

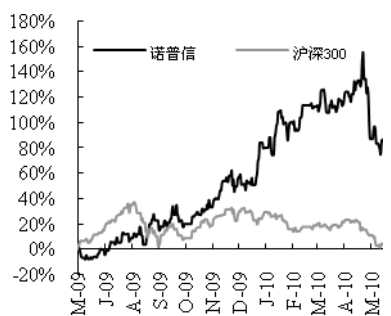


化工—化肥与农用化工  
Chemical—Fertilizers and  
Agricultural Chemicals  
Manufacturing

2010年6月7日

市场数据	2010年6月6日
当前价格(元)	27.7
52周价格区间(元)	15.9-44.44
总市值(百万)	6935
流通市值(百万)	20
总股本(万股)	22130
流通股(万股)	6473
日均成交额(百万)	37
近一月换手(%)	22.24
第一大股东	卢柏强
公司网址	www.noposion.com

#### 一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
诺普信	-1.74	-11.89	83.71
沪深300	-9.59	-16.25	0.49

2010.5.4 《天气异常拖累公司业绩，下跌之时即买入之机》——2010年1季报点评

2010.2.4 《业绩高于市场预期，竞争优势不断增强，未来将持续增长》——2009年年报点评

王昕 杨杰(协助)

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

## 诺普信(002215)深度报告

— 把握行业调整机遇，决胜农药终端市场

评级： 买入

目标价： 42.6元

赢利预测	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1308	1765	2479	3470
营业收入增长率(%)	22.7%	34.9%	40.5%	40.0%
净利润(百万元)	138	206	313	466
净利润增长率(%)	50.2%	49.6%	51.9%	48.8%
EPS(元)	0.62	0.93	1.42	2.11
PE	44.5	29.7	19.6	13.2

资料来源：金元证券研究所

- 公司是我国农药制剂行业龙头，产品涵盖杀虫剂、杀菌剂和除草剂三大系列。公司建立了独特的“技术研发+产品经理”的研发模式，水基化制剂占总销售收入的60%左右。未来，公司松脂油可实现对传统有机溶剂的替代，松脂油成本与80美元/桶油价下的有机溶剂相当，长期内成本优势明显。
- 农药产业结构调整为公司提供了打造全国性扁平化销售网络和进行行业整合的机遇。在行业持续运行困难，政策不断收紧、高毒替代的压力下，我国农药制剂行业正处于结构调整的关键期。我国农药剂型也进入新、老快速交替的阶段。公司作为行业龙头，资金优势、规模优势、产品优势、研发优势和网络优势突出，具备一定的行业整合能力。
- 公司建立了国内最大的销售队伍和销售网络体系。公司目前进行的“两张网”建设是相对稳健的渠道变革方式，体现了公司对行业的深刻理解。此外，公司还积极探索新型销售模式，如连锁经营。公司资金实力较强、销售队伍庞大、销售规模高、产品种类丰富，具备引领国内农药制剂渠道变革的基础和能力。
- 公司产能快速扩张，“三证”资源丰富，是公司建设全国性销售网络的重要支撑。通过IPO，在东莞和陕西分别新增2万吨和1万吨农药制剂产能。公司正在成都、山东滨海新建2万吨和1万吨制剂产能。公司“三证”数量高达717个，远高于国内竞争对手。
- 水溶肥可与农药制剂产生巨大的协同效应。公司通过收购强势进入水溶肥行业，通过与农药制剂共用销售渠道，可实现明显的协同效应。公司将在东莞新建6万吨水溶肥产能，达产后可实现销售收入4.2亿元。
- 公司10-12年EPS分别为0.93元、1.42元和2.11元，对应PE分别为29.7倍、19.6倍和13.2倍。我们认为，市场过分担心公司销售费用控制风险和经销商对“两张网”建设的阻力，鉴于公司面临行业调整机遇、长期业绩增长性强，给予公司11年30倍市盈率估值，目标价为42.6元，维持公司买入评级。
- 风险。管理风险、原材料波动风险和新产品的市场风险。

## 目 录

一、农药制剂行业处于产业调整的关键期.....	2
1、行业持续运行困难，产业调整是内在发展要求.....	2
2、政策不断趋严，产业调整将是政策强力推动下的必然结果.....	2
3、我国农药制剂产业结构调整力度不断加快.....	3
二、公司是我国农药制剂行业的龙头企业.....	7
三、技术领先，引领行业发展方向.....	9
四、销售渠道扁平化、打造全国性销售网络是公司快速增长的关键.....	10
1、公司不断强化销售队伍建设，销售队伍规模全国第一.....	10
2、公司初步建立了覆盖全国的销售网络体系.....	11
3、渠道下沉，着力打造销售“两张网”，引领国内农药制剂销售模式变革.....	12
五、持续的产能扩张和良好的产能布局很好地配合了营销网络的建设.....	13
六、丰富的“三证”资源和完善的产品线为公司成长提供了基础.....	13
七、并购是公司整合资源、实现快速成长的有效方式.....	14
八、精细化管理，控制快速成长带来的风险.....	17
九、水溶肥快速发展，充分发挥销售渠道优势.....	17
十、公司成长性高、盈利能力较强、运营效率较高.....	18
十一、估值.....	19
十二、风险.....	21

## 农药制剂行业处于产业调整的关键期

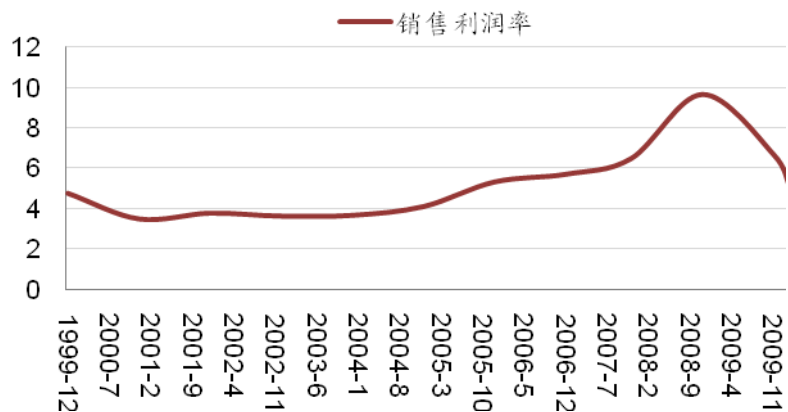
### 1、行业持续低迷，产业调整是内在发展要求

我国农药制剂企业大多缺乏竞争力，行业利润向渠道和终端转移。由于农药制剂产业进入门槛低、监管力度不足、市场分散以及农民认识能力有限等原因，大量不规范企业进入并扰乱了农药终端市场。目前，我国农药制剂加工企业 2500 多家，呈现多、小、散、乱的特征。在制剂企业之间的激烈竞争之下，行业利润逐步向渠道和终端转移。根据行业内的普遍看法，利润在农药制剂企业、经销商和零售商之间的分配比例大约为 2:3:5。

我国农药市场持续不景气，行业运行困难。农药行业在 08、09 年经历了连续两个“小年”。08 年我国农药亏损企业 102 家，亏损额 36949 万元；09 年亏损企业 122 家，亏损总额 44981 万元。由于大量小农药制剂企业并未在国家的统计范围内，我们估计实际亏损企业数量和亏损额更为严重。

10 年初，我国出现持续低温天气，预示着今年农药市场很可能还是一个“小年”。我们认为，在行业运行持续困难、经济效应下降的压力下，农药产业结构调整的机会正逐步来临。

图表 1 我国农药行业盈利能力大幅下降



资料来源：wind

### 2、政策不断趋严，产业调整将是政策强力推动下的必然结果

农药是典型的政策敏感型产业。农药具有一定的毒性和残留，直接与食品安全密切相关，属于政策敏感型行业。历史上，我国农药产业政策相对宽松，行业进入壁垒低，导致低水平重复建设和产能过剩严重。

近年来，国家对环保和食品安全关注程度持续提高，行业监管力度趋严，推动农药产业不断向高效、低毒、低残留的方向发展。

**1) 高毒替代，是农药产业调整升级的直接推动力。**随着我国对环保、食品安全问题重视程度的逐步提高，以及农药产业发展水平逐步提高，政府逐步推动了高毒替代的进程。通过禁止高毒农药的使用，推动农药产品向高效、低毒、低残留方向发展，同时也推动了相关农药制剂企业的优胜劣汰。

07年1月，我国撤销甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷和磷胺5种高毒有机磷农药。08年，阿维菌素需求增长90%以上，吡虫啉和三唑磷需求增长超过20%，毒死蜱需求增长35%；产品替代效应十分明显。

10年海南毒豇豆事件和青岛毒韭菜事件发生后，农业部拟禁用包括水胺硫磷、甲拌磷在内的21种高毒农药品种。该政策实施后，将为高效、低毒、低残留产品创造巨大的市场空间，同时促使部分落后企业和落后产能退出市场，农药产业结构调整将加速。

工信部2009年29号文提出，2009年8月1日起，不再颁发农药乳油产品批准证书。我国下一步还将禁用部分环境影响较大的乳油制剂。根据中国化工报报道，政府拟将禁用一些对环境影响较大的乳油单剂和乳油复配制剂，其中乳油单剂如丙草胺、乙草胺、丁草胺、丙环唑、咪鲜胺、吡虫啉、啶虫脒和部分阿维菌素类、菊酯类产品等。部分乳油制剂的逐步退出，为包括水基化制剂在内的环保剂型腾出了大约100亿元的市场空间。未来部分研发实力强、环保剂型丰富的企业（如诺普信）将充分受益乳油禁用带来的发展机遇。

国家对农药行业监管日益严格、高毒替代进程不断加快，将推动农药产业的结构调整。预计未来高效、低毒、低残留农药市场份额不断扩展，部分产品和剂型落后企业将逐步退出市场，而少数研发、市场和资金优势突出的企业通过把握产业调整带来的历史机遇，实现快速成长。

**2) 农药制剂企业注册资本不断提高，抬高了行业进入壁垒。**06年农药制剂企业注册资本从500万元提高至1000万元，最近的《农药生产准入条件》（征求意见稿）将注册资本提高至2000万元。注册资本要求不断提高，行业参与者的整体实力水平得到提升，有利于推动行业良性发展。

**3) 农药登记费用上升、登记难度不断提高。**近年来，我国不断提

高农药产品登记门槛，目前单个农药制剂的产品登记费高达 50-60 万元。国家还缩短了临时登记的时效、提高了临时登记的资料要求。未来农药制剂企业技术实力和资金实力的差距，将决定了农药产品登记证数量的多少；而登记证数量的多少，又反过来对企业的发展产生促进或制约作用。未来农药制剂行业将出现明显的马太效应。

**4) 取消农药商品名，强化有效成分标注，推动农药制剂产业良性发展。**长期以来，部分企业利用农药市场监管不严、农民知识水平不高的特点，借商品名进行夸大宣传，扰乱了行业市场秩序。农业部在 07 年底颁布了多个公告，取消了农药商品名，规定只能使用通用名称或简化通用名称，并对命名做出了相应的规范。我国农药名称从 16000 个减少到 1700 个，大大降低了农药制剂产品的识别难度，方便了农民的采购和使用。此外，部分企业通过减少有效成分含量，同时非法添加高毒农药提高药效的方式来降低生产成本，扰乱农药制剂市场。现在政策要求标注总有效成分含量以及各种有效成分的通用名称和含量，加大对非法添加高毒农药的查处力度。在政策压力下，我国农药制剂市场运行秩序正逐步好转。

**图表 2 我国高毒替代进程**

时间	政策规定
2004 年 1 月 1 日起	撤销所有含甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷和磷胺 5 种高毒有机磷农药的复配产品的登记证。
2004 年 6 月 30 日起	禁止在国内销售和使用含有甲胺磷等 5 种高毒有机磷农药的复配产品。
2005 年 1 月 1 日起	除原药生产企业外，撤销其他企业含有甲胺磷等 5 种高毒有机磷农药的制剂产品的登记证（具体名单另行公布）。同时将原药生产企业保留的甲胺磷等 5 种高毒有机磷农药的制剂产品的使用范围缩减为：棉花、水稻、玉米和小麦 4 种作物。
2007 年 1 月 1 日起	撤销含有甲胺磷等 5 种高毒有机磷农药的制剂产品的登记证（具体名单另行公布），全面禁止甲胺磷等 5 种高毒有机磷农药在农业上使用，只保留部分生产能力用于出口。
计划未颁布	拟禁用包括水胺硫磷、甲拌磷在内的 21 种高毒农药品种。
计划未颁布	拟将禁用一些对环境影响较大的乳油单剂，如阿维菌素、甲氨基阿维菌素、甲氰菊酯、氯氰菊酯、氰戊菊酯、溴氰菊酯、联苯菊酯、氟氯氰菊酯、高效氯氰菊酯、高效氯氟氰菊酯、丙草胺、乙草胺、丁草胺、丙环唑、咪鲜胺、吡虫啉、啉虫脒等。还包括一些乳油复配制剂，如阿维菌素加高效氯氟氰菊酯、阿维菌素加毒死蜱、阿维菌素加啉虫脒、阿维菌素加吡虫啉、阿维菌素加啉虫脒、高效氯氟氰菊酯加杀虫单、高效氯氟氰菊酯加甲氨基阿维菌素、高



效氯氟菊酯加三唑磷等。

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。

资料来源：金元证券研究所整理

图表3 农药管理新规定及政策影响

规定名称	发布日期/发布单位	主要内容	政策影响
发改委2006年第4号公告	2006.1.17 发改委	2006年7月1日起，将原药企业注册资本提高到3000万元，制剂企业注册资本提高到1000万元。不再受理申请乳油农药企业的核准。	提高农药行业进入门槛。推动农药制剂向水基化等环保剂型发展。
《农药标签和说明书管理办法》	2007.12.8 农业部	细化了标签应当与不应当标注的内容，明确农药名称应当标注在标签的显著位置。农药名称应当使用通用名称，混配制剂应当标注总有效成分含量以及各种有效成分的通用名称和含量。	取消了农药商品名，降低农药的识别难度。有利于规范农药市场。强化成分标注，制止违规添加不明物质，有利于提高农药使用安全性，同时强化了技术在农药制剂领域的重要性。
《关于修订〈农药管理条例实施办法〉的决定》	2007.12.8 农业部	将农药临时登记证的累积有效期从4年改为3年。	缩短临时登记证使用年限，可促进农药正式登记。有利于产业规范程度的提升，推动产业调整。
《农药登记资料规定》	2007.12.8 农业部	提高了临时登记在农药残留方面的要求，增加临时登记难度。	提高农药登记门槛，缩小临时登记与正式登记的差距，有利于减少农药企业对临时登记的过度利用，在提高农药安全性的同时，推动产业良性发展。
《农药名称登记核准管理的公告》	2007.12.8 农业部	从08年7月1日起，农药产品一律不得使用商品名称，只能使用通用名称或简化通用名称。	减少了农药名称个数，有利于产品识别和市场规范。对不规范企业负面影响较大。
《农药名称管理规定》公告	2007.12.12 农业部、发改委	对农药商品的命名进行了具体规范，提高了名称的统一性。	
《规范农药产品有效成分含量管理规定》	2007.12.12 农业部、发改委	减少了农药有效成分设定上的随意性、减少了相同有效成分、剂型产品中有效成分含量的梯度。	减少市场上农药品种数量和农民用药的难度、改善市场运行秩序。减少了部分企业直接稀释正品农药然后对外出售的可能性。
农药工业产业政策（征求意见稿）	工信部	到2015年，农药企业数量减少30%，国内前20位企业的销售额达到总销售额的50%以上，污染物处理技术满足环境保护需要，“三废”排放量减少30%，副产物资源化利用率提高30%。优化产业区域布局，建立和完善农药企业退出机制。	避免低水平重复建设、打击非法生产企业，逐步解决农药企业多、小、散、乱的问题，提高行业集中度和产业运行质量。
农药生产准入条件	工信部	农药原药企业和制剂企业注册资金不低于3000万元和2000万元。环保和	提高了制剂企业注册资金门槛。环保和安全标准提高，企业投资规模和环保成本上升，限制了实力较

(征求意见稿)

安全成为农药生产准入的必备条件。

弱企业的发展空间

资料来源：金元证券研究所整理

### 3、我国农药制剂产业结构调整速度不断加快

1) 农药制剂产业进入剂型技术竞争时代。由于原药创制难度越来越高，发达国家通过剂型研发来提升竞争优势和盈利能力，行业利润逐步向剂型加工等下游转移。美国平均每种原药可加工 76 种剂型，日本达 30 个。我国剂型发展相对缓慢，长期以来平均每种原药只能加工 5--6 种剂型。剂型发展的落后一方面制约了农药原药的利用效率，另一方面导致农药制剂产业长期停留在低水平竞争。

07 年 12 月，发改委、农业部发布新的《农药登记资料规定》，要求农药制剂登记时，需提供产品中所有组分的具体名称、含量及其在产品中的作用，标志着我国不仅强化了对原药的管理，还强化了对渗透剂、增效剂、安全剂等限制性组分的管理。政策要求的提高，有利于推动我国农药剂型研究，技术在农药制剂行业竞争中的重要性越来越高。

2) 我国农药剂型将进入新、老快速交替的阶段。2000 年，我国制剂产能 150 万吨，乳油占 50%，进入了液体剂型为主的时期。但农药制剂企业发展制 2000 多家，年耗有机溶剂 40 万吨。从 01 年开始进入了对环境安全农药新剂型大面积产业化开发和推广时期，也是一个新、老剂型并存的过渡期。目前我国制剂企业 2500 多家，制剂产量 120-150 万吨，基本面对国内市场。

在农药高毒替代推动下，我国制剂产业将从新、老剂型并存的时期过渡到新剂型快速取代老剂型的时期，未来必然向水基化、绿色乳油剂型发展。

3) 农药制剂逐步向水基化方向发展。美国政府 (EPA) 早于 1992 年出台了禁用甲苯、二甲苯等有机溶剂用于农药制剂的规定，此后欧洲也相继出台类似的规定。目前，发达国家农药剂型基本实现了水基化。80 年代中期，我国开始水基化农药新剂型的研发，剂型也逐步向水基化方向发展。近 10 年来水基农药新剂型以 10-30% 的速度增长。我国现有乳油制剂的 70% 以上，可以转换成包括水基剂型在内的环保型新剂型。目前，我国正开展乳油削减和替代工作，将极大地推动水基化制剂的发展。

**图表 4 1998~2007 年我国农药水基型剂型、功能性剂型的制剂品种登记数大幅增加**

年份	1998 年	2003 年	2007 年
水乳剂	13	41	124
微乳剂	5	58	226
悬浮剂	95	181	321
悬乳剂	17	24	66
悬浮种衣剂	5	102	226
微胶囊剂	1	3	14
水分散粒剂	1	14	102
泡腾片（粒）剂	0	9	16
可溶性粉（粒）剂	71	131	138
总计	208	563	1233

资料来源：中国农药剂型加工工业 60 年发展制回顾与展望

注：水基制剂主要包括水乳剂、微乳剂、悬浮剂、水剂、悬乳剂等。

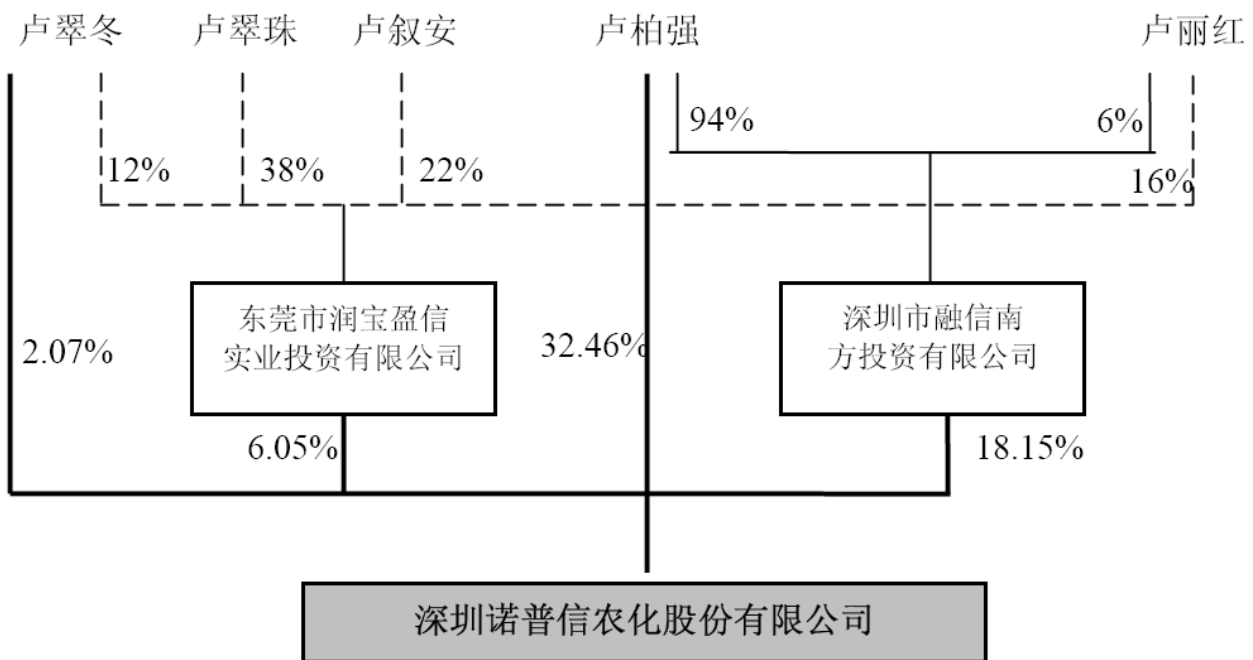
### 公司是我国农药制剂行业龙头

深圳诺普信农化股份有限公司（以下简称“诺普信”）是我国专业从事农药制剂的研发、生产、销售及植保技术服务的公司。公司产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂三大系列。作为我国农药制剂产业的龙头企业，公司产品数量、销售人员数量、专利产品数量和销售额均处于国内领先地位。近年来，公司注重研发、调整产品结构、完善产能和市场布局、打造扁平化的全国性销售网络、积极开展并购，具备较强的技术优势、规模优势和渠道优势。近期，公司通过收购进入水溶肥产业，实现了与农药制剂的协同发展。

09 年，公司实现营业收入 13.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元。05-09 年，公司营业收入复合增速为 69.38%，归属于上市公司股东的净利润增速为 89.17%。

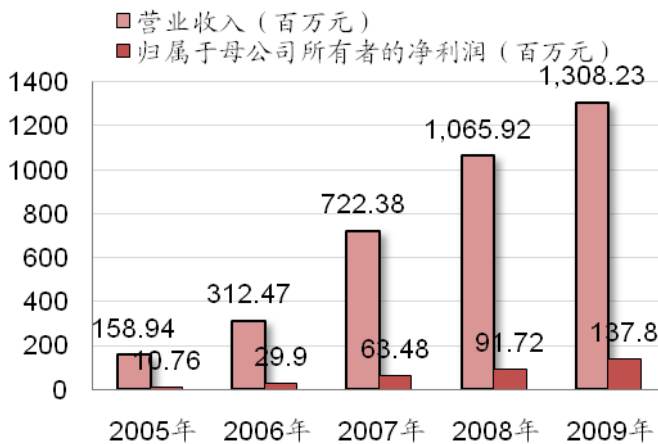


图表5 公司股权结构图



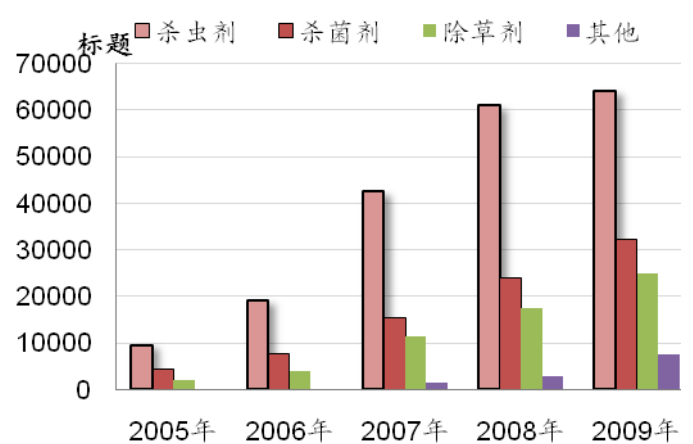
资料来源：公司年报

图表6 05-09年，公司营业收入和净利润复合增速分别为69.4%和89.4%



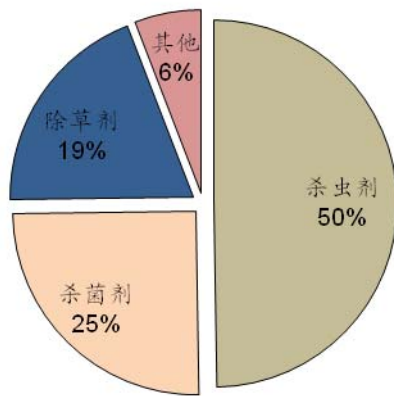
资料来源：wind

图表7 05-09年公司杀虫剂、杀菌剂和除草剂收入增长分别为60.6%、65.5%和91.1%，产品结构趋于合理



资料来源：wind

图表 8 公司杀虫剂占比下降至 50%



资料来源: wind

### 技术领先，引领行业发展方向

**1) 公司研发力量强，研发投入力度大。**公司技术研发中心为深圳市级工程中心，下设水性化农药剂型研究室、分析与标准研究室等 7 个研究实验室、3 个生测实验室、4 个分析与标准实验室。09 年底公司研发人员达 307 人，占员工总数的 9.64%。

公司研发投入较高且快速增长，09 年公司研发投入 6584 万元，占当年营业收入的 5.03%，在行业中处于较高水平。公司 10 年实施增发，其中投入 1.02 亿元至农药新产品新剂型研发及登记项目，积极开始绿色乳油和次新化合物的研发和中试，以及加大“三证”申报登记力度。

**2) 公司建立了独特的产品研发模式。**公司采用“技术研发+产品经理”的产品研发模式，产品经理市场在调研后提出新产品需求、立项委员会审议通过、研究所开发成功后进行登记。最后，研究所将样品反馈给市场部进行评估并进行产品上市前的策划、市场定位、布局、成本和毛利核算、定价和宣传推广准备。这种需求导向的研发体制，大大提高了研发的投入产出比。公司新产品的研发周期（项目立项、生物测定、技术标准制定、田间测试、获得登记）一般为 2-3 年，短于 4 年的行业平均周期。

**3) 公司研发成果显著，逐步进入收获期。**截止到 09 年底，公司取得发明专利 15 项。公司还承担了“2000 吨水基化新剂型的产业化示范”、“烯肟菌酯产业化市场开发”等多个“十一五”国家科技支持计划项目。公司通过多年研究突破了水基化制剂技术，04 年投入市场，当年水基化农药制剂占公司销售收入比例就达到 25.97%，09 年提高至 60% 以上。从产品登记数量来看，09 年公司新增“三证”登记产品高达 145

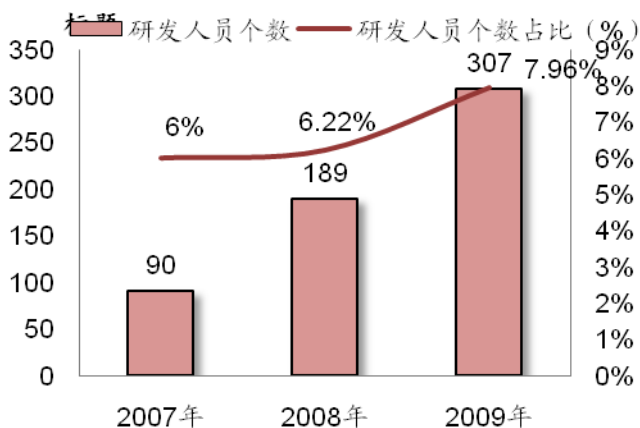
个，其中产品登记申报数占全国的60%。

4) 大力发展绿色乳油，致力于替代传统有机溶剂。公司在06年开始用松脂替代二甲苯的研发，08年初实际生产，09年相关产品销售实现5000万元。09年底，公司与福建省泉州德盛农药有限公司设立了福建诺德生物科技有限责任公司，专门研发和生产松脂衍生物溶剂。

目前我国传统有机溶剂用量约在30万吨左右（主要为苯类物质，市场价值20亿左右），长期喷洒导致食品中农药残留上升、土壤污染加剧。而松脂油来自于松树，具有非常强的环保优势。在我国农药剂型总体水平偏低的背景下，

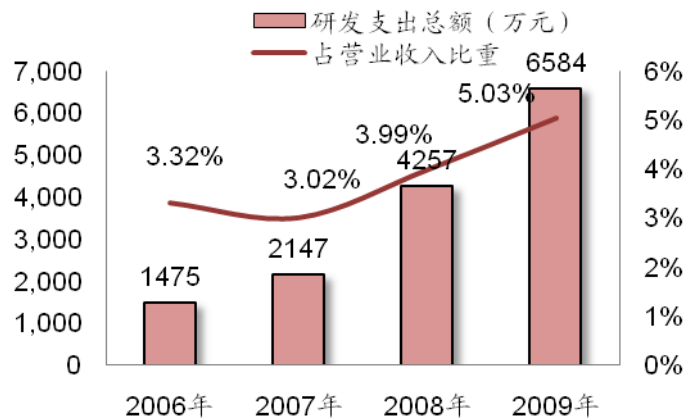
根据公司测算，松脂油成本相当于80美元/桶石油价格下的有机溶剂成本，考虑到石油价格长期内的上涨趋势，公司绿色乳油项目的成本优势将逐步显现。

图表9 公司研发人数快速增加



数据来源：公司年报

图表10 公司研发投入逐年增长



数据来源：公司年报

### 销售渠道扁平化、打造全国性销售网络是公司快速增长的关键

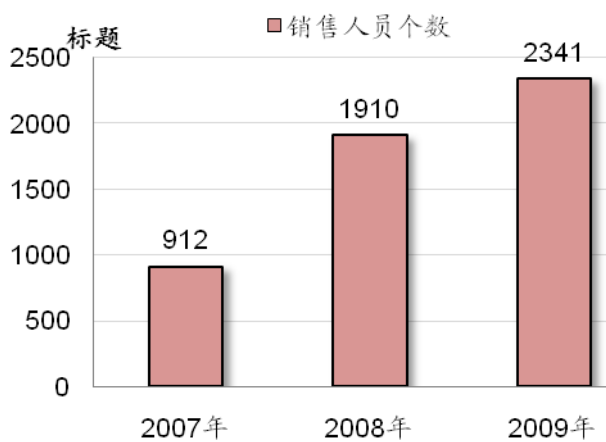
#### 1、公司不断强化销售队伍建设，销售队伍规模全国第一

庞大的销售队伍是公司打造强大销售网络的基础。公司在07年销售人员就达到912人，上市后配合公司发展需要，开展了大规模的人才招聘工作，09年底公司销售人员增加至2341人。公司10年计划招聘1000名销售人员，2-3年内销售队伍增加至5000-6000人左右。公司销售队伍快速扩张，为建立了基本覆盖全国的销售网络，以及销售渠道扁平化和发展零售大店提供了基础。

可以作为对比的是，公司国内主要竞争对手——广西田园的销售队伍在 800 人左右，远低于公司规模。

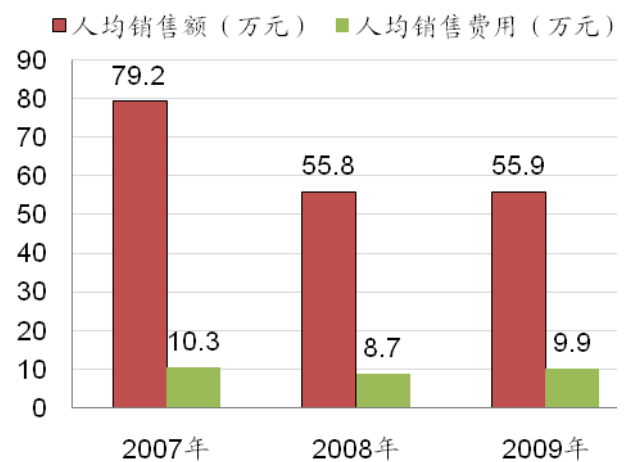
08 年新招员工进入业绩贡献期。公司从 08 年下半年开始大批量招募销售人员，目前逐步进入成熟期，预计 10 年开始发挥作用。我们认为，由于公司未来仍有大量招募计划，短期内人均销售额回升速度相对有限。大规模招聘完成以及销售渠道建设基本完善后，公司人均销售额将进入快速增长阶段。

图表 11 公司销售人员大幅增加



资料来源：公司年报

图表 12 近两年公司人均销售额明显低于 07 年水平



资料来源：金元证券研究所整理

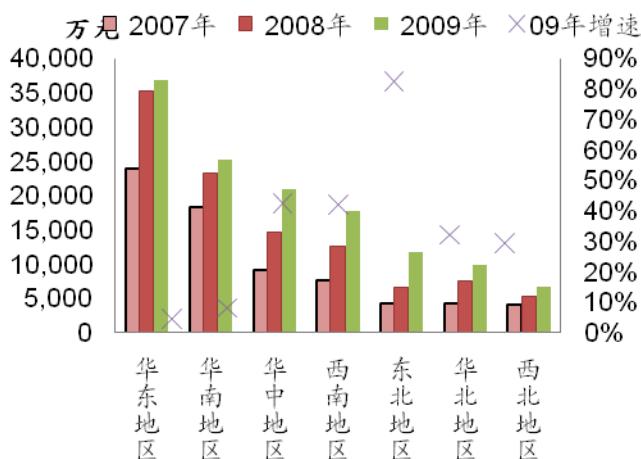
## 2、公司初步建立了覆盖全国的销售网络体系

目前，公司在全国共设立了 9 大营销中心、10 个销售大区、755 个销售分区、1071 个销售小区；覆盖了 6200 多家经销商，为 96000 多家零售店、50000 家基层中心店提供服务。公司初步建立了全国性的销售网络，未来 2-3 年内将建成基本覆盖全国所有农业乡镇的、扁平化的销售渠道网络。

公司除了在华东、华南等传统优势市场建立了完善销售体系，还对华中、西南、东北、华北、西北等地加大了渠道建设力度，并取得了良好的效果。09 年，公司华东、华南地区销售收入增速分别为 4% 和 8%，而其他区域销售收入增速高达 45%。华东和华南地区销售收入占全部销售收入的比例，从 07 年的 60% 下降至 09 年的 50% 以下。

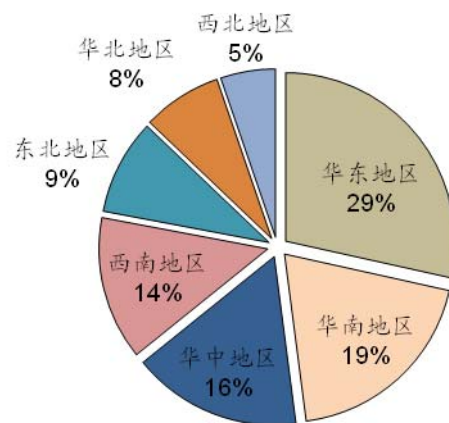
公司还成立了国际业务部，准备扩展国外制剂市场。

图表 13 公司近年来各地区收入增长情况



资料来源: wind

图表 14 公司收入的区域分布情况



资料来源: wind

### 3、渠道下沉，着力打造销售“两张网”，引领国内农药制剂销售模式变革

公司渠道下沉可行性强、实施效果明显。对于一般的农药制剂企业，受产品数量、种类和销售队伍的制约，对大经销商依赖程度较高，很难实现渠道下沉。而公司具有产品种类多、销售队伍庞大的优势，再加上经销商区域性特征显著，公司具有实施渠道下沉的基础。

公司对产业利润逐步向经销商和零售商转移趋势的清晰认识，前瞻性地提出并实施了渠道下沉战略。07年之前，公司采取的是以县级经销商为主，地级经销商和县级经销商相结合的渠道体系。随着公司“基层营销网络建设项目”的逐步实施，初步构建了以县级优质经销商和基层核心零售店为主的营销网络体系。公司通过渠道下沉，节省了渠道费用，提升了综合毛利率。

正着力加强“两张网”建设，实现农药销售渠道变革。公司发行，终端零售店对决定农民采购具有很强的影响力，盈利能力较强。09年，公司在海南试点直销零售店模式，并取得成功。10年，公司开始推动“两张网”建设。其中一张是瑞德丰、诺普信与县级经销商创新合作的营销网络，一张是标正、皇牌、兆丰年品牌直接对零售大店合作的营销网络。就目前情况来看，部分经销商有一定的抵触情绪。公司一方面通过市场、品牌和产品的区分，另一方面更多考虑经销商利益，目前情况已有所好转。公司计划选取约2万家零售大店合作，保证这类店的70-80%的销售收入来自公司的产品。

公司作为农药制剂的龙头企业，采取“摸着石头过河”的方式，稳



步推进营销模式变革。我们认为，公司营销模式变革是一个不断尝试、实施和调整的过程，在此过程中遇到一定的困难和阻力在所难免，我们看好公司销售渠道变革的方向和为此而进行的努力。

公司在稳步推进渠道变革的同时，还对新的销售模式进行有益的探索。公司成立了广东粤喜农资连锁公司，通过直营和加盟方式进行市场拓展，销售化肥、种子、农具等农资产品。一般来说，农资连锁一般要求店铺数量多、店铺集中、农药品种齐全。公司具有明显的资金优势和产品优势，并在广东地区具有较强的品牌知名度，开展农资连锁的可行性比同行要高。但目前国内开展农资连锁的条件不够成熟，公司此举更多地是作为一种尝试。进行如未来市场环境逐步成熟，公司可凭借良好的经验积累，取得先发优势。

### 持续的产能扩张和良好的产能布局很好地配合了营销网络的建设

07年，公司制剂产能仅为2.5万吨。08年初公司通过IPO在东莞实施了年产2万吨水基化环保型农药制剂产业化项目，在陕西实施了年产1万吨的西北生产基地环保型农药制剂项目。目前IPO项目已经投产，公司制剂产能提升至5.5万吨。

10年初，公司通过增发，实施西南环保型农药制剂生产基地项目（2万吨）、山东滨海除草剂项目（1万吨）和东莞水溶肥料生产项目（6万吨）。项目完成后，公司自身拥有农药制剂8.5万吨，水溶肥6万吨的产能（未考虑近年来收购企业的制剂产能）。

在公司产能扩张的同时，产能布局不断完善。公司IPO前制剂产能主要集中在东莞。待增发项目完成后，公司将在东莞、陕西、成都、山东完成产能布局。再加上公司在各地收购的企业所具备的产能，公司产能布局的完善，可有效缩短运输半径、提高对病虫害的快速响应能力，对公司营销网络建设起到很强的支撑作用。

### 丰富的“三证”资源和完善的产品线为公司成长提供了基础

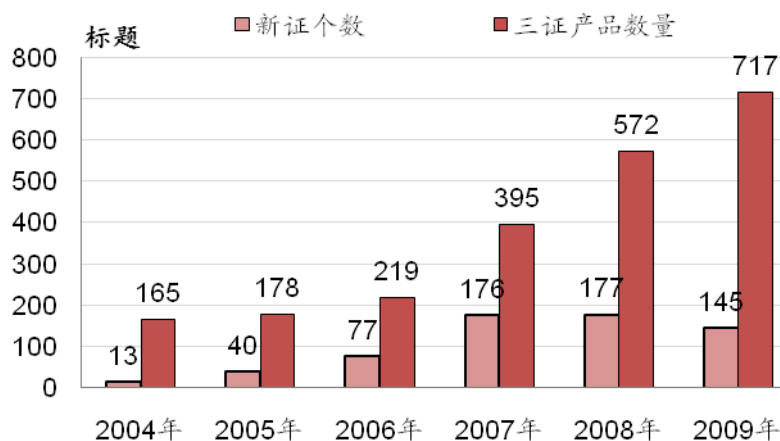
“三证”资源是影响农药企业发展前景的重要因素。农药生产销售必须具备农药准产证、农药标准和农药登记证。近年来，国家不断强化农药正式登记的要求，并逐步收紧临时登记政策。如农药登记费用从原来的10万元左右提高至60万元左右。众多小型农药制剂企业无法承担相应的研发和登记费用，产品数量难以增加，从而限制了公司的发展。

公司“三证”资源丰富。截止2009年底，公司“三证”齐全的农药产品高达717个，其中诺普信243个、东莞瑞德丰240个，陕西标正101个，成都皇牌50个、山东兆丰年83个。10年3月，公司收购福建新农取得40个登记证。而公司国内竞争对手的“三证”数量一般为100-200个，其他中小企业一般仅有几十个。

公司未来还将继续强化“三证”登记。10年初增发资金中的1.02亿元，用于产品研发和“三证”登记。再考虑到公司通过并购获取大量“三证”资源，未来公司在“三证”资源方面的优势将得到进一步的强化。

公司产品线较宽，覆盖了绝大多数的病虫害。近年来公司通过研发和并购，强化了在除草剂、杀菌剂方面的实力，并逐步从果蔬作物向大田作物发展。公司产品线的拓宽和强化，很好地配合了公司全国性销售网络的建设。

图表 15 公司“三证”资源快速增长



资料来源：公司公告

### 并购是公司整合资源、实现快速成长的有效方式

农药制剂行业进入并购重组期。在国家高毒替代政策驱动、以及行业持续低迷的压力下，我国农药制剂产品并购重组逐步兴起。其中既包括国企对农药上市公司的整合，也有国内外PE对农药非上市公司的投资，还有部分上市公司对行业内企业的收购兼并等。

图表 16 近年来农药行业部分收购兼并案例（不包括诺普信）

时间	投资方	被投资方	投资金额	股份占比 (%)	备注	
1	2008年1月	华邦制药	北京颖泰科技有限 公司	8600万元	22.74	
2	2008年2月	九鼎投资	广西田园生化	8000万元		
3	2010年4月	利尔化学	江苏快达农化股份 有限公司	17000万元	51%	
4	2008年6月	蓝山中国资本、凯鹏华盈 (KPCB) 中国基金	江西天人生态公司	3000万美元		
5	2008年7月	中国化工农化总公司	山东大成农药股份 有限公司		30.54%	
6	2008年7月	纽发姆公司、软银赛富投 资基金	四川富华通达农药 科技有限公司	3000万美元		
7	2008年7月	夏启九鼎基金(九鼎投资)	江苏辉丰农化股份 有限公司	7000万元		
8	2008年11月	江苏天容集团	江苏绿利来股份有 限公司		83.26%	
9	2008年	江阴凯江农化有限公司	湖南国发精细化工 科技有限公司			扩股 648 万股
10	2008年11月	中化国际	江山股份		29.19%	控股。
11	2009年	九鼎投资	利民化工股份有限 公司	8000万元		
12	2009年	华邦制药	北京颖泰嘉和科技 股份有限公司			正在进行。
13	2009年	曼哈顿集团	华阳科技		25.1%	达成协议，尚 未完成。

资料来源：金元证券研究所整理

公司上市以来，依托资金优势、行业经验和强大销售能力，对行业内企业进行了多次股权收购。首先，公司通过收购增加了“三证”资源，强化了在除草剂和杀菌剂方面的竞争力，将市场从果蔬拓展至大田作物，完善了公司产品结构。其次，收购还完善了公司的整体布局，为打造全国性市场网络提供了基础。最后，公司收购兼并也是推动业绩增长的重要因素。我们预计，公司未来还将通过并购来实现外延式增长。

图表 17 公司近年来收购兼并情况

公司	收购时间	品牌	业务	收购价格 (万元)	持股比例 (%)	07年 利润	08年 利润	09年 利润	证件 资源
深圳市诺普信农资有限公司	04年	诺普信	农药		100%	1527	1920	3391	243
东莞市瑞德丰生物科技有限公司	06-07年	瑞德丰	农药	-	100%	582	1261	3516	240
深圳市瑞德丰农资有限公司	06-08年	瑞德丰	农药	-	100%	1568	1380	1565	
陕西标正作物科学有限公司	05-06年发 起	标正	农药		98.40%	301	1410	984	101
西安标正生物科技有限公司	05-07年发 起	标正	农药		90%	131	458	648	
渭南标正科技有限公司	05-08年发 起	标正	农药		90%	2	-34	-10	
成都皇牌作物科学有限公司	2008年4 月	皇牌	农药	960	100%	-	-448	198	50
成都皇牌农资有限公司	2008年4 月	皇牌	农药		100%	-	-20	-453	
山东兆丰年生物科技有限公司	2009年2 月	兆丰年	农药	800	80%			342	83
济南兆丰年农资	2009年2 月	兆丰年	农药	40	80%			-442	
	2009年5 月	星牌	生物农药	1812	35%				
青岛星牌作物科学	2010年1 月	星牌	生物农药	2235	51%			707	
常德邦达绿色植物开发	2009年3 月	邦达	植保服务	49	49%			50	
东莞市施普旺生物科技	2009年4 月	施普旺	植物营养肥	1380	100%			209	
中港泰富(北京)高科技	2009年7 月		农药、功能肥料	1878	51%			232	
英连国际化学品(北京)有限公司	2009年7 月		功能肥料	1878	51%			478	
湖南大方农化	2009年11 月	大方农化	农药(大田)	1255.8	27%			-416	
济南绿邦化工有限公司	2010年1 月	绿邦	主要为除草剂	4500	40%			-88	43
福建新农大正生物工程	2010年3 月		农药(杀菌剂和茶树杀虫剂)	4449	100%			274	40
福建诺德生物科技有	2009年12 月发起		天然松树植物油溶剂	550	55%				

资料来源: 金元证券研究所整理

### 精细化管理，控制快速成长带来的风险

农药销售具有明显的季节性，农作物病虫害发生也具有一定的偶然性，要求农药制剂企业具有较强的预见性、反应能力和配送能力，否则容易发生库存增加。此外，农药销售以赊销为主，应收账款回收是销售管理的重要方面。公司产成品库存和应收账款管理水平良好。09年末公司产成品存货占当年收入的8%，仅相当于一个月的库存；09年应收账款周转天数仅为13.3天，处于很低的水平。

公司在研发管理方面，公司实现面对市场的、需求导向的研发体制，最大限度地保障了研发投入的产出比。采购方面，公司通过规模采购降低采购成本，引入长期战略合作伙伴降低采购风险。生产方面，公司通过多区域规模运营，多品种、小批量、多批次方式生产，强化柔性生产能力。销售方面，公司通过销售、技术推广、售后服务相结合，对业务员实行毛利提奖制度，使得业务员个人利益与公司利润趋于一致。

09年8月，公司上线了高效SAP信息管理系统，大幅提升了公司运作效率和规范程度。

### 水溶肥快速发展，充分发挥销售渠道优势

水溶肥料是指经水溶解或稀释，用于灌溉施肥、叶面施肥、无土栽培、浸种蘸根等用途的含有大量元素和微量元素的全营养多元复合肥料。水溶肥具有节水、吸收率高、营养丰富的特点，适用于设施农业和高附加值经济作物，毛利率远高于传统化肥。目前水溶肥只占国内化肥市场份额的2%左右。预计到2012年，我国水溶肥料市场规模将超过200亿元，广东省市场规模达20亿元。

09年4月，公司收购了东莞市施普旺生物科技有限公司，从而将水溶肥业务纳入到股份公司。09年7月，公司收购了中港泰富（北京）高科技有限公司和英连国际化学品（北京）有限公司，进一步强化了公司在水溶肥、功能肥领域的竞争优势。截止到09年底，公司及下属子公司共有水溶肥料产品登记证及产品标准86个，具备了一定的产品优势。10年初公司实施增发，拟投入9103.9万元新建6万吨水溶肥产能，生产大量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料、有机水溶肥料等七大类产品。

公司水溶肥可与农药制剂共享销售渠道，具有较高的协同效应。预



计未来公司水溶肥产品将成为公司重要的增长点。

### 公司成长性高、盈利能力较强、运营效率较高

公司成长性突出。05-09年，公司营业收入和净利润复合增长率分别高达69.4%和89.1%。在08年和09年两个农药小年中，公司营业收入依然保持了48%和23%的增速。预计10年受气候因素影响，公司收入增速为35%左右。未来5年内，公司收入复合增长率为40-50%。

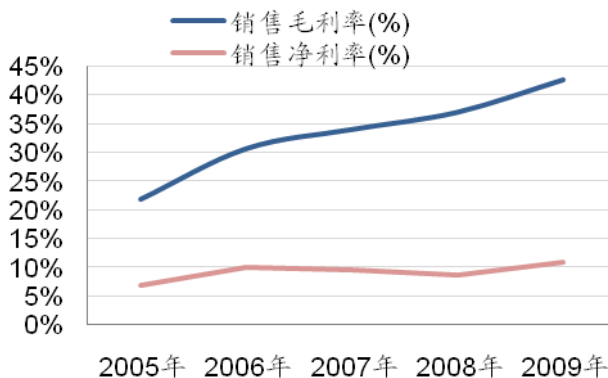
公司盈利能力稳定。近年来，公司毛利率持续上升，10年达到43%的水平。公司毛利率提升主要在于1)06年底开始实施按毛利提奖的营销激励政策，高毛利率产品销售比重提高；2)水基化环保制剂销售占比增加；3)营销网络下沉和渠道话语权增强带来溢价；4)新产品投入尤其是除草剂和水溶肥销售增长。公司净利润稳定在10%左右，未能与毛利率同步提升的原因是费用率上升。

公司费用率上升主要在于近年来公司致力于搭建全国性的、扁平的销售网络，以及大量招募销售人员。我们预计，随着公司渠道建设的逐步完善以及营销人员不断成熟，公司费用率将逐步下降，净利润率将逐步上升。

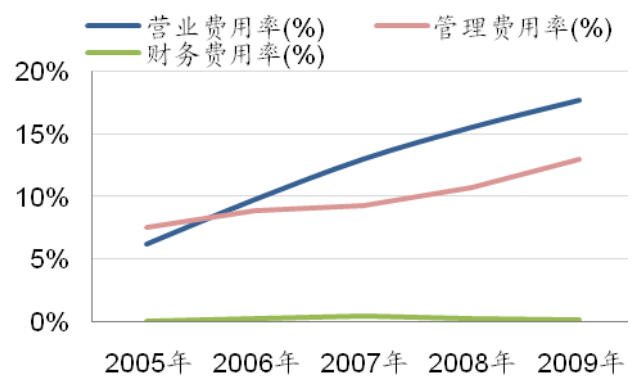
公司运营效率较高。近年来，公司存货周转率有所下降，主要在于公司加大了原材料的年底备货力度，以及销售拓展所导致。09年，公司应收账款周转天数为13.3天，处于较好的水平。公司总资产周转速度和固定资产周转速度下降，主要在于公司近年来新建项目较多所致。

公司偿债能力良好。截止10年一季度末，公司资产负债率仅为31.06%，处于相对较低的水平；流动比率和速动比率分别为2.48和1.57，处于较好的水平。09年，公司已获利息倍数高达428.2。

图表 18 公司近年来毛利率大幅提升、净利率基本稳定 图表 19 公司营业费用逐年上升



资料来源：wind



资料来源：wind

图表 20 公司运营能力保持在较高水平

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
存货周转率(次)	6.86	4.3	3.91	3.81	3.08
应收账款周转率(次)	8,318.51	17.36	36.61	28.5	27.08
流动资产周转率(次)	2.62	2.14	2.83	2.58	2.18
固定资产周转率(次)	13.26	10.77	15.65	15.96	10.12
总资产周转率(次)	2.02	1.71	2.28	1.98	1.54

资料来源: wind

## 估值

假设:

- 1) 公司农药制剂采用柔性化生产, 生产线和产品之间不存在严格的对应关系。农药制剂产销存在一定的季节性, 企业可通过对市场的预测在淡季生产部分存货。所以, 公司制剂产能和利用率均具有一定的弹性。我们通过对公司产能扩张、并购、销售渠道建设情况来对销售增长做出估计。
- 2) 在毛利提奖、新产品投放力度加大、渠道下沉等因素影响下, 未来3年年公司综合毛利率保持在40%以上。
- 3) 随着营销人员不断成熟、以及销售网络建设逐步见成效, 公司营业费用率逐步下降。

图表 21 公司收入及期间费用假设

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1308.23	1764.60	2479.18	3470.33
营业收入增速	22.73%	34.88%	40.50%	39.98%
销售毛利率	42.76%	42.33%	41.95%	41.82%
营业费用率	17.72%	16.63%	15.50%	15.00%
管理费用率	12.97%	11.85%	11.25%	10.50%
财务费用率	0.08%	0.05%	0.05%	0.05%

资料来源: 金元证券研究所

公司 10-12 年每股收益分别为 0.93 元、1.42 元和 2.11 元, 对应 6 月 6 日 27.7 元的收盘价, 对应市盈率分别为 29.7 倍、19.6 倍和 13.2 倍。目前 SW 农药板块和中小企业板块 10 年预测市盈率分别为 22.68 倍和 31.06 倍。我们认为, 公司所从事农药制剂产业与农药原药产业具有显著差别, 估值可比性较弱。农药制剂行业面临行业整合机遇, 公司未来

成长空间巨大。公司身为农药制剂龙头，致力于建设全国性销售网络和渠道扁平化建设，未来5年内利润复合增长率有望保持在50%左右。给予公司11年30倍市盈率估值，对应目标价42.6元，维持公司买入评级。

公司前期股价大幅下降，市场担忧主要有三点：1、今年农药市场相对低迷导致公司业绩增速下滑；2、“两张网”受经销商阻力而影响成效；3、销售费用控制风险。我们认为，公司销售网络和销售队伍建设将逐步见成效，公司营业收入仍将适度增长，而并购也将提升公司成长性。公司通过调整政策，来自经销商的阻力已明显减弱。公司销售费用增长在一定程度上可视为投资，而公司销售渠道扁平化建设提升了公司产品毛利，部分覆盖了销售费用的增长，公司净利润率甚至略有增长。

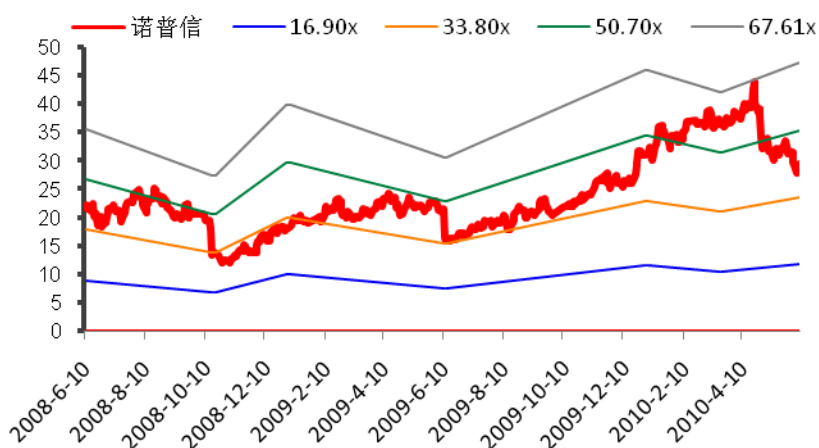
预计未来农药市场逐步好转、公司“两张网”建设逐步见效将成为公司股价的催化剂。

图表 22 公司 PE 与相关板块和可比公司 PE 比较

	2009 年 PE	2010 年 PE	2011 年 PE
SW 农药	227.14	22.68	16.17
中小企业板	41.73	31.06	23.82
联化科技 (002250)	29.71	34.54	25.13
利尔化学 (002258)	38.46	27.11	19.69
长青股份 (002258)	33.4	33.73	27.8
诺普信 (002215)	44.5	29.7	19.6

资料来源：wind 金元证券研究所

图表 23 公司历史 PE 走势



资料来源: wind

## 风险

- 1、管理风险。公司管理水平相对较高。但公司发展速度很快，并大力开展兼并，对公司管理能力提出了更高的要求和挑战。
- 2、原材料波动风险。公司原材料采购量大，且有意识地进行原料储备，部分降低了原材料采购成本。若原材料价格大幅波动，仍将对公司业绩产生不利影响。
- 3、新产品的市场风险。水溶肥在我国处于起步阶段，推广过程中面临一定的市场风险。此外，如原油价格大幅下滑，公司松树油项目经济性下降。

图表 24 公司利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1308	1765	2479	3470
营业成本	749	1018	1439	2019
营业税金及附加	2	3	5	7
销售费用	232	293	384	521
管理费用	170	209	279	364
财务费用	1	1	1	2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>157</b>	<b>240</b>	<b>371</b>	<b>558</b>
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>169</b>	<b>252</b>	<b>383</b>	<b>570</b>
所得税	27	40	60	90
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>213</b>	<b>323</b>	<b>481</b>
少数股东损益	5	6	10	14
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>138</b>	<b>206</b>	<b>313</b>	<b>466</b>
EBIT	170	253	384	572
EPS (元)	0.62	0.93	1.42	2.11

资料来源：金元证券研究所



金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.