

盈利能力增速将在 50%以上

研究结论:

- 并购和 08 年新进销售人员是公司明年业绩高增长的两大保证。
- 并购方面: 公司在 09 年先后收购了山东兆丰年生物科技和济南兆丰年农资 (80%股权)、常德邦达绿色植物开发公司 (49%股权)、东莞施普旺生物科技公司 (100%股权)、青岛星牌作物科学公司 (35%的股权) 以及中港泰富 (北京) 高科技有限公司和英联国际化学品 (北京) 有限公司 (各 51%的股权)。并购是这两年诺普信高增长的引擎之一, 我们认为在 2010 年诺普信将继续其并购动作, 而且基于公司自身实力不断壮大的事实, 我们认为公司完全有可能在 2010 年开始购并体量较大的业内公司。
- 新进销售人员方面: 公司自上市后, 销售人员的数量由最初的 900 名增加至 2800 名, 经过 09 年的培训, 新进销售员现已能独挡一面, 我们认为新进员工的作用将在 2010 年开始集中体现。
- 公司期间费用率将逐步降低。销售费用方面: 目前公司的销售费用率在 17%左右, 我们认为随着新员工贡献业绩量的不断提升, 公司未来数年的销售费用率将逐年降低。管理费用方面, 公司近年投入大量资金用于新产品注册和新技术研发, 我们认为在公司产品库不断丰富后, 公司每年新注册产品数将趋于稳定, 在注册费用不变的假设下, 其相应的其管理费用率也将由于营收总额的不断增长而逐步下降。
- 关注诺普信的农药新产品新剂型研发项目。公司在最新的增发项目中包含了“绿色乳油的研发及中试”项目, 由于目前乳油剂型农药占 50%左右, 而国家自 2009 年 8 月 1 日起, 工业和信息化部不再颁发新的农药乳油产品批准证书, 绿色乳油在取代传统乳油上有很大的市场空间, 一旦公司在本项目上取得突破, 将大大增强公司盈利能力。
- 风险因素: 遇不可抗力因素, 致使国内病虫害大量减少; 国外经济无法入预期般恢复。
- 初步估计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.63 元、1.06 元 (注: 未考虑股权激励计提的影响), 给予买入评级。

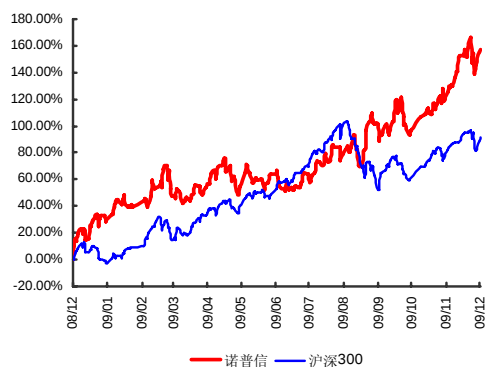


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期	2009 年 12 月 8 日
杨云	化工行业分析师 8621-63325888 × 6071 yangyun@orientsec.com.cn
庄琰	化工行业分析师 8621-63325888 × 6069 zhuangyan@orientsec.com.cn
王晶 (博士)	石油与化工行业首席分析师 8621-63325888 × 6072 wangjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (上调)
股价 (09 年 12 月 7 日)	26.10 元
目标价格 (12 个月)	32 元
总股本/A 股 (万股)	20280
A 股市值 (百万元)	5477.62
国家/地区	中国
行业	化工
报告日期	2009 年 12 月 8 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	上市至今
绝对表现 (%)	16.64%	25.26%	120.13%
相对表现 (%)	9.59%	12.34%	40.30%

资料来源: WIND

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：公司财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	283	468	510	667	营业收入	722	1066	1322	1719
现金	22	117	100	119	营业成本	476	671	813	1083
应收账款	21	64	79	102	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	3	21	19	25	营业费用	94	158	231	258
预付账款	76	135	152	208	管理费用	67	117	159	172
存货	161	131	159	212	财务费用	3	4	5	9
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	2	2	2
非流动资产	74	316	501	556	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	24	24	24	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	54	110	445	490	营业利润	80	115	111	195
无形资产	9	19	29	38	营业外收入	0	0	0	0
其他	12	163	4	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	358	783	1011	1223	利润总额	81	115	111	195
流动负债	170	233	365	409	所得税	11	21	21	37
短期借款	46	27	130	100	净利润	69	94	91	158
应付账款	48	102	109	152	少数股东损益	6	1	1	2
其他	77	104	125	157	归属于母公司净利润	63	93	98	165
非流动负债	4	7	4	4	EBITDA	90	123	131	229
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.41	0.60	0.63	1.06
其他	0	3	0	0					
负债合计	175	240	369	413	主要财务比率				
少数股东权益	1	2	3	5	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	90	156	203	203	成长能力				
资本公积	12	229	183	183	营业收入	131.2%	47.6%	24.0%	30.0%
留存收益	80	156	254	419	营业利润	120.6%	43.5%	-3.1%	74.9%
归属母公司股东权益	182	541	639	804	归属于母公司净利润	112.3%	47.2%	5.1%	68.2%
负债和股东权益	358	783	1011	1223	获利能力				
					毛利率	34.1%	37.1%	38.5%	37.0%
现金流量表					净利率	8.8%	8.8%	7.4%	9.6%
单位:百万元					ROE	34.9%	17.3%	15.4%	20.5%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	27.7%	21.1%	12.2%	19.1%
经营活动现金流	3	97	84	137	偿债能力				
净利润	69	94	91	158	资产负债率	48.8%	30.7%	36.5%	33.8%
折旧摊销	7	4	15	25	净负债比率				
财务费用	3	4	5	9	流动比率	1.66	2.01	1.40	1.63
投资损失	-0	-1	-1	-1	速动比率	0.71	1.43	0.95	1.10
营运资金变动	-66	-8	-35	-64	营运能力				
其它	-10	3	9	10	总资产周转率	2.28	1.87	1.47	1.54
投资活动现金流	-40	-245	-199	-79	应收账款周转率	36	25	18	19
资本支出	27	210	190	70	应付账款周转率	9.26	8.98	7.70	8.29
长期投资	-19	24	0	0	每股指标 (元)				
其他	-33	-11	-9	-9	每股收益	0.41	0.60	0.63	1.06
筹资活动现金流	0	243	99	-39	每股经营现金流	0.02	0.62	0.54	0.88
短期借款	16	-19	104	-30	每股净资产	1.17	3.47	4.10	5.16
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	66	47	0	P/E	47.68	32.38	30.83	18.33
资本公积增加	2	218	-47	0	P/B	16.63	5.59	4.74	3.76
其他	-18	-22	-5	-9	EV/EBITDA	26	19	18	10
现金净增加额	-37	95	-17	19					

分析师承诺

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn