

农药



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

诺普信 (002215)

全面植保企业初现雏形
增发提供成长新动力

推荐 (维持)

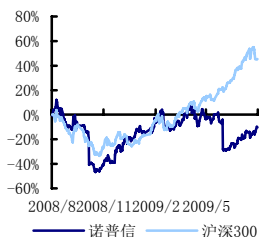
市场数据

报告日期	2009-8-13
收盘价(元)	19.14
52周最高/最低(元)	25.19/12.00
总股本(百万股)	202.80
流通股本(百万股)	57.37
总市值(百万元)	3881.59
流通市值(百万元)	1098.09
每股净资产(元)	2.91

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1066	1311	1993	2744
同比增长(%)	47.6%	23.0%	52.0%	37.7%
净利润(百万元)	92	136	203	290
同比增长(%)	44.5%	48.4%	49.0%	42.8%
毛利率(%)	37.1%	40.6%	40.1%	40.0%
净利率(%)	8.6%	10.4%	10.2%	10.6%
每股收益(元)	0.45	0.67	1.00	1.43
每股经营现金流(元)	0.31	0.30	0.45	0.82

股价走势



投资要点

事件:

诺普信公布 2009 年半年报, 1-6 月实现营业总收入 89629 万元, 同比增长 24.52%; 营业利润 11972 万元, 同比增长 43.60%; 归属于上市公司股东的净利润 9418 万元, 同比增长 38.41%, 按 20280 万股的总股本计, 实现每股收益 0.464 元。

公司同时公布增发预案, 拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票不超过3000万股, 募集资金上限为53813.90元, 发行价格不低于17.35元。公司实际控制人之一、董事长卢柏强承诺以不超过8000万元现金认购本次非公开发行股份。增发募集资金将投向西南环保型农药制剂等5个项目。

点评:

诺普信 2009 年上半年 EPS 为 0.464 元的业绩与公司 7 月 21 日发布的业绩快报基本一致, 也符合我们此前的预期。在 09 年上半年农药行业需求平淡的背景下, 公司取得了良好的经营业绩。

- **收入稳步增长, 市场份额持续提升。**2009 年上半年, 由于春季低温、北方干旱、南方暴雨等气候因素影响, 国内农药市场在传统的旺季仍然需求平淡, 据相关估计, 市场同比萎缩近 10%。在此背景下, 诺普信 24.52% 的销售收入增长虽然低于自身的历史增速, 但仍然十分突出。公司的市场份额继续快速提升。

相关报告

《广阔市场 积极开拓》
2009-5-4

《业绩增速符合预期, 收购助力市场拓展》2009-4-21

《步入良性增长轨道, 业务延伸初见端倪》2009-4-9

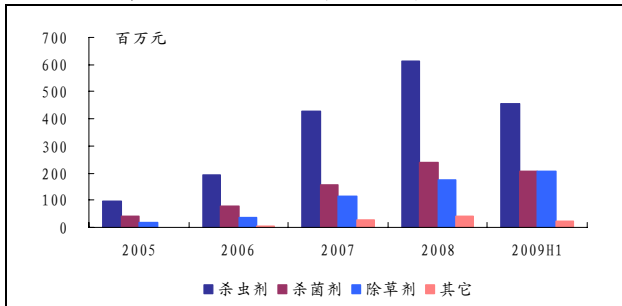
《市场占有率持续提高》
2008-10-29

《增长全面均衡, 竞争优势强化》2008-08-12

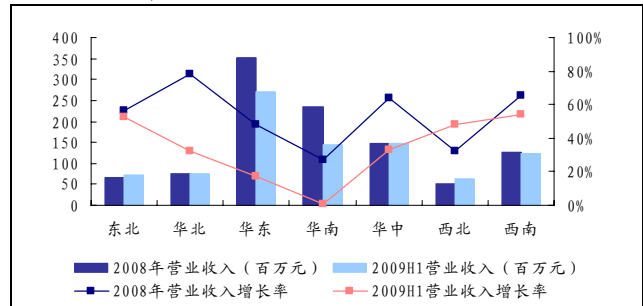
《产研销一体化构筑强大竞争优势》2008-04-07

《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

- **收入来源更趋均衡，增长动力充足。**从分产品收入构成看，收入占比在 50% 以上的杀虫剂由于 09 年以来虫害较为低发，市场整体需求萎缩较多，因此诺普信的该项产品收入同比增长仅 8.10%；相应地，公司大力拓展了市场需求稳定的杀菌剂和国内市场快速增长的除草剂产品的销售力度，报告期内二者的收入增长率分别达到 31.24% 和 90.13%，三大类农药制剂的收入构成更为均衡。

图 1 诺普信主营业务历年收入情况


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 2 诺普信营业收入分区域比较


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

从收入的地域分布看，由于公司在西南、西北等地子公司（皇牌、标正等）业务的迅速扩张，报告期内来自以往收入占比偏低的西南、西北和东北地区销售收入同比增速分别达到 53.81%、47.96% 和 52.52%，远远高于华南、华东等地的收入增速，公司销售收入的地域分布进一步均衡。

收入来源的均衡化使公司经营得以避免受某一农药品种或某一地区收入的过度影响，强化了公司抵御经营风险的能力。同时，全国化的布局使得诺普信的腹地拓宽，增长动力更为充足。

- **业务延伸积极探索，收购战略有序推进。**报告期内，诺普信的收购扩张战略继续取得进展。公司于 09 年 2 月收购了山东兆丰年生物科技和济南兆丰年农资 80% 股权（开拓山东及华北市场）；3 月份收购了常德邦达绿色植物开发公司 49% 股权；4 月份收购了东莞施普旺生物科技有限公司 100% 股权；5 月份收购了青岛星牌作物科学公司 35% 的股权。

通过控股兆丰年，诺普信为开拓山东及华北战略市场建立稳固基础，同时还将为扩大北方除草剂市场打造生产基地。参股青岛星牌将强化公司在生物农药领域的竞争力。常德邦达和施普旺是诺普信业务向作物保护相关领域的战略延伸，前者将进行作物保护统筹防治盈利模式的尝试探索；后者将公司的业务由农药向植物营养肥领域延伸，为公司由农药制剂企业向全面植保企业的转型打下良好基础。

报告期内，以东莞施普旺等 5 家控股子公司为载体的植物营养肥业务实现销售收入 1940 万元，尚处于成长初期，植物营养肥业务的成长空间巨大。

表 1 诺普信植保领域品牌体系及收购情况汇总

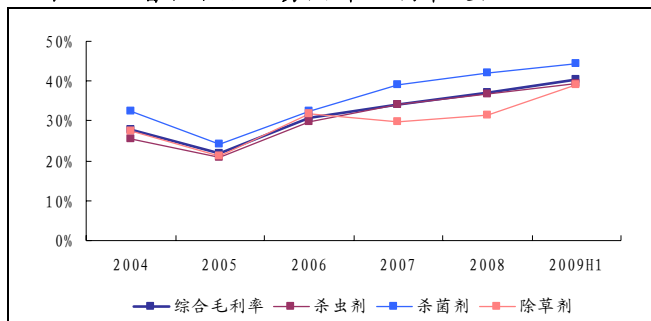
品牌体系	业务定位	参与实体	收购时间	收购价格(万元)	持股比例	08年净利润(万元)	09上半年收入(万元)	09上半年净利润(万元)
诺普信	农药: 全国性中高档品牌	股份公司 诺普信农资	-	-	-	-	-	-
瑞德丰	农药: 全国性中档品牌	东莞瑞德丰 瑞德丰农资	-(06-07年资产重组合并)	-	100% 100%	2641	-	3461
标正	农药: 大北方区域品牌	陕西标正 西安标正 渭南标正	05-06年发起成立	-	98.4% 90% 90%	1835	-	1697
皇牌	农药: 西南区域品牌	成都皇牌作物科学 成都皇牌农资	2008年4月	960	100% 100%	-469	-	656
兆丰年	农药: 大北方区域品牌	山东兆丰年生物 济南兆丰年农资	2009年2月	800 + 40	80% 80%	-	5523	485
星牌	生物农药	青岛星牌作物科学	2009年5月	1812	35%	-	1279	26
邦达	植保专业服务	常德邦达绿色植物开发	2009年3月	49	49%	-	93	-45
施普旺	植物营养肥	东莞施普旺生物科技	2009年4月	1380	100%	-	1064	261

资料来源: 兴业证券研发中心

注: 兆丰年体系财务数据为收购后起计。

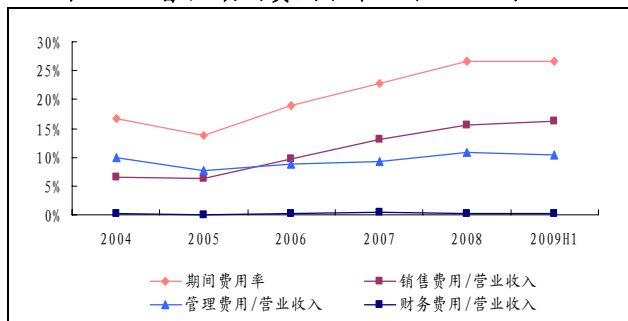
- **毛利率上升明显, 成为利润高增长的另一推动力。**09年上半年, 基础化工原料价格同比大幅下跌, 农药原药的价格也持续低迷, 从而降低了诺普信的生产成本; 由于公司新产品的持续推出以及较强的定价能力, 农药制剂产品价格下跌有限, 因此公司的毛利率有较大提升。其中, 杀虫剂、杀菌剂和除草剂的毛利率分别同比提高了5.04、5.62和10.47个百分点, 达到39.37%、44.43%和38.95%, 成为继收入增长之外利润高增长的另一推动力。

图 3 诺普信各项业务历年毛利率变化



数据来源: 公司报告, 兴业证券研发中心

图 4 诺普信期间费用占营业收入比例



数据来源: 公司报告, 兴业证券研发中心

对于未来的毛利率水平, 我们预计原药价格低迷的影响将随原药价格反弹而削弱, 但是诺普信较强的议价能力、新产品的持续推出和销售激励政策等将

保证公司产品维持在较高盈利水平上。

- **期间费用率趋于平稳，人员和研发投入效益渐显。**09年上半年，诺普信期间费用率为26.71%，在经历了近3年技术营销人员大量扩充、产品登记费用快速增加导致期间费用率持续上升（由05年的13.80%提高到08年的26.52%）之后，期间费用率首次走平。其中销售费用率和管理费用率分别为16.18%和10.42%，与08年基本持平。

我们在前期报告中曾指出，由于营销人员的扩张和产品登记的增加在产生效益之前先行带来费用的增长，因此诺普信的销售费用和管理费用的增长在一定程度上可视为投资。09年上半年公司期间费用率的趋于平稳是一个重要信号，反映出公司前期在销售人员和研发上的投入逐步进入收获期，对利润贡献的作用在未来将继续显现。

- **增发项目前景看好，快速扩张是成长的最佳路径。**根据诺普信本次增发预案，公司计划募集资金不超过5.38亿元，投资西南环保型农药制剂、山东1万吨/年除草剂、东莞水溶肥料生产、农药新产品新剂型研发及登记、以及补充营运资金等5个项目（具体见表2）。

表2 诺普信增发募投项目汇总

项目名称	募集资金投资额（万元）	实施主体	项目内容	建设周期	预计年收入（万元）	预计税后利润（万元）
西南环保型农药制剂生产基地项目	13610	成都皇牌	新建2万吨/年农药制剂生产线	1年	35023	3142
山东1万吨/年除草剂项目	12100	诺普信山东潍坊滨海分公司	1万吨/年除草剂	1年	23041	2261
东莞水溶肥料项目	9403.90	东莞施普旺	6万吨/年水溶肥料	2年	42110	3854
农药新产品新剂型研发及登记项目	10200	股份公司	绿色乳油、次新化合物的研发及中试；“三证”申报登记	-	-	-
补充营运资金项目	8500	股份公司	淡季采购原材料、产成品库存和旺季资金周转	-	43695（新增）	3793（新增）

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

我们认为，在政策引导和市场竞争力量的共同作用下，当前中国农药制剂（乃至更广泛意义上的植物保护）行业正处于由高度分散向集中化演变的关键时期，诺普信虽然依托产研销一体化的独特运营模式和先发优势暂时处于领先地位，但是面临着众多同样机制灵活的竞争对手的挑战。在此背景下，依托上市公司的融资渠道优势，通过积极扩张迅速扩大市场份额，进而力争在成本、渠道、品牌和产品线上全面领先对手，是诺普信未来成长的最优路径。因此，公司本次增发正逢其时，具有重要的战略意义。

具体项目上，5个项目各有侧重。其中，西南环保型农药制剂、山东1万吨/年除草剂项目的建成将确立诺普信在相应区域市场和除草剂业务上的市场份额和领先优势。

东莞水溶肥料项目能显著改善我国目前农产品“量增质减”的普遍现状，符合国内食品消费升级和节水政策导向，公司预计，2012年我国水溶肥料的需求量将超过200亿元，仅广东省的市场需求量就达20亿元，发展空间十分广阔。

农药新产品新剂型研发及登记项目中，绿色乳油项目尤其值得关注。政策面上，为控制苯类溶剂造成的污染，国家正逐步压缩传统乳油产品：自2006年7月1日起，国家发改委对纯粹生产乳油产品的新办农药企业不再核准；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。传统乳油产品的逐步退出，将为包括绿色乳油在内的新型绿色溶剂带来广阔的市场前景。

- **全面植保企业初现雏形，维持“推荐”评级。**从诺普信09年中报看，公司生产和销售的全国性布局初步完成，包括农药制剂和营养肥在内的作物保护产品线逐渐完善，国内首家全面植保企业初现雏形，未来发展空间广阔。

在农药制剂行业需求低迷的09年上半年，诺普信依托综合优势，仍然保持了收入20%+、净利润35%+的快速增长。在行业集中度提高的关键时期，公司计划通过增发为扩张提速，符合农药制剂行业发展和企业成长规律，相应项目将在未来几年为公司的成长提供新的动力，我们对此持相当正面的看法。

由于增发的实施尚需经过公司股东大会批准及中国证监会核准，存在一定程度的不确定性，因此我们在盈利预测中暂不考虑增发对公司经营业绩和总股本的影响。我们维持对公司09-11年EPS分别为0.67、1.00和1.43元的预测，维持“推荐”的投资评级。

表3 诺普信分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明（QOQ）
营业收入	225	121	314	582	85.1%	722	1066	47.6%	2季度是销售旺季
营业成本	148	49	191	343	80.0%	476	671	40.8%	
毛利	77	72	124	239	92.8%	246	395	60.7%	
销售费用	40	31	52	93	80.2%	94	166	76.4%	生产、销售规模扩大
管理费用	32	20	42	51	22.0%	67	114	69.8%	生产、销售规模扩大
财务费用	1	-0	1	0	-63.0%	3	3	-21.8%	
资产减值	1	2	1	2	11.2%	0	4	934.8%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	0	0	0	0		0	0	-100.0%	
营业利润	16	7	27	91	236.3%	80	106	32.6%	
利润总额	16	12	28	92	231.3%	81	111	37.6%	
净利润	11	12	20	74	259.6%	63	92	44.5%	生产、销售规模扩大
EPS	0.095	0.079	0.131	0.363	176.6%	0.705	0.588	-16.6%	
销售费用率	17.7%	25.4%	16.5%	16.0%	-0.4%	13.0%	15.5%	2.5%	新销售人员逐渐成熟
管理费用率	14.4%	16.4%	13.4%	8.8%	-4.6%	9.3%	10.7%	1.4%	新产品登记节奏变化
财务费用率	0.3%	-0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.5%	0.2%	-0.2%	
所得税率	30.5%	-3.2%	23.7%	16.4%	-7.2%	14.1%	16.5%	2.3%	
毛利率	34.3%	59.7%	39.3%	41.0%	1.6%	34.1%	37.1%	3.0%	原料跌价、新产品推出、议价能力
净利润率	5.1%	10.1%	6.5%	12.7%	6.1%	8.8%	8.6%	-0.2%	毛利率提升、期间费用率下降

资料来源：天软投资系统，兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	542	584	807	1048
货币资金	219	200	220	242
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	53	66	100	135
其他应收款	4	5	7	10
存货	191	209	321	442
非流动资产	175	271	359	453
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	159	251	341
在建工程	51	56	63	66
油气资产	0	0	0	0
无形资产	33	32	31	30
资产总计	717	855	1166	1501
流动负债	174	210	358	463
短期借款	40	84	169	204
应付票据	2	4	6	8
应付账款	43	51	78	107
其他	89	72	106	143
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	210	358	463
股本	156	203	203	203
资本公积	224	177	177	177
未分配利润	141	239	384	590
少数股东权益	2	3	4	6
股东权益合计	536	645	808	1038
负债及权益合计	717	855	1166	1501

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	92	136	203	290
折旧和摊销	10	7	12	17
资产减值准备	4	-3	1	1
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	3	6	9
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	62	141	151
经营活动产生现金流量	50	61	92	167
投资活动产生现金流量	-95	-90	-110	-110
融资活动产生现金流量	270	10	38	-35
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	1311	1993	2744
营业成本	671	779	1194	1646
营业税金及附加	2	2	4	5
销售费用	166	210	314	417
管理费用	114	151	226	310
财务费用	3	3	6	9
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	166	249	356
营业外收入	5	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	111	167	250	357
所得税	18	30	46	66
净利润	93	137	204	291
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	92	136	203	290
EPS (元)	0.45	0.67	1.00	1.43

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.6%	23.0%	52.0%	37.7%
营业利润增长率	32.6%	56.5%	49.5%	43.3%
净利润增长率	44.5%	48.4%	49.0%	42.8%
盈利能力(%)				
毛利率	37.1%	40.6%	40.1%	40.0%
净利率	8.6%	10.4%	10.2%	10.6%
ROE	17.2%	21.2%	25.2%	28.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	25.3%	24.6%	30.7%	30.8%
流动比率	3.11	2.77	2.25	2.27
速动比率	1.99	1.77	1.35	1.31
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	21.61	23.65	22.98
每股资料 (元)				
每股收益	0.45	0.67	1.00	1.43
每股经营现金	0.31	0.30	0.45	0.82
每股净资产	2.63	3.17	3.96	5.09
估值比率 (倍)				
PE	42.32	28.52	19.14	13.40
PB	7.27	6.05	4.83	3.76

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。