

农药



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

诺普信 (002215)

09 年盈利水平略超预期

推荐 (维持)

2010 年 2 月 24 日

投资要点

事件:

诺普信发布业绩快报,公司 2009 年实现营业总收入 13.08 亿元,同比增长 23.39%;营业利润 1.58 亿元,同比增长 47.09%;利润总额 1.70 亿元,同比增长 52.08%;实现归属于上市公司股东的净利润 1.39 亿元,同比增长 50.11%。以 20280 万股的总股本计,实现摊薄每股收益 0.684 元。

点评:

- **盈利水平略超预期。**根据本次业绩快报,诺普信 2009 年度每股收益水平略超过我们 0.67 元的预测值。报告期内公司营业收入和经营利润均保持了快速增长,经营绩效和市场占有率均有较大提高。分析公司实际净利润与我们预测值的差异,主要在于营业外收支,根据本次业绩快报的数据,公司在报告期内的各类政府补贴等营业外收入超过 1000 万元,较我们的预测为高。
- **收入保持较快增长,市场占有率持续提高。**2009 年,诺普信营业总收入较去年同期增长 23.39%,主要由于:公司环保型制剂占主导的产品结构符合国家农药产业政策,并不断开发出适应市场需求的新产品;报告期内加大了市场营销网络建设;此外,新收购的子公司也有助于公司销售规模的迅速扩大。由于 2009 年中国农药制剂市场受需求低迷、同时原药降价拉低制剂价格等因素的影响,市场规模有所萎缩,因此我们估计,诺普信市场占有率的提高速度快于收入的增幅。
从季度数据看,诺普信 09 年全年收入增幅高于前 3 季度的收入同比增幅 (21.43%),说明公司 4 季度的收入增长在提速。
- **利润增速高于收入增幅,来自多重原因。**报告期内,诺普信营业利润、利润总额和净利润的增速均明显高于营业收入增速,主要由于:(1)公司营销网络下沉和渠道话语权的增强带来溢价和定价能力的增强;(2)以绩效毛利为核心的激励政策的实施;(3)原药采购议价能力的增强;(4)水基化环保制剂,尤其是除草剂和水溶性植物营养肥等新产品销售收入增长。以上因素共同带动了公司毛利率的提高。此外,参股公司投资收益和政府补贴收入的增加也对利润增速的提高产生贡献。
- **未来增长点多多。**我们预期,未来 3-5 年诺普信将继续处于成长壮大的黄金时期。公司 2010-2011 年的业绩增长主要来源于:(1)行业回暖带来市场容量的扩大,同时公司的市场占有率继续提升;(2)08-09 年集中新招营销人员逐步成熟,与此同时营销体系改革稳步推进,“两张网”(经销商模式和直销零售店模式)的营销模式将逐步展开,收入增长伴随销售费用率的下降;(3)公司在新产品,特别是水基化农药制剂和绿色乳油农药制剂领域的开发持续取得进展;(4)并购战略继续取得进展,所并购公司整合效应体现,利润贡献度增加;(5)此外,政策层面对环保农药生产企业的支持有望反映到税收和补贴等

领域的优惠上。

- **维持“推荐”评级。**我们重申前期观点，即：在市场内在动力和政策支持的双重作用下，中国农药行业面临着集中度提高的历史机遇。诺普信作中国农药制剂行业的龙头企业，依托综合竞争优势，市场占有率和盈利能力持续提高。在前文所述多重增长来源的带动下，公司未来的成长动力充沛。

我们维持公司 2010、2011 年 EPS 分别为 1.13 和 1.59 元的预测，公司营销模式改革试点成效显著，随着后续新模式的稳步推广，公司业绩有可能继续超出我们的预期。我们维持“推荐”的投资评级。

附录：相关报告

《营销改革进展良好，试点成效超出预期》2010-2-23
《并购扩张提速，成长动力充沛》2010-1-27
《农药行业：拐点初现，回暖可期》2010-01-20
《开发绿色农药制剂的新里程》2009-12-22
《高质量的快速增长》2009-10-26
《全面植保企业初现雏形，增发提供成长新动力》2009-8-13
《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
《成长才刚刚开始》2008-10
《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
《技术与整合——中国农药行业投资路线》2008-03-26
《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

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	542	580	771	967
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	95	124
其他应收款	4	5	7	9
存货	191	207	300	396
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	851	1130	1420
流动负债	174	207	295	330
短期借款	40	81	116	95
应付票据	2	4	6	7
应付账款	43	50	73	96
其他	89	72	101	132
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	207	295	330
股本	156	203	203	203
资本公积	224	177	177	177
未分配利润	141	238	409	636
少数股东权益	2	3	4	6
股东权益合计	536	644	835	1089
负债及权益合计	717	851	1130	1420

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	92	136	230	321
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	5	5
投资损失	0	-2	-6	-9
少数股东损益	1	1	1	2
营运资金的变动	60	59	119	119
经营活动产生现金流量	50	63	135	217
投资活动产生现金流量	-95	-88	-104	-101
融资活动产生现金流量	270	7	-11	-94
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	1900	2519
营业成本	671	769	1116	1473
营业税金及附加	2	2	3	5
销售费用	166	224	291	368
管理费用	114	151	216	285
财务费用	3	3	5	5
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	2	6	9
营业利润	106	164	276	393
营业外收入	5	1	5	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	111	165	281	394
所得税	18	28	49	71
净利润	93	137	231	323
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	92	136	230	321
EPS (元)	0.45	0.67	1.13	1.59

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.6%	23.0%	44.9%	32.6%
营业利润增长率	32.6%	54.2%	68.0%	42.6%
净利润增长率	44.5%	48.0%	69.4%	39.8%
盈利能力(%)				
毛利率	37.1%	41.4%	41.3%	41.5%
净利率	8.6%	10.4%	12.1%	12.8%
ROE	17.2%	21.2%	27.7%	29.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	25.3%	24.3%	26.1%	23.3%
流动比率	3.11	2.81	2.61	2.93
速动比率	1.99	1.80	1.59	1.72
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	23.20	22.61
每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.67	1.13	1.59
每股经营现金	0.31	0.31	0.66	1.07
每股净资产	2.63	3.16	4.10	5.34
估值比率(倍)				
PE	70.76	47.80	28.21	20.19
PB	12.15	10.11	7.81	5.99

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% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@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。