

诺普信 002215.SZ

双层销售网络将带来持续高速发展

研究结论：

- 诺普信将实行双层并行销售网络，而从其对经销商的甄别条件我们可以察觉到，诺普信的渠道优势已经开始显现，待其在渠道的独占性进一步确立后（我们认为独占性对渠道销售来说是最重要的），其渠道优势将为其带来可持续的高速发展。
- 我们认为，虽然诺普信的业绩难以量化，但是在进行情景分析后可以分情景进行假设分析。
- 保守情况下，若公司继续并购动作，公司营收增速在 30%左右，则诺普信在 2010 年仍将保持 50%以上的业绩增速。09 年公司在行业整体下滑 10%左右的情况下仍将保持 30%左右的收入增长，我们认为在其销售渠道基本完成，双层销售网络基本搭建后，2010 年实现 30%的营收增长是大概率事件。而公司在 2010 年不会再进行大规模新招募，另外公司在新农药注册数量方面也进入稳定期，在费用方面应该增加的仅为物流成本，而公司物流仓储体系建设已经完成，将节约公司物流成本，所以我们估计公司 2010 年的期间费用应该是与 2009 年持平或略有增长。再考虑到公司年末将进行原料储备，因此其 2010 年毛利率将有所降低，但仍将好于 2008 年水平。若以上假设成立，则公司 2010 年的期间费率将有所下降，在此假设下，公司 2010 年业绩为 0.97 元。
- 中性情况下，若公司新进销售人员将在 2010 年开始发挥效用，并继续公司的收购战略，再考虑到农药制剂行业 10%的行业性恢复，则公司营收增长应该在 50%以上。我们认为在这种情况下，公司期间费用会因为支付销售激励和并购产生的管理费用增加而增加，但期间费用率仍将下降，公司利润将大幅度提高。我们认为在该情况下，公司 2010 年 EPS 为 1.21 元。
- 乐观情况下，公司新进销售人员将在 2010 年发挥较大效用，公司全新双层销售网络带来其在渠道的压倒性优势，另 2010 年公司进行规模更大的收购活动（收购大体量的公司），并绿色乳油剂研发成功，且迅速占领市场（考虑到双层销售网络初建，以及绿色乳油剂占领市场需要一定时间，乐观情况发生概率不大）。我们认为在这种情况下，公司营收增长在 100%以上。我们认为在该情况下公司的 EPS 为 1.77 元。
- 风险因素：遇不可抗因素，致使国内病虫害大量减少；国外经济无法如期恢复。
- 保守、中性以及乐观估计下，公司 2010 年 EPS 分别为 0.97 元、1.21 元和 1.77 元（注：未考虑股权激励计提的影响），给予买入评级。

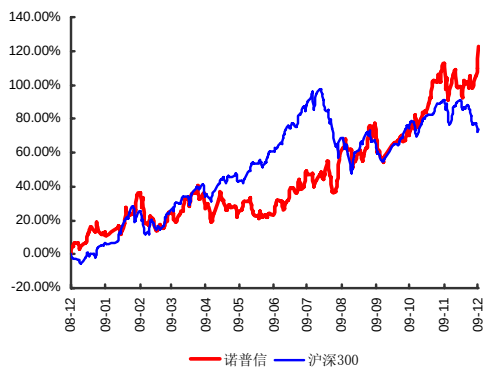


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 12 月 24 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(维持)
股价(09 年 12 月 1 日)	29.19 元			
目标价格(12 个月)	35 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 24 日			

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	上市至今
绝对表现 (%)	12.70%	26.53%	109.13%
相对表现 (%)	18.67%	26.04%	29.95%

资料来源：WIND

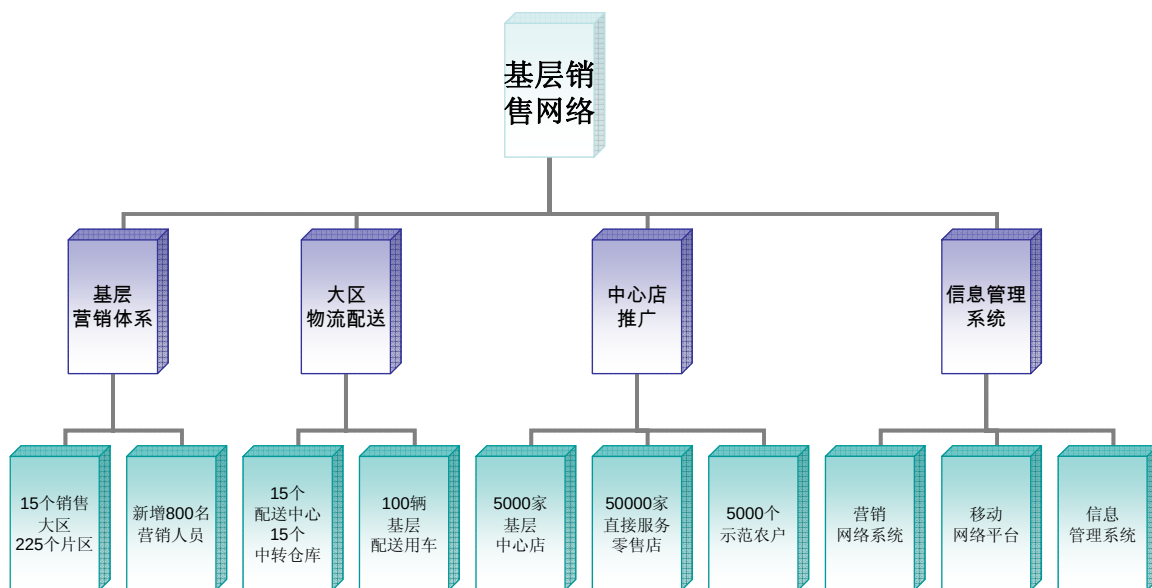
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

新的双层销售网络将为公司带来持续高速发展

诺普信上市之初斥资 6130 万元用于构建一个全国性的农药制剂营销、推广、服务网络体系，虽然因为大区物流配送体系的部分销售大区的物流配套有一些调整、与公司 SAP 系统配套的信息管理系统仍在调试运行中，导致该项目周期延长，但之后公司加大人力物力投入，目前销售渠道建设已经基本完成。

诺普信招股时初定的基层销售网络构建图



资料来源：公司招股说明书

上图为诺普信最初确立的销售渠道网络，而实际上，诺普信已经将其销售网络进一步细化，公司视品牌基础不同，将旗下品牌分为经销商销售和零售商销售两种模式，双层销售网络并行。其中，“诺普信”和“瑞德丰”两大有全国影响力的品牌交由各个县一级经销商销售（这批经销商 60%以上的销售收入将来自诺普信公司产品）；而“皇牌”、“标正”等知名度不大的品牌则由公司直销至基层零售店。

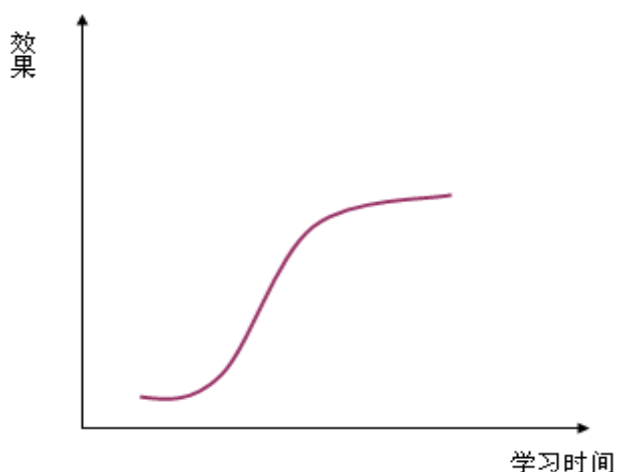
从公司甄选经销商的必要条件：**60%以上的销售收入必须来自诺普信产品销售**，我们可以看到，诺普信在渠道的优势已经开始彰显，而对于零售来说，在渠道的独占性是最重要的，所以我们认为在其新的双层销售建立后，其渠道优势将更加明显，而在渠道独占性的确立将为诺普信未来数年带来高速的可持续发展。

新进销售人员已经成熟，并将发挥作用

而在销售人员方面，公司由 07 年底的 900 多人已经扩张至 2800 人左右，经过 08、09 年的培训和市场实践锻炼，公司新进销售人员已经基本成熟。

根据学习曲线，新员工的技能熟练程度将不断提高，而且在达到成熟前将有一个快速提高的过程。我们认为很多投资在前期都是很难看到显著效果，诺普信新招员工的效益应该也存在和学习曲线类似的情况：其效益在经过前期积累后会有一个快速上升阶段。我们认为公司这批新进销售人员将会从 2010 年开始发挥作用。

学习曲线

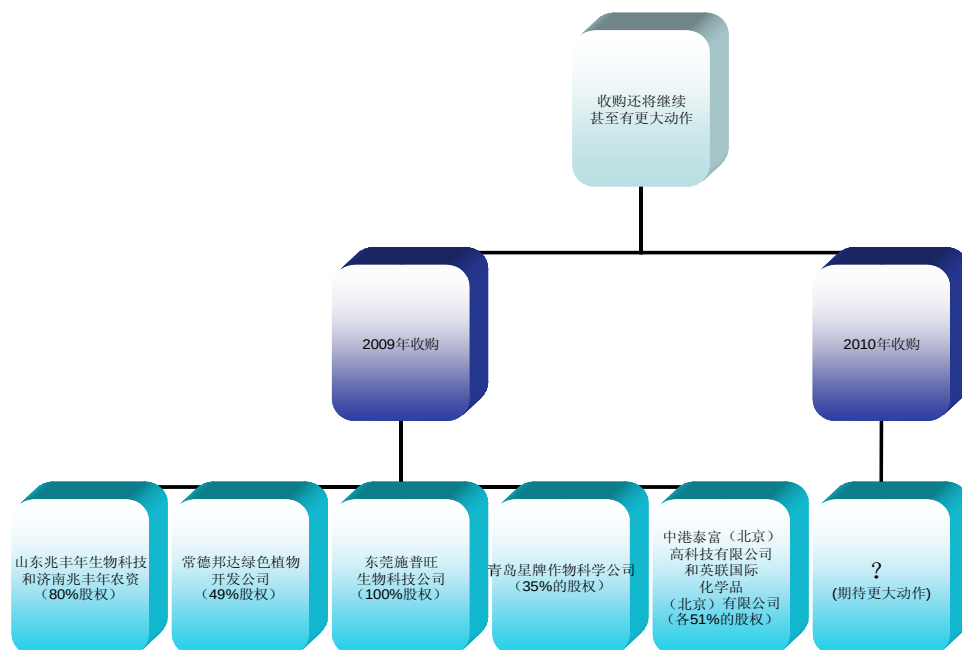


资料来源：东方证券研究所整理

期待诺普信进行更大规模的收购

我们认为诺普信近年来的发展史可以称得上是一个并购史，仅 09 年公司就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有限公司（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）。

期待诺普信进行更大规模的收购之一

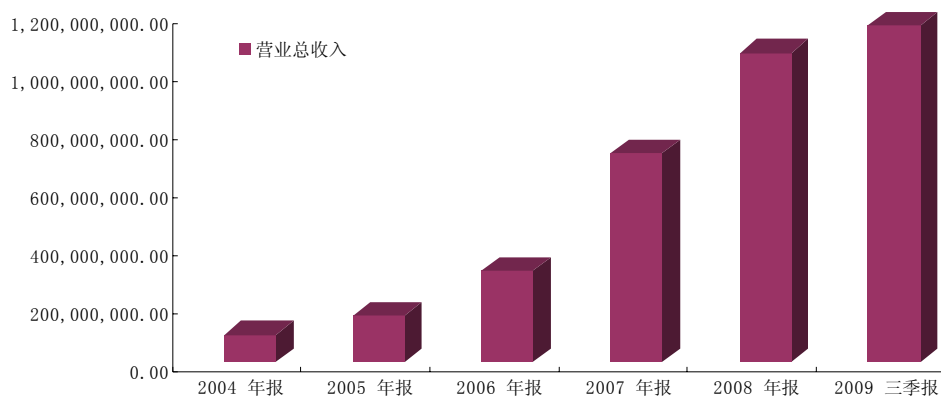


资料来源：东方证券研究所整理

并购是近年诺普信高增长的引擎之一，我们认为并购已经成为诺普信的常规动作，在其扩张遇到瓶颈之前，其并购动作仍将持续。

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。

期待诺普信进行更大规模的收购之二



资料来源：东方证券研究所整理

关注公司“绿色乳油的研发及中试”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（每年用量约 30—40 万吨），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。

我们认为该项目的意义不仅在于将大大增强公司盈利能力，也在于其将使得公司在与同类公司的竞争中更具优势。因为在这种情况下，公司相当于把握做了同业公司 50% 产品的原材料，在竞争上处于绝对优势。

我们认为诺普信明年业绩在增速在 50% 以上，是大概率事件

我们认为，虽然诺普信的业绩难以量化，但是在进行情景分析后可以分情景进行假设分析。从各种情景假设来看，公司明年业绩增速在 50% 以上，是大概率事件。

保守情况下，若公司继续并购动作，公司营收增速在 30% 左右，则诺普信在 2010 年仍将保持 50% 以上的业绩增速。09 年公司在行业整体下滑 10% 左右的情况下仍将保持 30% 左右的收入增长，我们认为在其销售渠道基本完成，双层销售网络基本搭建后，2010 年实现 30% 的营收增长是大概率事件。而公司在 2010 年不会再进行大规模新招募，另外公司在新农药注册数量方面也进入稳定期，在费用方面应该增加的仅为物流成本，而公司物流仓储体系建设已经完成，将节约公司物流成本，所以我们估计公司 2010 年的期间费用应该是与 2009 年持平或略有增长。再考虑到公司年末将进行原料储备，因此其 2010 年毛利率将有所降低，但仍将好于 2008 年水平。若以上假设成立，则公司 2010 年的期间费率将有所下降，在此假设下，公司 2010 年业绩为 0.97 元。

保守估计下诺普信 2010 年盈利情况

	2008	2009 三季度	2009E	2010E
营业总收入	1066	1159	1333	1733
营业总成本	960	1020	1179	1500
营业成本	671	679	773	1066
销售费用	166	200	240	260
管理费用	114	135	160	170
财务费用	3	1	1	1
其他经营收益	0	2	1	1
投资净收益	0	2	1	1
营业利润	106	141	155	234
营业外收入减支出	4	1	1	1
利润总额	111	142	156	235
减：所得税	18	26	23	35
净利润	93	116	132	200
少数股东损益	1	2	2	3
归属母公司净利润	92	114	130	197

数据来源：东方证券研究所整理

中性情况下，若公司新进销售人员将在 2010 年开始发挥效用，并继续公司的收购战略，再考虑到农药制剂行业 10% 的行业性恢复，则公司营收增长应该在 50% 以上。我们认为在这种情况下，公司期间费用会因为支付销售激励和并购产生的管理费用增加而增加，但期间费用率仍将下降，公司利润将大幅度提高。我们认为在该情况下，公司 2010 年 EPS 为 1.21 元。

中性估计下诺普信 2010 年盈利情况

	2008	2009 三季度	2009E	2010E
营业总收入	1066	1159	1333	2000
营业总成本	960	1020	1179	1674
营业成本	671	679	773	1230
销售费用	166	200	240	260
管理费用	114	135	160	215
财务费用	3	1	1	1
其他经营收益	0	2	1	1
投资净收益	0	2	1	1
营业利润	106	141	155	326
营业外收入减支出	4	1	1	1
利润总额	111	142	156	328
减：所得税	18	26	23	49
净利润	93	116	132	279
少数股东损益	1	2	2	4
归属母公司净利润	92	114	130	274

数据来源：东方证券研究所整理

乐观情况下，公司新进销售人员将在 2010 年发挥较大效用，而 2010 年公司进行规模更大的收购活动（收购大体量的公司），并绿色乳油剂研发成功，且投入使用。我们认为在这种情况下，公司营收增长在 100% 以上，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，不仅将大大增强公司盈利能力，也将使得公司在与同类公司的竞争中更具优势。我们认为在该情况下，由于超额完成任务，公司销售激励费用会大幅提高，而管理费用也会因为公司收购所带来的问题而大幅提高，但是一般情况下，公司盈利能力的增长仍将快于公司费用的增长。我们认为在该情况下公司的 EPS 为 1.77 元

乐观估计下诺普信 2010 年盈利情况

	2008	2009 三季度	2009E	2010E
营业总收入	1066	1159	1333	2666
营业总成本	960	1020	1179	2240
营业成本	671	679	773	1640
销售费用	166	200	240	347
管理费用	114	135	160	248
财务费用	3	1	1	1

其他经营收益	0	2	1	1
投资净收益	0	2	1	1
营业利润	106	141	155	427
营业外收入减支出	4	1	1	2
利润总额	111	142	156	429
减：所得税	18	26	23	64
净利润	93	116	132	364
少数股东损益	1	2	2	5
归属母公司净利润	92	114	130	359

数据来源：东方证券研究所整理

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