

农药



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

诺普信 (002215)

步入良性增长轨道,

业务延伸初见端倪

推荐 (维持)

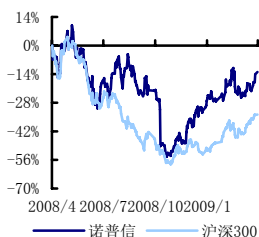
市场数据

报告日期	2009-4-9
收盘价(元)	22.00
52周最高/最低(元)	28.90/12.00
总股本(百万股)	156.00
流通股本(百万股)	44.13
总市值(百万元)	3432.00
流通市值(百万元)	970.90
每股净资产(元)	3.42

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	1066	1496	2195	3100	1002
同比增长(%)	47.6%	40.4%	46.7%	41.2%	39.2%
净利润(百万元)	92	136	202	288	94
同比增长(%)	44.5%	48.4%	48.7%	42.2%	38.2%
毛利率(%)	37.1%	36.7%	37.0%	37.0%	36.8
净利率(%)	8.6%	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%
每股收益(元)	0.59	0.87	1.30	1.85	0.60
每股经营现金流(元)	0.41	0.08	0.35	0.79	0.10

股价走势



投资要点

事件:

诺普信公布年报,2008年实现营业总收入10.66亿元,同比增长47.56%;利润总额1.11亿元,同比增长37.59%;归属于上市公司股东的净利润9172万元,同比增长44.49%,按1.56亿股的总股本计,实现每股收益0.588元。公司扣除非经常性损益后的每股收益为0.563元,每股经营性现金流0.41元。

公司2008年度利润分配预案为:拟每10股派发现金红利1.80元;同时以资本公积金每10股转增3股。

点评:

诺普信曾于2月26日发布08年业绩快报,预计08年净利润为8933万元(折合EPS为0.57元)。本次经审核后的业绩略高于业绩快报和市场预期。分析公司2008年净利润的高增长,市场持续开拓带来的主营收入增长和市场占有率提高是主要原因。

- **收入快速增长,毛利率继续提升。**作为中国农药制剂领域的领先企业,得益于“产研销一体化”的业务模式和强大的技术营销能力,2008年诺普信的营业收入保持了几年来快速增长的态势(见图1)。主要产品中,杀虫剂、杀菌剂和除草剂的收入增速分别达到43.24%、53.87%和51.68%,农药制剂业务收入整体增长达到47.86%。

与此同时,由于07年底低价储备原料发挥价格优势、高毛利率新产品

相关报告

《诺普信新股定价报告-农药制剂龙头,小荷才露尖尖角》2008.02.17

《诺普信调研报告-产研销一体化构筑强大竞争优势》2008.04.07

《诺普信点评报告-增长全面均衡,竞争优势强化》2008.08.12

《诺普信点评报告-市场占有率持续提高》2008.10.29

持续推出、以及激励政策导致高毛利率产品销售比例的提高, 08 年公司农药制剂业务的综合毛利率达到 37.42%, 同比增长 2.96 个百分点。其中, 杀虫剂、杀菌剂和除草剂的毛利率分别提高了 2.78%、3.14% 和 1.77% (见图 2)。

分季度看, 公司 08 年第 4 季度的营业收入为 10820 万元, 同比增长 18%, 低于前 3 季度 51.8% 的增速。我们分析原因, 主要包括 (1) 4 季度是一年里的淡季, 市场集中于华南, 收入增长受客观环境限制较大; (2) 08 年 4 季度, 宏观经济下滑导致华南部分地区农户的经济作物种植积极性下降; (3) 由于 4 季度部分农药原药价格下跌较快, 经销商进货意愿下降。由于相关影响因素属于短期性质, 且 4 季度为淡季, 因此相应增速数据对公司经营趋势判断的参考意义不大。

- **收入结构更趋合理。**08 年度诺普信的收入构成更加均衡, 公司的抗风险能力进一步提高。这一变化体现在 3 个方面: 产品品种结构、收入的地域分布、以及客户集中度。

从产品品种结构看, 08 年销售收入增长最快的是占营业收入比重较低的杀菌剂和除草剂 (分别占营业收入的 22.43% 和 16.24%), 增速分别为 53.87% 和 51.68%; 而占营业收入 57.29% 的杀虫剂增速相对较低 (43.24%), 由此三大类农药品种的结构日趋均衡。

从收入的地域分布看, 收入占比较低的东北、华北、华中和西南地区收入增速均高于 55%, 而作为公司传统收入来源的华东和华南地区增速则分别为 48% 和 27%。收入的地域分布进一步均衡 (见图 3)。

2008 年, 诺普信向前 5 大客户的销售金额占销售总收入的 3.52%, 较 06、07 年的 6% 和 5.04% 明显下降, 客户集中度的下降说明公司拓展新市场的努力获得了回报。

- **期间费用增加为市场开拓打下基础。**08 年度诺普信的销售费用和管理费用占营业收入的比率分别为 15.55% 和 10.73%; 而 07 年相应的比率则分别为 13.00% 和 9.32%。由此导致公司的期间费用比率之和达到 26.52%, 比 07 年的 22.78% 上涨 3.74%。

虽然期间费用的增长表面上看对利润造成了负面影响, 但是若我们分析诺普信新增期间费用的用途, 可以发现: (1) 营业费用的增长很大程度上是用于加大营销网络的建设, 营销网点及营销人员都大幅增加 (07 年底公司的营销人员为 900 多人, 08 年底已达到 1910 人), 而当年增加的销售人员所产生的经济效益稍微滞后, 未对当期收益产生充分贡献; (2) 管理费用的增长很大程度上来源于新产品的研发和登记费用的增加 (公司拥有的 “三证” 产品数由 07 年底的 395 个增加为 08 年底的 572 个)。08 年公司研发支出 4257 万元, 同比增长 98%, 研发支出占营业收入的比重达 3.99%。

因此, 公司期间费用的增加为将来新产品的推出和销售的增长打下了良好基础, 提高了公司当期盈利的含金量。

- **经营性现金流大幅增长，原因为经营策略调整。**08 年度诺普信的经营性现金流量为 6323 万元，同比增长 19.88 倍。其原因主要是由于公司根据市场环境，08 年经营策略有所调整：（1）继续加大力度管理货款回笼，报告期末公司应收账款数额较少；（2）同时公司预计 09 年原料价格有向下波动的趋势，因此原料冬储数量减少。

由于经营的季节性特点，诺普信等农药制剂企业在一年里经营性现金流最好的时点是 3 季度末。在公司的高速成长期，每年年底的经营性现金流较低是正常现象，因此不论当期的经营性现金流高低，只要管理层结合市场形势做出合理决策，则可以令投资者满意。

- **进军植物营养领域迈开第一步。**在诺普信 2008 年的诸多战略决策中，有一个表面看细微但我们认为具有重大战略意义的举措：进军植物营养领域。2008 年 8 月至 11 月间，诺普信先后注册成立了 4 家生产微肥、生物肥料和复合肥的公司：成都翠爽作物营养肥有限公司、陕西康盈作物营养有限公司、深圳绿禾植物营养有限公司和深圳市润康植物营养技术有限公司。

2009 年 4 月 9 日，诺普信公告拟以 1380 万元收购公司实际控制人卢翠珠、卢丽红持有的东莞市施普旺生物科技有限公司，该公司在水溶肥料和微肥等植物营养领域具有技术、生产和市场方面的较好基础。

植物营养和诺普信目前主要从事的作物保护（农药）领域具有很强的互补性。对于诺普信遍布全国的技术营销体系而言，推广微肥、生物肥料、水溶肥等精细化植物营养产品只需增加较低的成本，就能进入一个具有重大发展空间的新业务领域，协同效应十分明显。

基于以上分析，我们认为诺普信开始依托其在农药制剂领域的竞争优势，向微肥等农业科技相关领域进行产业链延伸。若公司能够成功转型为农业科技产品生产和服务的综合供应商，则将超越现有的农药制剂业务，进入农业科技的蓝海。当然，在公司进入一个新业务领域之初，可以预期到会面临激烈的竞争，因此，对于诺普信在植物营养这一初露端倪业务的经营进展，我们将保持密切关注。

- **09 年经营展望。**虽然公司开始尝试农业科技业务领域的拓展，但无论新业务拓展成效如何，农药制剂业务毫无疑问仍将是诺普信的最核心业务和立身之本。

展望公司 09 年的经营前景，粮食的刚性需求保证了农药需求的稳中有增，国家政策对农业的扶持以及扩大内需的措施，则可能带动国内农药制剂行业的景气。因此我们对 09 年国内农药制剂的需求保持乐观。

近期经营看，由于 08 年底的原料价格下滑导致农药经销商补充库存意愿较低，加上前期不少地区气温偏低，今年农药市场的启动稍慢于往年，3 月份开始需求趋旺。因此公司 09 年 1 季度的收入和利润增速有可能低于 08 年增速。但是我们对全年的国内农药需求仍然看好，诺普信的竞争优势仍在强化，

因此预计诺普信全年仍将保持收入和利润高速增长的态势。

- **维持“推荐”评级。**基于以上对公司未来经营前景的分析，我们维持诺普信09、10年EPS分别为0.87、1.30元的预测。作为我国农药制剂行业的领先企业，诺普信依托产研销一体化的独特运营模式和先发优势，有望在农药制剂行业的整合浪潮中迅速壮大。公司向植物营养领域延伸业务的尝试则有望为长远发展打下新的基石。我们维持“推荐”的投资评级。

图1 诺普信主营业务历年收入情况

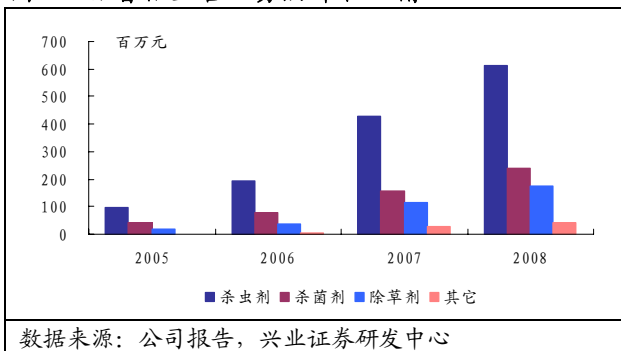


图2 诺普信各项业务历年毛利率变化

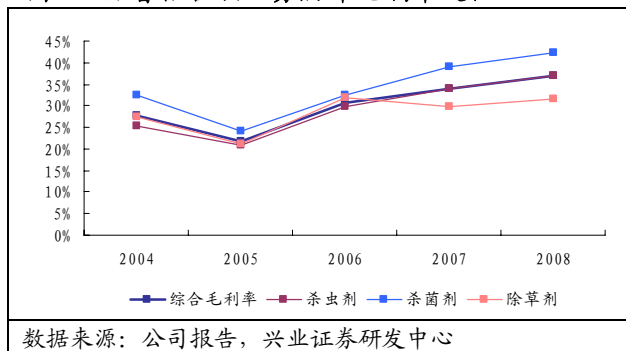


图3 诺普信营业收入分区域比较

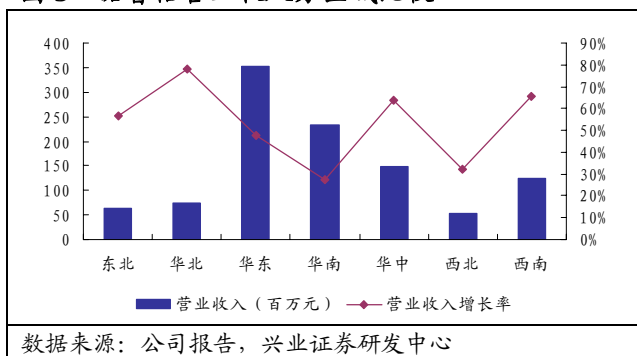


图4 诺普信期间费用占营业收入比例

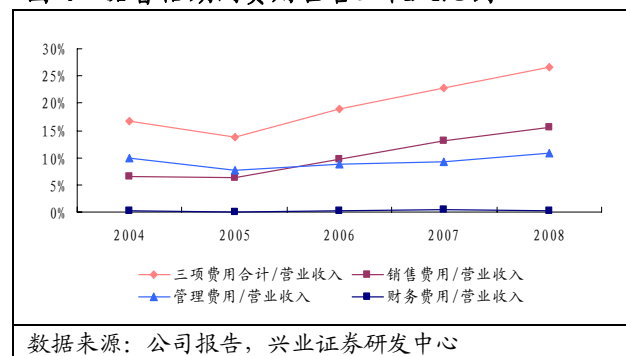


表1 诺普信分季度及分年度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	2007	2008	YOY	说明
营业收入	238	482	225	121	722	1066	47.6%	产品销售规模扩大、市场占有率提高
营业成本	160	315	148	49	476	671	40.8%	
毛利	78	167	77	72	246	395	60.7%	收入增长、毛利率提高
销售费用	34	61	40	31	94	166	76.4%	销售规模扩大、加大营销网络建设力度
管理费用	23	39	32	20	67	114	69.8%	新产品研发及登记费用上升、薪酬及办公费增加
财务费用	1	1	1	-0	3	3	-21.8%	
资产减值	0	1	1	2	0	4	934.8%	
公允价值	0	0	0	0	0	0		
投资收益	0	0	0	0	0	0		
营业利润	19	63	16	7	80	106	32.6%	收入增长大于成本费用增长
利润总额	19	63	16	12	81	111	37.6%	同上
净利润	16	52	11	12	63	92	44.5%	销售收入和毛利率提高
EPS	0.133	0.434	0.095	0.079	0.407	0.588	44.5%	
销售费用率	14.4%	12.6%	17.7%	25.4%	13.0%	15.5%	2.5%	加大营销网络建设力度
管理费用率	9.5%	8.2%	14.4%	16.4%	9.3%	10.7%	1.4%	新产品研发及登记费用上升
财务费用率	0.6%	0.2%	0.3%	-0.4%	0.5%	0.2%	-0.2%	
所得税率	15.5%	16.8%	30.5%	-3.2%	14.1%	16.5%	2.3%	部分子公司所得税优惠逐步取消
毛利率	33.0%	34.7%	34.3%	59.7%	34.1%	37.1%	3.0%	低价储备原料、新产品推出、销售激励政策
净利润率	6.7%	10.8%	5.1%	10.1%	8.8%	8.6%	-0.2%	收入、毛利率和费用率增长的综合效果

资料来源：公司公告，天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	542	692	935	1248
货币资金	219	200	220	242
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	53	78	110	153
其他应收款	4	5	8	11
存货	191	283	413	583
非流动资产	175	355	430	506
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	80	213	307	382
在建工程	51	86	78	79
油气资产	0	0	0	0
无形资产	33	32	31	30
资产总计	717	1047	1365	1754
流动负债	174	374	529	690
短期借款	40	188	304	374
应付票据	2	5	7	10
应付账款	43	62	90	127
其他	89	120	129	178
非流动负债	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	7	0	0	0
负债合计	181	374	529	690
股本	156	156	156	156
资本公积	224	224	224	224
未分配利润	141	267	412	616
少数股东权益	2	3	4	6
股东权益合计	536	673	835	1064
负债及权益合计	717	1047	1365	1754

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	92	136	202	288
折旧和摊销	10	9	15	20
资产减值准备	4	-2	1	2
无形资产摊销	0	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	3	0	10	16
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	2
营运资金的变动	60	111	185	204
经营活动产生现金流量	50	12	55	123
投资活动产生现金流量	-95	-175	-100	-95
融资活动产生现金流量	270	144	65	-6
现金净变动	225	-19	20	22
现金的期初余额	22	219	200	220
现金的期末余额	247	200	220	242

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1066	1496	2195	3100
营业成本	671	947	1383	1952
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	166	224	323	450
管理费用	114	157	228	322
财务费用	3	0	10	16
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	106	165	247	354
营业外收入	5	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	111	166	248	355
所得税	18	29	45	66
净利润	93	137	204	290
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	92	136	202	288
EPS (元)	0.59	0.87	1.30	1.85

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.6%	40.4%	46.7%	41.2%
营业利润增长率	32.6%	55.2%	49.9%	43.3%
净利润增长率	44.5%	48.4%	48.7%	42.2%
盈利能力(%)				
毛利率	37.1%	36.7%	37.0%	37.0%
净利率	8.6%	9.1%	9.2%	9.3%
ROE	17.2%	20.3%	24.3%	27.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	25.3%	35.7%	38.8%	39.3%
流动比率	3.11	1.85	1.77	1.81
速动比率	1.99	1.09	0.98	0.96
营运能力(次)				
资产周转率	1.98	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	27.99	22.37	22.96	23.23
每股资料 (元)				
每股收益	0.59	0.87	1.30	1.85
每股经营现金	0.41	0.08	0.35	0.79
每股净资产	3.42	4.30	5.33	6.79
估值比率 (倍)				
PE	37.42	25.22	16.96	11.92
PB	6.43	5.12	4.13	3.24

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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。