

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

诺普信 (002215)

推荐 (维持)

市场启动推迟，关注新增产能释放

2010年04月25日

蔡大贵 分析师 S1060208120118
陈建文 联系人

0755-22625476 Chenjianwen002@pingan.com.cn

事项

4月28日，诺普信公布了2010年一季度报，报告期内公司实现销售收入3.47亿元，同比增长10.85%，归属母公司净利润2638万元，同比增长20.03%，每股收益为0.13元。

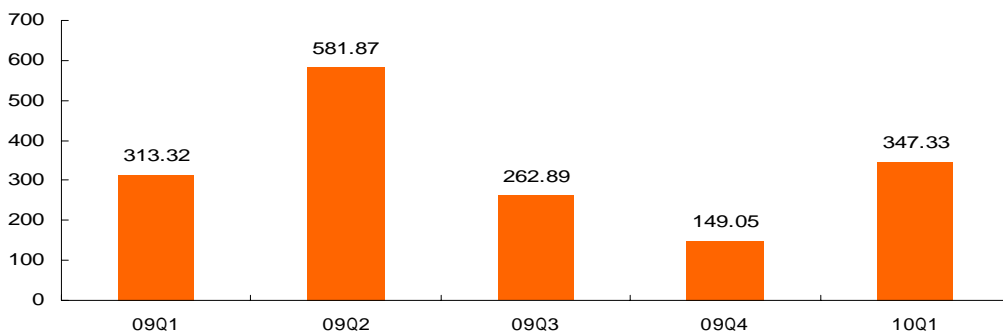
主要观点

一、市场启动推迟，业绩低于预期

今年一季度由于北方气温偏低，而西南遭遇干旱，一季度农药整体市场需求偏少，农药需求旺季有推迟的迹象。按历史经验看，一季度通常占公司全年营业收入的20%左右，鉴于目前形势，我们预计今年公司二、三季度收入占全年比重将超过往年，或平衡一季度业绩增长较低的影响。

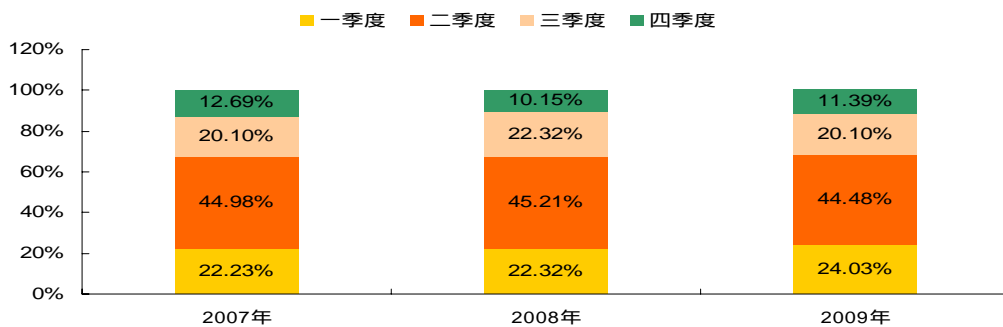
图表1 公司营收变化趋势（按季度）

单位：百万元



资料来源：Wind, 平安证券

图表2 二季度占公司营收的比重最大

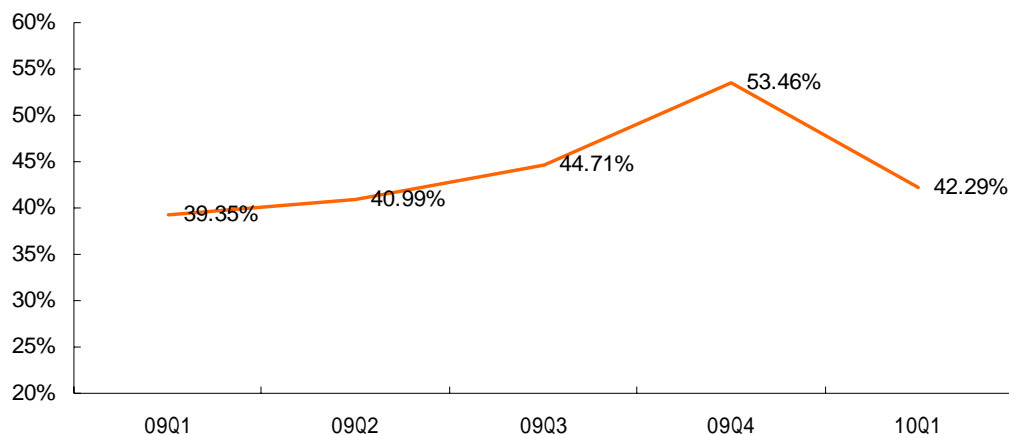


资料来源：Wind, 平安证券

二、 较高毛利率体现公司议价能力

虽然原材料价格上涨压力较大,但公司是我国最大的制剂生产企业,采取淡季采购策略,对原药厂商具有较强的议价能力,同时渠道扁平也提高了公司对下游的议价,公司毛利率一直保持在较高的水平。一季度公司综合毛利率为42.29%,比去年同期高约3个百分点,并与去年全年毛利率水平相当。

图表3 公司毛利率保持在较高的水平



资料来源: Wind, 平安证券

三、 期间费用率有所上升, 新产能释放值得关注

一季度公司销售费用率和管理费用率分别为16.93%和14.53%,两者合计比去年同期增加1.6个百分点,这主要公司下属公司增加引起,我们认为在今年农药消费推迟的背景下,一季度公司期间费用率位于正常波动范围之内。随着公司产能释放及规模扩大,期间费用率存在一定的下降空间。

图表4 一季度公司期间费用率处于合理波动范围内

项目	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
销售费用率	16.46%	16.20%	20.61%	21.20%	16.93%
管理费用率	13.38%	8.87%	15.59%	23.47%	14.53%
财务费用率	0.24%	0.05%	-0.09%	0.15%	0.50%

资料来源: Wind, 平安证券

公司3万吨农药制剂募投项目去年年底完工,新近收购福建新农大正生物工程有限公司和青岛星牌进入合并报表,今年公司产能提升幅度较大,新增产能释放将对公司业绩产生强大的推动力。

四、 维持“推荐”投资评级

预计公司2010~2012年每股收益为0.93元、1.35元和1.85元,对应4月27日的收盘价的PE分别为42倍、29倍和21倍。我们认为公司具备持续较快成长的条件和能力,未来发展前景看好,维持“推荐”投资评级。

附表1 公司利润预测表

单位：百万元，元/股

损益表	2007(A)	2008(A)	2009(A)	2010(A)	2011(A)	2012(A)
营业收入	722.38	1065.92	1308.23	1900.87	2698.28	3589.04
营业成本	476.38	670.72	748.80	1117.71	1591.98	2117.53
营业税金及附加	0.88	1.96	2.48	2.85	4.05	5.38
主营业务利润	245.11	393.23	556.96	780.31	1102.25	1466.12
销售费用	93.94	165.71	231.80	304.14	418.23	538.36
管理费用	67.36	114.38	169.68	218.60	310.30	412.74
财务费用	3.27	2.56	1.02	3.00	3.00	4.00
资产减值损失	0.41	4.29	0.13	1.00	1.00	1.00
其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.05	0.00	2.82	0.00	0.00	0.00
对联营和合营企业的 投资收益	0.00	0.00	2.82	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	80.18	106.30	157.14	253.57	369.71	510.03
加：营业外收入	0.43	5.00	12.94	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	0.09	0.50	0.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	80.52	110.79	169.34	258.57	374.71	515.03
减：所得税	11.39	18.23	26.67	44.73	63.70	87.55
净利润	69.13	92.57	142.67	213.84	311.01	427.47
减：少数股东损益	5.66	0.85	4.87	8.55	12.44	17.10
归属于母公司所有者的 净利润	63.48	91.72	137.80	205.28	298.57	410.37
EPS (最新股本摊薄)	0.29	0.41	0.62	0.93	1.35	1.85

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：4008866338 传真：(0755) 82449257