

诺普信(002215)

—控股经销商战略提速

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 7.63 元

事件:

公司发布 2018 年半年报。上半年公司实现营业收入 23.5 亿元,同比增长 41.49%;实现归属于上市公司股东的净利润 2.85 亿元,同比增长 21.32%,每股收益 0.31 元。第二季度(4-6 月)实现营业收入 13.14 亿元,同比增长 64.26%;实现归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元,同比增长 3.29%,每股收益 0.14 元。公司预计 2018 年 1-9 月实现归属于上市公司股东的净利润 2.88-3.38 亿元,同比增长 15%-35%。

结论:

公司通过田田圈控股经销商战略明显提速,为农资分销和农业综合服务打下良好的基础,随着控股经销商数量的快速增加,营业收入有望保持较快增速;原有的农药制剂业务销售也有望从中受益,保持平稳增长。我们预计公司 2018-2020 年实现净利润分别为 3.82 亿元、4.58 亿元和 5.45 亿元,每股收益分别为 0.42 元、0.5 元和 0.6 元,对应当前股价 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍,给予“增持”评级。

正文:

制剂业务收入小幅增长,盈利稳定。制剂业务仍是公司收入和利润的主要来源,上半年实现收入 14.34 亿元,同比增长 2.85%,占营业收入比重为 61%;制剂业务毛利率维持在高水平,对营业利润贡献约为 75%。随着 2017 年《农药管理条例》等行业政策陆续出台,农药监管趋严,行业洗牌有望给龙头企业带来新的增长空间。公司能为中国 95%以上农作物病虫害防治提供整体解决方案,“三证”产品数量、发明专利数、国标/行标/企标数、生物源农药产品登记数、环境友好型农药制剂销售占比均位列农药行业全国第一,龙头地位稳固。

控股经销商战略提速。2018 年上半年公司完成控股经销商 50 家(持股比例 51%),纳入合并报表的控股经销商由 2017 年末的 14 家增加至 44 家,控股经销商营业收入由 2017 年同期的 2.62 亿元增长至 9.1 亿元,同比增长 246%;归属于母公司所有者的净利润 1552 万元;由于经销商业务毛利率较低,公司整体销售毛利率由 2017 年上半年的 35.55%下降至 29.91%。另外公司还有参股经销商 110 家(参股比例 35%)。根据公司规划,2018 年实现控股经销商 80 家以上,三年后达到 250 家以上,服务平台网络覆盖 1500 个农业县,服务面积达到 8 亿亩以上。

农资分销与综合农业服务将极大拓展发展空间。公司经过田田圈多年的摸索,逐步清晰了发展路径,以参控股经销商构建的区域平台为基础,以优质农资产品分销为载体,以植保技术为纽带,以互联网、作物社群、作物专业服务公司、作物产业链经营平台为手段,逐步完善了“参控股区域优秀经销商(区域平台)+作物专业服务公司+作物产业链经营”互联网化的发展模式,逐步进入农业综合服务领域。从市场容量 500 多亿元的农

发布时间: 2018 年 08 月 23 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	8.44 / 6.26
上证指数/深圳成指	2724.62/8501.39
50 日均成交额(百万元)	59.40
市净率(倍)	3.35
股息率	1.97%

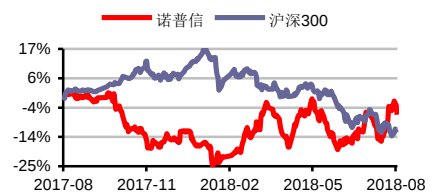
基础数据

流通股(百万股)	725.23
总股本(百万股)	914.08
流通市值(百万元)	5533.50
总市值(百万元)	6974.40
每股净资产(元)	2.28
资产负债率	46.60%

股东信息

大股东名称	卢柏强
持股比例	27.02%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

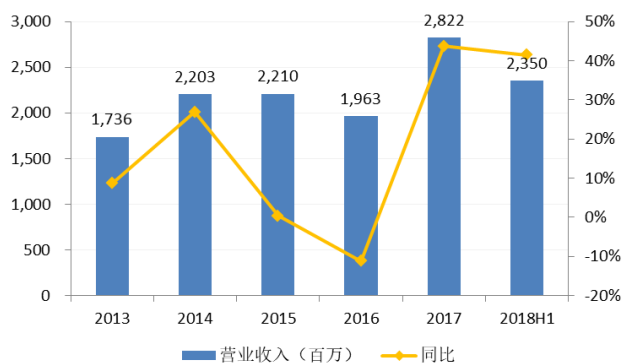
联系方式

研究员: 李朝松
执业证书编号: S0020512080005
电 话: 021-51097188-1929
电 邮: lichao.song@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号
安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

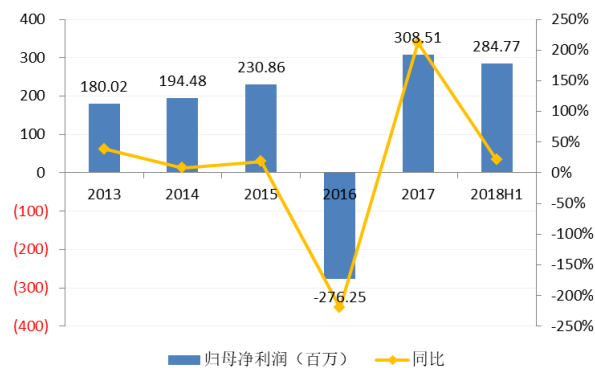
药行业走进了十几万亿容量的大三农服务行业，形成农药制剂和大三农服务双轮驱动的发展格局。

风险提示：原材料价格大幅波动、控股经销商收入和盈利不及预期。

图表 1 公司营业收入及增速



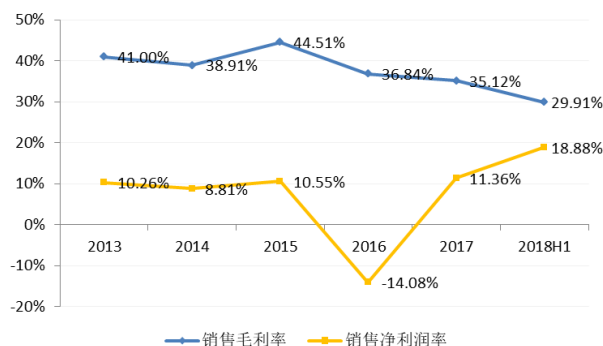
图表 2 公司归母净利润及增速



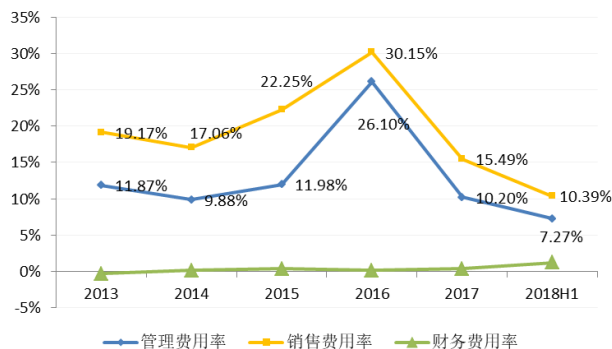
资料来源: wind, 国元证券研究中心

资料来源: wind, 国元证券研究中心

图表 3 公司毛利率和净利率



图表 4 公司期间费用率



资料来源: wind, 国元证券研究中心

资料来源: wind, 国元证券研究中心

图表 3 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2920	3504	4099	4670	营业收入	2822	3851	4629	5472
现金	597	595	592	594	营业成本	1831	2706	3264	3879
应收账款	584	707	879	1033	营业税金及附加	12	15	18	21
其他应收款	53	68	77	95	营业费用	437	424	486	547
预付账款	353	510	620	734	管理费用	288	347	398	460
存货	933	1265	1570	1850	财务费用	11	36	44	42
其他流动资产	400	359	360	364	资产减值损失	22	7	14	12
非流动资产	1622	1868	1998	2135	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	480	505	475	486	投资净收益	115	123	120	115

固定资产	306	460	582	675	营业利润	351	439	524	625
无形资产	299	343	388	432	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	538	559	553	543	营业外支出	1	1	2	1
资产总计	4542	5372	6097	6806	利润总额	354	441	526	627
流动负债	2228	2811	3133	3411	所得税	33	42	50	60
短期借款	621	936	958	859	净利润	320	399	476	567
应付账款	312	425	514	619	少数股东损益	12	17	17	22
其他流动负债	1295	1450	1661	1932	归属母公司净利润	309	382	458	545
非流动负债	68	53	57	58	EBITDA	447	566	690	816
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.34	0.42	0.50	0.60
其他非流动负债	68	53	57	58					
负债合计	2297	2864	3190	3469	主要财务比率				
少数股东权益	307	324	341	363	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	914	914	914	914	成长能力				
资本公积	304	304	304	304	营业收入	43.7%	36.5%	20.2%	18.2%
留存收益	715	966	1348	1756	营业利润	16.6%	25.1%	19.4%	19.2%
归母股东权益	1939	2184	2566	2974	归母净利润	11.7%	24.0%	19.9%	19.0%
负债和股东权益	4542	5372	6097	6806	获利能力				
					毛利率(%)	35.1%	29.7%	29.5%	29.1%
					净利率(%)	10.9%	9.9%	9.9%	10.0%
					ROE(%)	15.9%	17.5%	17.9%	18.3%
					ROIC(%)	23.4%	22.4%	21.6%	22.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.6%	53.3%	52.3%	51.0%
					净负债比率(%)	27.05%	32.67%	30.02%	24.78%
					流动比率	1.31	1.25	1.31	1.37
					速动比率	0.88	0.78	0.79	0.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.78	0.81	0.85
					应收账款周转率	7	6	5	5
					应付账款周转率	7.67	7.34	6.95	6.84
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.42	0.50	0.60
					每股经营现金流	-0.49	0.04	0.25	0.50
					每股净资产	2.12	2.39	2.81	3.25
					估值比率				
					P/E	23.44	18.91	15.77	13.26
					P/B	3.73	3.31	2.82	2.43
					EV/EBITDA	15	12	10	8

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-452	34	231	453
净利润	320	399	476	567
折旧摊销	85	90	121	149
财务费用	11	36	44	42
投资损失	-115	-123	-120	-115
营运资金变动	-782	-398	-318	-214
其他经营现金流	29	30	28	24
投资活动现金流	-102	-176	-134	-173
资本支出	70	200	200	200
长期投资	-99	59	-32	6
其他投资现金流	-131	83	33	33
筹资活动现金流	550	140	-99	-278
短期借款	411	315	22	-98
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他筹资现金流	132	-175	-121	-180
现金净增加额	-4	-2	-3	2

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn