

扎根农村，希望在田野上

诺普信 (002215)

评级: 中性(首次)

股价: 21.46 元

调研报告

2009 年 3 月 23 日 星期一

医药化工小组

毛伟, 袁舰波

021-50586660-8630

mw@longone.com.cn

基础化工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

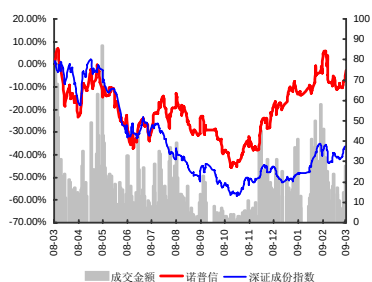
重要数据

总股本(亿股)	1.56
流通股本(亿股)	0.44
总市值(亿元)	33.48
流通市值(亿元)	9.44

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	1.23	-5.75
3 个月	21.86	5.2
6 个月	6.77	-24.99

个股相对深圳成指走势图



投资要点

□ 公司简介

公司是农药制剂生产及销售的龙头企业,是国内获得“三证”品种最多,销售网络最庞大的农药制剂公司。公司利用其特有的营销模式,近几年获得高速增长。公司管理层多具有丰富的行业经验,对行业发展有独到的认识。

□ 公司核心优势突出,成为行业龙头有其必然原因

目前国内农药生产企业有 4000 余家,其中三证齐全的企业大约有 2200 家。行业内农药制剂的集中度比原药企业更低。由于制剂企业的进入门槛较低,所以在企业发展过程中常发生核心人员离开企业,自己创业的情况,制约了企业的壮大;其次大型制剂企业要求数百种制剂产品生产都能快速响应市场需求,柔性生产管理以及物流的要求很高;正是上述的原因,导致国内制剂行业基本是中小企业为主,即使公司处于龙头地位,市场份额也只有 2.5% 左右。因此制剂行业是一个进入门槛较低,大型化却很困难的行业。

公司从一家小企业在短短数年间成为行业的龙头并不是偶然情况,我们总结主要有下述核心优势使公司快速成长:

1. 公司的管理层具有丰富的行业经验,是专家型的管理团队。
2. 公司找到了一条适合国情的发展道路,销售策略非常符合中国农村的实际情况。
3. 公司研发能力很强,不断推出新品种,并且成功建立了柔性生产管理平台。
4. 公司的薪酬激励政策较为丰厚,保证了研发和销售核心人员的稳定。
5. 公司的制剂品种以水基环保农药为主,且用于经济作物的比例较高,符合国内经济作物比例不断增高,高毒农药受限的现状。

□ 受益制剂行业集中度提高，公司将维持高速发展

目前国内农药制剂的需求基本保持稳定，年销售额约 400 亿元。预计 09 年农药消费量有 3%-5% 左右的增长。我们认为虽然行业目前较为分散，但由于国家政策抬高了制剂行业的进入门槛和中小企业的生产门槛，以及市场对于农药制剂多样性，功能性，及时性的需求提高，未来大型企业的优势将更为明显，行业的集中度将持续提高。公司目前处于非常好的发展时机，预计未来 3-5 年内将保持高速增长，市场份额进一步扩大。

公司原有 3 万余吨的制剂生产能力，目前募投项目 2 万吨水基环保制剂已经达产 70%，考虑到制剂生产有一定弹性，项目建设完成后公司预计有 6 万吨/年的生产能力。

公司有 600 余个品种获得“三证”许可，在行业内遥遥领先。目前单个农药制剂“三证”的认证费用已从 10 万元上升至 50 万元，这不仅有助于公司提升无形资产价值，也对小企业的发展设立了较高的门槛。

公司 08 年继续扩招销售人员，目前植保人员已达到 2000 人左右，植保人员是公司第一线的力量，人数增多无疑将增加公司的销售能力。由于销售人员需要一个培养的过程，09 年将是公司打基础的一年；我们预计 2009 年新员工能够达到老员工 3 成的销售量，2010 年将达到 8 成左右。

□ 股权激励计划条件苛刻，显示公司对未来的信心

公司对管理层的股权激励计划如果满足四期都能行权，要求 2009-2013 年 ROE 达到 15% 以上，年净利润复合增长率达到 26.6%，行权价格每股 21.28 元。无论是从业绩要求还是行权价格看，都较为苛刻，从此可以看出公司管理层对未来发展的信心。

□ 盈利预测

我们认为公司是一家能够高速稳定增长的优质公司，公司销售毛利率稳定保持在 30% 左右，主要将依靠市场份额的增加推动业绩持续增长。

公司 09 年由于新销售人员尚需培养，预计销售费用占收入比例将有一定幅度增加。而经过一年左右的成长，新招募的销售人员单体销售额将达到现有员工水平的八成左右，对公司业绩的贡献将在 2010 年体现。而由于销售区域进一步细分，现有员工单体销售额将有一成左右的下降。

我们预测公司 2009，2010 年净利润分别为 1.15 亿元和 1.53 亿元，对应每股收益分别是 0.74 元和 0.98 元；参考 20 日收盘价，市盈率分别是 29 倍和 21.9 倍。我们认为当前股价基本反映公司价值，给予短期中性评级。从长期看，公司未来将快速发展，给予长期增持评级。

主要财务指标				
	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（千元）	722,375	1,066,000	1,439,100	1,813,000
营业收入增长率（%）	131.18	47.57	35.00	25.98
营业利润（千元）	80,182	106,000	135,290	180,000
营业利润增长率（%）	120.55	32.10	27.63	33.05
净利润（千元）	69,134	89,330	115,000	153,000
净利润增长率（%）	118.41	29.21	28.74	33.04
营业利润率（%）	11.22	9.94	9.40	9.93
每股收益（元）	0.71	0.58	0.74	0.98
PE (X)	XXX	37.00	29.00	21.9

□ 风险提示

公司盈利情况与上游原药价格有较大关联；大部分原药价格受原油，基础化工产品价格影响较大。由于全球宏观经济形势尚不明朗，大宗商品价格可能会有大幅波动；因此公司保持现有毛利率存在一定的风险。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

袁舰波, 医药及化工行业高级分析师, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪企业:

新安股份, 扬农化工, 华鲁恒升, 四川美丰, 建峰化工, 兴发集团, 诺普信。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122