

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

诺普信 (002215)

推荐 (维持)

模式领先，长期增长趋势确定

日期 2010年4月30日

现价 32.20元

陈建文 联系人

0755 - 22625476

chenjianwen@pasc.com.cn

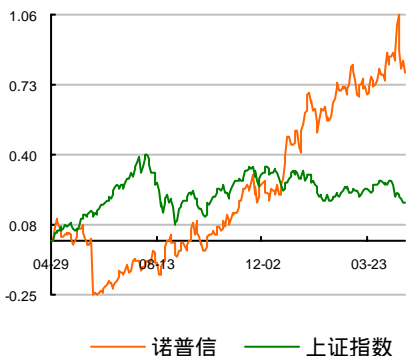
分析师： 邵青 S1060205070049

主要数据

行业	化学农药
公司代码	002215
公司网址	www.noposition.com
总股本(万股)	22130.00
流通股(万股)	6472.96
流通市值(百万)	2084.29
每股净资产(元)	5.46
净资产收益率(%)	21.61
总资产负债率(%)	31.06

相关研究报告

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

1. 针对我国农药制剂特殊国情，公司发展了集研发、生产、销售、物流、服务等于一体的“诺普信”综合体系，该体系张力强劲，推动公司超常规发展。
2. 安全、环保的行业政策取向及产业、产品结构调整为公司创造了难得的历史机遇，作为行业内最具实力的整合者，公司未来行业地位将进一步提高。

投资要点

1. **行业整合开启，公司外延扩张空间大。**随着农药行业管理规范及进入门槛提高，行业整合机会显现。公司现有市场占有率仅约为3%，将是最大的受益者之一，近年来成功并购案例使得公司外延扩张日益成熟。
2. **“三证”产品数量行业第一、环保制剂为主产品结构适应发展趋势。**截止09年末公司拥有“三证”制剂数量717个，为行业第一；公司水基化环保制剂产品销售额占比接近60%，在高毒农药和传统乳油制剂退出背景下，公司具有较强的先发优势。
3. **渠道扁平、市场网络覆盖全国。**目前公司对不同品牌采用主营经销商和核心零售店并举销售模式，渠道下沉至县级和乡镇级。公司销售网络规模行业第一，覆盖约6600家经销商，直接服务98000多家零售店，基本渗透至全国近2800个农业县(市)。
4. **经营精细化程度高，客户黏着力强。**经过多年发展，公司形成了包括生产、销售、研发、品牌运作等在内精细运作体系，能及时响应市场变化，为客户提供增值服务，提高了客户粘性以及公司议价能力。
5. **水溶肥高起点进入，与制剂协同发展。**通过收购和新设公司，公司高起点进入水溶肥，目前居行业领先水平。水溶肥渠道、技术与制剂相通，经营时间与制剂互补，具有较强的协同效应。
6. **盈利预测和投资评级。**我们预计公司2010~2012年每股收益分别为0.93元、1.35元、1.85元。鉴于公司显著的竞争优势和良好成长空间，给予“推荐”的投资评级。

风险提示

主要风险包括：原材料波动及供应、新产品市场开拓、管理失控以及应收账款管理。

12月31日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	722.38	1065.92	1308.23	1900.87	2698.28	3589.04
净利润(百万)	63.48	91.72	137.80	205.28	298.57	410.37
净利润增长率(%)	112.27	44.49	50.24	48.97	45.44	37.45
每股盈利(元/股)	0.29	0.41	0.62	0.93	1.35	1.85
市盈率(倍)	-	-	52	35	24	17

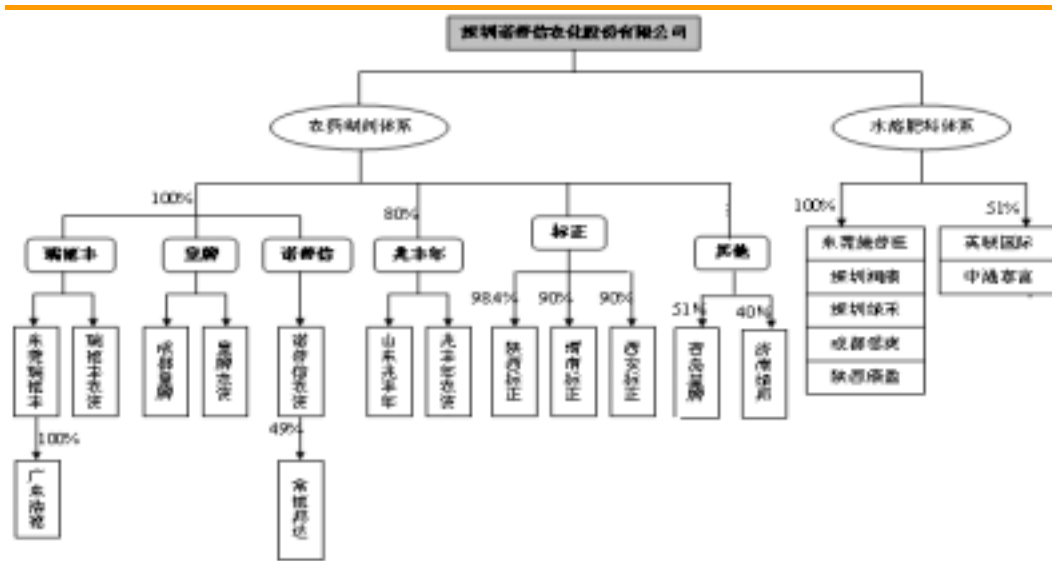
目 录

一、快速成长的农药制剂龙头	3
二、符合国情和行业发展趋势的制剂经营体系	5
2.1 行业概述：稳定增长，需求复杂多样	5
2.1.1 内外部条件促进农药用量稳定增长	5
2.1.2 需求复杂多样，综合制剂厂商机遇良好	6
2.2 业内最有力的整合者，外延扩展空间大	7
2.3 领先产品结构和丰富产品线打造坚实成长基础	8
2.4 销售网络结构扁平，辐射全国	10
2.5 精细化管理铸就“诺普信”系统	13
2.6 募集项目有序推进，确保公司持续快速增长	14
三、水溶肥：高起点进入，共享制剂资源	15
3.1 水溶肥概述：定位设施农业和高附加值的经济作物	15
3.2 抢占市场先机，实现与制剂资源共享	16
四、盈利预测	17
4.1 假设条件	17
4.2 盈利预测及投资评级	18
五、风险提示	19
5.1 原材料波动及供应的风险	19
5.2 规模扩大导致经营管理的风险	19
5.3 新产品市场开拓的风险	19
5.4 应收账款管理的风险	19

一、快速成长的农药制剂龙头

深圳诺普信农化股份有限公司（以下简称“诺普信”或者“公司”）专业从事农药制剂和植物营养肥的研发、生产和销售。上市之后，公司发展迅速，成为我国市场覆盖面最广、产品种类最丰富、市场占有率最高的农药制剂企业，市场占有率由上市之前的1.26%增长到目前3%左右。2008年以来公司通过收购和新设公司，快速进入水溶肥领域，形成了农药制剂为主，水溶肥协同发展的全新业务格局。

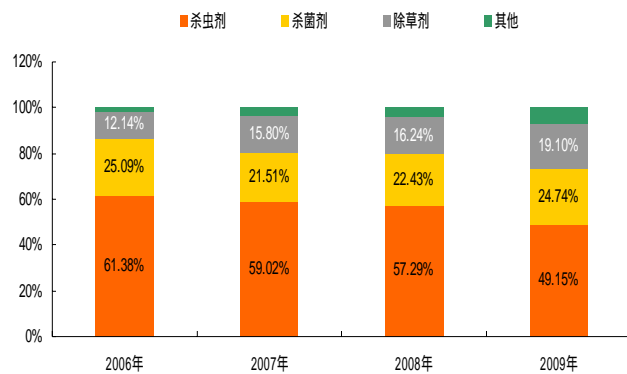
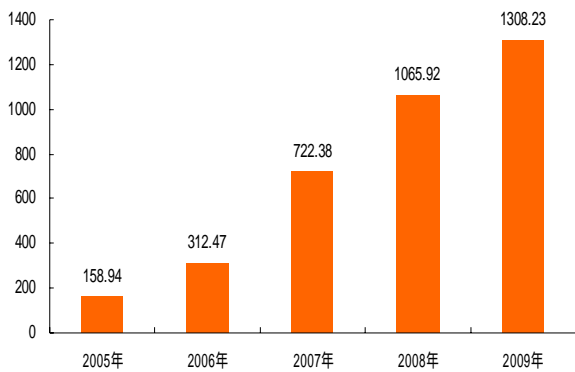
图表 1 下属公司以及业务分布格局



资料来源：公司公告，平安证券

图表 2 公司收入规模快速扩大 单位：百万元

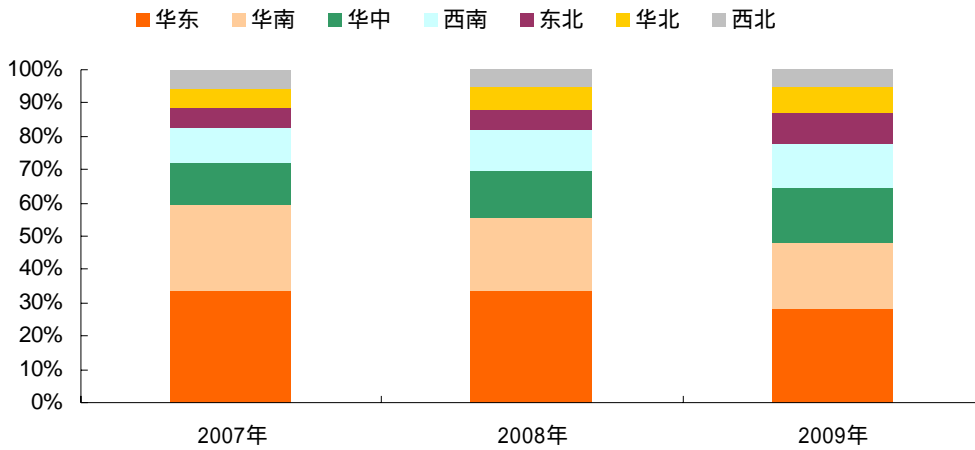
图表 3 农药制剂为公司主导产品



资料来源：公司公告，平安证券

资料来源：公司公告，平安证券

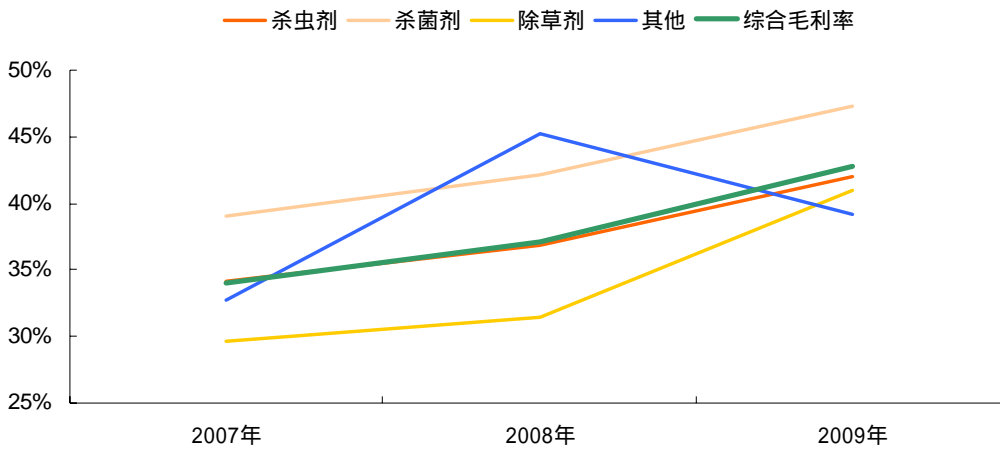
图表 4 公司销售市场分布更为平衡



资料来源:Wind, 平安证券

在销售规模扩大的同时,由于公司盈利能力不断巩固和提高,近三年毛利率呈现稳中有升的格局,2009年综合毛利率约为43%。

图表 5 公司毛利率稳中有升



资料来源:公司公告, 平安证券

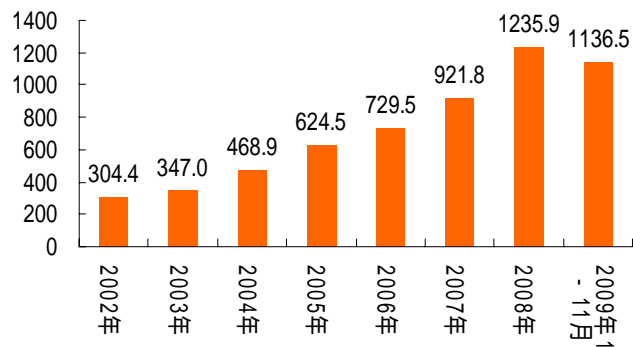
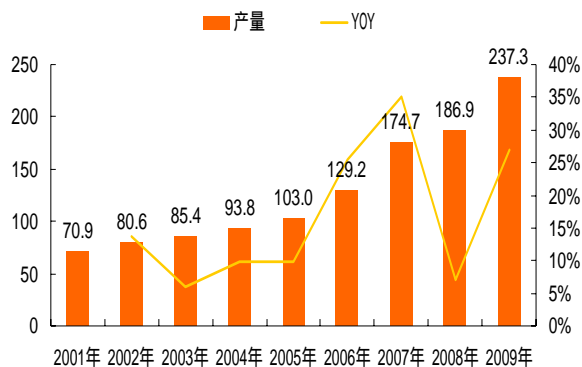
二、符合国情和行业发展趋势的制剂经营体系

2.1 行业概述：稳定增长，需求复杂多样

2.1.1 内外部条件促进农药用量稳定增长

农药是重要的农业生产资料之一，产量以及销售额稳定增长。2008年我国农药产量（折100%原药）和销售额分别达到186.9万吨和1235.9亿元，其中农药制剂的销售额约为380亿元，预计未来我国农药市场需求增长保持在15%左右。

图表 6 我国农药产量（折 100%原药） 单位：万吨 图表 7 我国农药行业销售额情况 单位：亿元



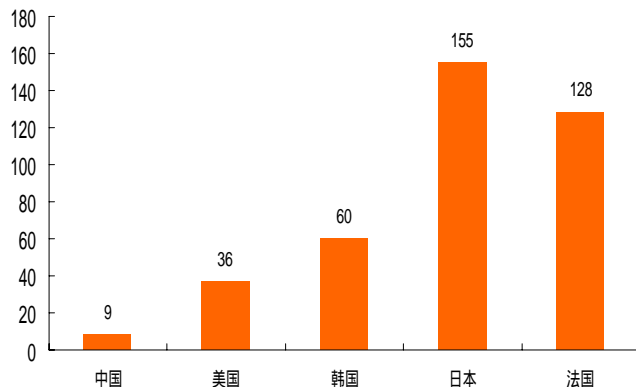
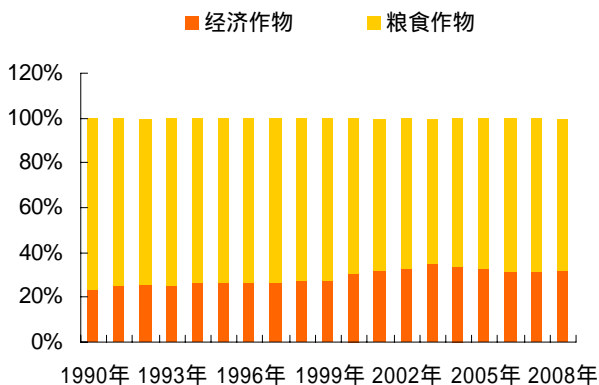
资料来源：CEIC

资料来源：CEIC

种植业自身发展及结构变化是农药用量增加的基础。第一、我国农业种植结构整体呈现出向经济作物倾斜的趋势，由于经济作物具较高附加值，农民的用药水平及用药积极性相对较高；其次从单位适用量看，我国单位面积用药量水平比较低，仅仅相当于美国的1/4、日本的1/18，用量还有较大提高空间；第三、栽培和耕种技术升级亦较大促进农药特别是除草剂用量增加，如冬小麦产区的麦茬免耕技术改进，水稻直播、抛秧、小苗移栽等轻型栽培进一步发展都拉动了除草剂的持续增长。

图表 8 经济作物占播种面积比重呈上升趋势

图表 9 我国单位面积农药用量较低 单位：美元/公顷

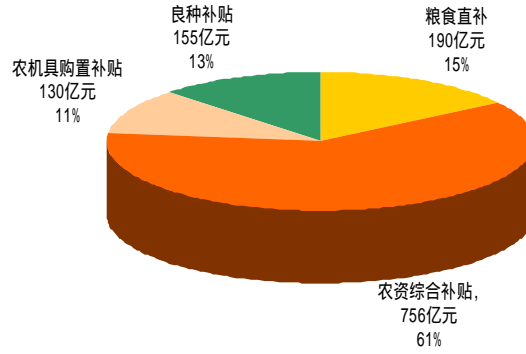
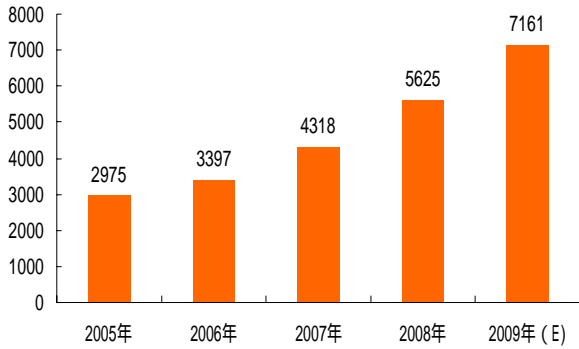


资料来源：CEIC

资料来源：公司资料，平安证券

政策及气候变化为农药用量增加创造良好的外部条件。近年来我国中央财政“三农”投入不断增加，预计09年支出为7161亿元，其中农资综合补贴为农业补贴主要投向，约占农业补贴额的60%，这将激发农业生产积极性，从而拉动农药需求量增加。此外全球变暖以及异常气候刺激了农药偶发性和持续性需求。

图表 10 我国“三农”投入快速增加 单位：亿元 图表 11 农资综合补贴是农业补贴主要投向



资料来源：平安证券整理

资料来源：平安证券整理

2.1.2 需求复杂多样，综合制剂厂商机遇良好

不同于原药，制剂是农民使用农药的最终形态，也是经销商和零售商销售农药的商品形态，因此制剂企业更加贴近市场。在我国，农业生产处于高度分散、种植作物种类繁多，制剂需求具有“小批量、多批次、多品种”的特征，并且区域差异大、农民用药知识及技术水平低。为此，制剂类企业除了研发、生产之外，还需要具备营销网络控制、用药指导等综合性服务及功能，行业现状迫切需要适应国情的综合性制剂类企业发展、壮大。

图表 12 我国农药需求特征

特征	描述
需求高度分散	农户分散在全国近2,800个农业县（市）和40,000多个农业乡镇，农药零售店数量众多。
用药技术水平较低	农户选购农药主要依靠零售店推荐和厂家的技术推广与服务，对农药品牌有一定依赖性。
需求的多样性	“小而全”的现象较普遍。
需求的区域性	华南是国内最大的热带水果基地，西北和华北是主要的粮棉油基地，江淮流域、珠江流域是国内主要水稻产区，华北、东北和部分西北地区则是小麦、玉米、大豆及谷物的主要产区。
需求的季节性	由北及南，经营旺季逐渐延长，上半年是农药生产的高峰期，季度性波动在一定程度上制约国内制剂企业的规模化经营。

资料来源：平安证券

2.2 业内最有力的整合者，外延扩展空间大

我国农药行业长期存在集中度低的现象，目前原药企业400多家，制剂企业约1800多家，其中一半以上的年注册资金在1000万元以下，约80%的企业年销售量在1000吨以下。

自06年以来，我国农药政策密集出台，从准入门槛、环境保护和市场秩序进行了提高和规范，据预计未来行业延续核准制度将淘汰20~30%农药企业，而农业部取消商品名的新规将使农药产品名称由1.6万个减少到1700多个。我国农药行业整合的时机已经到来，龙头企业市场份额将有望得到较快提高。

图表 13 2007 年以来主要行业整合政策

名称	颁布时间	主要内容
《农药标签和说明书管理办法》	农业部 2007年12月	细化标签的标注内容，明确农药名称应使用通用名称，混配制剂应标明总有效成分含量以及各有效成分的名称和含量
《关于修订<农药管理条例实施办法>的决定》	农业部 2007年12月	将农药临时登记证的累积有效期由 4 年缩短到 3 年
《农药名称登记核准管理的公告》	农业部 2007年12月	从2008年1月8日起停止批准商品名称，农药名称一律使用通用名称或简化通用名称；自2008年7月1日起，农药产品一律不得使用商品名称
《农药名称管理规定》公告	农业部、发改委 2007年12月	对农药产品的命名进行具体规范
《规范农药产品有效成分含量管理规定》	农业部、发改委 2007年12月	对农药产品的有效成分含量进行规范
《关于进一步加强农药行业管理工作的通知》	发改委 2008年2月	新开办原药企业注册资金不低于5000万元，制剂企业注册资金不低于3000万元；不再受理分装企业、乳油剂制剂加工企业核准。

资料来源：平安证券整理

随着实力的持续增强，公司成为制剂行业最有力的整合者。08年以来，公司先后完成了对成都皇牌、山东兆丰年、青岛星牌、济南绿邦、福建新农大正的股权收购。通过收购公司完善了区域布局，借助公司平台以及管理输出，促进被收购企业销售增长，利润贡献则由于处于磨合期，在09年并未得到完全体现，我们预计2010年起，近两年收购企业的利润贡献将显著提高。

未来随着整合的深入，将出现“强者愈强”的竞争格局，作为国内实力最强的制剂厂商，公司未来外延发展空间值得期待。

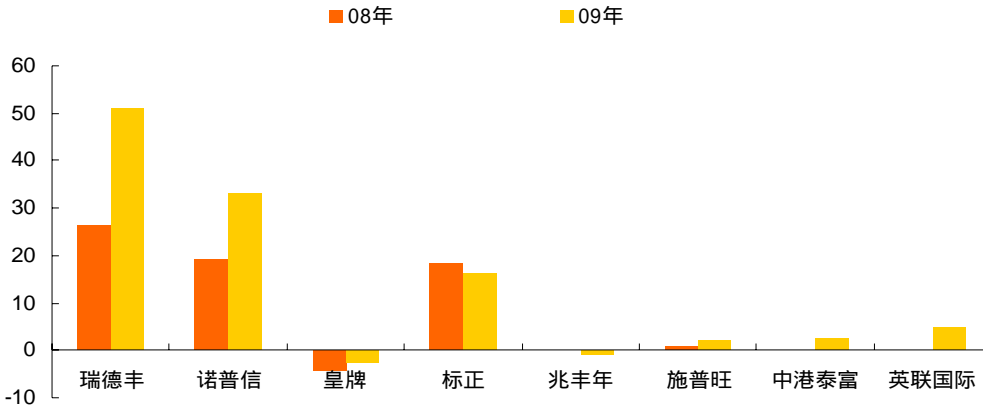
图表 14 08 年以来公司重大的股权收购列表

投资时间	投资方式	标的公司	持股比例	业务范围
2008.04	股权收购	成都皇牌	100%	农药制剂
2009.02	股权收购	山东兆丰年	80%	农药制剂
2009.04	股权收购	东莞施普旺	100%	水溶肥
2009.05	增资	青岛星牌	35%	农药制剂
	股权转让			
2009.07	增资	英联国际	51%	水溶肥
	股权转让			
2009.07	增资	中港泰富	51%	水溶肥
	股权转让			
2010.01	增资	济南绿邦	40%	农药制剂
	股权转让			
2010.01	增资	青岛星牌	51%	农药制剂
	股权转让			
2010.03	股权转让	福建新农大正	100%	农药制剂

资料来源：公司公告，平安证券

图表 15 近两年来公司各品牌实现净利润情况

单位：百万元



备注：各品牌利润为对应生产企业及农资公司利润合计数

资料来源：公司年报

2.3 领先产品结构和丰富产品线打造坚实成长基础

公司产品以环保剂型为主。一直以来，乳油为我国农药制剂的主体，产量、销量及登记产品比重均接近50%。近年来，伴随环保意识提高，我国政府出台一系列政策，限制乳油农药使用，鼓励环保型制剂发展，09年8月工信部宣布不再颁发农药乳油产品批准书。根据测算国家政策的变化和实施将为水基化环保制剂带来100亿元的市场空间。

针对制剂向环保剂型发展的趋势，公司大力发展环保型制剂，乳油剂及粉剂占总产量比率不断下降，目前水基化产品已约占销售额的60%，远远高于全国15%的平均水平，

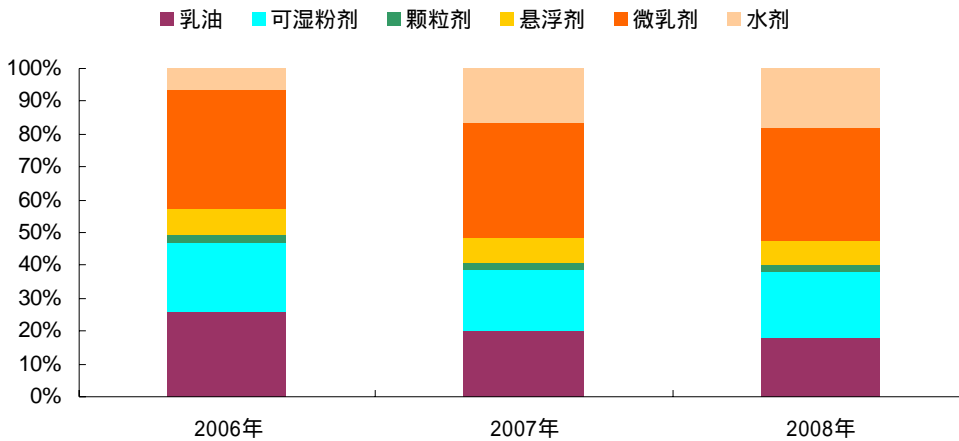
从而为公司抢占市场先机提供强有力的支撑。

图表 16 政策力促环保制剂发展

名称	颁布单位及时间	主要内容
《产业结构调整指导目录(2007 年本)》	发改委 2007 年 12 月	鼓励开发生产高效、低毒、安全新品种农药及中间体。
《国家停止甲胺磷等五种高毒农药的生产、流通和使用的公告》	农业部、发改委等 2008 年 1 月	对甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺五种高毒农药，废止“三证”，禁止在国内的生产、流通。
《关于进一步加强农药行业管理工作的通知》	发改委 2008 年 2 月	不再受理分装企业、乳油剂剂加工企业核准。
《石化产业调整振兴规划》	国务院 2009 年 2 月	鼓励高效、低毒、环境友好型的农药品种，淘汰一批高毒高风险农药品种。
《工原【2009】第 29 号公告》	工信部 2009 年 2 月	自 2009 年 8 月 1 日起，不再颁发农药乳油产品批准证书。
《农药工业产业政策（征求意见稿）》	工信部 2009 年 9 月	大力开发和推广水基化剂型及环保型农药制剂的生产和应用技术，降低传统粉剂、乳油、可湿性粉剂所占比例。

资料来源：平安证券整理

图表 17 公司已形成了以水基化环保剂型为主的产品结构（按销售量）



备注：除了乳油、粉剂和颗粒剂外，其它剂型号为水基化制剂

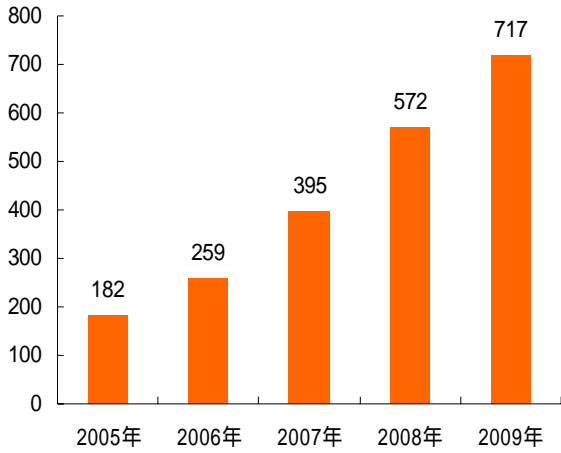
资料来源：平安证券整理

“三证”数量居行业第一。由于前述我国农药消费的特征，丰富的产品对制剂公司提高经营稳定性和跨区域经营具有相当重要的意义。随着我国制剂产品登记门槛提高，获得“三证”（农药登记证、生产许可证并符合质量标准）难度大大增强，通常完成制剂登记时间在2~3年，且从09年起登记费用由原先的8~9万元提高到50~60万元，因此，拥有“三证”数量成为衡量制剂企业竞争力指标和规模扩大的重要保障。

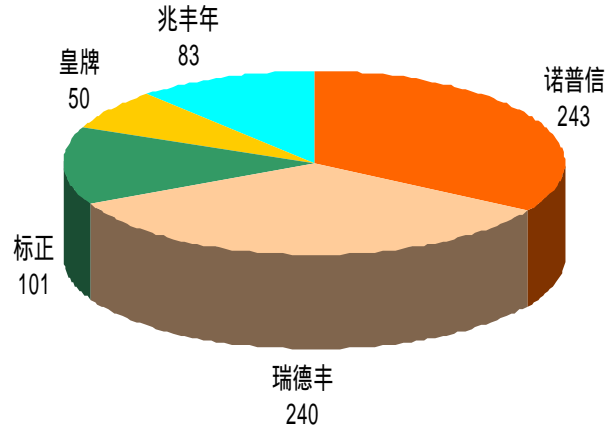
06年以来，公司“三证”产品数量快速增加，到2009年末已登记制剂产品约717个，

覆盖全国80%以上作物的主要病虫草害，适用于不同季节不同区域的作物，为我国登记产品数量最多的农药制剂企业。

图表 18 公司“三证”产品数量快速增加



图表 19 公司“三证”产品品牌分布（09年）



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

2.4 销售网络结构扁平，辐射全国

营销渠道和丰富产品一起构成我国农药制剂生产企业实现跨区域经营和规模优势的两大核心要素。在我国农药经销主体规模偏小，层次过多，流通环节成本高，影响制剂企业的盈利能力，同时提高农民购买成本，未来渠道扁平化将成为发展趋势。

图表 20 我国农药制剂销售模式

项目	经销商		零售店	
	省/地级	县级	大店	小店
销售规模	几十万到过亿，约占经销商总销量的15%	从几十万到几千万，合计约占经销商总销量80%	从20万-200万不等，约占农药零售总量的80%	销量20万以下，约农药总零售总量的20%
数量	全国约6000家，占经销商总数10-15%	全国约县级经销商4万家，占经销商总数80%-85%	每个乡镇约3-10家，全国约20万家，约占农药零售店总数20%	每个乡镇10-100家，全国约80万家，占农药零售店总数80%
盈利模式	代理厂家产品，与县级经销商与零售店合作	有自营店，但主要靠与多个零售店合作	主营零售，部分店兼营批发	直接面对农户销售
加价幅度	加价15%-40%，依据全年销量获取厂家折让	加价15%-40%，据全年销量获取厂家折让	加价20%-60%不等	加价20%-60%不等

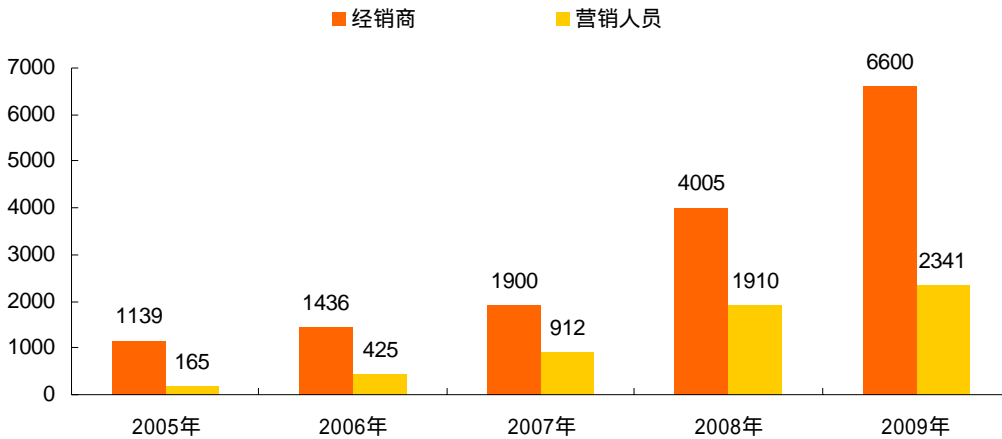
资料来源：平安证券整理
公司深度报告

顺应行业发展趋势，公司建立了较完善的销售渠道，主要有三个方面特征：

第一覆盖面广。近年来公司植保营销人员和合作经销商快速增加，截至2009年末分别达到2341人和约6600家。目前公司已在全国范围内设立10大营销中心，89个销售大区，665个销售分区，943个销售小区，覆盖6590家经销商，直接服务98000多家零售店，基本覆盖全国近2800个农业县（市）。

图表 21 近年来公司营销网络迅速扩大

单位：家、人



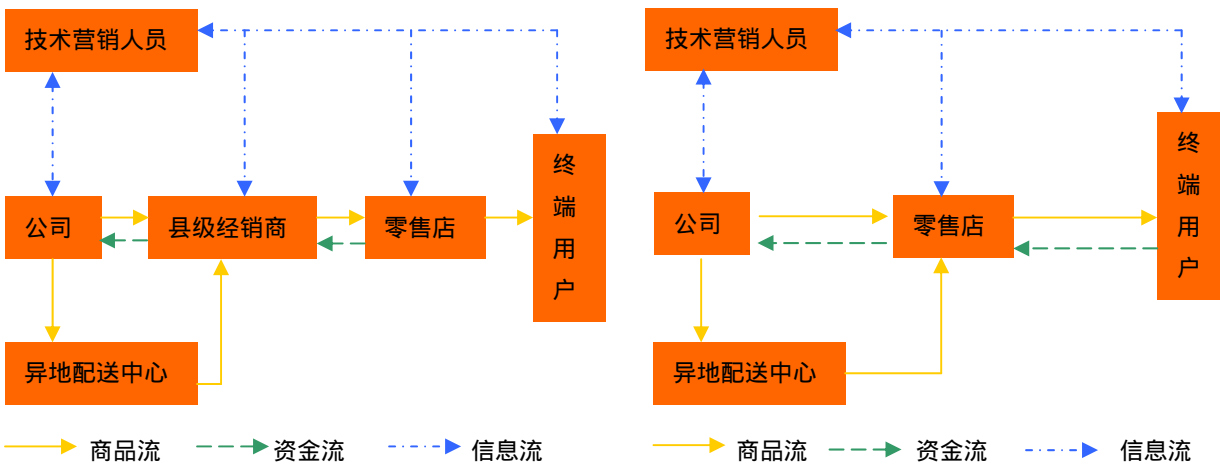
备注：09年经销商数量为平安估计值

资料来源：公司公告，平安证券整理

第二、结构扁平，“两张网”。公司根据不同品牌采取不同渠道模式，和优势经销商及零售店深入合作，实现销售渠道下沉。对于诺普信与瑞德丰两个市场知名度较高的品牌，采用主营经销商模式，选取有一定规模的县级经销商作为合作伙伴，重点支持，使其成为主营经销商。对于标正、皇牌、兆丰年等新增品牌，采用核心零售店模式，即在广东、海南等需求较大的每个乡镇，每个品牌选择一家核心零售店，全力支持其业务，并协助其批发到周边零售店。营销模式改进使得公司渠道下沉到县市及乡镇级，大大减少了渠道层级，同时提高对渠道的控制力和议价能力。

图表 22 主营经销商渠道模式

图表 23 核心零售店销售层次更少



资料来源：平安证券

资料来源：平安证券

第三、提供增值服务，反应快速

公司和客户关系不仅局限于简单的供销关系，而是通过田间植保技术推广、新产品田间试验示范、店面技术讲解、新产品推广会、农民课堂等形式，协助经销商和零售店进行业务开拓，同时向农民提供植保技术支持，以此与客户建立互惠合作的关系，推动客户销售、使用公司产品积极性。

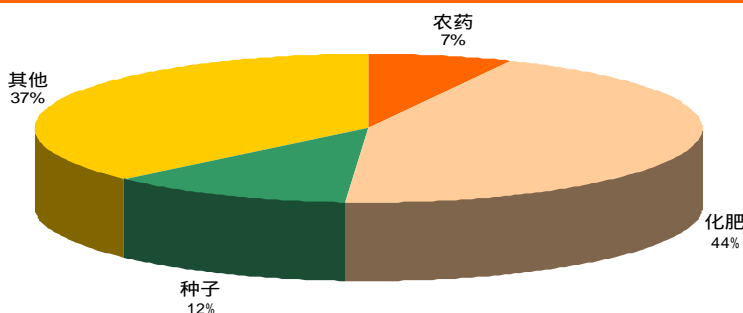
由于较高增值服务存在，公司经销商和零售店客户粘性较高，鉴于农药在农业投入较低比重，增值服务也提高农民对公司品牌认同和依赖程度。08年以来公司大量增加了销售人员，随着他们的成长，未来公司服务能力将大为增强，新增人员对销售带动将在未来两年内有较好体现，同时公司销售费用率也有望降低。

图表 24 公司增值服务内容

客户类别	服务内容
经销商	<ul style="list-style-type: none"> (1) 淡季组织经销商学习培训与交流，探讨经营思路和合作模式； (2) 协助做好经营计划并逐月检视； (3) 定期盘点库存，协助做好备货、补货及产品余缺调剂计划，及时备货； (4) 及时反馈经销商销售、库存和需求信息； (5) 新产品大型推广会，面对零售店的产品推介会等，为经销商争取零售店订单； (6) 针对信誉好的经销商给予适度信用赊销额
零售店	<ul style="list-style-type: none"> (1) 协助优化店面规划与货架陈列，协助产品库存管理； (2) 基于当地实际编制《作物病虫害防治手册》，提供植保技术方案； (3) 在店面为农户开展病虫害诊断、技术促销与推广会、农民课堂等； (4) 促销政策，重点品种优先田间试验示范； (5) 密切跟踪日常销售情况，收集竞争对手信息
农民	<ul style="list-style-type: none"> (1) 田间植保技术推广； (2) 新产品推广会； (3) 新产品田间试验示范； (4) 农民课堂

资料来源：平安证券

图表 25 农药占农业成本的 7%



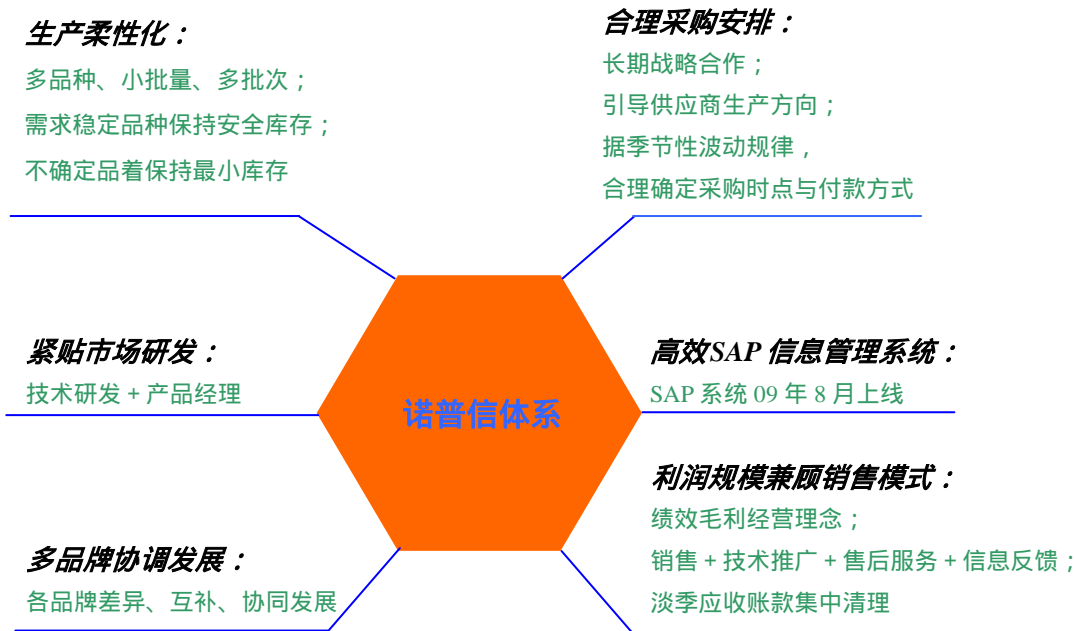
资料来源：平安证券

农药使用的季节性，病虫害发生的偶发性和突发性对制剂企业市场响应提出较高要求。借助贴近终端销售网络，公司及时获知市场信息和客户需求，并快速反馈到研发、生产环节。在物流配送方面，公司采用第三方为主，自身为辅相结合，在东莞、成都、西安、济南、杭州等地建立了七个配送中心，并在每条主要干线选择2~3家合格物流商，保证重点省份1日内、一般省份2-3日内、个别省份6日内到达，极大克服了运输半径的限制。

2.5 精细化管理铸就“诺普信”系统

经过长期的实践积累，公司形成了适应我国农药制剂现状的管理体系和商业模式。在公司体系中，研发、生产、销售、采购等各要素有机结合，多品牌协同发展，从而促进公司业务持续、健康、快速发展。

图表 26 诺普信体系构成要素



资料来源：平安证券

在该体系下，公司研发针对性和效率明显高于竞争对手。公司对研发资源进行较好的配置，母公司研究所主要从事基础性和前瞻性研究，而子公司工程中心从事承接性的应用性研发。模式上，公司采用“技术研发 + 产品经理”研发模式，实现了研发与市场的对接，大大提高产品开发效率（公司推出新产品周期一般为2~3年，短于行业4年的平均周期），具有开发周期短、产品数量多、种类齐全的优势。截止到09年底，公司已经申报发明专利359项，其中344项获受理，15项获授权，同时公司还获得其他类型专利约40项，未来发展动力充沛。

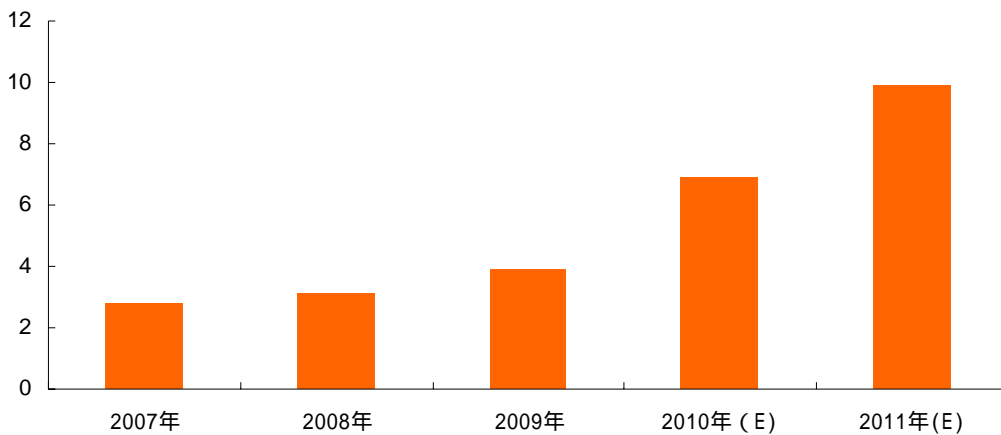
2.6 募集项目有序推进，确保公司持续快速增长

08年公司IPO上市，募集资金主要投向年产2万吨水基化环保制剂以及西北生产基地建设（1万吨），经过紧锣密鼓建设，上述两个募投项目已于2009年底建成投产，由于四季度为农药消费的淡季，其贡献在当年未得到体现。自上市以来，随着公司销售渠道的不断扩张，市场拓展能力极大提升，近三年以来，产能利用率保持在90%以上高位，公司产能瓶颈制约比较明显，随着IPO募集项目投产，产能瓶颈将得以缓解，渠道和产能将产生更强的共鸣效应。

在寻求合理并购标的的同时，公司着眼于生产基地分布和产品结构调整的大局。2010年初公司完成了定向增发，分别在山东进行1万吨除草剂、在成都进行2万吨环保制剂以及在东莞进行6万吨水溶肥的建设，预计增发项目产能将在2011年下半年起释放。IPO项目及增发项目的陆续投产，将完善公司产能布局，优化产品结构，为未来几年的快速发展提供强大推力。

图表 27 公司制剂产能变化趋势

单位：万吨



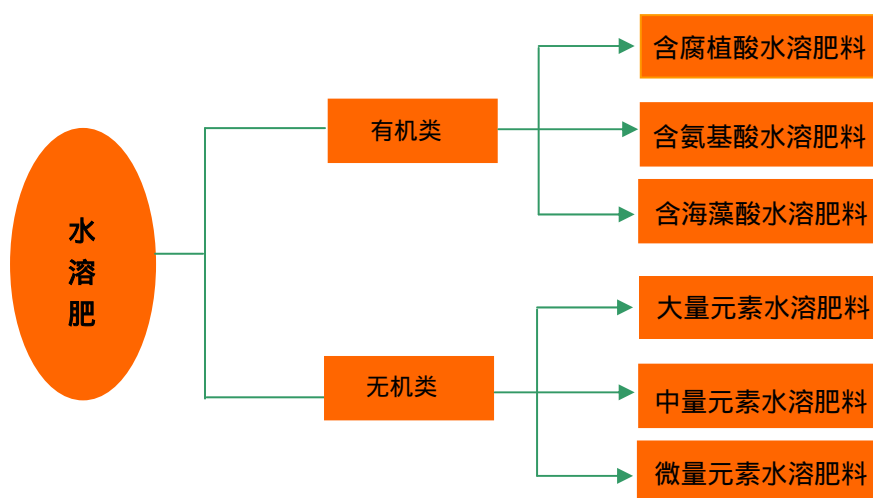
资料来源：平安证券

三、水溶肥：高起点进入，共享制剂资源

3.1 水溶肥概述：定位设施农业和高附加值的经济作物

水溶肥料是指选用高纯度、高含量、食品级原料，按照植物营养的科学理论，采用先进的配方生产工艺配制而成的高科技植物营养产品，可提供作物生长的所有元素。水溶肥定位设施农业和高附加值的经济作物，如灌溉施肥、温室蔬菜、花卉等，弥补传统化肥的空缺。

图表 28 水溶肥的分类



资料来源：平安证券

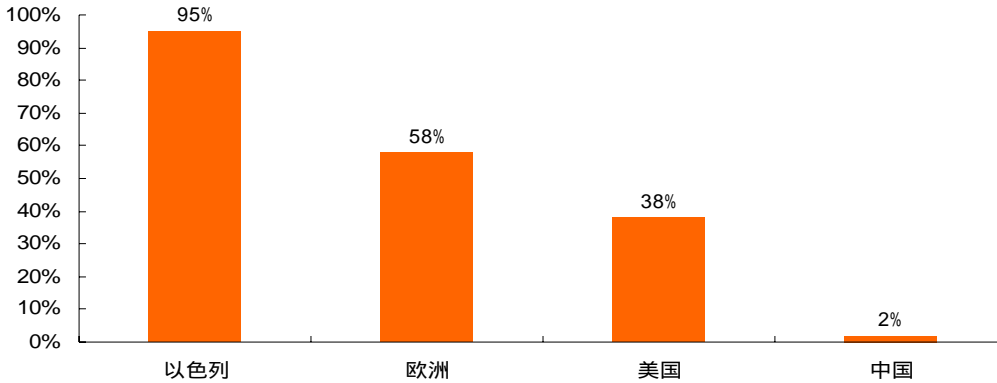
图表 29 水溶肥与传统化肥的比较

项目	传统化肥	水溶肥
形态	固体	液体、固体
吸收率	不到20%	80%以上
施用方法	人工，辅以漫灌	叶面施肥、滴灌、土壤浇灌等多种形式
水消耗量	耗水量大	节省70%用水量
营养均衡性	主要氮、磷、钾	提供几乎所有营养元素
配方灵活性	灵活性差	因地制宜的科学配方设计和浓度调节
施用范围	一般作物	设施农业和高附加值经济作物
毛利率	较低（10%左右）	高（40%左右）

资料来源：平安证券

在我国随着节水农业技术推广、高质量农产品需求增加以及设施灌溉的发展，水溶肥正在国内逐步普及，市场快速增长。预计2012年，我国水溶肥料的需求将超过300亿元，其中广东市场的需求量将达30亿元。

图表 30 我国设施灌溉的比率约为 2%



资料来源：平安证券

3.2 抢占市场先机，实现与制剂资源共享

依托制剂的区域布局，公司通过收购和新设公司，在华南、西南、西北、华北等地成立7家水溶肥公司，快速进入水溶肥行业，初步构建了面向全国的品牌和市场布局，09年水溶肥料销售增长较快，未来也是公司利润增长点之一。

公司水溶肥起点高，处于行业领先水平。公司专门设立植物营养肥试验室，并拥有专业水溶肥技术营销人员，目前拥有业内最多的水溶肥登记证，未来还有大量登记核发，无论从登记证数还是研发水平，公司均处于行业领先。

图表31 公司水溶肥布局

下属水溶肥公司名称	产品	目标作物	经营市场
东莞施普旺	全面的高端水溶肥	高附加值作物	全国农业大省
深圳润康	高端流体肥料	高附加值果树	华南各重点果树区
深圳绿禾	粉剂类高端水溶肥料	高附加值蔬菜	华南各重点蔬菜区
陕西康盈	叶面用高端水溶肥料	高附加值大田作物	西部各重点大田作物
成都翠爽	含生物活性物质的高端水溶肥料	各种高附加值作物	西部重点经济作物区
英联国际	定位中端的土壤浇灌肥	北方保护地经济作物	华北重点经济作物区
中港泰富	定位中端的土壤浇灌肥	北方保护地经济作物	华北重点经济作物区

资料来源：平安证券

水溶肥共享制剂资源平台，增进公司经营稳定性。水溶肥销售渠道与农药制剂重合，核心技术化工制剂和工艺如超微悬浮剂技术、叶面展着技术、缓释控制技术也与制剂部分相通；另一方面，水溶肥主要销售市场是华南各地经济作物种植区和北方冬季温室、大棚等保护地设施农业区域，适宜在制剂行业传统淡季生产经营。因此，水溶肥业务将有助公司渠道、研发、服务优势充分发挥，同时丰富公司产品线，提高经营协同性、稳定性以及客户粘性。

四、盈利预测

4.1 假设条件

- (1) 公司产品制剂生产具有柔性化特点，同一生产线可用于同一剂型不同产品生产，因此，我们以剂型为依据对公司产能做一个估算。由于公司产品种类繁多，价格差异也较大，我们简化处理，用销售量乘以价格指数，估算公司未来3年收入情况。

图表32 2010~2012年公司新增产能表

单位：吨

产品类别	2010(E)	2011(E)	2012(E)	
制剂	乳油	0	4000	-
	粉剂	1000	1500	-
	颗粒剂	900	500	-
	水基化制剂	28100	24000	-
	小计	30000	30000	-
水溶肥	-	60000	-	

资料来源：公司公告，平安证券

图表33 2010~2012年公司产量及收入估算表

产品种类	2010年	2011年	2012年	
产能（吨）	68000	98000	98000	
产量（吨）	52200	72000	93000	
制剂	价格指数	1.06	1.03	1.03
	收入增速（%）	45.61	42.07	33.04
	销售收入（百万元）	1881.92	2673.65	3557.02
其它	收入（百万元）	18.95	24.63	32.02
合计	收入（百万元）	1900.87	2698.28	3589.04

资料来源：平安证券

- (2) 08年公司渠道扩张步伐较大，随着销售人员成熟以及收入规模增加，公司销售费用率将开始下降，管理费用则基本保持稳定。

(3) 渠道下沉、毛利绩效等举措使得未来公司毛利率保持在 41% 的较高水平。

(4) 未来公司继续享受高新技术企业税收优惠。

图表34 收入及期间费用率假设

单位 :百万元

项目	2007(A)	2008(A)	2009(A)	2010(E)	2011(E)	2012(E)
营业收入	722.38	1065.92	1308.23	1900.87	2698.28	3589.04
毛利率	34.05%	37.08%	42.76%	41.00%	41.00%	41.00%
销售费用率	13.00%	15.55%	17.72%	16.00%	15.50%	15.50%
管理费用率	9.32%	10.73%	12.97%	11.50%	11.50%	11.50%

资料来源：平安证券

4.2 盈利预测及投资评级

考虑年初增发因素，我们预计 2010 年~2012 年公司每股收益分别为 0.93 元、1.35 元和 1.85 元，对应 2010 年 4 月 30 日收盘价的 PE 分别为 35 倍、24 倍和 17 倍，相对农药上市公司，公司具有一定的溢价。我们认为公司商业模式显著区别一般农药生产企业，溢价有其合理性，未来公司面临行业整合以及成长空间良好，长期增长趋势明确，维持“推荐”的投资评级。

图表35 公司利润预测表

单位：百万元，元/股

损益表	2007(A)	2008(A)	2009(A)	2010(A)	2011(A)	2012(A)
营业收入	722.38	1065.92	1308.23	1900.87	2698.28	3589.04
营业成本	476.38	670.72	748.80	1117.71	1591.98	2117.53
营业税金及附加	0.88	1.96	2.48	2.85	4.05	5.38
销售费用	93.94	165.71	231.80	304.14	418.23	538.36
管理费用	67.36	114.38	169.68	218.60	310.30	412.74
财务费用	3.27	2.56	1.02	3.00	3.00	4.00
资产减值损失	0.41	4.29	0.13	1.00	1.00	1.00
其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.05	0.00	2.82	0.00	0.00	0.00
对联营和合营企业的						
投资收益	0.00	0.00	2.82	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	80.18	106.30	157.14	253.57	369.71	510.03
加：营业外收入	0.43	5.00	12.94	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	0.09	0.50	0.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	80.52	110.79	169.34	258.57	374.71	515.03
减：所得税	11.39	18.23	26.67	44.73	63.70	87.55
净利润	69.13	92.57	142.67	213.84	311.01	427.47
减：少数股东损益	5.66	0.85	4.87	8.55	12.44	17.10
归属于母公司所有者的						
净利润	63.48	91.72	137.80	205.28	298.57	410.37
EPS (最新股本摊薄)	0.29	0.41	0.62	0.93	1.35	1.85

资料来源：平安证券

图表36 主要上市农药公司估值表

简称	股价 (元/股)	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
		2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
联化科技	25.83	0.30	0.53	0.88	1.17	84.80	48.92	29.50	22.13
华星化工	10.38	0.74	0.02	0.50	0.81	13.96	516.44	20.93	12.88
扬农化工	33.83	1.38	1.19	1.66	1.96	24.48	28.43	20.40	17.29
利尔化学	21.74	0.43	0.50	0.72	0.95	50.20	43.51	30.19	22.98
江山股份	12.78	1.50	-0.39	0.33	0.69	8.50	-32.36	38.82	18.57
新安股份	37.21	5.47	0.95	1.86	2.44	6.80	38.98	20.06	15.27
平均						-	-	27	18

备注：股价为2010年4月29日收盘价

资料来源：Wind

五、风险提示

5.1 原材料波动及供应的风险

公司原药采购量较大，若不能及时补充流动资金或者不能维持在淡季合理预付货款确保原料供应，出现原材料成本季节性上涨或原药缺货，将导致公司盈利能力的下降。

5.2 规模扩大导致经营管理的风险

尽管公司已形成了成熟的经营模式，但若公司在未来发展过程中不能持续补充优秀管理人才、不断提高对风险的管理和控制能力，将对公司进一步发展产生不利影响。

5.3 新产品市场开拓的风险

尽管公司目前水溶肥处于行业领先，但其在我国发展处于起步阶段且为公司新进领域，可能面临剧烈的市场竞争。

5.4 应收账款管理的风险

随着公司区域市场开拓及客户数量的增加，应收账款的清收与管理难度增加，如果公司不能对应收账款实施高效管理，将给经营业绩带来较大影响。

附：财务报表

附表1 公司资产负债预测表

单位：百万元

资产负债表(百万元)	2007(A)	2008(A)	2009(A)	2010(A)	2011(A)	2012(A)
流动资产						
货币资金	21.55	218.67	182.75	720.17	659.66	907.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	21.49	56.73	45.95	102.46	145.44	193.45
预付款项	76.49	72.35	117.26	167.66	238.80	317.63
其他应收款	2.67	3.74	16.22	7.60	10.79	14.36
存货	161.11	190.59	295.01	335.31	477.60	635.26
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	283.30	542.07	657.18	1333.20	1532.28	2068.50
非流动资产：						
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	35.45	45.00	40.23	42.61
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	53.75	79.83	178.77	268.66	387.61	533.86
在建工程	9.54	51.06	13.22	5.66	94.26	0.00
无形资产	8.88	33.44	73.12	74.22	75.07	76.05
开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉	1.32	3.29	20.11	8.24	10.55	12.97
长期待摊费用	0.00	0.00	0.13	0.04	0.06	0.08
递延所得税资产	0.93	2.74	2.61	2.09	2.48	2.39
其他非流动资产	0.00	4.82	2.98	2.60	3.47	3.02
非流动资产合计	74.42	175.17	326.39	406.52	613.72	670.98
资产总计	357.72	717.24	983.57	1739.72	2146.00	2739.49
流动负债：						
短期借款	45.50	40.00	100.00	71.27	109.44	146.86
应付票据	29.50	2.00	9.90	24.06	20.27	30.47
应付账款	47.63	43.12	64.49	111.77	159.20	211.75
预收款项	41.11	52.46	82.07	95.04	134.91	179.45
应付职工薪酬	7.77	38.98	49.85	46.78	76.45	97.24
应付税费	(2.34)	(7.72)	(0.74)	(5.23)	(7.72)	(7.70)
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	1.18	1.94	4.56	3.72	5.76	7.89
一年到期的非流动						
负债	0.00	3.60	0.00	1.74	3.01	2.67
其他流动负债	(0.00)	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
流动负债合计	170.34	174.39	310.13	345.15	499.07	665.12

非流动负债：						
长期借款	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.30	7.10	6.82	7.00	6.97	6.93
非流动负债合计	4.30	7.10	6.82	7.00	6.97	6.93
负债合计	174.64	181.49	316.95	352.15	506.04	672.05
股东权益：						
实收资本	90.00	156.00	202.80	221.30	221.30	221.30
资本公积金	11.75	224.05	171.37	726.37	667.75	667.75
未分配利润及其他	75.05	141.45	246.68	365.04	633.75	1003.09
少数股东权益	1.14	1.79	28.99	37.55	49.99	67.09
归属于母公司所有者 权益	181.94	533.96	637.63	1350.03	1589.98	2000.35
股东权益合计	183.08	535.75	666.63	1387.57	1639.96	2067.44
负债及股东权益总计	357.72	717.24	983.57	1739.72	2146.00	2739.49

资料来源：平安证券

附表2 公司现金流量预测表

单位：百万元

现金流量表	2007(A)	2008(A)	2009(A)	2010(E)	2011(E)	2012(E)
经营活动现金净流量	3.03	63.23	129.70	173.59	197.17	315.11
投资活动现金净流量	(39.99)	(115.31)	(165.27)	(114.55)	(237.23)	(104.39)
融资活动现金净流量	0.16	249.20	(5.94)	478.38	(20.46)	37.43
外汇变化引致现金变化						
当年现金净流量	(36.80)	197.12	(41.51)	537.43	(60.52)	248.15
期初现金余额	58.34	21.55	219.31	177.80	715.22	654.71
期末现金余额	21.55	218.67	177.80	715.22	654.71	902.86

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

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。客户并不能尽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2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338

传真：(0755) 82449257