

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883485

研究助理：谢裕青

电话：021-60883497

邮箱：xieyuq@wlzq.com.cn

发布日期：2012年11月30日

改革有待深化，竞争优势仍存

——诺普信（002215）调研简报

公司调研简报

增持（首次）

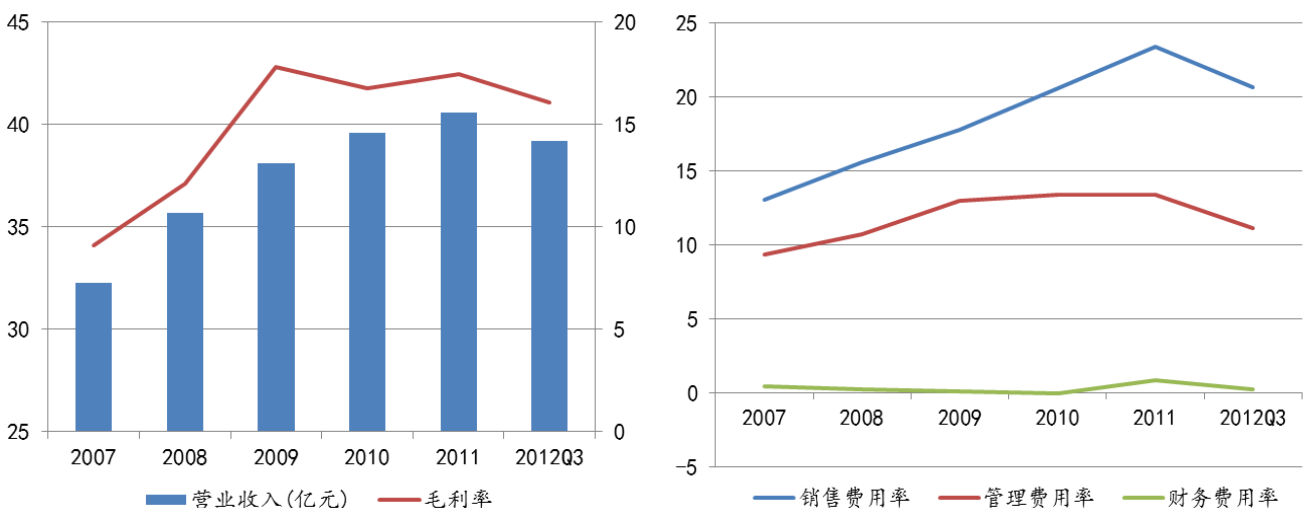
事件：

我们近期对诺普信进行了调研，与公司管理层进行了深入交流，主要探讨了目前公司经营状况，今年以及明年的经营展望，农化市场以及未来的演化趋势，公司营销渠道建设所面临的机遇与挑战等。公司在农化产品直销渠道建设上进行了巨大努力，转型过程正在进行。我们认为公司从经销到直销的转变以及市场份额的扩张将是长期的过程。公司掌握下游渠道的尝试需要假以时日才能充分发挥效用。尽管近期催化因素有限，但我们看好公司未来的竞争优势，给予“增持”评级。

点评：

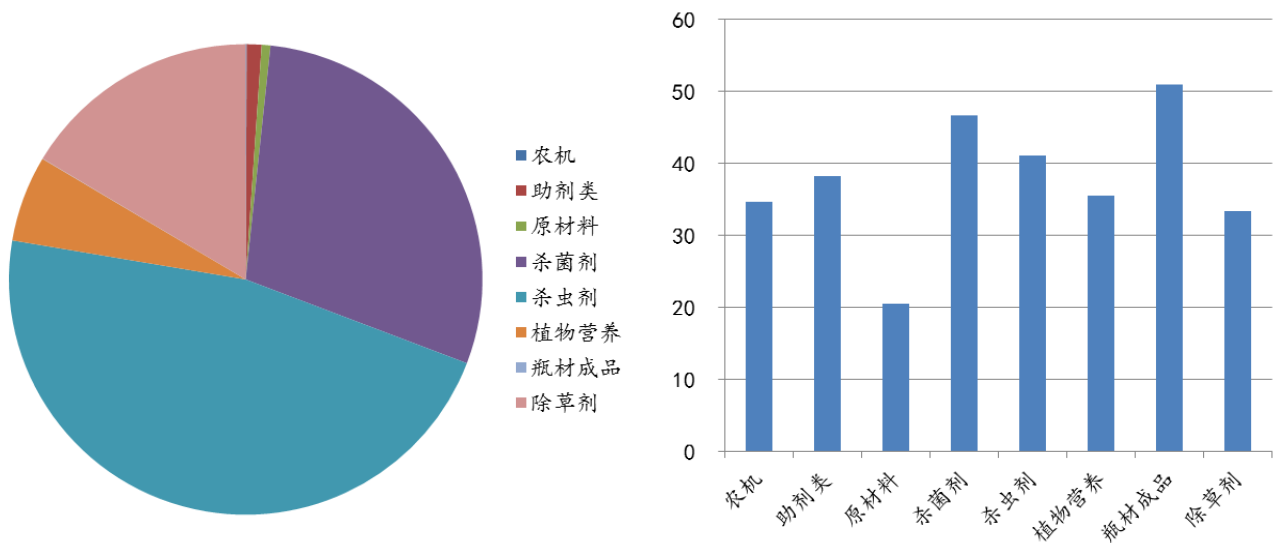
- **国内农药制剂的龙头企业：**诺普信农药产品客户主要针对附加值较高的经济作物，涵盖除草剂，杀虫剂，杀菌剂，植物生长调节剂等品种。2011年营业收入超过15亿元，是国内最大的农药制剂企业。与原药企业不同，制剂的购买者主要是终端农户中，因此一般都是通过经销商进行销售。诺普信在全国逐步推广自身的直销网络，在全国行业中属于创新者，目前直销比例大约占三分之一。
- **增速逐步放缓，毛利率维持稳定：**随着公司渡过快速成长期，近几年公司的销售收入增速逐步减缓。增速下降的原因多种多样，农化市场自身的特性令企业的市场份额较难持续迅速扩张，低质量和仿冒产品的入侵也令市场更加混乱。但公司通过持续的销售渠道改革，经销商渠道的规模维持稳定，自身直销网络逐步强化，依然实现了销售额的逐步增长。此外由于农化产品与消费品有相似之处，毛利率依然维持稳定。我们认为公司毛利率近一段时间将维持目前水平。

图1 2007年以来诺普信销售收入及利润率趋势



资料来源：万联证券研究所，同花顺

图2 2012中报诺普信销售构成及分产品毛利



资料来源:万联证券研究所, 同花顺

- **公司近期仍以营销体系改革作为重点:** 尽管我国农药的产量已经达到世界首位, 但盈利能力并不理想, 这是由于下游制剂的优秀品牌仍然不多。强化对下游渠道和客户的控制力是农药制剂企业发展的重要环节, 也往往是盈利能力的保证。公司近年逐步推进内部营销体系的改革, 希望通过改革, 在维持经销商稳定的情况下强化直销。
- **行业将持续增长, 公司具备一定优势:** 我国农药的平均使用量相比发达国家仍有提高的空间, 因此终端制剂发展的空间仍然很大。诺普信在国内拥有最大的市场份额, 已经具备一定的品牌知名度。未来的营销体系改革如果能够持续深化, 将会通过直销渠道建立农户与公司更加紧密的关系, 减少中间环节的利润损失, 而且有利于公司的新产品推广。公司在环保剂型领域也拥有技术储备, 未来有望受益于环保政策。从整体市场角度, 我们认为农药制剂的消费量仍将持续增长, 而且公司在农药制剂行业内公司的优势仍然存在。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预测2012, 2013年EPS分别为0.30元, 0.37元, 对应于目前股价市盈率分别为21.1和17.1倍。公司在行业中具备一定竞争优势, 期待营销体系改革带来的长期成果, 首次给予“增持”评级。
- **风险因素:** 营销体系改革带来成本上升, 农化领域竞争日趋激烈

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	14.6	15.6	17.0	18.8
增长比率 (%)	11.3%	6.8%	9.0%	10.6%
净利润 (亿元)	1.10	0.81	1.09	1.34
增长比率 (%)	-22.7%	-25.2%	34.6%	22.9%
每股收益 (元)	0.30	0.23	0.30	0.37
市盈率 (倍)	21.1	27.5	21.1	17.1

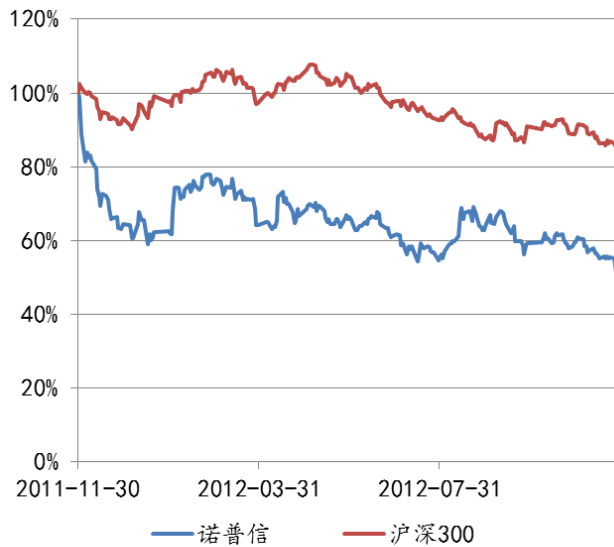
市场数据

收盘价 (元)	6.32
一年内最高/最低 (元)	13.42/6.31
沪深300 指数	2115.68
市净率 (倍)	1.70
流通市值 (亿元)	16.1

基础数据

每股净资产 (元)	3.72
每股经营现金流 (元)	0.33
毛利率 (%)	41.1%
净资产收益率 (%)	10.0%
资产负债率 (%)	22.0%
总股本/流通股 (万股)	36219/25523
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831