

评级：审慎推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

**诺普信 (002215)****——业绩低于预期，储蓄力量等待爆发****交易数据**

52周内股价区间(元)	21.88-44.44
总市值(百万元)	6,749.65
流通股本(百万股)	187.50
流通股比率(%)	84.7%

**资产负债表摘要(09/10)**

股东权益(百万元)	1,208.61
每股净资产	5.46
市净率	5.58
资产负债率	17.2%

**相关报告**

**事件：**诺普信发布业绩快报，快报显示公司10全年预计实现营业收入1,455,937,524.39元，比上年同期增长11.29%；实现归属母公司净利润106,003,646.64元，比上年同期下滑23.07%；预计10年实现EPS0.49元，比上年同期下降27.94%。

**点评**

- **收入小幅增长，盈利能力低于预期。**报告期内，公司营业总收入较去年同期增长11.29%。主要由于：公司产品结构符合国家农药产业政策，加大市场营销网络建设。同时，通过收购、兼并业务也扩大公司销售规模。公司营业利润、利润总额和归属于上市公司股东的净利润分别较去年同期下降-26.71%、-25.99%、-23.07%，低于预期，主要由于：公司推行营销“两张网”的新销售模式，营销渠道下沉的力度加大，在技术服务、店面维护、物流配送及品牌建设等方面投入的费用较大。
- **天然植物油绿色溶剂顺应安全、环保趋势，替代空间广阔。**公司开发的松脂基植物油农用溶剂具有高效、低毒的安全环保优势，是“三苯”类轻芳烃溶剂的理想替代品，有望获得国家政策扶持。目前“三苯”类轻芳烃溶剂带来的污染和安全问题非常严重，国家鼓励企业开发绿色环保溶剂取代苯类溶剂，目前苯类乳油制剂有100多万吨，约占制剂市场份额的50%，按照天然植物油绿色溶剂30%的替代份额计算，天然植物油绿色溶剂仍有30万吨的市场容量，而目前市场上天然植物油绿色溶剂不足2万吨，未来市场空间广阔。
- **在国家政策支持下，公司作为行业整合主体，步伐将加快。**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。公司作为行业龙头，一直都是行业整合的主体。公司先后整合或参股了东莞瑞德丰、成都皇牌、山东兆丰年、东莞施普旺、常州隆化等，未来在国家政策支持下，将加速整合步伐。
- **“两张网”模式正蓄势待发。**公司自09年以来就着手打造“两张网”（直销和经销相结合）销售模式，在新销售模式下，营销渠道下沉的力度加大，在技术服务、店面维护、物流配送及



品牌建设等方面投入的费用较大，销售费用率继续上升，导致近两年业绩低于市场预期。在经过了近两年的磨合和改进之后，“两张网”营销体系的效率也经历了由低到高的过程，今年将进入高效率的盈利贡献爆发期，值得期待。

- 给与“审慎推荐”评级。预计 2010-2011 年公司每股收益为 0.49 元、0.96 元和 1.35 元对应最新收盘价 30.5 元，2011-2013 年的 PE 分别为 62 倍、32 倍、23 倍，给与“审慎推荐”的投资评级。

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	106,592	130,823	145,592	201,997	273,950
同比 (%)	47.6%	22.7%	11.3%	38.7%	35.6%
营业毛利	39,520	55,944	61,096	100,602	155,122
同比 (%)	60.7%	41.6%	9.2%	64.7%	54.2%
归属母公司净利润	9,172	13,780	10,790	21,225	29,941
同比 (%)	44.5%	50.2%	-21.7%	96.7%	41.1%
总股本 (万股)	22,130.0	22,130.0	22,130.0	22,130.0	22,130.0
每股收益 (元)	0.41	0.62	0.49	0.96	1.35
ROE	17.2%	21.6%	8.8%	14.8%	17.3%
P/E (倍)	73.6	49.0	62.6	31.8	22.5

数据来源: 第一创业研究所



## 诺普信盈利预测

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	<b>657.2</b>	<b>996.1</b>	<b>1,219.6</b>	<b>1,545.0</b>		<b>一、营业收入</b>	<b>542.7</b>	<b>1,308.2</b>	<b>1,455.9</b>	<b>2,020.0</b>	<b>2,739.5</b>
货币资金	182.7	521.8	650.5	865.9		减: 营业成本	457.2	748.8	845.0	1,014.0	1,188.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0		营业税金及附加	3.6	2.5	4.2	6.9	10.6
应收款项	45.9	74.9	109.4	149.4		销售费用	7.6	231.8	300.0	529.9	718.7
预付款项	117.3	22.5	16.3	17.8		管理费用	14.4	169.7	201.5	261.8	513.0
存货	295.0	332.4	398.9	467.5		财务费用	10.9	1.0	0.7	-2.0	-2.6
其他流动资产	16.2	44.4	44.4	44.4		资产减值损失	2.2	0.1	0.3	1.0	1.1
<b>非流动资产</b>	<b>326.4</b>	<b>448.4</b>	<b>424.9</b>	<b>401.3</b>		加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	35.5	61.5	61.5	61.5		投资收益	0.0	2.8	6.2	17.2	17.2
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0		其中: 联营企业收益	0.0	2.8	6.2	17.2	17.2
固定资产	178.8	212.6	188.6	164.6		<b>二、营业利润</b>	<b>46.7</b>	<b>157.1</b>	<b>110.5</b>	<b>225.6</b>	<b>327.7</b>
在建工程	13.2	13.9	14.4	14.8		加: 营业外收入	0.0	12.9	19.9	20.5	21.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0		减: 营业外支出	0.26	0.7	0.9	1.5	1.7
无形及递延性资产	93.4	153.9	153.9	153.9		<b>三、利润总额</b>	<b>46.5</b>	<b>169.3</b>	<b>129.5</b>	<b>244.6</b>	<b>347.1</b>
其它非流动资产	5.6	6.5	6.5	6.5		减: 所得税费用	11.8	26.7	21.5	36.7	52.1
<b>资产总计</b>	<b>983.6</b>	<b>1,444.6</b>	<b>1,644.5</b>	<b>1,946.3</b>		<b>四、净利润</b>	<b>34.6</b>	<b>142.7</b>	<b>108.0</b>	<b>207.9</b>	<b>295.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>310.1</b>	<b>165.1</b>	<b>157.1</b>	<b>163.9</b>		归属母公司净利润	34.6	137.8	107.9	212.2	299.4
短期借款	100.0	30.0	30.0	30.0		少数股东损益	0.0	4.9	0.1	-4.3	-4.3
应付账款	74.4	56.5	57.0	63.3		<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>120.0</b>	<b>221.3</b>	<b>221.3</b>	<b>221.3</b>	<b>221.3</b>
预收帐款	82.1	27.7	28.5	37.3		<b>EPS (元)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.62</b>	<b>0.49</b>	<b>0.96</b>	<b>1.35</b>
其它流动负债	53.7	50.9	41.7	33.3							
<b>非流动负债</b>	<b>6.8</b>	<b>7.2</b>	<b>7.2</b>	<b>7.2</b>		<b>主要财务比率</b>					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0		<b>成长能力</b>					
其它非流动负债	6.8	7.2	7.2	7.2		营业收入	22.7%	11.3%	38.7%	35.6%	
<b>负债合计</b>	<b>316.9</b>	<b>172.3</b>	<b>164.4</b>	<b>171.1</b>		营业毛利	41.6%	9.2%	64.7%	54.2%	
<b>少数股东权益</b>	<b>29.0</b>	<b>49.3</b>	<b>44.9</b>	<b>40.6</b>		主业盈利	37.4%	-32.3%	97.0%	49.0%	
股本	202.8	221.3	221.3	221.3		母公司净利	50.2%	-21.7%	96.7%	41.1%	
资本公积与其它	188.2	713.5	713.5	713.5		<b>获利能力</b>					
留存收益	246.7	288.2	500.4	799.8		毛利率	42.8%	42.0%	49.8%	56.6%	
<b>股东权益合计</b>	<b>637.6</b>	<b>1,223.0</b>	<b>1,435.2</b>	<b>1,734.6</b>		主业盈利/收入	11.9%	7.2%	10.3%	11.3%	
<b>负债和股东权益</b>	<b>983.6</b>	<b>1,444.6</b>	<b>1,644.5</b>	<b>1,946.3</b>		ROS	10.9%	7.4%	10.3%	10.8%	
						ROE	21.6%	8.8%	14.8%	17.3%	
						ROIC	19.3%	8.6%	14.2%	16.7%	
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	32.2%	11.9%	10.0%	8.8%	
						利息保障倍数	139.9	158.5	-105.7	-113.7	
						速动比率	1.12	3.75	4.94	6.30	
						经营现金净额/当期债务	1.30	2.65	3.67	6.53	
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.33	1.01	1.23	1.41	
						应收款天数	12.64	18.52	19.50	19.64	
						存货天数	141.83	141.64	141.64	141.64	
						<b>每股指标 (元)</b>					
						主业盈利/股本	0.70	0.48	0.94	1.40	
						每股经营现金流	0.59	0.36	0.50	0.89	
						每股净资产	2.75	5.30	6.28	7.66	
						<b>估值比率</b>					
						P/E	48.98	62.56	31.80	22.54	
						P/B	11.09	5.75	4.85	3.98	
						P/S	5.16	4.64	3.34	2.46	
						EV/EBITDA	36.21	48.89	26.70	18.03	

数据来源: 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120