

费用过高制约公司利润增长

诺普信 (002215)

增持 (维持)

化工/农药

目前股价: 31.22 元

三季度点评

2010 年 10 月 29 日 星期五

袁舰波

执业证书编号:

S0630208010052

联系人

王会芹

021-50586660-8624

wanghq@longone.com.cn

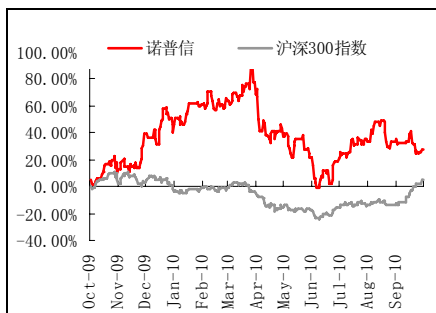
重要数据

总股本(亿股)	2.21
流通股本(亿股)	0.65
总市值(亿元)	64.71
流通市值(亿元)	18.93

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	(3.82)	(22.94)
3 个月	2.31	(16.55)
6 个月	(24.64)	(34.14)

股价相对沪深 300 走势图



投资要点

- 2010 年前三季度, 公司实现营业收入 13.03 亿元, 同比增长 12.37%; 归属于母公司所有者净利润 9353 万元, 同比下降 18.07%; 基本每股收益 0.43 元。3 季度, 公司实现营业收入 2.94 亿元, 同比增长 12.07%; 归属于母公司所有者净利润 807.8 万元, 同比下降 52.94%; 基本每股收益 0.04 元。3 季度业绩低于预期。
- **毛利率同比基本持平。**今年的异常气候导致农药需求不旺, 公司通过加大销售力度, 前三季度制剂销量总体保持稳定增长; 产品毛利率稳定, 前 3 季度为 40.8%, 同比基本持平。
- **费用过高致利润同比下滑。**由于营销网点增加、销售规模扩大及新模式的推广, 公司今年以来费用率居高不下。前三季度公司销售和管理费用率分别达到 19.94% 和 12.3%, 同比增加 2.67 和 0.68 个百分点。
- **销售新模式推广区域扩大。**公司推行营销“两张网”的新销售模式, 上半年执行效果一般; 随着执行力度的加大, 目前已初见成效, 公司将该模式推广至华东地区。
- **盈利预测:** 4 季度农药销售进入淡季, 销售费用短期内不能明显下降, 今年的业绩情况不容乐观, 我们下调公司 2010 年 EPS 至 0.56 元; 随着销售新模式的逐步推广和稳定, 未来销售费用率将逐步下降, 而公司可能继续利用资金优势, 并购其他农药公司, 加大扩张力度。我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别 1.01 元和 1.46 元, 对应动态 PE 分别为 53 倍、30 倍和 21 倍, 目前估值不具有优势, 但从长期考虑, 公司成长性良好, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 1) 如原药价格大幅上涨, 公司的毛利率将有所下降。2) 公司销售新模式推广区域扩大后, 效果仍存不确定性。

图表 1 公司盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	717	984	1,624	1,733	2,222	营业收入	1,060	1,308	1,654	2,283	3,151
货币资金、交易						营业成本	663	749	978	1,319	1,819
性金融	219	183	414	221	299	营业税金及					
应收票据、应收						附加	2	2	4	6	8
帐款	57	46	86	119	164	销售费用	232	232	318	411	542
其他流动资产	267	428	447	616	851	管理费用	170	170	200	279	384
长期投资	-	-	198	274	378	EBIT	155	155	153	268	397
固定资产合计	131	192	364	342	309	财务费用	5	-2	10	4	14
无形资产及其						投资收益	3	3	2	4	5
它资产	38	76	116	160	221	公允价值变					
总负债	181	317	358	315	588	动损益	-	-	-	-	-
无息负债	45	74	96	132	183	营业利润	107	157	146	267	388
有息负债	136	243	263	183	405	所得税	19	27	22	40	58
股东权益	536	667	1,266	1,418	1,634	少数股东损益	1	5	3	5	7
股本	156	203	221	221	221	归属母公司净利					
公积金、公益金	237	188	727	745	777	润	92	138	124	223	324
未分配利润	141	247	285	414	591	EPS	0.42	0.62	0.56	1.01	1.46
少数股东权益	2	29	32	37	45						
负债与权益合											
计	717	984	1,624	1,733	2,222	主要财务比率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
						增长率					
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	营业收入	39.20%	12.92%	30.65%	34.87%	37.89%
经营活动现金流	63	90	124	139	203	净利润	45.65%	49.04%	-9.82%	79.37%	45.16%
净利润	93	143	127	227	330	盈利能力					
折旧摊销	10	13	27	26	23	毛利率	37.46%	42.76%	40.86%	42.20%	42.26%
财务费用	5	1	10	4	14	净利率	8.80%	10.91%	7.67%	9.96%	10.48%
投资收益	-	3	2	4	5	ROE	17.42%	21.40%	10.02%	16.04%	20.20%
营运资金变动	-49	64	38	116	160	ROIC	18.71%	26.47%	13.33%	23.12%	31.89%
其它	4	0	0	1	1	偿债能力					
投资活动现金流	-92	-98	-394	-88	-118	资产负债率	25.30%	32.22%	22.07%	18.18%	26.45%
资本支出	-92	-101	-397	-92	-123	流动比率	3.11	2.12	2.64	3.04	2.24
其他投资	-	3	2	4	5	营运能力					
筹资活动现金流	226	-28	501	-243	-8	资产周转率	1.97	1.54	1.27	1.36	1.59
借款变动	32	106	27	-80	222	存货周转率	6.03	5.39	5.43	6.10	6.10
普通股增加	66	47	19	-	-	收款周期	12.70	13.30	13.71	15.52	15.52
资本公积增加	212	-53	520	-	-	估值比率					
股利分配	28	62	40	68	101	PE	50.62	44.15	53.43	29.79	20.52
其他	-56	-66	-24	-95	-129	PB	8.74	9.13	5.24	4.68	4.06
现金净增加额	197	-36	231	-192	78	EV/EBITDA	28.46	37.99	37.40	23.43	16.71

资料来源: 东海证券研究所

附注:

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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

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