇，但服务下沉的力度不够，经销商及零售店的粘性不强，只有将农化服务做到基层，才能获得农业生产者、农资销售商等各利益方认可。公司营销人员改变过去将服务集中到经销商和零售店做法，全员提升示范推广技能，提倡厂商价值一体化，联合经销商、零售店主、当地种植大户、种植能手、内外部行业专家等多方力量，开展“农民会”、“新品推介会”、“对比试验”等示范推广活动，扩大公司品牌及产品的影响力，间接拉动了经销商及零售店销售增长。

我们认为公司营销战略调整适应了新形势下农业发展方向，未来品牌及服务的认可度将持续提升，2014 年有望继续成为收获之年，并由此重启增长之路。

图表 3 公司积极开展示范推广活动



资料来源：公司网站



资料来源：公司网站

二、渠道仍将扩张，AK 正贡献可期

经过几年磨合，公司经销商和零售店渠道矛盾消除，主要措施包括：

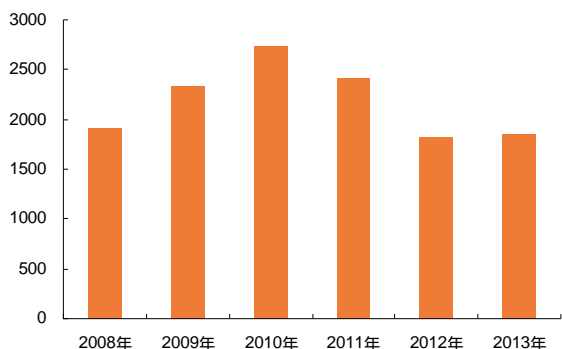
- 客户区分。之前经销商担心核心零售店渠道与其具有竞争关系，经过耐心沟通和制度设置，公司对经销商采取保护政策，经销商提出希望发展的乡镇零售店的列表，经公司和经销商双方确认后，给予保护，市场开拓以经销商为主；公司核心零售店渠道重点发展现有经销商无力覆盖区域和空白点，目前公司核心零售店主要分布在华东、华南和西南，数量约为 1 万家。由于中国农药市场还十分分散，公司经销商和核心零售店存在共同发展的空间，两个渠道发展均提高诺普信的市场认可，消除经销商对“两张网”负面认识。
- 品牌区分。公司采用不同品牌对渠道进行区分，经销商渠道仍使用其较为熟悉、农户接受度高的“瑞德丰”、“诺普信”，而核心零售店则使用“标正”、“皇牌”、“兆丰年”三个主品牌。
- 同等的服务支持。公司营销策略调整着眼全局，营销方法同等运用于经销商和核心零售店两个渠道，从人员设置看，由于相比经销商，核心零售店店主营销能力较为薄弱，公司约 60% 营销人员分布在核心零售店渠道。

经销商方面，虽然公司在全国除西藏外的主要农业县均有经销商，但覆盖的密度远远不够，未来公司将结合区域以及经销商质地继续发展经销网络。

核心零售店方面，改善显著。该渠道发展初期亏损几千万，2013 年实现了扭亏，预计 2014 年随着营销方式及人员调整到位，核心零售店销售费用得以控制，将由过去的利润侵蚀者转变为利润贡献者。

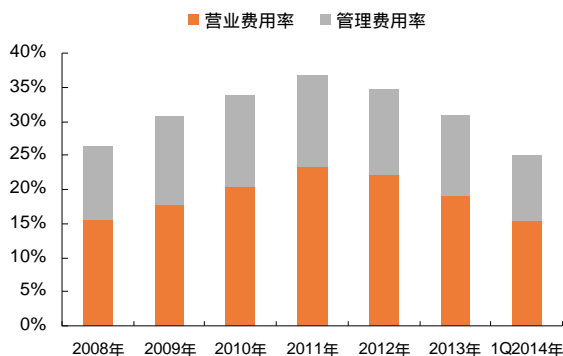
未来公司更加注重营销创新和植保服务的投入，收入的增长不简单依赖人员的增长拉动，我们判断公司营销人员数量仍将保持增长，但增长的速度会相对平稳。

图表 4 公司营销队伍规模趋于合理 单位：人



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 5 公司期间费用率持续下行



资料来源：Wind、平安证券研究所

三、常隆化工收购年内有望完成，未来盈利提升空间较大

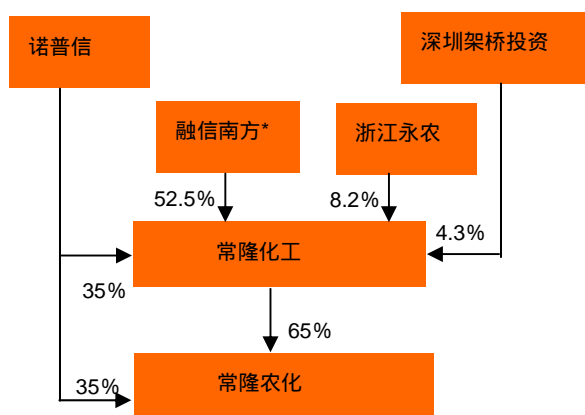
2013 年公司启动了对常隆化工的收购，通过一系列安排，目前公司持有 35% 股权，常隆化工其余股权主要由公司股东融信南方持有。2014 年 3 月为了激励常隆化工管理层，融信南方又将持有的部分股权（不超过 20%）转让予由常隆化工核心管理层出资设立的西藏林芝常隆投资有限公司，这有利于未来常隆化工持续稳定经营。我们预计 2014 年公司将完成对常隆化工的收购，并获得控股权。

图表 6 常隆农化位列中国农药前15强

2014 中国农药行业销售百强榜单			
排名	省份	企业名称	2013 销售额 (亿元)
1	浙江	浙江新安化工集团股份有限公司	35.54
2	浙江	浙江金帆达生化股份有限公司	35.40
3	北京	北京诺泰高和科技股份有限公司	35.30
4	四川	四川富乐山市福华通达农药科技有限公司	30.33
5	江苏	江苏扬农化工股份有限公司	30.05
6	江苏	南京红太阳股份有限公司	29.85
7	湖北	湖北沙隆达股份有限公司	28.74
8	山东	山东潍坊润丰化工有限公司	27.72
9	山东	山东滨农科技有限公司	23.55
10	江苏	江苏联化科技有限公司	22.15
11	江苏	南通江山农药化工股份有限公司	21.73
12	江苏	江苏辉丰农化股份有限公司	20.67
13	江苏	江苏常隆农化有限公司	20.48
14	浙江	拜耳作物科学(中国)有限公司	17.68
15	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	17.27
16	上海	中化农化有限公司	16.09
17	江苏	江苏好收成韦恩农化股份有限公司	16.05
18	江苏	江苏长青农化股份有限公司	15.59
19	山东	山东绿鑫化工股份有限公司	15.10
20	四川	利尔化学股份有限公司	13.89

资料来源：中国农药工业协会

图表 7 目前公司持有常隆化工35%股权

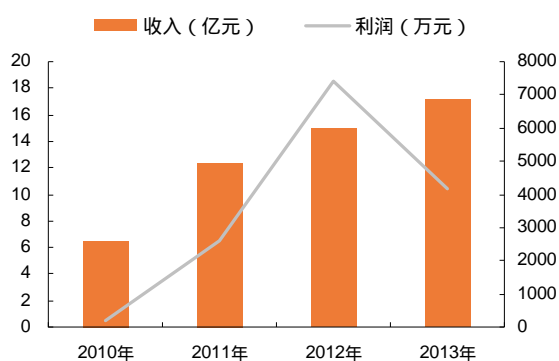


资料来源：平安证券研究所 备注：融信南方部分股权已经转让给常隆化工管理层设立的西藏林芝常隆投资有限公司

常隆化工核心业务为农药原药，全资持有中国农药十五强之一的常隆农化，2013 年常隆化工收入 21 亿元，由于计提 1.3 亿元员工补偿金，亏损 5179 万元，旗下常隆农化的收入和利润分别为 17.19 亿元和 4173 万元。考虑到大额补偿金计提影响，常隆化工 2013 年利润并未反映公司正常经营成果，我们认为以 2012 年利润作为参考更为合理，根据常隆化工 2012 年报表，当年公司实现收入和利润分别为 20.58 亿元和 5315 万元。

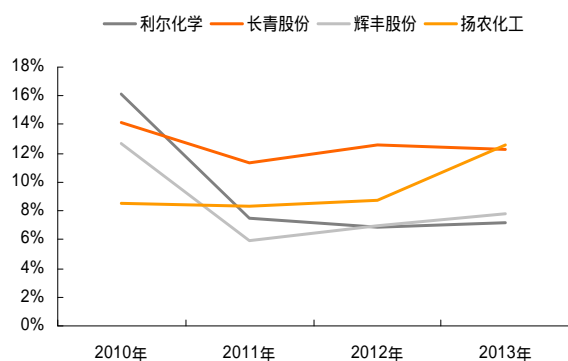
参照上市农药公司的盈利水平，相对常隆化工收入规模而言，利润水平偏低，主要因常隆化工产品结构不尽合理，部分产品处于亏损状态，另外采购环节也存在较大改进空间，未来常隆化工将在这两方面着力改进，预计盈利水平有望提升。

图表 8 2010年搬迁完成后，常隆农化经营逐渐步入正常



资料来源：公司公告

图表 9 与代表农药上市公司相比，常隆化工盈利水平偏低



资料来源：Wind、平安证券研究所

四、盈利预测及投资评级

我们维持此前盈利预测，预计在收入增长以及费用控制改善推动下，未来三年公司业绩有望持续增长，按最新股本摊薄后，公司 2014~2016 年的 EPS 预测为 0.36、0.45 和 0.54 元，对应前收盘价的 PE 分别为 20、16 和 13 倍。考虑渠道策略调整后，公司农药制剂业务值得期待，且 2014 年内常隆化工并表并进一步增厚业绩的可能性较大，维持公司“强烈推荐”投资评级。

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1463	1639	2103	2719
现金	652	677	872	1181
应收账款	127	168	214	268
其他应收款	11	22	28	35
预付账款	257	275	352	440
存货	381	474	607	759
其他流动资产	34	23	29	36
非流动资产	1116	1209	1242	1271
长期投资	675	675	675	675
固定资产	256	314	330	348
无形资产	108	140	147	153
其他非流动资产	77	80	90	94
资产总计	2579	2847	3345	3990
流动负债	1038	1173	1350	1603
短期借款	250	259	200	200
应付账款	87	124	159	198
其他流动负债	0	0	0	0
非流动负债	41	26	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	41	26	26	26
负债合计	1079	1199	1376	1629
少数股东权益	24	29	35	43
股本	542	705	705	705
资本公积	408	245	245	245
留存收益	528	671	985	1369
归属母公司股东权益	1476	1620	1935	2318
负债和股东权益	2579	2847	3345	3990

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	207	189	284	339
净利润	178	256	321	391
折旧摊销	39	34	38	40
财务费用	-6	3	4	5
投资损失	-30	-40	-45	-45
营运资金变动	6	-12	-36	-57
其他经营现金流	19	-53	2	4
投资活动现金流	-389	-62	-25	-25
资本支出	40	90	60	60
长期投资	-358	0	0	0
其他投资现金流	-707	28	35	35
筹资活动现金流	64	-102	-63	-5
短期借款	250	9	-59	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	180	162	0	0
资本公积增加	-178	-164	0	0
其他筹资现金流	-188	-110	-4	-5
现金净增加额	-118	24	196	308

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1736	2256	2888	3610
营业成本	1024	1376	1762	2202
营业税金及附加	6	7	9	11
营业费用	333	384	491	614
管理费用	206	248	318	397
财务费用	-6	3	4	5
资产减值损失	19	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	40	45	45
营业利润	184	272	344	420
营业外收入	19	15	16	18
营业外支出	8	3	3	3
利润总额	195	284	357	435
所得税	17	28	36	43
净利润	178	256	321	391
少数股东损益	-2	5	6	8
归属母公司净利润	180	251	315	384
EBITDA	217	310	386	466
EPS (元, 摊薄后)	0.26	0.36	0.45	0.54

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	8.6	30.0	28.0	25.0
营业利润	64.3	48.2	26.3	22.2
归属母公司股东权益	39.1	39.2	25.6	21.9
获利能力				
毛利率(%)	41.0	39.0	39.0	39.0
净利率(%)	10.4	11.1	10.9	10.6
ROE(%)	12.2	15.5	16.3	16.5
ROIC(%)	40.4	44.3	50.2	54.1
偿债能力				
资产负债率(%)	41.8	42.1	41.1	40.8
净负债比率(%)	23.2	21.6	14.5	12.3
流动比率	1.41	1.40	1.56	1.70
速动比率	1.03	0.99	1.10	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.83	0.93	0.98
应收账款周转率	12.01	14.54	14.97	14.81
应付账款周转率	13.33	13.05	12.48	12.35
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.36	0.45	0.54
每股经营现金流	0.29	0.27	0.40	0.48
每股净资产	2.09	2.30	2.75	3.29
估值比率				
P/E	28.3	20.3	16.2	13.3
P/B	3.5	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	18.6	13.0	10.5	8.7

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	