

# 诺普信 (002215)

证券研究报告

2019年02月17日

## 回购彰显信心，发展趋势向好

公司披露回购预案，拟使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份，回购金额 1-2 亿元，回购价格不超过 7.5 元/股，拟回购股份占总股本比例为 1.46%-2.92%。

### 回购彰显信心，发展趋势向好

回购计划彰显公司对未来发展的信心。公司现有业务主要是农药制剂和田田圈农资分销平台，我们认为公司两块业务发展趋势逐渐向好。1、**监管力度加强，公司市场份额有望提升。**公司是中国农药制剂行业龙头，据农药协会统计，17 年公司制剂收入国内第一，接近第二名第三名之和。但是市场份额仅 4%，行业格局分散主要由于行业监管力度较低，导致劣币驱逐良币。新版农药管理条例 18 年 7 月正式执行，未来监管逐步加强，利好规范经营的龙头公司。参考复合肥龙头公司和国外农资企业，我们认为公司市场份额存在 1 倍以上提升空间。2、**成本降低，制剂毛利率有望见底回升。**环保执法方式调整，农药产能陆续释放，原药价格有望企稳回落。农药协会 12 月价格指数 104.14，较 11 月小幅回落 1.4。原药价格回落利好制剂行业盈利回升，公司目前制剂毛利率 38%左右，近 10 年来低点，未来盈利将企稳回升。3、**控股经销商整合效果逐渐体现。**18 年下半年，公司通过输出管理，强化控股经销商资金和存货等管理，提升运营效率，我们预计控股经销商净利率将逐渐提升。良好的示范效应将促进公司田田圈战略推进，降低公司开拓其它优质经销商的难度。经销商数量和质量的提升，又将进一步增强公司销售渠道的价值。

此外，4 季度是农资行业回款期，预计公司 4 季度现金流也将大幅改善。

### 盈利预测与投资建议

原药涨价幅度超预期，控股经销商盈利略低于预期，下调公司盈利预测，2018-2020 年归母净利润分别为 3.44/4.1/5.35 亿元（前值为 4.2/4.9/6.3 亿元），EPS 为 0.38/0.45/0.58 元，当前股价对应 18-20 年 PE 为 14.4X、12.1X、9.3X。公司是制剂行业龙头，行业监管加强公司显著受益，市场份额有望大幅提升。控股经销商整合效果显现，田田圈战略稳步推进。参考可比上市公司，给予公司 2019 年 20 倍 PE，目标价 8.97 元（前值为 11.5 元），维持“买入”评级。

**风险提示：**农药原药大幅涨价，收购经销商进度低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,962.93	2,821.58	3,977.10	5,183.46	7,277.01
增长率(%)	(11.17)	43.74	40.95	30.33	40.39
EBITDA(百万元)	(240.02)	428.34	557.71	704.23	932.01
净利润(百万元)	(276.25)	308.51	343.54	410.15	534.54
增长率(%)	(219.66)	(211.68)	11.36	19.39	30.33
EPS(元/股)	(0.30)	0.34	0.38	0.45	0.58
市盈率(P/E)	(17.93)	16.06	14.42	12.08	9.27
市净率(P/B)	3.06	2.56	2.28	2.01	1.75
市销率(P/S)	2.52	1.76	1.25	0.96	0.68
EV/EBITDA	(38.93)	15.30	8.58	6.76	5.61

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.86 元
目标价格	8.97 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	914.08
流通 A 股股本(百万股)	725.23
A 股总市值(百万元)	5,356.49
流通 A 股市值(百万元)	4,249.85
每股净资产(元)	2.29
资产负债率(%)	48.49
一年内最高/最低(元)	8.64/5.27

### 作者

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
huili@tfzq.com

**陈宏亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517100001  
chenhongliang@tfzq.com

**吴頔** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518090003  
wudi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《诺普信-季报点评:夯实基础，三季度平稳增长》2018-10-27
- 2 《诺普信-半年报点评:收入大幅增长，控股经销商稳步推进》2018-08-25
- 3 《诺普信-公司深度研究:制剂行业复苏，农资流通田田圈潜力大》2018-05-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	573.43	596.95	795.42	1,036.69	1,455.40
应收账款	166.43	636.76	909.89	1,393.87	2,244.63
预付账款	110.67	353.11	318.57	573.26	709.61
存货	476.94	933.41	708.46	1,273.39	1,577.43
其他	372.58	399.73	410.23	404.42	418.37
<b>流动资产合计</b>	<b>1,700.04</b>	<b>2,919.96</b>	<b>3,142.56</b>	<b>4,681.63</b>	<b>6,405.44</b>
长期股权投资	374.49	479.72	289.72	289.72	289.72
固定资产	237.33	305.80	314.04	320.78	326.22
在建工程	29.19	17.91	16.75	16.05	15.63
无形资产	212.31	298.68	329.34	342.61	338.49
其他	595.07	520.36	605.53	621.52	664.41
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,448.38</b>	<b>1,622.48</b>	<b>1,555.38</b>	<b>1,590.69</b>	<b>1,634.47</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,148.43</b>	<b>4,542.44</b>	<b>4,697.94</b>	<b>6,272.32</b>	<b>8,039.91</b>
短期借款	210.24	621.30	743.05	899.22	1,593.67
应付账款	242.60	412.41	781.67	803.80	1,476.85
其他	905.59	1,194.39	623.60	1,672.45	1,504.85
<b>流动负债合计</b>	<b>1,358.43</b>	<b>2,228.11</b>	<b>2,148.33</b>	<b>3,375.48</b>	<b>4,575.37</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	111.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.06	68.43	49.06	55.18	57.56
<b>非流动负债合计</b>	<b>48.06</b>	<b>68.43</b>	<b>49.06</b>	<b>55.18</b>	<b>168.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,406.49</b>	<b>2,296.54</b>	<b>2,197.39</b>	<b>3,430.66</b>	<b>4,744.07</b>
少数股东权益	121.30	306.92	326.92	380.92	460.92
股本	914.08	914.08	914.08	914.08	914.08
资本公积	296.76	304.04	304.04	304.04	304.04
留存收益	703.29	1,019.08	1,259.55	1,546.66	1,920.84
其他	(293.49)	(298.21)	(304.04)	(304.04)	(304.04)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,741.93</b>	<b>2,245.90</b>	<b>2,500.55</b>	<b>2,841.66</b>	<b>3,295.84</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,148.43</b>	<b>4,542.44</b>	<b>4,697.94</b>	<b>6,272.32</b>	<b>8,039.91</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(276.42)	320.42	343.54	410.15	534.54
折旧摊销	62.44	85.49	82.26	100.69	119.10
财务费用	4.24	14.42	47.75	57.48	89.92
投资损失	(113.13)	(115.09)	(80.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(258.05)	(744.53)	(248.61)	(213.45)	(795.22)
其它	202.73	(12.99)	20.00	54.00	80.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(378.19)</b>	<b>(452.27)</b>	<b>164.94</b>	<b>358.86</b>	<b>(21.66)</b>
资本支出	(42.60)	334.12	30.96	136.54	162.95
长期投资	(169.87)	105.23	(190.00)	0.00	0.00
其他	395.28	(541.24)	227.45	(229.20)	(278.28)
<b>投资活动现金流</b>	<b>182.80</b>	<b>(101.89)</b>	<b>68.41</b>	<b>(92.66)</b>	<b>(115.33)</b>
债权融资	210.24	621.30	743.05	899.22	1,704.81
股权融资	243.87	0.69	(51.86)	(56.33)	(88.39)
其他	(320.30)	(72.13)	(726.08)	(867.82)	(1,060.73)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>133.80</b>	<b>549.86</b>	<b>(34.89)</b>	<b>(24.93)</b>	<b>555.69</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(61.59)</b>	<b>(4.31)</b>	<b>198.47</b>	<b>241.27</b>	<b>418.71</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,962.93</b>	<b>2,821.58</b>	<b>3,977.10</b>	<b>5,183.46</b>	<b>7,277.01</b>
营业成本	1,239.86	1,830.66	2,686.69	3,567.31	5,131.47
营业税金及附加	10.79	11.86	19.89	25.92	36.39
营业费用	591.91	436.93	477.25	596.10	800.47
管理费用	512.23	287.67	377.82	440.59	545.78
财务费用	2.46	10.86	47.75	57.48	89.92
资产减值损失	20.17	21.95	20.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	113.13	115.09	80.00	50.00	50.00
其他	(226.26)	(244.51)	(160.00)	(100.00)	(100.00)
<b>营业利润</b>	<b>(301.37)</b>	<b>351.06</b>	<b>427.69</b>	<b>546.06</b>	<b>722.99</b>
营业外收入	18.52	3.38	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.87	0.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>(285.72)</b>	<b>353.58</b>	<b>427.69</b>	<b>546.06</b>	<b>722.99</b>
所得税	(9.30)	33.16	64.15	81.91	108.45
<b>净利润</b>	<b>(276.42)</b>	<b>320.42</b>	<b>363.54</b>	<b>464.15</b>	<b>614.54</b>
少数股东损益	(0.17)	11.92	20.00	54.00	80.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(276.25)</b>	<b>308.51</b>	<b>343.54</b>	<b>410.15</b>	<b>534.54</b>
每股收益(元)	(0.30)	0.34	0.38	0.45	0.58

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-11.17%	43.74%	40.95%	30.33%	40.39%
营业利润	-219.49%	-216.49%	21.83%	27.67%	32.40%
归属于母公司净利润	-219.66%	-211.68%	11.36%	19.39%	30.33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.84%	35.12%	32.45%	31.18%	29.48%
净利率	-14.07%	10.93%	8.64%	7.91%	7.35%
ROE	-17.05%	15.91%	15.80%	16.67%	18.86%
ROIC	-43.79%	39.21%	22.11%	25.62%	30.51%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.67%	50.56%	46.77%	54.70%	59.01%
净负债率	38.74%	27.73%	43.12%	23.19%	45.35%
流动比率	1.25	1.31	1.46	1.39	1.40
速动比率	0.90	0.89	1.13	1.01	1.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.20	7.03	5.14	4.50	4.00
存货周转率	4.75	4.00	4.84	5.23	5.11
总资产周转率	0.63	0.73	0.86	0.95	1.02
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.30	0.34	0.38	0.45	0.58
每股经营现金流	-0.41	-0.49	0.18	0.39	-0.02
每股净资产	1.77	2.12	2.38	2.69	3.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	-17.93	16.06	14.42	12.08	9.27
市净率	3.06	2.56	2.28	2.01	1.75
EV/EBITDA	-38.93	15.30	8.58	6.76	5.61
EV/EBIT	-31.26	18.85	10.06	7.88	6.43

### 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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com