



# 销售渠道理顺，公司将步入新一轮的高速增长时期

——诺普信（002215）

2011年2月9日

强烈推荐/维持

诺普信

调研快报

杨若木

化工行业分析师

执业证书编号：S1480209110083

[yangrm@dxzq.net.cn](mailto:yangrm@dxzq.net.cn)

010-66557316

事件：

我们通过电话调研，对诺普信的经营策略及销售渠道的进展情况进行了沟通和交流。

观点：

## 1. 步入 2011 年，公司将重新步入增长的快轨中来

经过了 2010 年，在整个农药制剂销售渠道的打造和完善，已经和经销商之间形成了更为密切的合作，诺普信的两类销售模式，即经销商和大店的两种销售渠道逐渐理顺，为公司销售渠道的打开形成良好的铺垫。2010 年公司度过了艰苦的一年，从前季度的财务数据来看，销售收入增长 12%，而销售费用增长了 30%，净利润下滑 22%。未来销售渠道逐渐理顺，销售费用随着规模的扩大，预计费用率将会有所下降。2011 年，在销售渠道理顺之后，公司将会至少恢复正常的增长。公司的成长主要依靠扩大市场份额，提升品牌的实力，标正，黄牌、兆丰年三个相对小的品牌将会成为业绩贡献的主力军。

## 2. 农药行业整合，是公司未来发展具备良好的行业环境

根据工信部等四部门印发的《农药产业政策》，把农药行业整合排在了重要的位置。《农药产业政策》明确要求，到 2015 年，全国农药企业数量减少 30%，国内排名前 20 位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的 50%以上，2020 年达到 70%以上。另一重要方式是提高企业创新能力。到 2015 年，名列前十的农药企业创新研发费用达到销售收入的 3%，到 2015 年农药行业中国驰名商标市场份额达到 30%以上。

### 3.公司的行业整合也是农药行业整合拉开的序幕

农药企业都在忙于收购，公司去年年底用自有资金人民币 10,539.97 万元收购了常隆化工持有的常隆农化 35%的股权。常隆农化是国内工艺技术成熟的大中型原药企业，位列中国原药企业 10 强，产品品类齐全，具有不可多得的光气资源优势。常隆农化在 2009 年四季度和 2010 年业绩表现比较差主要是公司在搬迁，如果能够顺利生产，预计年贡献利润在 1 亿元左右，对诺普信的业绩增厚在 0.16 元，也是公司能够实现原材料自给的手段。

### 4.盈利预测及投资评级

公司在 2011 年将会进入重新步入高增长的时期，两种销售模式已经基本理顺，从今年开始贡献业绩的时期。我们预计 2010-2012 年的每股收益分别为 0.56 元、1.03 元、1.43 元，目前价格为 28.77 元，对应 2011 年的估值为 28 倍，根据诺普信属于消费品行业，应享有较高的估值，一般诺普信可以享有 35-45 倍的市盈率，给予“强烈推荐”评级。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,065.92	1,308.23	1,504.47	2,106.26	2,948.76
营业成本	670.72	748.80	865.07	1,221.63	1,710.28
营业费用	165.71	231.80	300.89	379.13	530.78
管理费用	114.38	169.68	188.06	252.75	353.85
财务费用	2.56	1.02	2.97	1.06	(0.56)
投资收益	0.00	2.82	2.82	30.00	35.00
营业利润	106.30	157.14	144.44	274.69	380.81
利润总额	110.79	169.34	146.44	276.69	382.81
所得税	18.23	26.67	23.06	43.58	60.29
净利润	92.57	142.67	123.38	233.11	322.52
归属母公司所有者的 净利润	91.72	137.80	118.38	228.11	317.52
NOPLAT	90.95	133.25	124.19	232.32	320.36
每股净收益（元）	0.60	0.68	0.56	1.03	1.43

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	218.67	182.75	195.58	273.81	385.57

交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	53.34	43.29	53.58	75.02	105.02
预付款项	72.35	117.26	134.56	158.99	193.20
存货	190.59	295.01	260.71	368.16	515.43
流动资产合计	542.07	657.18	667.21	907.87	1,243.86
非流动资产	175.17	326.39	327.67	324.25	320.02
资产总计	717.24	983.57	994.88	1,232.12	1,563.87
短期借款	40.00	100.00	51.64	28.50	0.00
应付帐款	43.12	64.49	71.10	100.41	140.57
预收款项	52.46	82.07	127.20	190.39	278.85
流动负债合计	174.39	310.13	301.42	374.69	480.17
非流动负债	7.10	6.82	6.59	5.88	4.89
少数股东权益	1.79	28.99	33.99	38.99	43.99
母公司股东权益	533.96	637.63	652.88	812.56	1,034.82
净营运资本	367.68	347.05	365.78	533.19	763.69
投入资本 IC	360.69	583.88	542.93	606.24	693.25

现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	92.57	142.67	123.38	233.11	322.52
折旧摊销	43.52	86.00	0.00	23.43	24.23
净营运资金增加	254.71	(20.63)	18.73	167.40	230.50
经营活动产生现金流	510.38	538.21	191.16	164.57	223.93
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(23.63)	7.00	12.00
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(154.69)	(93.33)	(124.18)
现金净增 (减)	124.03	281.64	12.83	78.23	111.75

## 分析师简介

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。