

农药



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

诺普信 (002215)

行驶在良性成长的道路上

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2010-3-18
收盘价(元)	37.40
52周最高/最低(元)	38.88/15.95
总股本(百万股)	202.80
流通股本(百万股)	58.90
总市值(百万元)	7461.01
流通市值(百万元)	2167.11
净资产(百万元)	637.63
总资产(百万元)	983.57

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1308	1918	2565	3215
同比增长(%)	23.4%	46.6%	33.8%	25.3%
净利润(百万元)	138	237	337	448
同比增长(%)	49.0%	72.0%	42.2%	32.9%
毛利率(%)	42.8%	42.8%	42.9%	43.0%
净利率(%)	10.5%	12.4%	13.1%	13.9%
净资产收益率(%)	21.6%	17.5%	20.8%	22.8%
每股收益(元)	0.62	1.07	1.52	2.02
每股经营现金流(元)	0.59	0.77	1.32	1.67

股价走势



投资要点

事件:

诺普信公布年报,2009年实现营业收入13.08亿元,同比增长23.39%;营业利润1.57亿元,同比增长46.37%;归属于母公司股东的净利润1.38亿元,同比增长49.04%;按报告期末20280万股的总股本计,实现每股收益0.68元(按22130万股的增发后总股本计,最新摊薄每股收益0.62元)。

公司2009年度利润分配预案为:拟向全体股东每10股派发现金红利3.0元(含税)。

点评:

诺普信2009年每股收益0.68元的业绩与公司2月24日发布的业绩快报一致,略超我们在公司业绩快报发布前的预期(0.67元)。报告期内,公司营业收入和经营利润均保持了快速增长,经营质量和市场占有率均进一步提高。

- **收入增长超越行业,毛利率继续提升。**诺普信2009年净利润大幅增长的主要原因在于收入快速增长的同时毛利率有较显著提高。2009年中国农药市场受气候等因素影响,需求低迷;与此同时原药降价拉低了制剂价格,因此市场规模有所萎缩。在此背景下,诺普信23.39%的收入增长大幅超越了行业,市场份额提升明显。

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

《开发绿色农药制剂的新里程》2009-12-22

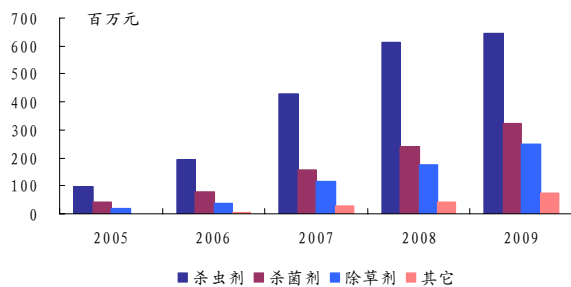
《全面植保企业初现雏形,增发提供成长新动力》2009-8-13

《步入良性增长轨道,业务延伸初见端倪》2009-4-9

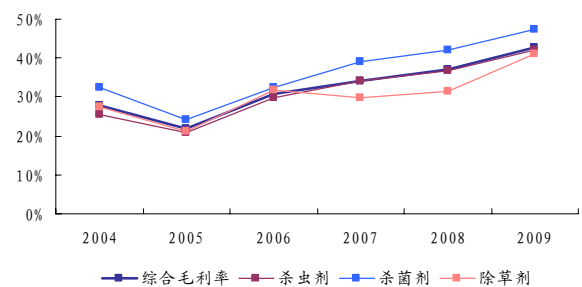
《成长才刚刚开始》2008-10

2009 年，诺普信的综合毛利率由 08 年的 37.08% 大幅提升至 42.76%，主要原因包括：（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）水基化环保制剂比重加大；（5）除草剂和水溶性植物营养肥等新产品销售收入增长。

从 2010 年之后的经营看，我们预期以上各因素的正面影响仍然延续，因此预计公司毛利率仍将保持在较高水平。

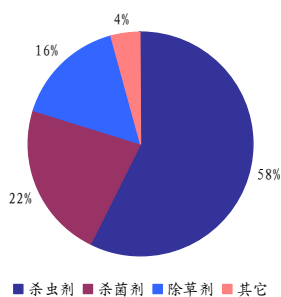
图 1 诺普信主营业务历年收入情况


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

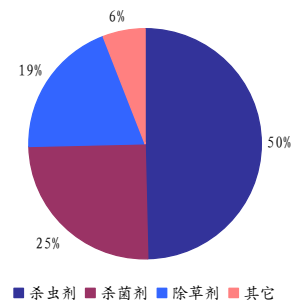
图 2 诺普信各项业务历年毛利率


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

- **收入结构更趋均衡，薄弱地区明显强化。**从分产品收入构成看，杀虫剂产品由于 09 年以来虫害较为低发，需求萎缩较多，因此诺普信的该项产品收入同比增长仅 5.29%，占营业比重由 58% 下降至 50%；相应地，公司大力拓展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 35.40% 和 44.33%，三大类农药制剂的收入构成更为均衡。

图 3 2008 年诺普信分产品收入构成


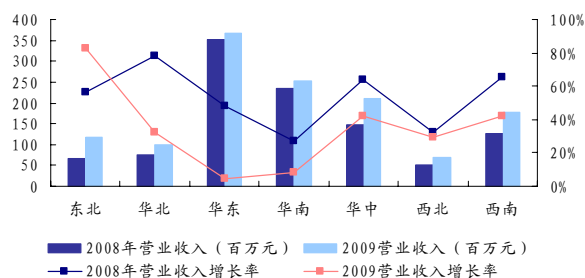
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 4 2009 年诺普信分产品收入构成


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

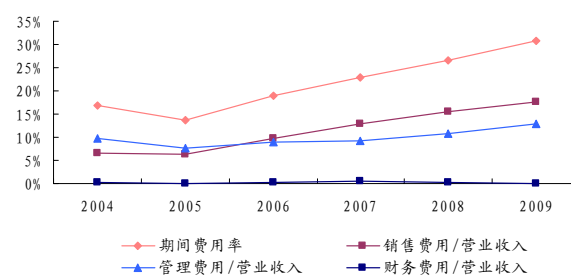
从分区域收入构成看，2009 年，在保持传统优势区域华东、华南市场平稳增长（收入增速分别为 4.23% 和 8.20%）的前提下，诺普信通过市场推广和收购兼并大力开拓国内其余市场，东北、华北、华中、西北和西南市场的收入增速分别达 82.67%、32.12%、42.48%、29.26% 和 41.99%，在传统薄弱市场的渗透率得到明显强化。

图 5 诺普信分区域收入及增速



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 6 诺普信历年期间费用率变化



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

- **期间费用率上升，为后续成长积蓄力量。**2009年，诺普信的销售费用率和管理费用率均继续上升，分别由08年的15.55%、10.73%上升为17.72%、12.97%。由此，公司09年的期间费用率由08年的26.52%提高至30.77%。

分析诺普信销售费用率的上升，主要原因是公司为了扩大未来的市场份额，加大了营销网络的建设，营销网点及营销人员都大幅增加，而当年增加的销售人员所产生的经济效益有所滞后。

对于管理费用率的上升，除了生产销售规模的扩大导致相应费用增加外，研发费用的增长是重要原因。2009年，诺普信研发支出达6584万元，占营业收入比重由08年的3.99%提高至5.03%。由此带来的是公司人才和技术储备的增加，以及农药产品登记数量的增长（公司及下属子公司“三证”齐全的农药产品由08年底的572个增加至717个）。

正如我们在前期系列报告所指出，诺普信近年来销售费用和管理费用的增长一定程度上可视为投资，相应投入所带来的人才和技术资源的积累，未来将成为公司利润增长的重要动力。

- **并购扩张提速，综合竞争力强化。**2009年内，诺普信的并购扩张战略稳步推进。年内公司先后参控股山东兆丰年、青岛星牌、常德邦达、东莞施普旺、中港泰富等农药制剂和植物营养肥品牌体系。

进入2010年，诺普信的并购扩张战略进一步提速。1月27日，公司公告拟投资4500万元，参股济南绿邦化工；并投资2235万元增持青岛星牌股权至51%。3月4日，公司公告拟投入自有资金4449万元，全资收购福建新农正大生物工程有限公司。（见表1）

在高度分散的中国农药市场，作为行业龙头和上市公司，诺普信具有行业经验和资金优势，对农药细分市场的优势或特色企业进行并购整合是公司巩固竞争优势和抢占市场份额的重要途径和理想选择。伴随着并购扩张的提速，诺普信在产品结构和区域覆盖上获得了更多的有益补充，公司的综合竞争力得到进一步加强。

- **增发完成，10-11 年增长因素众多。**3 月 17 日，诺普信公告了股票增发实施情况。公司本次共非公开发行 1850 万股，募集资金净额 5.38 亿元，投资于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。上述项目的投产将为公司的业务扩张提供有力保障。

展望 2010-2011 年，众多因素支持公司保持快速成长。我们预期公司的增长点主要来源于：（1）行业回暖（前期低温的影响应属有限）带来市场容量的扩大，同时公司的市场占有率继续提升（目前不到 3.5%）；（2）08-09 年集中新招营销人员逐步成熟，结合公司“营销两张网”的推进，收入增长伴随期间费用率的下降；（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。

- **行驶在良性成长道路上，维持“推荐”评级。**通过观察诺普信 2009 年度的经营成果我们可以发现，公司在保持业绩快速增长的同时，经营质量进一步提升。具体反映在：（1）行业低迷背景下，收入保持 23.39% 的较快增长；（2）毛利率继续大幅提高。除了营销网络下沉、产品结构改善等经营层面原因外，结合基层调研，我们发现诺普信在农药制剂领域的品牌效应正在积累之中；（3）经营性现金流持续改善，其主要原因是应收款的下降和预收款的增加，由此反映出公司对上下游企业议价能力的提高。

结合公司本次增发结果和公司经营进展，我们小幅上调诺普信 2010-2011 年 EPS 预测至 1.07、1.52 元（若按 2009 年底总股本则为 1.17 和 1.66 元），并引入公司 2012 年 EPS 预测值为 2.02 元。公司正在良性成长的轨道上迅速壮大，我们维持“推荐”的投资评级。

表 1 诺普信植保领域主要品牌体系

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	09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	-	-	-	7621
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%	5082
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%	1622
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%	-255
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%	-100
星牌	生物农药	青岛星牌作物科学	2009年5月 2010年1月	1812 2235.32	35% 51%	707
邦达	植保专业服 务	常德邦达绿色植物开发	2009年3月	49	49%	50
施普旺	植物营养肥	东莞施普旺生物科技	2009年4月	1380	100%	209
中港泰富	水溶性肥料	中港泰富(北京) 英联国际(北京)	2009年7月	1878.05 1878.05	51% 51%	711
大方农化	农药：区域品 牌	湖南大方农化	2009年11月	1255.80	27.45%	-416
绿邦	除草剂为主	济南绿邦化工	2010年 1月	4500	40%	-88
新农大正	杀菌剂、茶叶 杀虫剂为主	福建新农正大生物工程 有限公司	2010年3月	4449.03	100%	274

资料来源：兴业证券研发中心

注：部分新收购公司 09 年亏损，主要因为处于磨合期。诺普信的收购依据主要是产品结构和增长潜力。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	657	1225	1538	1964
货币资金	183	619	772	1008
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	43	96	129	158
其他应收款	16	7	9	11
存货	295	357	433	542
非流动资产	326	484	529	546
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	35	35	35	35
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	179	257	321	357
在建工程	13	82	76	58
油气资产	0	0	0	0
无形资产	73	72	71	70
资产总计	984	1709	2067	2510
流动负债	310	312	388	463
短期借款	100	50	55	60
应付票据	10	11	15	18
应付账款	64	88	117	147
其他	136	163	201	238
非流动负债	7	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	7	6	6	6
负债合计	317	318	394	469
股本	203	221	221	221
资本公积	171	691	691	691
未分配利润	247	404	643	954
少数股东权益	29	39	55	76
股东权益合计	667	1391	1673	2041
负债及权益合计	984	1709	2067	2510

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	138	237	337	448
折旧和摊销	14	24	34	42
资产减值准备	0	2	2	2
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-3	-10	-13
投资损失	-3	-3	-5	-8
少数股东损益	5	10	16	21
营运资金的变动	72	82	91	122
经营活动产生现金流量	85	171	292	370
投资活动产生现金流量	-152	-165	-83	-50
融资活动产生现金流量	21	430	-57	-83
现金净变动	-45	436	153	236
现金的期初余额	219	183	619	772
现金的期末余额	173	619	772	1008

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1308	1918	2565	3215
营业成本	749	1097	1464	1834
营业税金及附加	2	4	5	6
销售费用	232	307	398	476
管理费用	170	226	298	366
财务费用	1	-3	-10	-13
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	3	5	8
营业利润	157	290	416	553
营业外收入	13	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	169	293	419	556
所得税	27	46	66	87
净利润	143	247	353	469
少数股东损益	5	10	16	21
归属母公司净利润	138	237	337	448
EPS (元)	0.62	1.07	1.52	2.02

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.4%	46.6%	33.8%	25.3%
营业利润增长率	46.4%	84.7%	43.2%	33.1%
净利润增长率	49.0%	72.0%	42.2%	32.9%
盈利能力(%)				
毛利率	42.8%	42.8%	42.9%	43.0%
净利率	10.5%	12.4%	13.1%	13.9%
ROE	21.6%	17.5%	20.8%	22.8%

偿债能力(%)

资产负债率	32.2%	18.6%	19.1%	18.7%
流动比率	2.12	3.93	3.97	4.24
速动比率	1.15	2.77	2.84	3.05

营运能力(次)

资产周转率	1.54	1.42	1.36	1.40
应收帐款周转率	26.60	27.07	22.44	22.05

每股资料 (元)

每股收益	0.62	1.07	1.52	2.02
每股经营现金	0.59	0.77	1.32	1.67
每股净资产	2.88	6.11	7.31	8.88

估值比率 (倍)

PE	60.06	34.92	24.56	18.48
PB	12.98	6.12	5.12	4.21

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

朱元戔	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。