

# 诺普信 (002215)

证券研究报告

2017年04月10日

## ——平台战略持续推进，收入有望触底回升

**业绩符合预期。**公司发布 2016 年年报，实现收入 19.63 亿元，同比下降 11.17%，实现归属于上市公司股东的净利润-2.76 亿元，同比下滑 219.7%。公司出现上市以来首次亏损。

**渠道变革导致费用上升是亏损的主要原因。**2016 年公司亏损主要原因是股权激励终止实施，一次性确认费用 2.23 亿元，同时公司加大力度建设田田圈电商平台，管理费用和销售费用同比增加 1 亿元以上。配合平台战略，公司对销售渠道进行调整，制剂收入和毛利率均受到不同程度影响，其中除草剂收入下滑 17.9%，毛利率下降 8.7PCT。

**平台模式渐趋成熟，收入有望大幅增长。**2016 年公司逐步完善了以参控股区域经销商+乡镇直营零售店+村级服务站的平台发展模型，控股经销商 15 家，参股经销商 180 家，品牌合作 2000 多家，覆盖 400 多个农业县。2017 年计划控股经销商 40 家，参股 260 家，覆盖 60%以上的农业县。农村金融业务发展迅猛，公司农发贷和农泰金融已经累计放贷超过 100 亿元。土地流转和新版农药管理条例出台，将会推动种植户和农药流通企业趋于集中，也为公司进一步提高市场份额提供良好外部环境。公司目前国内制剂规模遥遥领先，然而市占率仅 4%左右，未来提升空间巨大。深耕多年的线下农技服务团队和创新的农村金融的模式为公司构建了广阔的护城河，随着参控股优质经销商不断增长，护城河将持续加宽。中国农药市场不到 1000 亿元，而农资市场超万亿，参控股经销商后公司收入和投资收益将快速增长，产品品类大幅增长。

**员工持股彰显发展信心，股价安全边际高。**公司连续推出两次员工持股计划，一期规模 1.26 亿元，持股均价 12.35 元，二期规模 4.93 亿元，持股均价 10.05 元。连续两次员工持股，尤其是近期推出的二期持股计划，彰显公司对田田圈平台战略的信心。公司目前股价在二期持股均价附近，股价安全边际高。

**首次给予买入评级。**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.29/0.46/0.71 元，现价对应 PE 分别为 35.8/22.3/14.5 倍。公司是国内农药制剂龙头，深耕线下多年，拥有稀缺的 2000 多人销售团队。田田圈平台战略快速推进，随着参控股经销商快速增长，公司服务网络持续延伸，收入有望持续快速增长，成为领先的农村平台型公司，成长空间巨大。首次给予“买入”评级。

**风险提示：**农药价格大幅下跌；收购经销商进展低于预期

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.32 元
目标价格	11.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	914.08
流通 A 股股本(百万股)	695.50
A 股总市值(百万元)	9,433.27
流通 A 股市值(百万元)	7,177.56
每股净资产(元)	1.77
资产负债率(%)	44.67
一年内最高/最低(元)	12.70/9.64

### 作者

冶小梅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100001	
yexiaomei@tfzq.com	
赵宗原	联系人
zhaozongyuan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,209.74	1,962.93	3,430.99	4,909.64	6,488.36
增长率(%)	0.32	(11.17)	74.79	43.10	32.16
EBITDA(百万元)	301.09	(240.02)	377.60	594.52	878.63
净利润(百万元)	230.86	(276.25)	263.36	423.97	649.39
增长率(%)	18.71	(219.66)	(195.33)	60.99	53.17
EPS(元/股)	0.25	(0.30)	0.29	0.46	0.71
市盈率(P/E)	40.86	(34.15)	35.82	22.25	14.53
市净率(P/B)	5.41	5.82	5.24	4.50	3.69
市销率(P/S)	4.27	4.81	2.75	1.92	1.45
EV/EBITDA	54.65	(38.93)	22.76	13.99	8.98

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	633.66	573.43	686.20	981.93	1,297.67	营业收入	2,209.74	1,962.93	3,430.99	4,909.64	6,488.36
应收账款	184.07	166.43	405.40	412.87	668.52	营业成本	1,226.28	1,239.86	2,317.72	3,416.72	4,578.13
预付账款	54.35	110.67	198.36	257.21	353.21	营业税金及附加	7.12	10.79	17.15	24.55	32.44
存货	349.36	476.94	1,068.21	1,209.60	1,842.48	营业费用	491.71	591.91	686.20	736.45	778.60
其他	390.79	372.58	393.44	389.01	410.98	管理费用	264.78	512.23	308.79	441.87	583.95
<b>流动资产合计</b>	<b>1,612.23</b>	<b>1,700.04</b>	<b>2,751.62</b>	<b>3,250.61</b>	<b>4,572.87</b>	财务费用	8.13	2.46	9.87	11.21	9.38
长期股权投资	544.36	374.49	374.49	374.49	374.49	资产减值损失	6.19	20.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	243.73	237.33	249.53	258.30	264.60	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	15.14	29.19	23.51	20.11	18.07	投资净收益	46.69	113.13	195.00	182.00	200.00
无形资产	155.76	212.31	444.30	636.48	788.84	其他	(93.38)	(226.26)	(390.00)	(364.00)	(400.00)
其他	505.84	595.07	570.11	580.64	577.02	<b>营业利润</b>	<b>252.22</b>	<b>(301.37)</b>	<b>286.26</b>	<b>460.84</b>	<b>705.86</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,464.82</b>	<b>1,448.38</b>	<b>1,661.95</b>	<b>1,870.02</b>	<b>2,023.01</b>	营业外收入	8.66	18.52	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>3,077.05</b>	<b>3,148.43</b>	<b>4,413.57</b>	<b>5,120.63</b>	<b>6,595.89</b>	营业外支出	2.12	2.87	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	210.24	243.36	272.25	159.11	<b>利润总额</b>	<b>258.75</b>	<b>(285.72)</b>	<b>286.26</b>	<b>460.84</b>	<b>705.86</b>
应付账款	378.91	242.60	787.49	731.05	1,303.67	所得税	25.53	(9.30)	22.90	36.87	56.47
其他	898.86	905.59	1,422.70	1,858.95	2,417.52	<b>净利润</b>	<b>233.22</b>	<b>(276.42)</b>	<b>263.36</b>	<b>423.97</b>	<b>649.39</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,277.77</b>	<b>1,358.43</b>	<b>2,453.56</b>	<b>2,862.25</b>	<b>3,880.30</b>	少数股东损益	2.36	(0.17)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>230.86</b>	<b>(276.25)</b>	<b>263.36</b>	<b>423.97</b>	<b>649.39</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.25	(0.30)	0.29	0.46	0.71
其他	30.69	48.06	36.99	38.58	41.21						
<b>非流动负债合计</b>	<b>30.69</b>	<b>48.06</b>	<b>36.99</b>	<b>38.58</b>	<b>41.21</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,308.46</b>	<b>1,406.49</b>	<b>2,490.55</b>	<b>2,900.83</b>	<b>3,921.51</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	25.67	121.30	121.30	121.30	121.30	<b>成长能力</b>					
股本	914.41	914.08	914.08	914.08	914.08	营业收入	0.32%	-11.17%	74.79%	43.10%	32.16%
资本公积	58.43	296.76	296.76	296.76	296.76	营业利润	16.19%	-219.49%	-194.99%	60.99%	53.17%
留存收益	833.58	703.29	887.64	1,184.42	1,639.00	归属于母公司净利润	18.71%	-219.66%	-195.33%	60.99%	53.17%
其他	(63.50)	(293.49)	(296.76)	(296.76)	(296.76)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,768.59</b>	<b>1,741.93</b>	<b>1,923.02</b>	<b>2,219.80</b>	<b>2,674.37</b>	毛利率	44.51%	36.84%	32.45%	30.41%	29.44%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,077.05</b>	<b>3,148.43</b>	<b>4,413.57</b>	<b>5,120.63</b>	<b>6,595.89</b>	净利率	10.45%	-14.07%	7.68%	8.64%	10.01%
						ROE	13.25%	-17.05%	14.62%	20.20%	25.44%
						ROIC	27.60%	-43.79%	32.57%	45.10%	66.98%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	42.52%	44.67%	56.43%	56.65%	59.45%
						净负债率	10.80%	38.74%	32.39%	70.32%	61.57%
						流动比率	1.26	1.25	1.12	1.14	1.18
						速动比率	0.99	0.90	0.69	0.71	0.70
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	11.09	11.20	12.00	12.00	12.00
						存货周转率	5.70	4.75	4.44	4.31	4.25
						总资产周转率	0.79	0.63	0.91	1.03	1.11
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.25	-0.30	0.29	0.46	0.71
						每股经营现金流	0.93	-0.41	0.32	0.59	0.82
						每股净资产	1.91	1.77	1.97	2.30	2.79
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	40.86	-34.15	35.82	22.25	14.53
						市净率	5.41	5.82	5.24	4.50	3.69
						EV/EBITDA	54.65	-38.93	22.76	13.99	8.98
						EV/EBIT	63.21	-31.26	29.02	17.62	11.03

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com