



买入

32% ↑

目标价格:人民币 13.15

原目标价格:人民币 11.24

002215.CH

价格:人民币 9.93

目标价格基础:30倍 15年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	31.7	3.5	31.7	49.8
相对深证成指	35.2	6.6	28.4	56.3

发行股数(百万)	705
流通股(%)	73
流通股市值(人民币 百万)	5,121
3个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
卢柏强	30

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年10月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

苏文杰

(8610)66229389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

诺普信

主业发展良好, 药肥一体化拓宽市场空间

2014年前三季度公司实现营业收入19.1亿元, 同比提高25.6%; 归属母公司净利润1.8亿元, 同比增加4.7%; 实现每股收益为0.25元。诺普信与金正大在药肥一体化、农资平台流通、先进农业服务推广等领域开展全面深度合作签署了《战略合作协议》。双方合作将双方的产品、技术及农化服务应用于我国农业生产, 并积极探索新型涉农商业模式, 为农业现代化提供最佳的作物营养解决方案, 双方共同合作以改进种植者田间农学实践, 同时实现优势互补与合作共赢。考虑到公司农药制剂龙头地位, 上下游一体化优势逐渐加强, 药肥一体化合作拓宽营销渠道。公司目标价上调至13.15元, 评级为买入。

支撑评级的要点

- 2014年3季度公司实现营业收入3.8亿元, 同比提高26.4%, 归属母公司净利润2,669万元, 同比下降203%。2014年3季度公司综合毛利率为40.29%, 同比下降0.9个百分点, 同期净利率7.21%, 同比下降15.11个百分点。3季度净利润大幅下降主要是由于投资收益同比减少5,606万元, 投资收益减少主要是由于参股子公司常隆农化。
- 公司参股公司常隆农化收到江苏省泰州市中级人民法院送达的(2014)泰中环公民初字第00001号《民事判决书》, 本次诉讼涉及的财产损失, 如按判决执行, 常隆农化按《企业会计准则》规定, 损失金额人民币8,270万元计入当期损益, 并对公司本期和今年利润产生较大影响, 损失人民币约为4,776万元。本次为一审判决结果, 常隆农化对此次判决存在异议, 并于2014年10月8日提起上诉。所以投资收益减少只是一次性的、暂时的, 甚至存在冲减回来的可能性。公司主营业务发展依然非常良好。
- 公司预计2014年公司净利润为1.80亿元-2.16亿元, 同比提高0%-20%, 每股收益为0.26-0.31元。

评级面临的主要风险

- 市场开拓不达预期风险。

估值

- 我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.30元、0.44元和0.52元, 考虑到公司农药直接龙头地位及药肥一体化合作, 基于2015年30倍的市盈率水平, 目标价从11.24元上调为13.15元, 评级为买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,598	1,736	2,267	2,761	3,262
变动(%)	3	9	31	22	18
净利润(人民币 百万)	129	180	212	309	366
全面摊薄每股收益(人民币)	0.239	0.332	0.302	0.438	0.520
变动(%)	59.0	39.1	(9.1)	45.4	18.6
先前预测每股收益(人民币)			0.511	0.618	0.733
调整幅度(%)			(23.2)	(7.9)	(7.8)
全面摊薄市盈率(倍)	41.6	29.9	32.9	22.7	19.1
价格/每股现金流量(倍)	14.9	26.0	49.9	23.0	20.3
每股现金流量(人民币)	0.67	0.38	0.20	0.43	0.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	46.8	32.1	22.2	18.1	15.0
每股股息(人民币)	0.030	0.023	0.154	0.154	0.154
股息率(%)	0.3	0.2	1.6	1.6	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2014 年前三季度经营情况分析

2014 年前三季度公司实现营业收入 19.1 亿元，同比提高 25.6%；归属母公司净利润 1.8 亿元，同比增加 4.7%；实现每股收益为 0.25 元。2014 年前三季度公司综合毛利率为 37.40%，同比下降 2.35 个百分点，同期净利率为 9.41%，同比下降 1.71 个百分点。2014 年前三季度公司综合毛利率下降主要是因为成本上涨。

公司前三季度销售费用率、管理费用率同比分别下降 3.18 个百分点、1.62 个百分点，费用率下降意味着效率提升，公司 AK 模式业务通过三年多的投入和积累，不断地改善与创新，一改多年停滞不前的困局，扭亏为盈，取得了卓有成效的业绩。AK 模式创新体现在：一是调整组织架构，优化人员结构及任职素质模型，全力培养专家型的作物经理、技术型的营销人员；二是聚焦大品，打造区域性全国性品牌，探索出了以“示范推广”为核心的持续增长模式；三是创新营销管理，迅速提升了分销效率，如：自行制定激励机制、业务员回原籍工作、推广拉练示范等等；四是有效控制销售费用，人均销量和利润大幅提升。

2014 年 3 季度公司实现营业收入 3.8 亿元，同比提高 26.4%，归属母公司净利润-2,669 万元，同比下降 203%。2014 年 3 季度公司综合毛利率为 40.29%，同比下降 0.96 个百分点，同期净利率-7.21%，同比下降 15.11 个百分点。3 季度净利润大幅下降主要是由于投资收益同比减少 5,606 万元，投资收益减少主要是由于参股子公司常隆农化。

公司参股公司常隆农化收到江苏省泰州市中级人民法院送达的 (2014) 泰中环民初字第 00001 号《民事判决书》，本次诉讼涉及的财产损失，如按判决执行，常隆农化按《企业会计准则》规定，损失金额人民币 8,270 万元计入当期损益，并对公司本期和今年利润产生较大影响，损失人民币约为 4,776 万元。

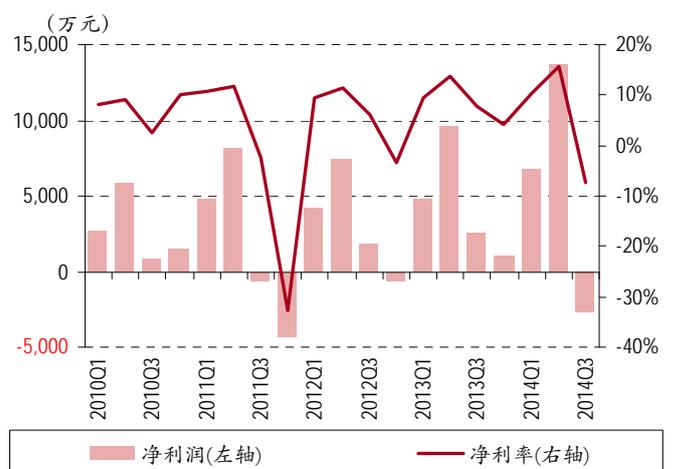
本次为一审判决结果，常隆农化对此次判决存在异议，并于 2014 年 10 月 8 日提起上诉。所以投资收益减少只是一次性的、暂时的，甚至存在冲减回来的可能性。公司主营业务发展依然非常良好。

图表 1.分季度收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 2.分季度净利润、净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司预计 2014 年公司净利润为 1.80 亿元-2.16 亿元，同比提高 0%-20%，每股收益为 0.26-0.31 元。

公司与金正大拟开展药肥一体化等领域合作

2014年9月9日，深圳诺普信与金正大就共同搭建商业合作平台，发挥双方在技术研发、市场渠道、品牌运营等方面优势，在药肥一体化、农资平台流通、先进农业服务推广等领域开展全面深度战略合作签署了《战略合作协议》。

诺普信是国内规模最大、产品数最多、品种最全的农药制剂和植保技术服务企业，拥有国内最大的农药水性化环保制剂研发及产业化基地，先后承担了国家科技部、国家发改委行业结构调整重大专项和深圳市高新技术示范项目等重大科技项目。拥有业界阵容最强、素质最高的植保技术营销队伍，打造了农药产品推广和植保服务于一体的服务体系，构建了行业内覆盖度最广最密、最贴近农户的分销网络，连续三年获得“中国农民最喜爱的农药品牌第一名”殊荣，具备行业领先的技术优势、服务优势、渠道优势和品牌优势。

金正大是国内规模最大、产品最全、技术最先进的新型肥料国家重点高新技术企业，是全球最大的缓控释肥生产基地，复合肥料连续多年销量全国排名第一，建有国家缓控释肥工程技术研究中心及复合肥料国家工程研究中心，拥有强大的市场推广队伍和完善的推广服务体系，具备行业领先的技术优势、服务优势、渠道优势和品牌优势。

为了促进诺普信和金正大在各自业务领域的发展，按照“产业结盟、互信互利”的原则，双方将共同搭建一个商业合作平台，发挥双方在技术研发、市场渠道、品牌运营等方面优势，在药肥一体化、农资平台流通、先进农业服务推广等领域开展全面深度战略合作，将双方的产品、技术及农化服务应用于我国农业生产，并积极探索新型涉农商业模式，为农业现代化提供最佳的作物营养解决方案，双方共同合作以改进种植者田间农学实践，同时实现优势互补与合作共赢。

- 1、共享客户资源，实现营销渠道的战略合作
- 2、共享服务资源，实现市场服务推广的战略合作
- 3、共享研发成果，实现新技术、新产品的战略合作

公司估值

我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.30元、0.44元和0.52元。按照2014年10月27日收盘价9.93元计算，对应的动态市盈率分别为32.9倍、22.5倍和19.0倍。考虑到公司农药直接龙头地位及成长性，基于2015年30倍的市盈率水平，目标价从11.24元上调为13.15元，评级为**买入**。

图表 3.14 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年三季度	2014 年三季度	同比变动 (%)
一、营业总收入	1,520.89	1,909.83	25.57
营业收入	1,520.89	1,909.83	25.57
二、营业总成本	1,362.63	1,670.18	22.57
营业成本	916.38	1,195.56	30.47
营业税金及附加	4.94	5.14	4.05
销售费用	285.64	297.95	4.31
管理费用	159.26	169.04	6.14
财务费用	(7.42)	(0.86)	(88.41)
资产减值损失	3.84	3.34	(13.02)
三、其他经营收益	23.15	(32.91)	(242.16)
公允价值变动净收益			
投资净收益	23.15	(32.91)	(242.16)
汇兑净收益			
四、营业利润	181.40	206.74	13.97
加: 营业外收入	12.49	13.50	8.09
减: 营业外支出	2.93	2.36	(19.45)
五、利润总额	190.96	217.88	14.10
减: 所得税	21.86	38.18	74.66
加: 未确认的投资损失			
六、净利润	169.10	179.70	6.27
减: 少数股东损益	(1.02)	1.60	(256.86)
归属于母公司所有者的净利润	170.12	178.10	4.69
七、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.24	0.25	4.69
(二) 稀释每股收益(元)	0.24	0.25	4.69
主要指标(%)			
营业利润率	39.75	37.40	
息税前利润率	11.93	10.83	
净利润率	11.19	9.33	

资料来源: 公司数据、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,598	1,736	2,267	2,761	3,262
销售成本	(938)	(1,024)	(1,357)	(1,653)	(1,952)
经营费用	(524)	(506)	(606)	(744)	(883)
息税折旧前利润	136	205	304	365	427
折旧及摊销	(38)	(38)	(36)	(38)	(40)
经营利润(息税前利润)	98	167	268	327	387
净利息收入/(费用)	7	15	16	10	15
其他收益/(损失)	52	22	(38)	13	15
税前利润	149	195	236	343	406
所得税	(17)	(17)	(21)	(31)	(36)
少数股东权益	(2)	2	(2)	(3)	(4)
净利润	129	180	212	309	366
核心净利润	116	187	278	331	390
每股收益(人民币)	0.239	0.332	0.302	0.438	0.520
核心每股收益(人民币)	0.214	0.345	0.395	0.469	0.554
每股股息(人民币)	0.030	0.023	0.154	0.154	0.154
收入增长(%)	3	9	31	22	18
息税前利润增长(%)	19	70	61	22	18
息税折旧前利润增长(%)	15	51	48	20	17
每股收益增长(%)	59	39	(9)	45	19
核心每股收益增长(%)	47	61	14	19	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	149	195	236	343	406
折旧与摊销	38	38	36	38	40
净利息费用	1	(6)	(6)	(2)	(4)
运营资本变动	213	2	(79)	(14)	(27)
税金	(17)	(17)	(21)	(31)	(36)
其他经营现金流	(22)	(5)	(25)	(29)	(34)
经营活动产生的现金流	361	207	140	305	345
购买固定资产净值	(52)	(40)	(20)	(20)	(20)
投资减少/增加	43	5	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	142	(354)	(8)	(6)	(4)
投资活动产生的现金流	133	(389)	(28)	(26)	(24)
净增权益	44	2	0	0	0
净增债务	(350)	250	20	20	20
支付股息	(11)	(11)	(13)	(108)	(108)
其他融资现金流	(29)	(177)	6	3	6
融资活动产生的现金流	(346)	64	13	(86)	(83)
现金变动	149	(117)	126	193	238
期初现金	478	626	509	634	827
公司自由现金流	500	(181)	121	285	330
权益自由现金流	144	66	138	301	345

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	629	652	520	683	892
应收帐款	312	412	445	582	703
库存	323	381	475	578	683
其他流动资产	7	18	23	28	33
流动资产总计	1,270	1,463	1,463	1,871	2,310
固定资产	271	266	250	232	213
无形资产	155	148	148	149	149
其他长期资产	304	681	715	750	788
长期资产总计	747	1,116	1,134	1,153	1,172
总资产	2,017	2,579	2,597	3,024	3,482
应付帐款	488	660	704	927	1,122
短期债务	0	250	270	290	310
其他流动负债	107	127	137	146	156
流动负债总计	595	1,038	1,111	1,363	1,588
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	41	42	42	42
股本	362	542	705	705	705
储备	971	934	718	889	1,118
股东权益	1,333	1,476	1,422	1,593	1,823
少数股东权益	49	24	23	25	29
总负债及权益	2,017	2,579	2,597	3,024	3,482
每股帐面价值(人民币)	3.68	2.72	2.02	2.26	2.59
每股有形资产(人民币)	3.25	2.45	1.81	2.05	2.37
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.74)	(0.74)	(0.36)	(0.56)	(0.83)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.5	11.8	13.4	13.2	13.1
息税前利润率(%)	6.1	9.6	11.8	11.8	11.9
税前利润率(%)	9.3	11.2	10.4	12.4	12.4
净利率(%)	8.1	10.4	9.4	11.2	11.2
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.4	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	12.2	42.0	56.3	56.8	57.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.0	0.9	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	41.6	29.9	32.9	22.7	19.1
核心业务市盈率(倍)	46.4	28.7	25.2	21.2	17.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	61.4	38.1	33.3	28.0	23.7
市净率(倍)	2.7	3.6	4.9	4.4	3.8
价格/现金流(倍)	14.9	26.0	49.9	23.0	20.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	46.8	32.1	22.2	18.1	15.0
周转率					
存货周转天数	151.8	125.4	115.1	116.3	118.0
应收帐款周转天数	62.3	76.1	69.0	67.9	71.9
应付帐款周转天数	95.8	120.7	109.8	107.8	114.7
回报率					
股息支付率(%)	8.3	7.0	51.0	35.1	29.6
净资产收益率(%)	10.1	12.8	14.7	20.5	21.4
资产收益率(%)	4.2	6.6	9.4	10.6	10.8
已运用资本收益率(%)	7.0	11.3	16.1	18.5	19.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371