

渠道精兵减费，参股原药企业利润大增

——诺普信（002215）

2013年5月31日

强烈推荐/上调

诺普信

调研快报

范劲松	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480512060002
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66554032

事件：

近期赴上市公司调研了解公司经营情况。

观点：

1. 农药制剂行业集中度有待提高利好龙头企业，公司仍有4倍增长空间

公司是国内农药制剂行业毋庸置疑的龙头老大，2011年销售额接近第二名江苏龙灯化学有限公司的两倍。农药制剂行业由于下游农户分散，地区差距较大，行业集中度很低，2011年排名前30的制剂企业销售额仅83.8亿元，占市场份额的21%。

随着上游原药企业的逐渐集中以及农村土地流转带来的下游农户逐渐集中，制剂行业集中度提高是大势所趋，长期利好龙头企业。公司在农药制剂行业市场占有率仅约4%，在海南和广东地区较高，约为8%。从这个角度来看，如果未来国内制剂行业如发达国家一样提升集中度，龙头企业市场占有率能提高到15%左右，那公司仍有4倍的增长空间。

2. AK渠道精兵减费，CK渠道逐渐修复，13年或成拐点

公司原有的营销模式：“公司—县级经销商—零售店—农户”（所谓的CK网），后来增加了零售模式“公司—乡镇大零售店—农户”（所谓的AK网），变成AK和CK双网结合的营销网络。这种网络更加下沉，减少了利益链条环节，但由于扩张速度太快，人员费用增加较大，同时跟原有经销商之间产生利益冲突，导致公司10、11年利润下滑。

从去年下半年开始，公司逐渐减少销售人员，经过优胜劣汰从2400人减少到1800人，预计年化可以减少约5000万的销售费用。而与此同时，销售人员的效率大幅提高，人员的减少并未带来收入的下降，一季报同比收入依然增长10%。同时公司通过回访等形式开始修复原有的经销商渠道，未来随着AK渠道的单人销售提高和费用降低以及CK渠道的修复公司将重新回到快速增长的轨道，13年或成公司拐点。

3. 参股原药企业江苏常隆利润大增，预计同比13年增厚公司EPS0.05

公司参股原药企业江苏常隆农化，持有35%的股权，根据2012年报显示常隆农化12年净利润7395万元，公司获得投资收益2588万元。2013年农药原药行情大好，草甘膦、吡虫啉、功夫菊酯等产品价格均大幅上涨，其他农药品种价格和销量也都很好。根据江苏常隆网站信息，“农药原药年生产能力10万吨以上，原药品种40余种、制剂60余种，具有农药“三证”的产品达120多个”。据此测算，江苏常隆农化2013年的净利润比2012年增厚约1亿元。公司已公告拟参与常隆农化母公司常隆化工的股权转让。

4. 与跨国企业合作打造新的增长点

公司开始利用自己的渠道优势代理跨国公司的制剂产品，预计 2013 年开始可以部分放量，并且有较好的盈利能力。我们预计此块业务很有可能成为公司一个新的增长亮点，充分发挥公司的渠道优势、地区优势和跨国公司的产品优势，可以产生很好的协同效应。

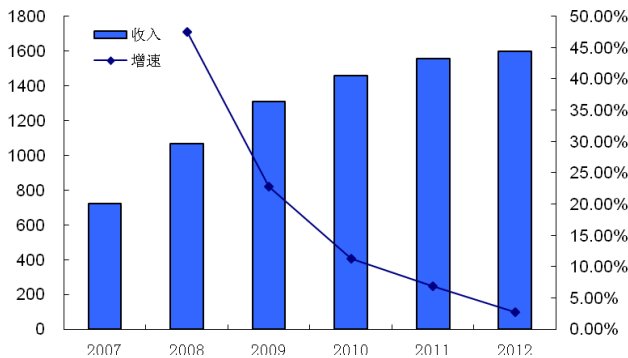
结论：

不考虑公司收购常隆化工股权的情况，预测公司 2013-2014 年 EPS 全面摊薄后分别为 0.33 和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 23 和 19 倍。农药制剂属于快速消费品，强大的渠道是公司的核心竞争力，经过几年的渠道改革后公司有望重新迎来快速增长的拐点，如果收购原药企业成功将在增厚公司业绩的同时契合 2013 年农药原药的投资热点，给予公司 2013 年 30 倍 PE 估值，目标价 9.90 元，上调公司评级至“强烈推荐”。

风险提示：

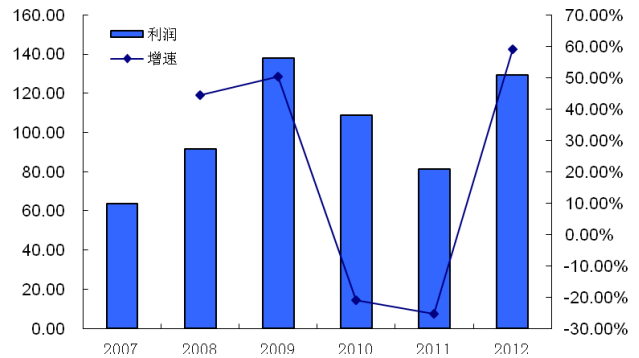
天气情况导致今年虫害大幅低于预期的风险。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：公司分季度毛利率及净利率

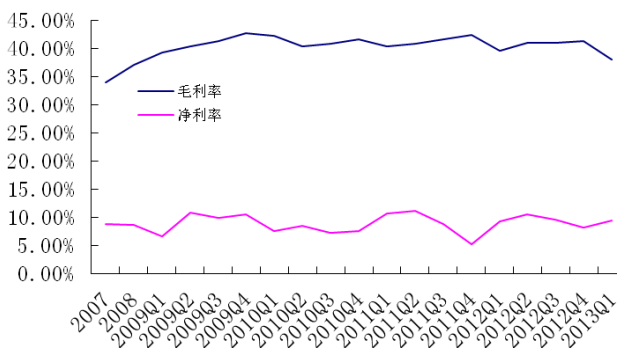
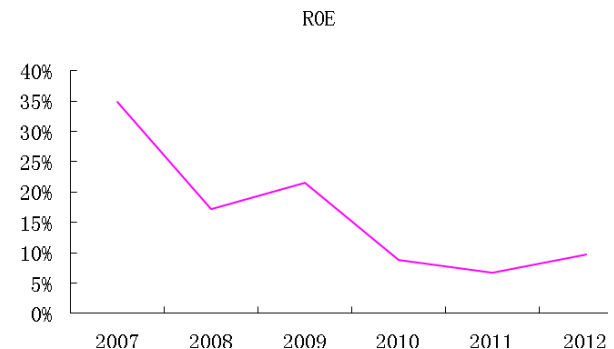


图 4：公司 ROE



资料来源：wind，东兴证券研究所

资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师简介

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。