



公司进入转折期，业绩将重新步入高增长

2011年3月9日

强烈推荐/维持

诺普信

调研快报

——诺普信（002215）调研快报

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480209110083

010-6650 7316

yangm@dxzq.net.cn

事件：

我们于2011年3月3日至诺普信调研，和董秘、证券事务代表就公司的销售模式下沉，及发展战略进行沟通和交流。

观点：

1. 2010年的经营为后来发展奠定了良好的基础

去年由于经销商和零售商之间存在着摩擦，公司的经营遇到了一些困难，上半年旺季时期没有很好打开局面，错过了增加营业收入的最佳时机。公司为了能够使销售渠道下沉，提升销售量，增加销售收入，在上海和哈尔滨召开了两次恳谈会，以解决销售渠道建设的问题。经过了长时间的接触，公司在保证了不侵犯经销商的利益，推广零售大店的模式，实现了双方共赢的态度，保证了销售渠道的稳定。去年下半年开始取得了一些效果，和大约1万家零售店签订了销售合同，最终10年销售收入增长了11.29%，净利润增长了-26.71%。经销商这边，公司采取了优化数量，选择一些确实能够给公司带来良好销售额的合作伙伴，数目由原来的6300家减少1000家左右。经过了2010年的努力和渠道梳理，公司已经确定走销售路线下沉是未来发展方向。

2. 2011年将成为公司业绩的转型年

公司目前的销售主要在南方，北方还在冬季，销售增长比较好，华东和西南开始备货的，出现了出货旺盛的氛围，北方要到3月份的下旬开始需要。今年的干旱、气温低对农药制剂影响比较小，公司发展主要是通过占有市场份额来扩大销售收入，目前占有3%的市场份额，空间仍然很大，历史上天气原因对公司业绩影响比较小。今年干旱主要在北方，问题不大，土地没有出现干裂，而且近期北方出现雨雪天气，假如南方出现土地干旱水分被蒸发很多，才会对农业种植产生很大的影响。农业专家预计将会增加病虫害10%左右。

今年，公司为提高销售收入做出很多努力，比如安排老师去讲课，增加服务专场，邀请经销商来公司参观和学习。

零售大店的市场空间很大，按照目前国内有15-16万个零售店企业，其中有10万家是公司的目标零售渠道，按照一个店可以贡献10万元，将会有百亿元的乐观收入。

3. 农药行业集中度也在逐渐提高

未来行业集中度将会提高，中国农药工业协会起草的农药行业“十二五”规划已经基本完成并上报主管部门。规划稿提出到2015年农药原药生产企业缩减到300个，其中，销售额在50亿元以上的农药生产企业5个，销售额在20亿元以上的农药生产企业20个。农药制剂企业现在要求达到3000万元以上销售收入的门槛，要8%的环保要求，原药要使销售收入超过5000万元，环保投入占比达到10%。未来像诺普信作为国内最大的农药制剂企业会十分受益。农药行业整合、土地流转、农药销售的规范化也会使零售店越来越集中，一些零售大店将会发挥更大的作用。

4. 收购农药原药企业将延长产业链，提升公司业绩

最近新收购的常隆农化35%的股权，是国内原药排名前十的农药企业，是常隆化工的子公司。常隆农化由于需要搬迁，业绩出现亏损，现在搬迁进行到二期，明年三期结束。在搬迁前，08年销售收入可以达到15亿元，1.5亿元的利润，公司承诺11年不亏损。而收购20%股权的禾益化工要比常隆农化小很多。禾益股份去年前十一个月份的销售收入为1.26亿元，净利润568万元。公司通过收购常隆农化一方面可以延长产业链，一方面可以做一些专利马上要过期的仿制药，增加原材料的供给。

5. 预计今年销售费用率将会有所下降

公司近几年费用增加迅速，主要是由于销售团队人数的快速增加，并且在新建渠道方面，一些物流、推广费、宣传费、新建仓库等的基础建设需要大规模投入，今年将会随着销售收入的提升，去年已经新建了一些基础设施已经建设完成，预计今年的费用率将会有所下降。

6. 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，销售模式已经基本理顺，从今年开始贡献业绩的良好时期。我们预计2010-2012年的每股收益分别为0.49元、1.06元、1.52元，目前价格为30.21元，对应2011年的估值为28.5倍，根据诺普信属于消费品行业，应享有较高的估值，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	1,452.14	2,468.64	3,456.09
营业成本	670.72	748.80	834.98	1,431.81	2,004.53
营业费用	165.71	231.80	297.69	469.04	656.66
管理费用	114.38	169.68	196.04	315.99	442.38
财务费用	2.56	1.02	2.88	3.56	5.07
投资收益	0.00	2.82	2.82	30.00	35.00

营业利润	106.30	157.14	115.61	268.55	370.89
利润总额	110.79	169.34	125.61	278.55	395.89
所得税	18.23	26.67	17.59	39.00	55.42
净利润	92.57	142.67	108.03	239.55	340.46
归属母公司所有者的 净利润	91.72	137.80	103.03	234.55	335.46
NOPLAT	90.95	133.25	101.90	234.02	323.32
每股净收益（元）	0.60	0.68	0.49	1.06	1.52

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	218.67	182.75	188.78	320.92	449.29
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	51.72	87.92	123.09
预付款项	72.35	117.26	133.96	162.59	202.68
存货	190.59	295.01	251.64	431.50	604.11
流动资产合计	542.07	657.18	648.08	1,040.32	1,431.50
非流动资产	175.17	326.39	327.67	324.25	320.02
资产总计	717.24	983.57	975.75	1,364.56	1,751.52
短期借款	40.00	100.00	47.57	138.73	129.98
应付帐款	43.12	64.49	68.63	117.68	164.76
预收款项	52.46	82.07	125.63	199.69	303.38
流动负债合计	174.39	310.13	292.98	513.79	662.08
非流动负债	7.10	6.82	6.65	5.46	4.30
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	642.13	806.32	1,041.15
净营运资本	367.68	347.05	355.10	526.52	769.42
投入资本 IC	360.69	583.88	534.91	663.12	765.83

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	92.57	142.67	108.03	239.55	340.46
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)	8.05	171.43	242.90
经营活动产生现金流	510.38	538.21	185.68	111.10	233.98
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(25.63)	5.00	10.00
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(154.01)	16.04	(115.61)
现金净增（减）	124.03	281.64	6.03	132.14	128.37

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。

分析师简介

何金孝

中科院微电子与固体电子学硕士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

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。