

诺普信 (002215.sz)

内涵发展、外延扩张推动公司再创辉煌

王剑雨 分析师

电话: 020-87555888-8635

eMail: wjy3@gf.com.cn

执业编号: S0260511080001

曹勇 分析师

电话: 020-87555888-8833

eMail: cy25@gf.com.cn

执业编号: S0260511080003

盈利预测与估值评级

预计公司 2011-2013 年每股收益分别达到 0.47 元、0.65 元和 0.90 元, 对应公司 2011 年 09 月 13 日股价的 PE 分别为 29.1 倍、21.4 倍和 15.4 倍。公司是农药行业的龙头企业。凭借完善的销售渠道、卓越的研发体系、丰富的收购兼并整合经验, 在未来农药产品需求大转换所创造的巨大市场空间以及未来行业整合中, 将是主要的受益者之一。看好公司未来的长期成长性, 给予“买入评级”。

关键假设

公司达成上述业绩, 有赖于多方面条件的配合, 主要有以下几点关键假设:

(1) 假设农药行业的市场空间增长率达到 15%, 同时公司作为业内领先企业, 假设其收入增长率能够达到 30% 左右; (2) 假设公司农药业务收入增长取决于市场空间的扩大, 而水溶肥业务依赖于公司产能的有效扩张; (3) 假设公司营销网络的逐渐成熟促使期间费用率, 尤其销售费用率不断降低。

有别于大众的认识

经过行业、公司两方面的深入分析, 有以下两方面区别于大众的观点: (1) 农药是化工行业的重要子行业, 但是却具有非周期性特征, 农药行业估值尽管没有必要参照, 但是应该参考其他非周期性行业的估值; (2) 公司通过加强研发、拓展销售服务网络等方式内涵发展应对快速变化的农药市场需求, 同时积极借助外延收购积累了丰富的行业整合经验适应农药行业当前风起云涌的行业整合趋势, 两者相辅相成将大力推动公司未来三年的发展。

风险提示

1、原料价格大幅上涨的风险; 2、国内农药制剂产能大幅扩张; 3、异常严重的气象灾害导致农作物播种面积减少。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1308.23	1455.94	1639.15	2319.80	3127.73
增长率(%)	22.73%	11.29%	12.58%	41.52%	34.83%
EBITDA(百万元)	169.76	140.60	215.23	290.62	382.18
净利润(百万元)	137.80	108.80	167.98	228.60	317.44
增长率(%)	50.24%	-21.04%	54.39%	36.09%	38.87%
每股收益(元)	0.68	0.49	0.47	0.65	0.90
市盈率	45.61	70.96	29.13	21.41	15.41
市净率	9.86	6.31	4.12	3.57	3.00
EV/EBITDA	36.53	52.29	19.19	12.67	8.35

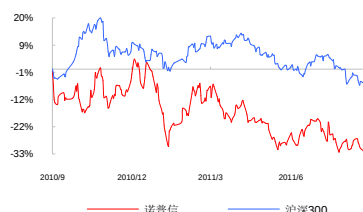
数据来源: 深圳诺普信农化股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	13.82 元
合理价值	16.30 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-0.97	-40.32	-56.50
沪深 300	-1.68	-6.80	-5.99

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	354/249
主要股东:	卢柏强
主要股东持股比例	30.20%
流通 A 股比例	70.34%

财务比率

ROE	8.89%
ROA	8.35%
资产负债率	20.59%

2010 年报数据

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人: 蔡红辉 020-87555888-8698 chh@gf.com.cn

目录索引

投资要点	4
一、公司概况	5
（一）诺普信：国内最大的综合植保产品供应商	5
（二）成长性：公司产销快速增长	6
（三）盈利能力：公司保持较高而稳定的盈利水平	7
（四）行业地位：农药收入和利润均居国内前三位，植物营养业务快速发展	8
二、农药：销量增长有限，但市场扩大仍然值得期待	9
（一）国内农药销量增长潜力非常有限	9
（二）农药市场空间扩大仍然值得期待	12
三、植物营养：水溶肥业务前景广阔	13
（一）水溶肥概况	13
（二）水溶肥前景广阔	13
四、公司分析：内涵发展、外延收购双轮驱动公司快速发展	14
（一）建立多品牌，覆盖全国的营销网络	14
（二）卓越的研发优势	16
（三）“横向”整合向“纵向”一体化	18
五、估值假设	18
（一）假设条件	18
（二）投资评级	19
六、风险提示	19
（一）原料价格大幅上涨的风险	19
（二）国内农药制剂产能大幅扩张	19
（三）严重的气候灾害导致农作物播种面积减少	20

图表索引

图 1：公司及下属子公司的股权结构图	5
图 2：2011 年上半年诺普信收入构成	5
图 3：公司在农药产业链中的位置	6
图 4：2008-2011 年公司各产品产量（单位：万吨）	6
图 5：诺普信 2004-2010 年主营业务收入增长趋势（单位：百万元）	7
图 6：诺普信 2007-2010 年主要产品毛利率（单位：%）	7
图 7：诺普信 2004-2011 年净利润增长趋势	8

图 8: 2010 年主要农药上市公司农药业务收入 (单位: 亿元)	8
图 9: 2010 年主要农药上市公司农药业务净利润 (单位: 亿元)	9
图 10: 近 20 年我国农作物播种面积变化趋势.....	10
图 11: 我国主要农作物种植面积 (单位: 百万公顷)	10
图 12: 我国主要农作物种植面积变化.....	10
图 13: 2004-2009 年河南省单位农作物种植面积农药施用量	11
图 14: 农药施用量与农作物收获面积相关分析.....	11
图 15: 2009 年我国农业成本结构.....	12
图 16: 我国各品种水溶肥数量.....	13
图 17: 我国水肥一体化比率仅为 1%	14
图 18: 诺普信销售收入区域分布.....	15
图 19: 经销商渠道模式	16
图 20: 核心零售店渠道模式	16
图 21: 诺普信研发投入占销售收入比重保持在 3%以上	17
图 22: 公司的“三证”数量不断增加	17
表 1: 诺普信在国内的布局	14
表 2: 公司主要产品产量及收入估算表.....	18
表 3: 估值关键费用率假设	19
表 4: 2011 年 09 月 13 日主要非周期性 2012 年行业预测估值.....	19

投资要点

农药需求量具有非周期性特征 决定农药需求的直接因素主要有农作物种植面积、农作物种植结构、农作物单位面积农药施用量以农业气候等因素。我们认为，农作物种植面积是影响农药消耗量的主要因素，其他三个因素影响相对较小，天气只对农药需求产生短期而且较小的波动，农药需求表现出类似医药的非周期性特征。因此，我们认为对农药上市公司的估值应该参考非周期性行业的估值。

国内农药需求量将保持稳定，甚至略有下降 我国农药在过去十年中产销量快速增长。国内农药需求量总体保持稳定，农药出口比重越来越高。预计国内农作物种植面积和种植结构都将保持较为稳定的局面，未来农药需求量仍将保持相对稳定的局面。但是受食品安全和环境问题的双重制约下，通过产品结构调整，农药使用减量化成为趋势。所以我们预计未来国内农药需求量总量将保持稳定，甚至略有下滑。

国内农药需求市场空间增长仍值得期待 尽管农药需求量总体上维持较为稳定的局面，但是产品的结构和层次都将不断发生变化。我们认为农药产品结构的变化动力主要来源于两方面：（1）使用高效农药产品节省劳动力成本所带来的市场空间的扩大；（2）使用低毒、低残留农药导致农产品品质的提高进而带来农药的市场空间扩大。根据对上述两方面的测算，我们认为国内农药市场的价值空间未来3年仍有35%到55%的增长空间，平均每年有11.6%到18.3%的增长空间。

诺普信积累了丰富的外延扩张经验，有望成为未来行业整合的主要受益者之一

受制于国内农作物种植面积的稳定，国内农药需求量也将保持稳定，甚至略有下降。对于以非专利药为主要产品的国内农药企业而言，创新能力的滞后决定了市场空间扩张不大，兼并收购成为企业不断发展的重要利器。诺普信发展的十年就是不断兼并收购的十年，积累了相当丰富的收购和兼并整合经验。公司未来有望成为行业整合的主要受益者之一。

诺普信是农药内涵发展的积极实践者 国内农药从市场空间角度而言是在不断扩大的，这种空间的扩大主要源自产品的升级和服务的提高。公司一方面加强研发投入，积极开发新产品；同时另一方面积极改革销售服务网络，为农作物保护提供更好的产品以及更及时的服务。我们认为公司有望成为农药产品需求大转换所创造的巨大市场空间中赢得更大的市场。

植物营养业务成为公司业务新的增长点 公司营养业务的主要产品是水溶肥。近三年公司水溶肥业务依靠强大的销售网络和持续的研发投入取得飞速发展的成绩。我们认为这正是公司外延扩张与内涵发展共同造就的成果。植物营养业务将成为公司新的增长点。

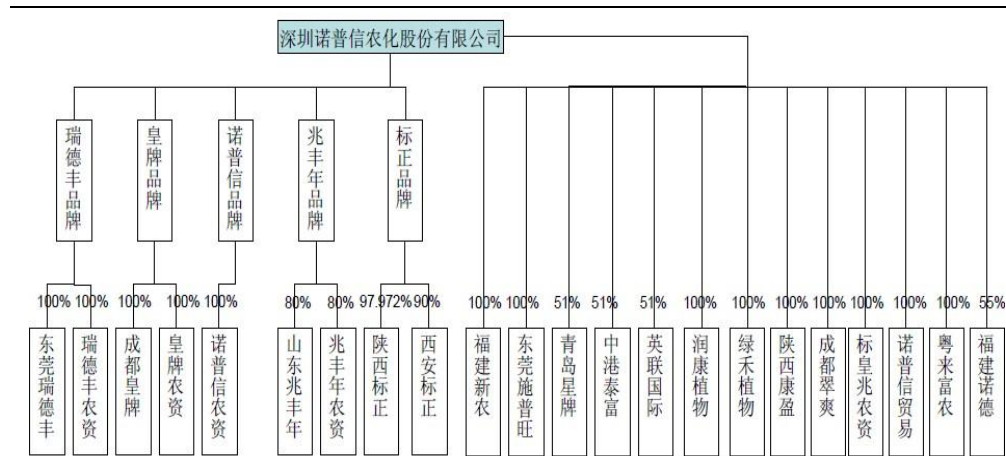
预计公司2011-2013年每股收益分别达到0.47元、0.65元和0.90元，对应公司2011年09月13日股价的PE分别为29.1倍、21.4倍和15.4倍。公司是农药行业的龙头企业。凭借完善的销售渠道、卓越的研发体系、丰富的收购兼并整合经验，在未来农药产品需求大转换所创造的巨大市场空间以及未来行业整合中，将是主要的受益者之一。看好公司未来的长期成长性，给予公司2012年25倍的市盈率，合理价值为16.3元，给予公司“买入评级”。

一、公司概况

（一）诺普信：国内最大的综合植保产品供应商

深圳诺普信农化股份有限公司前身为深圳市诺普信农化有限公司，成立于1999年9月，2005年10月诺普信整体变更为股份有限公司，2008年2月登陆深交所上市。截止2011年6月31日，公司的实际控制人仍为卢柏强先生，直接持有公司30.2%的股份，同时通过实际控制的深圳市融信南方投资有限公司（第二大股东）和东莞市润宝盈信实业投资有限公司（第四大股东）分别持有公司16.63%和5.54%的股份。截至2011年，公司拥有14家全资子公司和8家控股子公司。同时参股农药原药企业江苏常隆农化江西禾益化工，分别持有35%和20%的股份。

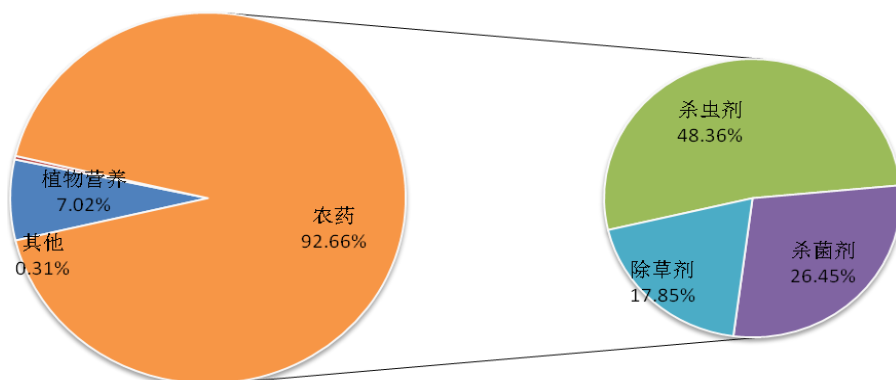
图 1：公司及下属子公司的股权结构图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

诺普信农化股份有限公司（以下简称“诺普信”）主营业务为农药（主要是农药制剂）和植物营养（主要是水溶肥）等产品的研发、生产和销售，其中农药产品涵盖杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等各类农作物保护产品。公司2011年上半年主营业务收入达到11.5亿元，其中农药收入约为10.66亿元，占比达到92.66%。

图 2：2011年上半年诺普信收入构成

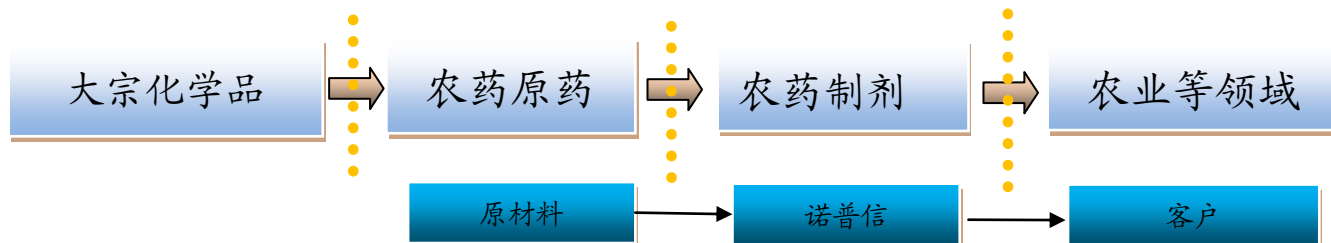


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

诺普信的主要业务是农药制剂，少部分为植物营养业务。农药制剂生产所需原材料主要是农药原药和助剂。其中原药成本约占产品生产成本的50%左右，助剂成

本约占10%-13%。公司主要通过向外部采购来满足公司的原药需求，原药采购的种类很多，大宗的主要有百草枯、毒死蜱、功夫原粉、甲氨基阿维、阿维菌素等。植物营养业务的主要原料是各种化肥和矿物原料。

图 3：公司在农药产业链中的位置



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）成长性：公司产销快速增长

1. 产量快速增长

公司过去三年产销量稳定增长，产量从2008年的3万吨增长到2010年的6.73万吨，2011年1-3月，公司产量达到2.6万吨。在杀虫剂、除草剂、杀菌剂以及植物营养四大类产品中，增长最快的是植物营养产品。此外，杀菌剂类产品产量增长也较为稳定。

图 4：2008-2011年公司各产品产量（单位：万吨）

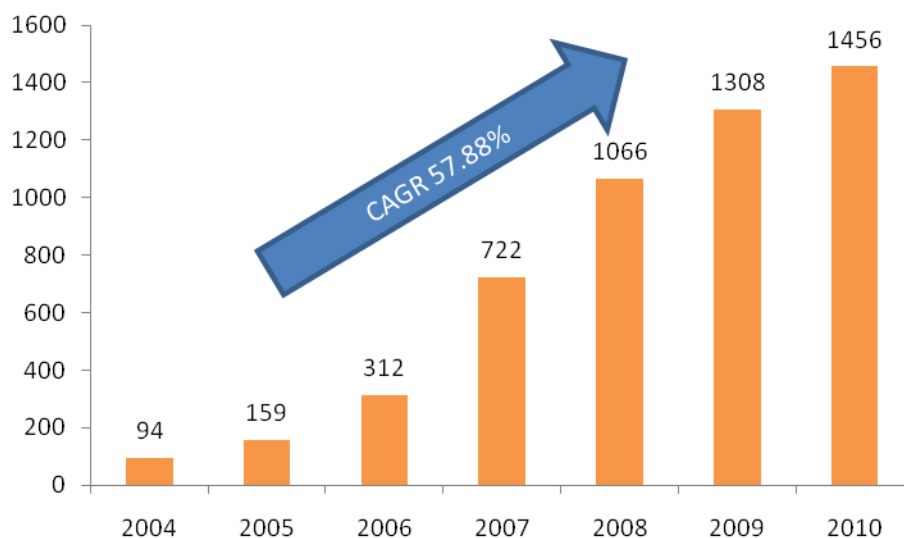


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2. 过去6年销售收入年均复合增长率达到57.88%

在过去的6年中，公司通过外延式扩张和内涵式发展，主营业务收入得到快速增长，年均复合增长率达到57.88%。即使是过去三年所谓的“农药小年”中，公司主营业务收入年均复合增长率也达到16.87%。2011年1-6月，公司主营收入同比增长15.21%。

图 5：诺普信2004-2010年主营业务收入增长趋势（单位：百万元）

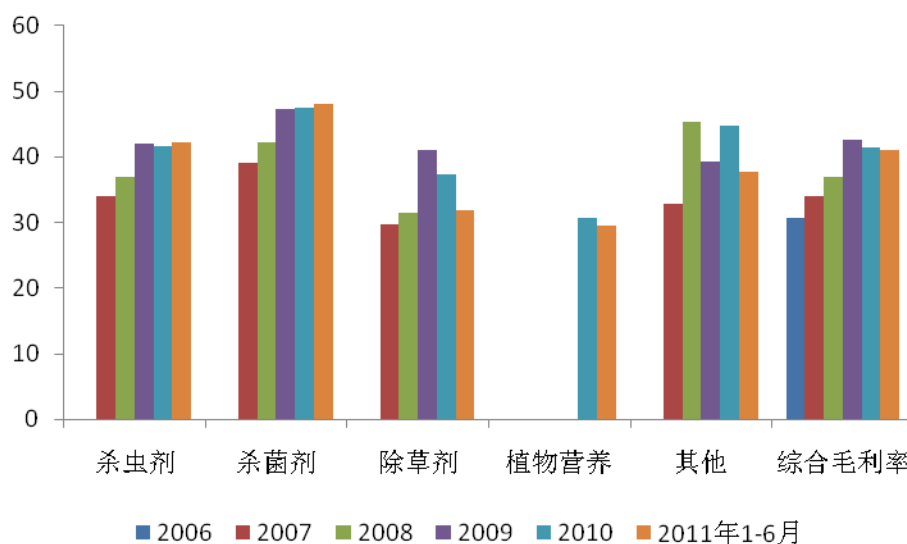


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）盈利能力：公司保持较高而稳定的盈利水平

公司主要产品毛利率在主营收入快速增长的同时稳中有升，并保持一个较高的水平。公司综合毛利率从2007年的33.9%增长到2010年的41.4%，各类产品毛利在此三年中都有不同程度的提高。2011年1-6月，杀菌剂和杀虫剂毛利率有所提升，而除草剂等产品毛利率有所下滑，综合毛利率为40.95%。

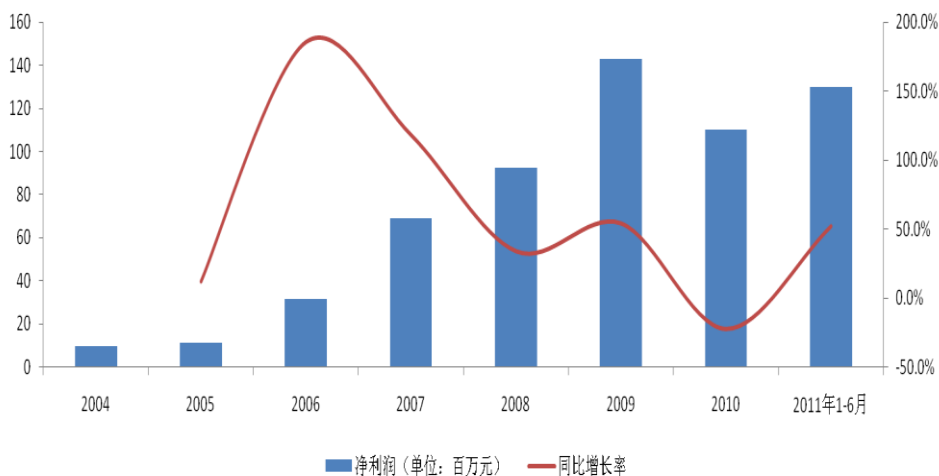
图 6：诺普信2007-2010年主要产品毛利率（单位：%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

公司主营业务收入快速增长，同时各产品毛利率总体保持稳中有升的态势，在上述两者的作用下，除2010年因公司进行营销改革期间费用大幅增长导致净利润下滑外，公司净利润均保持快速增长。公司净利润从2004年980万增长到2010年的1.1亿元，年均复合增长率达到49.4%，2011年1-6月，受主营收入稳步增长，期间费用降低，公司净利润达到12995.3万元，同比增长52.1%。

图 7：诺普信2004-2011年净利润增长趋势

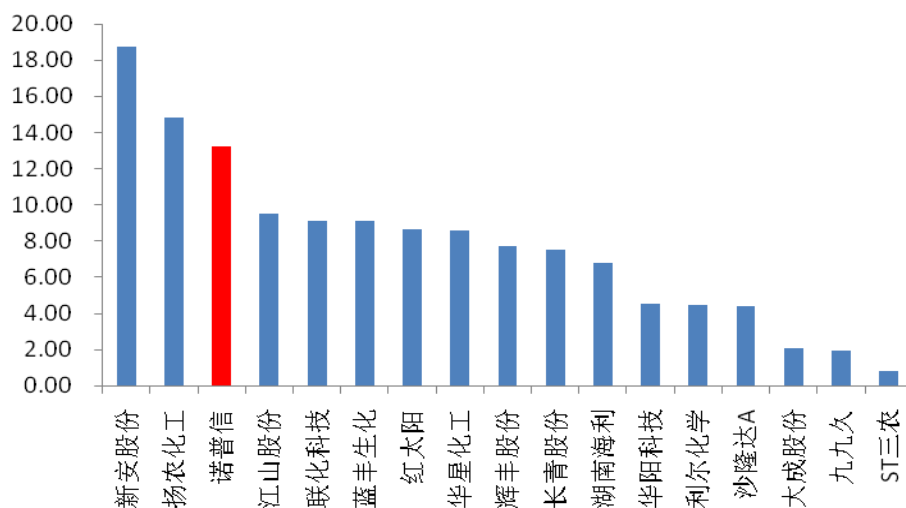


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（四）行业地位：农药收入和利润均居国内前三位，植物营养业务快速发展

诺普信经过十余年的快速发展，行业地位稳步提升。2010年公司农药业务收入达到13亿元，在所有农药上市公司中，仅次于新安股份和扬农化工，居国内第三位。

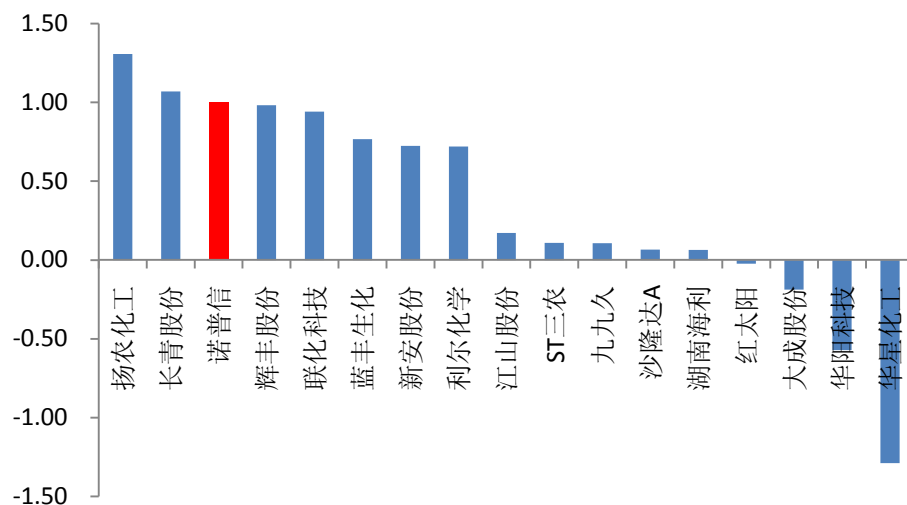
图 8：2010年主要农药上市公司农药业务收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

假设各公司各业务净利润比重与各业务收入比重耦合，根据各公司农药业务比重，推算出各公司农药业务的净利润，诺普信的净利润也仅次于扬农化工和长青股份，同样位居国内第三位。

图 9：2010年主要农药上市公司农药业务净利润（单位：亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

如若从农药细分制剂领域而言，诺普信2010年的市场份额大约在7%左右。最近五年公司始终稳居国内最大的农药制剂生产商，国内较大的农药制剂企业还有广西田园生化股份有限公司、青岛海利尔药业有限公司、江西正邦化工有限公司等。其主要竞争对手为国外农药跨国企业，如先正达，拜耳等在华子公司。

此外，在植物营养方面，受行业快速发展以及公司强大销售网络的推动下，公司业务收入快速增长。公司2008年的销量约为0.12万吨，2010年达到3.4万吨，增长了28倍，正逐渐成为国内的重要植物营养供应商。2011年1-6月，植物营养业务实现收入8000万元，略低于去年同期水平。

二、农药：销量增长有限，但市场扩大仍然值得期待

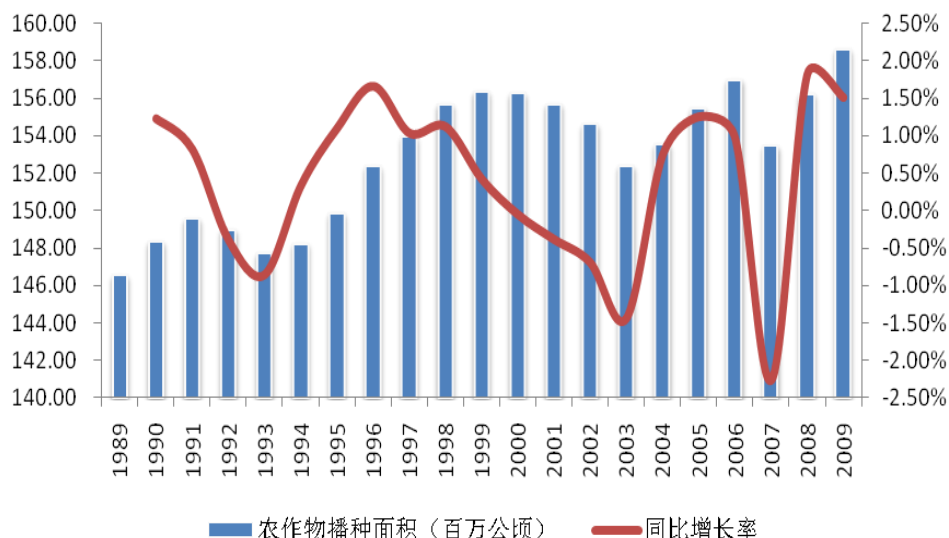
（一）国内农药销量增长潜力非常有限

农作物是农药的主要应用领域，2010年大约占农药市场规模的88%，非农用领域大约占12%。在农作物种植领域中，农药需求主要取决于农作物种植面积、种植结构、单位面积农药施用量以及气候等因素。诺普信主要市场是国内，因此，紧紧围绕国内市场进行分析。

1. 农作物种植面积将会维持稳定

近二十年，我国农作物种植面积总体稳中有增。1989年我国农作物播种面积为1.46亿公顷，到2009年我国农作物播种面积为1.58亿公顷，二十年间增长了8.2%。在保障粮食安全与耕地资源有限的大背景下，预计我国未来农作物种植面积会保持比较稳定的局面，预计未来3年农作物种植面积增长在1%左右波动。

图 10：近20年我国农作物播种面积变化趋势

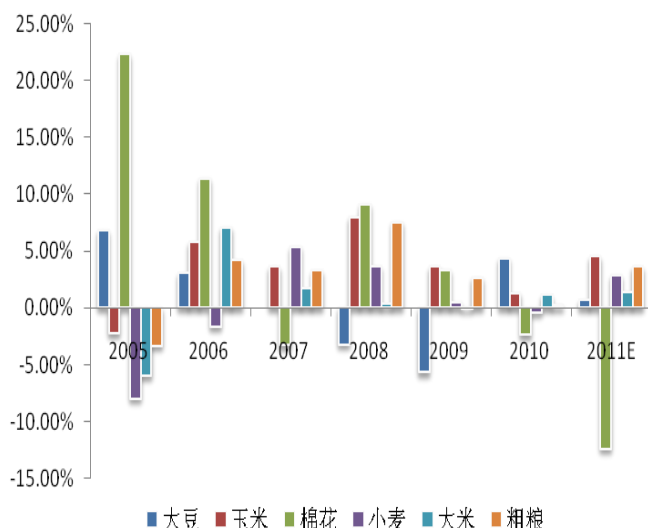
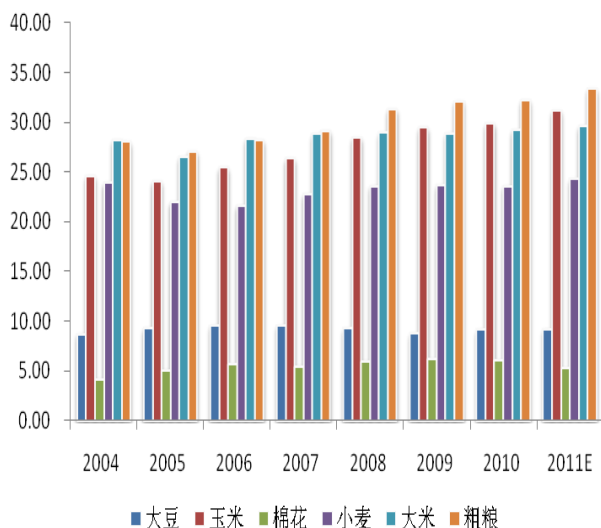


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

2.农作物种植结构变化不会很大

在2004年后，受国家农业发展政策的推动，各主要农作物种植面积都有不同程度的增长。在2004年至2011年间，大豆、玉米、棉花、小麦、大米以及粗粮等主要农作物种植面积的年均复合增长率分别达到0.75%、3.4%、3.4%、0.2%、0.7%以及2.5%。与此同时，各主要农作物种植面积的波动幅度趋于减少。

图 11：我国主要农作物种植面积（单位：百万公顷） 图 12：我国主要农作物种植面积变化



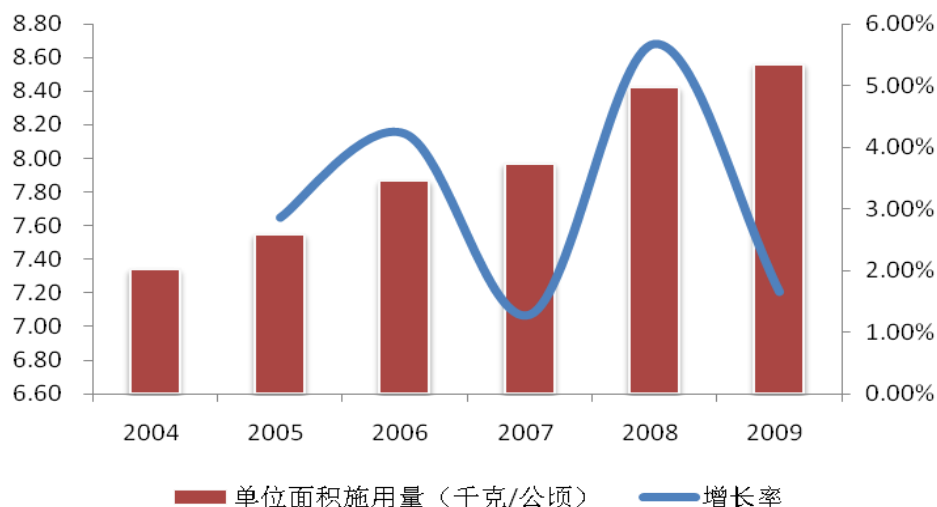
数据来源：USDA，广发证券发展研究中心

3.单位面积农作物农药施用量将会下降

我国农药大多为仿制药，创制药比例不足10%。仿制药经过长期使用后，许多病虫害不断产生抗性，通常通过增加剂量来进行有效防治，单位面积农作物施用量有所增加。以我国农业大省河南为例，2004年单位面积农作物农药施用量为7.34千克/公顷，到2009年，施用量增长到8.56千克/公顷，5年间增长了16.6%。在农业污染和食品安全备受关注的背景下，通过施用更加高效、低毒、低残留农药以及提高农作物病虫害的防治技术，农药使用减量成为趋势。预计未来5年，我国农作物

单位面积农药施用量将减少8%，甚至更多。

图 13: 2004-2009年河南省单位农作物种植面积农药施用量

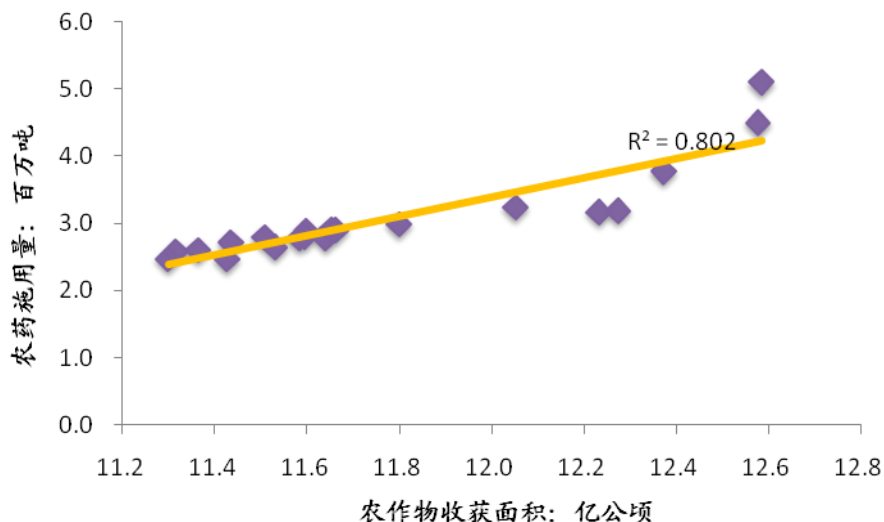


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

4. 气候对农药施用量影响不大

农作物气候也是影响农药需求的重要因素，但不是决定因素。将世界农药消费量与世界农作物收获面积进行相关分析，其相关性达到89.5%，也就是说气候对农药消费量的影响不会超过10%。长期而言，气候在小范围波动，其波动范围对农作物病虫害总量影响并不显著，但短期极端气候会对农药消耗量产生一定影响。

图 14: 农药施用量与农作物收获面积相关分析



数据来源：FAO，广发证券发展研究中心

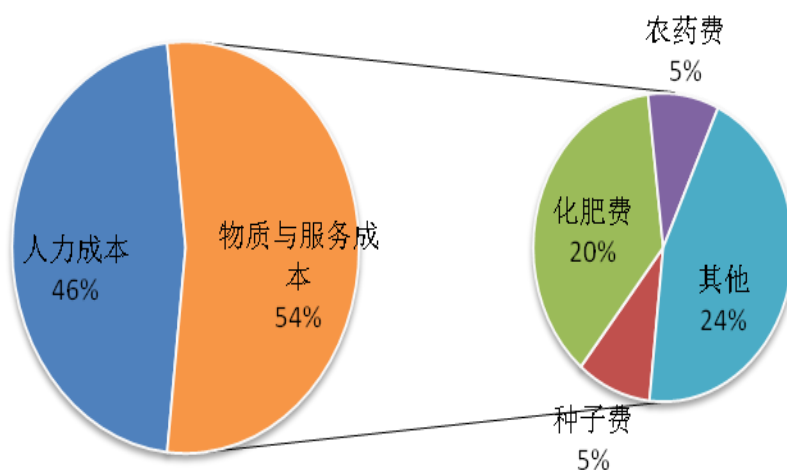
预计未来3年，我国农作物种植面积将保持稳定，增长率在1%左右波动；农作物种植结构总体维持稳定；单位面积农作物农药施用量在食品安全、生态安全等因素的推动下，增长率大约在-2%左右。根据上述假设，我国农药市场消耗量增长率约在-1%左右，同时考虑气候的影响因素和估计误差，预计我国农作物的农药消耗量增长率将在-3%与1%之间波动。

（二）农药市场空间扩大仍然值得期待

我国使用的农药大多为非专利药，长期使用导致病虫害的抗性增加，农业对新型农药制剂产生了新的需求。在我国主要农作物平均种植成本中，农药的成本占比约为5%。施用高效、低毒、低残留农药通常会降低施药次数，节省劳动成本，同时提高农产品品质。

假设：（1）施用农药占用的人力成本占比为4.6%（即农业人力总成本中的10%）；（2）施用高效、低毒、低残留农药可以减少1/3到1/2的施用农药所占用的人力成本；（3）施用高效、低毒、低残留农药节省的劳动力成本全部转换为农药价值的提升。则农药的市场空间还有至少30%到50%（ $4.6\% \times (1/3) / (5\%)$ ）的成长空间。此外，我们假设农产品因农药低残留而提升产品价格约5%，同时进一步假设因此农药产品的价格可以提升5%，同时在农药施用量保持相对稳定的条件下。那么，农药市场还有35%至55%的增长空间。在食品安全和生态环境等方面的双重推动下，我们预计这一增长空间将在未来3年内达成，则农药市场空间每年的增长速度约在11.6%至18.3%之间。尽管农药施用量可能会有所降低，但是农药的市场空间仍会上升。

图 15：2009年我国农业成本结构



数据来源：国家农村调查统计，广发证券发展研究中心

农药行业是化工行业的重要子行业，但是农药行业区别于其他子行业的重要特征是其受宏观经济的影响并不显著，而决定农药需求的主要因素是农作物种植面积，气候因素会导致农药需求的短期波动。经过长期施用量的不断增长，受环境、食品安全等因素的制约，未来农药需求从量上而言，增长潜力非常有限，甚至会有所下降，但是农药的市场空间扩大在劳动力成本替换以及食品品质提高的推动下仍然非常值得期待。

三、植物营养:水溶肥业务前景广阔

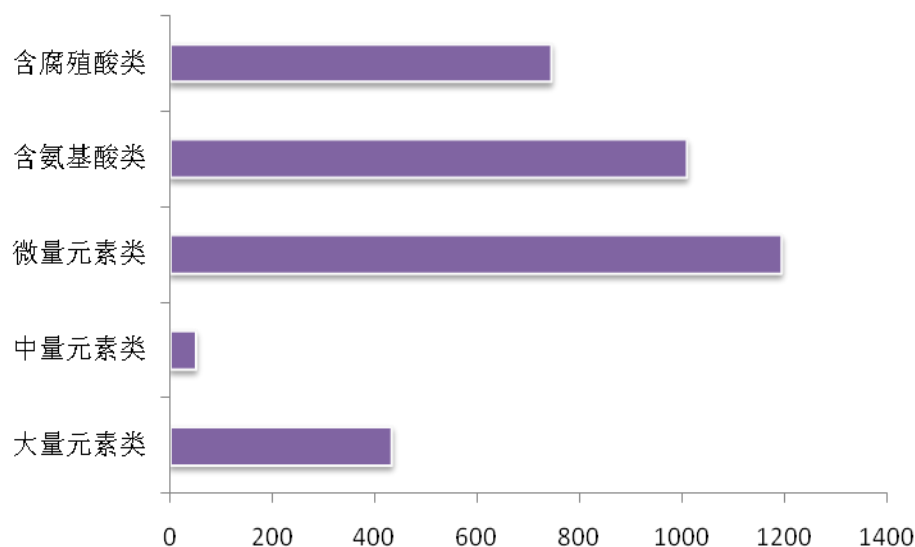
（一）水溶肥概况

诺普信植物营养业务主要产品是水溶性肥料(Water Soluble Fertilizer),简称“水溶肥”,水溶肥是一种可以完全溶解于水的多元复合肥料,它能迅速地溶解于水中,更容易被作物吸收,肥料吸收利用率很高,吸收效率可以达到80%以上,(国内普通复合肥的肥料利用率仅为30%-40%)。

水溶性肥料因水溶性好、杂质少、电导率低,使用浓度十分方便调节。这种肥料具有肥效快、作物吸收率高、施肥简单、不易烧苗和适用性强等优点,并且可以实现水肥一体化,达到节工节肥节水的效能,发展迅速,广泛应用于设施农业、高附加值的经济作物以及家庭园林养护等领域。

水溶肥包括无机水溶肥和有机水溶肥,其中无机水溶肥又包括大量、中量和微量水溶肥;有机水溶肥可以进一步细分为氨基酸类水溶肥和腐植酸类水溶肥以及海藻酸水溶肥等。近五年来,我国水溶肥发展迅速,国产水溶性肥料种类远远多于进口产品,市场呈现火爆。据国家化肥质量监督检验中心统计数据显示:近5年以来,中国登记的水溶肥料总计3433个,其中大量元素水溶肥产品有433个,中量元素水溶肥有50个,微量元素水溶肥有1195个,含氨基酸类水溶肥有1010个,含腐植酸类水溶肥有745个。

图 16: 我国各品种水溶肥数量

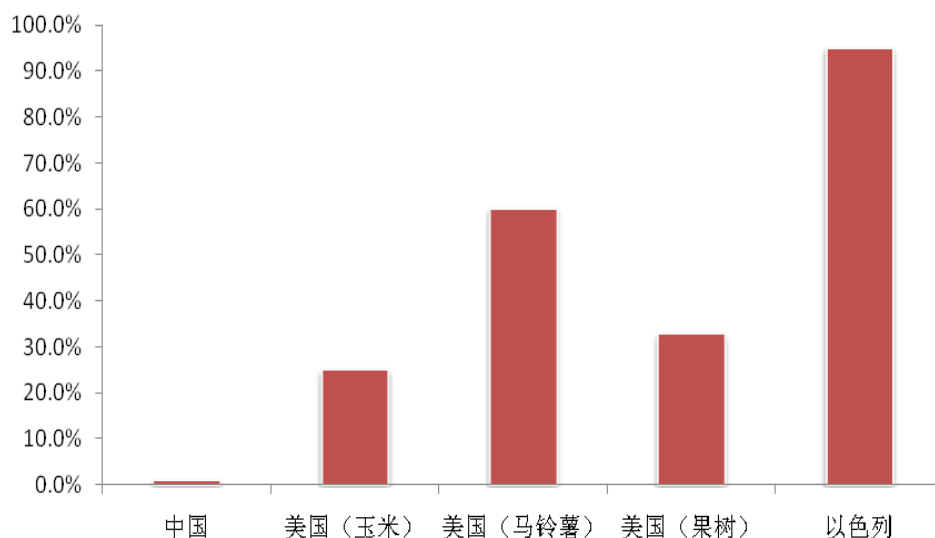


数据来源: 广发证券发展研究中心

（二）水溶肥前景广阔

据农业部估计,全国农业水肥一体化应用面积达到2300万亩左右。目前,我国水肥一体化应用比例仅为1%左右,与美国25%的玉米、60%的马铃薯、32.8%的果树采用水肥一体化技术,以色列90%以上农业采用水肥一体化技术相比,中国水肥一体化技术相对滞后,同时也意味着国内水溶肥产业发展潜力巨大。

图 17：我国水肥一体化比率仅为1%



数据来源：广发证券发展研究中心

我国蔬菜、水果、马铃薯、玉米等作物的种植面积接近10亿亩，而蔬菜、水果等经济作物将会逐步采用微灌和水肥一体化技术，这意味着现在用肥总量的近一半都将通过微灌系统施用。

水溶性肥料产品与施用技术符合“低碳节能、高效环保”的要求，我国水溶肥料产业经过前10年发展沉淀，即将迎来一个快速发展期。

四、公司分析：内涵发展、外延收购双轮驱动公司快速发展

（一）建立多品牌，覆盖全国的营销网络

农药和植物营养主要面对农业的经营主体——农户，因此，建立覆盖广阔农村区域的农药营销网络就成为农药制剂企业发展的关键因素之一。而营销网络的组织结构直接关系企业盈利水平以及企业效能的高低。此外，随着农户经营规模扩大，农户经营水平的提高，对农资的品牌观念逐渐增强。

1.营销网络覆盖全国

诺普信通过“横向”收购或者新设农药制剂企业初步建立起了覆盖全国的生产、销售网络，并将继续通过外延扩张和内涵发展进一步完善企业的网点布局。

表 1：诺普信在国内的布局

华南区域	诺普信农化股份有限公司
	福建新农大正生物工程有限公司
	东莞市瑞德丰生物科技有限公司
西南区域	陕西标正作物科学有限公司
	成都皇牌作物科学有限公司
华东区域	山东兆丰年生物科技有限公司

青岛星牌作物科学有限公司
常隆农化股份有限公司

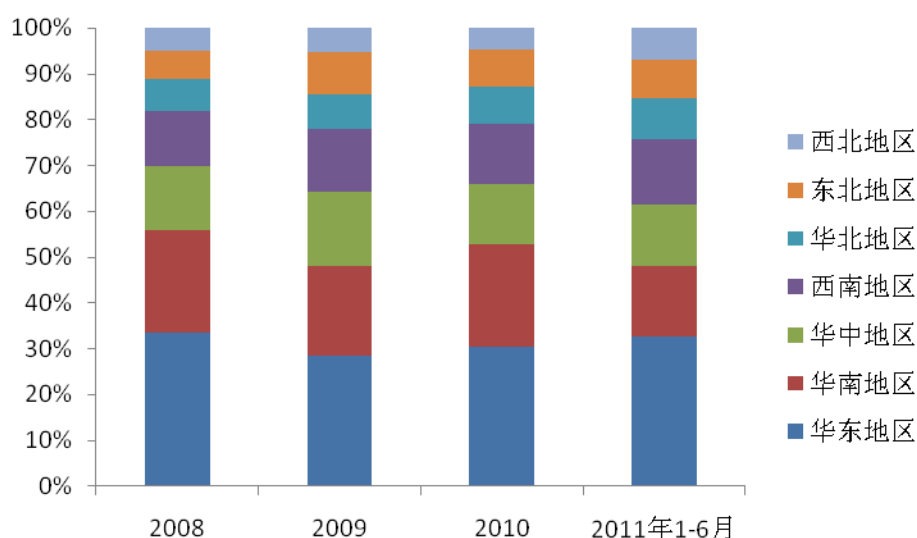
华中区域

湖南大方农化有限公司
江西禾益化工有限公司

数据来源：广发证券发展研究中心

经过全国性布局，目前公司产品结构已具有极强的覆盖能力，涵盖了大多数农化产品，覆盖全国80%以上的作物的主要病虫害，能适用于不同季节以及不同区域的作物。公司通过建立全国性的生产、营销网络，促使销售收入在区域分布上更加均衡。

图 18：诺普信销售收入区域分布



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2.营销网络扁平化，效率高，对农情反映速度快

公司在2009年根据农业发展的新情况对营销网络进行了大变革，将原有大一统的销售网络分拆为经销商模式和核心零售店模式，其中核心零售店模式的营销层级变为两层，促使营销网络扁平化，提高公司的运营效率的同时，提高公司产品的定价权。

公司在全国建立了比较完善的销售网络，通过核心零售店和经销商两种模式向广大的农户提供农药制剂和水溶肥等产品，同时依靠公司派出的农技服务人员向农户提供全面的农保服务，以此支持核心零售店和经销商对公司产品的销售。

目前，诺普信在全国设立了92个销售大区，1055个销售分区，委派植保技术营销人员2495人，覆盖6590家经销商，直接服务98000多家零售店，基本覆盖了全国近2800个农业县（市）。产品结构完善与市场网络覆盖力强是公司应对制剂行业需求分散性、区域性、季节性与多样易变诸多局限的根本要素，也是公司化解季节性波动并实现全国性规模经营的核心因素，同时也为快速响应市场奠定了基础。在营销改革初期，由于区域划分不科学，利益分配不合理，导致成效不明显，经过近两年的摸索和改进，今年公司的两张网开始初显成效，销售收入稳步增长，期间费用不断下滑。

图 19：经销商渠道模式

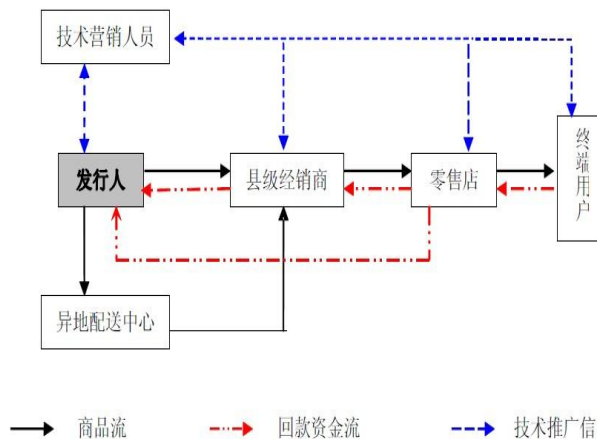
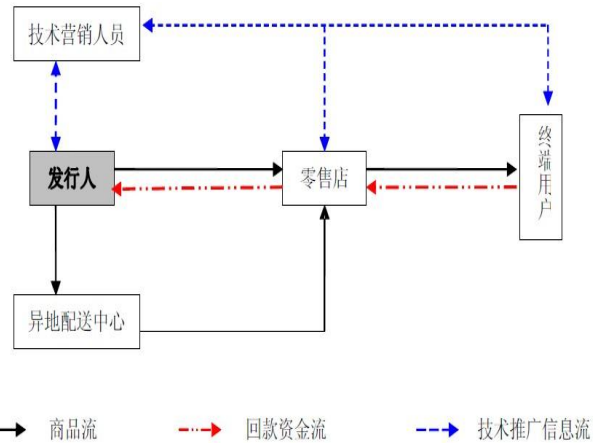


图 20：核心零售店渠道模式



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3.建立多层次的品牌体系

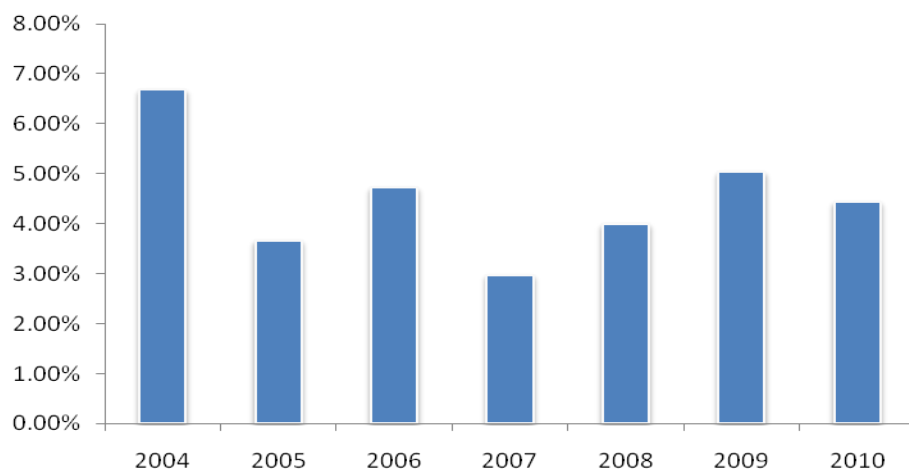
我国地域辽阔，农业种植结构的区域性非常突出，各地区农业发展水平也是千差万别，导致农药的消费水平和市场规模相差悬殊。因此，没有标准的统一的营销网络可以满足不同地区的农药消费，需要因地制宜的建立多层次、多品牌的农药产品以满足广大农户的农药需求。

公司将诺普信、瑞德丰、标正、皇牌、兆丰年五个主要品牌进行分类，实施不同的销售模式，其中：诺普信、瑞德丰两个主要品牌继续实施“经销商网络”的销售模式，同时引进“厂商价值一体化”战略，加大对经销商的支持力度；标正、皇牌、兆丰年三个品牌参照华南地区的销售模式，在华东、华中13个省份实施新的销售模式，将上述三个品牌的产品直接销售到零售店终端，新的销售方式可提高公司产品的定价能力，终端拓展能力得到大幅提升。

（二）卓越的研发优势

通过十年的摸索，公司逐步建立了“技术-市场”型的产品开发模式，以市场需求为导向，产品紧紧围绕最新农作物病虫害的特点进行有效开发。由于农作物病虫害复杂多变，就决定了农药企业需要不断开发新产品以应对新的农作物病虫害，因此，公司对新产品研发非常重视，研发投入也逐年增加。近7年，公司研发投入占销售收入比例保持在3%以上。2010年，公司的研发投入达到6455万元，占营业收入的比例达到4.43%。

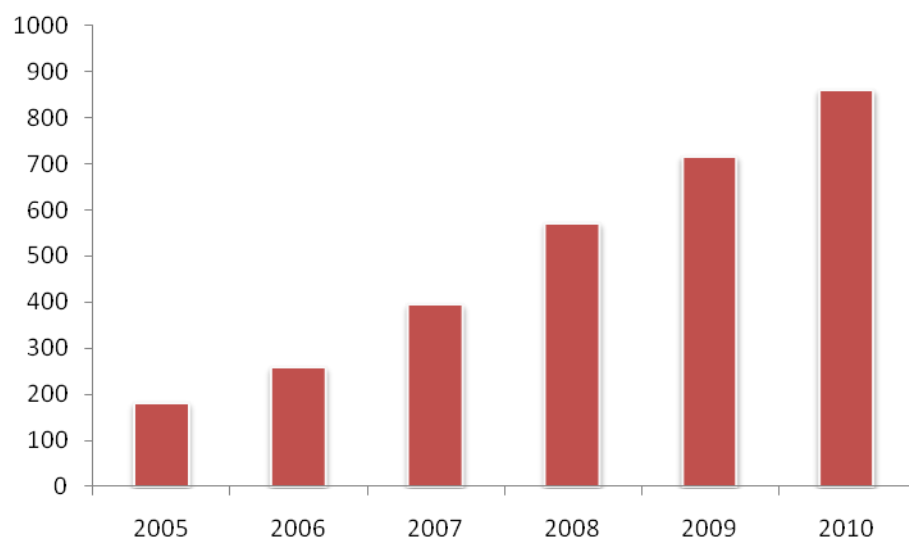
图 21：诺普信研发投入占销售收入比重保持在3%以上



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

公司持续大规模进行研发投入，表现公司研发成果的“三证”数量相应的快速增加。在国家不断提高登记环保标准和费用标准的趋势下，公司拥有的大量“三证”数量为公司的长期成长提供宝贵资源。

图 22：公司的“三证”数量不断增加



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

产品开发继续围绕生态、环保方向迈进，高端产品占比逐渐提高。2010 年，公司申报并获受理发明专利70 项。公司目前水基化产品占销售额比例达到56.34%，远高于全国15%的平均水平。此外，公司因应环保化的农药制剂行业发展趋势，从2004年起即率先开展了以天然松树植物油溶剂替代芳烃类溶剂的绿色乳油项目的研发。2010年，公司“松脂基植物油农用溶剂”项目技术论证获得农业部、行业专家等的一致好评。随着产业政策和产业规划的贯彻实施，在可预见的未来，当前仍约占50%市场份额的100万吨乳油产品将被绿色乳油及其它环保制剂所替代。根据相关预测，由此将带来天然植物油溶剂等非芳烃类环保溶剂在农药领域约30万吨/年的市场容量，市场前景广阔。

（三）“横向”整合向“纵向”一体化

目前我国农药原药产能快速增长，竞争愈加激烈，促使越来越多的农药原药企业凭借原药优势向下游拓展。对专业农药制剂企业而言，一方面将会增加农药制剂企业的竞争压力；另一方面，专业制剂类企业可能面临原材料供应短缺的风险。

公司早期通过收购其他制剂类企业进行了全国性的布局。当前，公司因应农药产业的新情况先后参股上游原药企业江苏常隆农化股份有限公司和江西禾益化工有限公司。常隆农化是我国农药原药综合实力位居前十的企业，公司拥有宝贵的“光气”资源；而与华邦制药共同参股禾益化工，华邦制药同时吸收合并了目前我国农药领域最具研发实力的北京颖泰嘉和，因此，禾益化工未来在农药原药次新产品研发、生产上将有所突破，这对诺普信继续引领国内高端农药制剂开发将是一个重大推动。公司通过参股常隆农化和禾益化工，一方面可以保障原药的稳定供应；另一方面可以保持原药成本的稳定。此外，借助禾益农化将会有力保障高端次新类原药的供应，推动高端农药制剂产品的研发。

公司通过“横向”整合建立了全国性的生产、销售布局。2010年公司通过参股上游原药企业初步向大型一体化的农药生产企业迈进。

五、估值假设

（一）假设条件

根据我们对农化行业和公司的发展情况分析，将产品划分为农药制剂和植物营养两类进行估值，并对公司的收入及盈利预测作如下假设：

1. 公司制剂产能不会是瓶颈因素，农药制剂类产品销量按市场需求情况进行预测。而目前由于植物营养类产品处于快速发展时期，按公司的产能进行预测。预计公司未来三年的收入等指标如下；

表 2：公司主要产品产量及收入估算表

产品种类		2010	2011E	2012E	2013E
农药制剂	产能（万吨）	6.03	9.03	9.03	9.03
	销量（万吨）	3.30	3.80	4.93	6.41
	收入(亿元)	13.01	14.96	20.20	27.27
	毛利率	42.80%	42.00%	42.00%	42.00%
植物营养	产能（万吨）	3.64	3.64	9.64	9.64
	销量（万吨）	3.4	3.6	7.2	9.15
	收入(亿元)	1.29	1.43	3	4.01
	毛利率	30.72%	29.00%	30.00%	30.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

2. 公司通过营销网络扁平化以及较强的新产品开发实力，对终端农户的议价能力较强，尽管未来制剂业务面临更加激烈的市场环境，但是公司通过不断调整产品结构仍然能够维持较高的毛利率；
3. 过去两年中，公司进行营销变革，大幅增加销售及技术服务人员，导致公司的销售大增，随着营销网络的逐渐成熟以及业务规模的不断扩大，公司的销售费用比率将逐渐下降。

表 3：估值关键费用率假设

	2010	2011E	2012E	2013E
销售费用率	20.54%	19.54%	19.34%	19.34%
管理费用率	13.38%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

4. 公司高度重视研发投入，并且在新产品开发方面走在国内企业的前列，公司完全有望继续享受高新技术税收优惠。

（二）投资评级

根据前面的行业分析，我们认为农药行业受宏观经济的影响较少，长期而言，主要受农作物种植面积等因素的影响，同时气候对短期农药的需求会产生一些影响，具有医药生物、零售、纺织服装、餐饮、食品饮料等非周期性行业的特征。因此，我们认为，农药行业上市公司在按化工行业进行估值的同时也应该参考其他非周期性行业的估值。此外，水溶肥行业快速发展，具有很高的成长性，应该享受一定的估值溢价。

表 4：2011 年 09 月 13 日主要非周期性 2012 年行业预测估值

行业	食品饮料	餐饮	医药生物	零售	纺织服装	平均值
PE	20.57	27.64	20.64	16.80	16.48	20.50

注：2012年预测市盈率(整体法)

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从整个农药行业而言，采取市盈率(TTM,整体法)，剔除负值方法，过去5年历史PE均值为39.78倍，2011年09月13日农药行业整体的PE为41.15倍，略高于历史均值。

我们预计公司2011-2013年每股收益将分别达到0.49元、0.67元和0.92元，对于公司2011年09月13日股价的PE分别为29.1倍、21.4倍和15.4倍。公司是国内农药行业的龙头企业，公司凭借完善的销售渠道、卓越的研发体系、丰富的整合经验，在未来农药产品需求大转换所创造的巨大市场空间以及未来行业整合中，将是主要的受益者之一。考虑公司未来的长期成长性，给予5倍市盈率溢价，给予公司2012年25倍的市盈率，合理价值为16.3元，给予公司“买入评级”。

六、风险提示

（一）原料价格大幅上涨的风险

尽管公司通过将销售网络下层，并且压缩销售层级，极大地提高了产品的议价能力，但是农药作为农资的重要组成部分。如果产品价格大幅上升可能会严重影响农户的经营收入，在国家高度重视“三农”问题的背景下，公司的成本转嫁能力会受到极大的削弱。

（二）国内农药制剂产能大幅扩张

目前，在我国农药产业链中，农药原药的产能经过前几年的快速扩张，产能总体上已过剩严重，盈利能力开始下滑，促使更多的原药企业凭借原药优势开始向下游制剂领域拓展，并且积极建立营销网络，这可能对公司在制剂领域的优势地位造成不利影响。

（三）严重的气候灾害导致农作物播种面积减少

通过分析，在过去的二十年中，农作物播种面积是影响农药消费量的主要决定因素，但是由于极端严重的气候（自然）灾害会导致农作物播种面积的萎缩，这对整个农药市场可能会形成较大的冲击。

资产负债表

单位：百万元

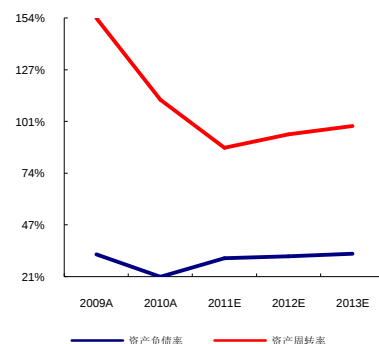
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	657	985	1,503	2,130	2,878
货币资金	183	369	964	1,410	1,901
应收及预付	179	260	221	304	416
存货	295	356	319	416	561
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	326	636	645	663	700
长期股权投资	35	212	212	212	212
固定资产	179	214	230	207	199
在建工程	13	17	17	17	17
无形资产	93	182	186	227	272
其他长期资产	6	12	0	0	0
资产总计	984	1,622	2,148	2,793	3,578
流动负债	310	308	343	452	618
短期借款	100	0	0	0	0
应付及预收	210	308	343	452	618
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	7	26	200	200	200
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	200	200	200
其他非流动负债	7	26	0	0	0
负债合计	317	334	543	652	818
股本	203	221	354	354	354
资本公积	171	696	563	563	563
留存收益	263	307	271	452	715
归属母公司股东权益	638	1,224	1,188	1,369	1,632
少数股东权益	29	64	68	72	78
负债和股东权益	984	1,622	1,798	2,093	2,528

利润表

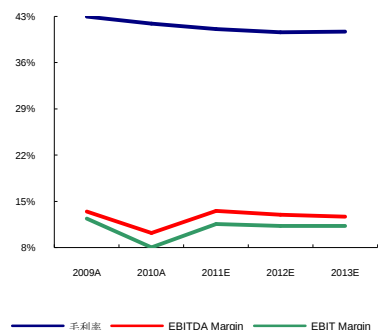
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1308.23	1455.94	1639.15	2319.80	3127.73
营业成本	749	848	969	1381	1862
营业税金及附加	2	4	4	7	9
销售费用	232	299	320	449	605
管理费用	170	195	164	232	313
财务费用	1	-1	18	24	24
资产减值损失	0	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	14	27	35	53
营业利润	157	119	191	262	369
营业外收入	13	11	12	12	12
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	169	129	201	273	379
所得税	27	18	30	40	56
净利润	143	110	172	233	324
少数股东损益	5	2	4	4	6
归属母公司净利润	137.80	108.80	167.98	228.60	317.44
EBITDA	169.76	140.60	215.23	290.62	382.18
EPS (元)	0.68	0.49	0.47	0.65	0.90

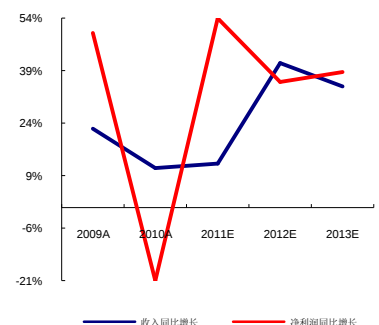
资产负债率趋势



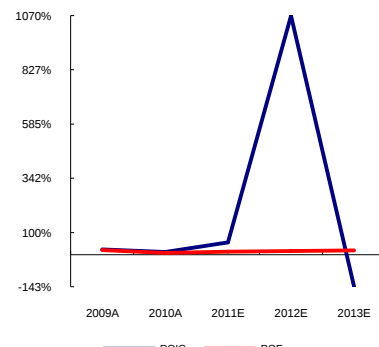
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

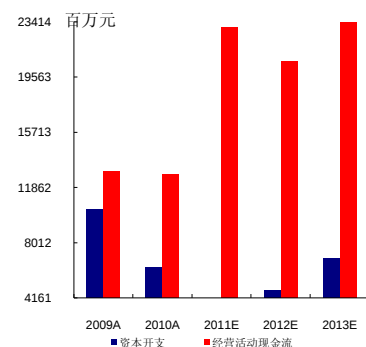
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	130	128	227	203	228
净利润	143	110	172	233	324
折旧摊销	14	31	34	39	43
营运资金变动	-29	-3	41	-48	-99
其它	2	-11	-20	-22	-40
投资活动现金流	-165	-290	-15	-12	-16
资本支出	-104	-63	-42	-47	-69
投资变动	-62	-238	27	35	53
其他	0	11	0	0	0
筹资活动现金流	-6	346	382	256	279
银行借款	269	309	350	350	350
债券融资	-238	-425	183	0	0
股权融资	0	539	-133	0	0
其他	-37	-77	-18	-94	-71
现金净增加额	-42	184	595	446	491
期初现金余额	219	183	369	964	1,410
期末现金余额	177	366	964	1,410	1,901

主要财务比率

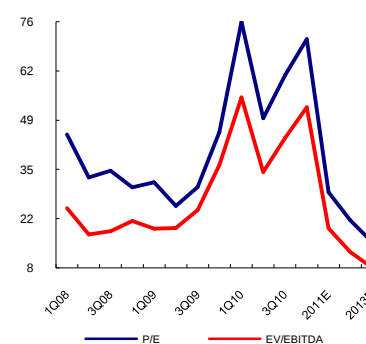
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	22.7%	11.3%	12.6%	41.5%	34.8%
营业利润	47.8%	-24.4%	60.4%	37.6%	40.6%
归属于母公司净利润	50.2%	-21.0%	54.4%	36.1%	38.9%
获利能力					
毛利率	42.8%	41.7%	40.9%	40.4%	40.5%
净利率	10.9%	7.6%	10.5%	10.0%	10.3%
ROE	21.6%	8.9%	14.1%	16.7%	19.5%
ROIC	23.9%	13.1%	55.1%	1069.9%	-142.8%
偿债能力					
资产负债率	32.2%	20.6%	30.2%	31.1%	32.4%
净负债比率	-12.4%	-28.7%	-60.8%	-83.9%	-99.5%
流动比率	2.12	3.20	4.39	4.71	4.66
速动比率	0.79	1.73	3.08	3.40	3.35
营运能力					
总资产周转率	1.54	1.12	0.87	0.94	0.98
应收账款周转率	27.08	19.55	22.81	24.33	26.07
存货周转率	3.08	2.60	3.04	3.32	3.32
每股指标 (元)					
每股收益	0.68	0.49	0.47	0.65	0.90
每股经营现金流	0.64	0.58	0.64	0.57	0.64
每股净资产	3.14	5.53	3.36	3.87	4.61
估值比率					
P/E	45.6	71.0	29.1	21.4	15.4
P/B	9.9	6.3	4.1	3.6	3.0
EV/EBITDA	36.5	52.3	19.2	12.7	8.4

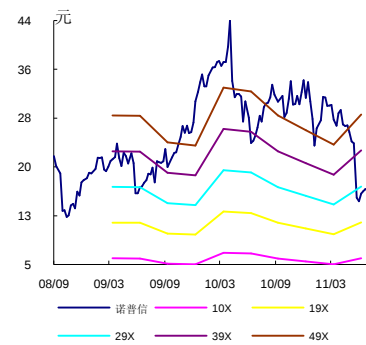
资本支出与经营活动现金流



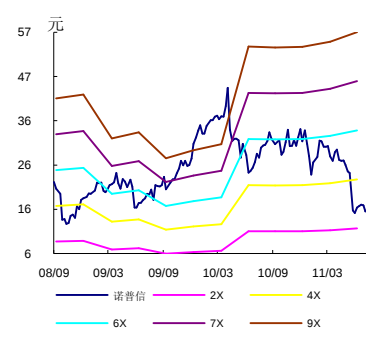
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

王剑雨，分析师，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。

曹勇，分析师，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。

蔡红辉，研究助理，浙江大学产业经济学硕士，曾先后工作于中国化工集团晨光化工研究院，爱敬（中国）涂料有限公司。2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chh@gf.com.cn，020-87555888-8698。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。