

诺普信 (002215)

推荐 (维持)

营销改革进入深化期，行业低迷下稳健增长

市场数据

报告日期	2011-8-10
收盘价(元)	14.47
总股本(百万股)	354.08
流通股本(百万股)	249.40
总市值(百万元)	5123.54
流通市值(百万元)	3608.81
净资产(百万元)	1273.96
总资产(百万元)	1949.27
每股净资产	3.60

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1456	1740	2345	3037
同比增长(%)	11.3%	19.5%	34.8%	29.5%
净利润(百万元)	109	188	295	412
同比增长(%)	-21.5%	73.2%	56.4%	39.9%
毛利率(%)	41.7%	42.6%	42.8%	42.6%
净利率(%)	7.5%	10.8%	12.6%	13.6%
净资产收益率(%)	8.9%	13.8%	18.4%	21.4%
每股收益(元)	0.31	0.53	0.83	1.16
每股经营现金流(元)	0.36	0.38	0.58	0.84

相关报告

《业绩重回快速增长，一季度开局良好》2011-4-12

《营销改革步入正轨，2011年重归成长》2011-4-8

《参股常隆农化，向上游延伸产业链迈出重要一步》2010-12-28

分析师

郑方铤

021-3856 5927

zhengfb@xyzq.com.cn

SAC:S0190510120005

投资要点

事件:

诺普信公布 20110 年半年报，报告期内实现营业总收入 11.63 亿元，同比增长 15.34%；营业利润 1.55 亿元，同比增长 54.74%；归属于上市公司股东的净利润 1.30 亿元，同比增长 52.07%，按 3.54 亿股的总股本计，实现每股收益 0.37 元。公司扣除非经常性损益后的净利润为 1.23 亿元，每股经营活动产生的净现金流量为-0.09 元。

公司中期利润分配方案为向全体股东每 10 股派发现金红利 1.20 元（含税）。公司对 2011 年 1-9 月业绩的预测为：归属于母公司所有者的净利润同比增长 30-60%。

同时，公司发布公告，拟变更 2010 年 3 月增发募集资金投向的部分项目，相应资金用于投资 AK（直销零售店）网络扩建等 4 个新项目。

点评:

诺普信 2011 年上半年业绩在公司发布 1 季报时业绩预测区间（净利润同比增长 50-100%）之内，略低于我们此前 EPS 为 0.39 元的预测。总体而言，在农药行业延续低迷、公司营销改革继续深化之际，诺普信依托市场开拓、费用控制和参股原药子公司的利润贡献，保持了业绩的稳健增长。

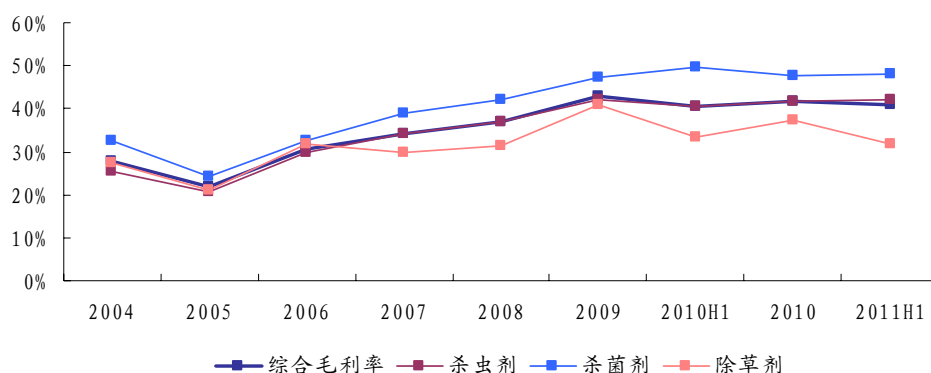
- 营销改革继续深化，直销体系成为带动收入增长的主力。2011 年上半年，中国农药行业的内需依然较为低迷。年初的低温导致旺季有所推迟，

而4、5月份的干旱和6月份的南方洪涝等自然灾害则对旺季需求产生制约。在此背景下，诺普信营销“两张网”的新销售模式继续推进，渠道下沉力度加大，其中直销零售店（以标正、皇牌、兆丰年三个品牌为主体）的新网络体系在经过2010年的铺垫期后开始发力，成为带动收入增长的主力。

考虑到2011年上半年中国农药制剂市场依然低迷，诺普信15%的收入增长继续较好地超越了行业，市场份额继续提高。

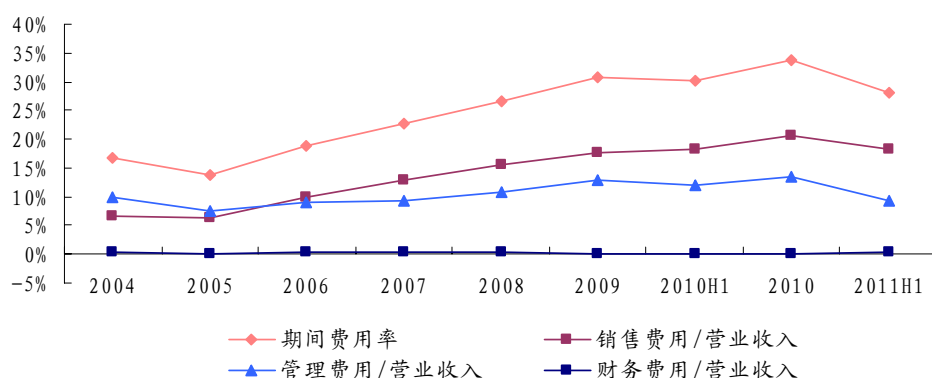
- **综合毛利率小幅上升，管理费用控制良好促进利润增长。**2011年上半年，诺普信的综合毛利率为40.95%，较2010年同期小幅上升0.42个百分点。公司在期间费用上的控制令人印象深刻，其中管理费用的绝对数额下降了1094万元（降幅9.13%），管理费用率在经历多年持续上升后首次由上年同期的11.89%降至9.37%，成为收入增长之外推动净利润增长的另一重要力量。

图1 诺普信各项业务历年毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图2 诺普信历年期间费用率



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

- **参股原药子公司经营良好，投资收益增厚利润。**报告期内，诺普信实现投资收益1301万元，较2010年上半年的199万元大幅增长。其主要原因在于：
 - (1) 2010年12月投资的两家农药原药企业江苏常隆农化、江西禾益化工依托自身优势，经营情况良好，2011年上半年分别实现净利润1734和1183万

元(两家企业 2010 年相关净利润数据分别为-2650(前 10 月)和 563 万元(前 11 月));(2) 委托贷款利息收入等贡献加大。

考虑到常隆农化伴随搬迁改造,新产能将陆续投放,而禾益化工在引入诺普信和华邦制药两大股东后发展潜力充足,预计未来投资收益将继续成为诺普信利润增长的重要来源。

- **募投项目变更有利于提高资金效率、完善产业布局。**基于公司产能建设、产品研发的新进展,以及个别项目园区规划的变更,诺普信对 2010 年 3 月增发募集资金的投向进行相应变更,有助于提高资金的效率,完善公司在农药制剂和水溶性肥料领域的产业布局,从而为未来的业绩增长打下良好基础。

表 1 诺普信增发募投项目变更汇总

原项目名称	新项目名称	变更原因	投入金额 (元)	占募集资金 总额的比例 (%)	新项目内容
西南环保型农药制剂生产基地项目	AK营销网络扩建	现有产能达到预期目标	136,100,000	25.29%	基于零售店的终端营销渠道网络建设
山东10,000吨/年除草剂项目	西北生产基地10000吨/年环保型农药制剂(除草剂)项目	原项目园区规划变更,结合未来生产布局的安排	75,700,000	14.07%	控股子公司陕西标正为实施主体,项目生产规模为10,000吨/年除草剂
东莞水溶肥料生产项目	东莞施普旺济南分公司水溶肥料生产项目	粉剂类产品增多,适宜在北方干燥地区生产	64,349,000	11.96%	东莞施普旺济南分公司为实施主体,项目生产规模为6万吨/年
山东10,000吨/年除草剂项目4,530万元和东莞水溶肥料生产项目2,969万元	永久补充流动资金项目	项目变更后资金节省	74,990,000	13.94%	淡季采购原材料、产成品库存和旺季资金周转
合计	-	-	351,139,000	65.25%	-

资料来源:公司公告,兴业证券研究所

- **维持“推荐”评级。**结合本次中报,我们小幅调整诺普信 2011-2013 年 EPS 预测至 0.53、0.83 和 1.16 元。作为中国农药制剂领域的龙头企业,诺普信在产业链完整性、区域战略布局、产品开发和储备、销售渠道的建设等方面领先优势明显。公司当前营销改革进入深化期,在把握“两张网”和渠道下沉大方向的基础上,一方面对成功的具体措施进行固化,另一方面针对发展中出现的问题进行有效调整。

随着诺普信新营销体系的逐步成熟,预计公司未来将迈入收入持续增长和费用率合理下降的良好经营局面,经营业绩将重回快速成长的轨道。我们维持公司“推荐”的投资评级。

表 2 诺普信植保领域主要品牌体系、收购（设立）情况及财务数据

品牌体系	业务定位	参与实体	收购（设立）时间	收购价格（万元）	持股比例	总资产	净资产	2011上半年收入	2011上半年净利润
诺普信	农药：全国性中高档品牌	股份公司 诺普信农资	- -	- -	- 100%	- 23845	- 1222	- 12197	- -501
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%	46445 34534	9770 4719	27944 60348	4001 2255
标正	农药：大北方区域品牌	陕西标正 西安标正	05-06年发起成立	-	98.0% 90%	20130 -	7016 -	9804 -	1257 -
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%	31149 -	14882 -	7295 -	651 -
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%	10137 -	2300 -	6446 -	554 -
星牌	生物农药	青岛星牌作物科学	2009年5月 2010年2月	1812 2235	51%	11869	7681	5969	288
施普旺	植物营养肥	东莞施普旺生物科技	2009年 4月	1380	100%	14456	10098	1799	184
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%	3721 3449	1754 2380	3101 3306	44 7
大方农化	农药：区域品牌	湖南大方农化	2009年11月	1255.80	27.45%	11093	1508	4160	-233
绿邦	除草剂为主	济南绿邦化工	2010年 1月	4500	40%	15775	4826	12319	654
新农大正	杀菌剂、茶叶 杀虫剂为主	福建新农大正生物工程有限公司	2010年2月	4449.03	100%	8008	3694	4481	114
诺德生物	松树油基农药 助剂	福建诺德生物科技有限公司	2010年	550	55%	-	-	-	-
江西禾益	农药原药（杀菌剂、杀虫剂）	江西禾益化工有限公司	2010年12月	4160	20%	20080	15963	12233	1183
常隆农化	大型农药原药企业	江苏常隆农化有限公司	2010年12月	10540	35%	84753	27614	71571	1734
诺富尔	农药制剂、肥料	四川诺富尔作物科技有限公司	2011年1月	500	100%	-	-	-	-
西部爱地	农药制剂、肥料	成都西部爱地作物科学有限公司	2011年3月	1000	100%	-	-	-	-
秋田技研	喷雾器	山东秋田技研机械股份有限公司	2011年3月	900	90%	-	-	-	-

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

注：收入和净利润的单位为万元；

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	985	1187	1451	1847
货币资金	369	523	623	823
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	106	120	150	179
其他应收款	53	36	22	11
存货	356	384	490	618
非流动资产	636	790	827	837
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	212	212	212	212
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	214	291	350	382
在建工程	17	84	77	58
油气资产	0	0	0	0
无形资产	140	139	138	137
资产总计	1622	1977	2278	2683
流动负债	308	520	570	633
短期借款	0	200	200	200
应付票据	26	28	34	38
应付账款	86	90	107	139
其他	196	202	229	255
非流动负债	26	16	16	15
长期借款	0	0	0	0
其他	26	16	16	15
负债合计	334	537	586	648
股本	221	354	354	354
资本公积	696	563	563	563
未分配利润	272	401	616	907
少数股东权益	64	72	86	105
股东权益合计	1288	1440	1692	2035
负债及权益合计	1622	1977	2278	2683

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	109	188	295	412
折旧和摊销	31	29	38	47
资产减值准备	2	2	1	2
无形资产摊销	3	2	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-6	-4	-8
投资损失	-14	-24	-34	-41
少数股东损益	2	8	14	19
营运资金的变动	43	41	115	134
经营活动产生现金流量	99	133	205	296
投资活动产生现金流量	-295	-142	-52	-15
融资活动产生现金流量	383	162	-53	-80
现金净变动	186	153	100	201
现金的期初余额	183	369	523	623
现金的期末余额	369	523	623	823

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1456	1740	2345	3037
营业成本	848	1000	1343	1742
营业税金及附加	4	3	4	6
销售费用	299	348	420	504
管理费用	195	200	263	334
财务费用	-1	-6	-4	-8
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	14	24	34	41
营业利润	119	219	354	500
营业外收入	11	13	11	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	129	231	364	509
所得税	18	34	55	77
净利润	110	197	309	432
少数股东损益	2	8	14	19
归属母公司净利润	109	188	295	412
EPS (元)	0.31	0.53	0.83	1.16

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.3%	19.5%	34.8%	29.5%
营业利润增长率	-24.4%	84.8%	61.1%	41.5%
净利润增长率	-21.5%	73.2%	56.4%	39.9%
盈利能力(%)				
毛利率	41.7%	42.6%	42.8%	42.6%
净利率	7.5%	10.8%	12.6%	13.6%
ROE	8.9%	13.8%	18.4%	21.4%

偿债能力(%)

资产负债率	20.6%	27.1%	25.7%	24.1%
流动比率	3.20	2.28	2.55	2.92
速动比率	2.03	1.53	1.67	1.93

营运能力(次)

资产周转率	1.12	0.97	1.10	1.22
应收帐款周转率	19.47	15.30	17.10	18.15

每股资料(元)

每股收益	0.31	0.53	0.83	1.16
每股经营现金	0.36	0.38	0.58	0.84
每股净资产	3.46	3.86	4.54	5.45

估值比率(倍)

PE	47.09	27.18	17.38	12.42
PB	4.19	3.75	3.19	2.65

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

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

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。