

(002215)诺普信

需求低迷和期间费用上升拖累业绩

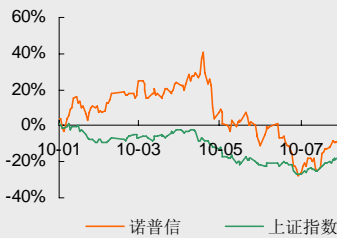
推荐 (维持)

现价: 30.00 元

主要数据

行业	化学农药制造业
公司网址	www.noposion.com
大股东/持股	卢柏强/30.20%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	221.3
流通 A 股(百万股)	64.7
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(亿元)	66.4
流通 A 股市值(亿元)	19.4
每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	21.8

行情走势图



相关研究报告

研究员

陈建文	S1060210050001 0755-22625476 chenjianwen@pasc.com.cn
伍颖	S1060210040004 010-59734884 wuying467@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩低于市场预期

2010年上半年公司实现收入10.08亿元,同比增长12.5%,归属于母公司的净利润8545.7万元,同比减少11.9%,每股收益0.40元。公司业绩低于市场预期,主要是收入和期间费用两个因素引起,其中收入低于市场预期,期间费用则高于预期。

■ 受下游需求影响较大,但优于行业平均水平

上半年受到低温、干旱、洪涝等极端天气影响,我国农药需求较低迷。上半年公司主营收入同比增长12.02%,受气候影响较大,但好于行业整体情况,其中植物营养肥和华北区销售表现抢眼,分别增长323%和75.9%。

■ 毛利率水平较好,期间费用率上升拖累业绩

上半年公司毛利率为40.5%,与去年同期几乎持平。销售费用率由于“两张网”营销网络的推进上升1.8个百分点,以此同时管理费用率上升1.4个百分点,拖累公司业绩表现。

■ 募投项目为市场占有率持续提高奠定基础

今年初公司募集资金投资项目将于2011年年底投产,项目在产能提高的同时将完善公司生产基地区域布局并优化产品结构,为公司市场占有率持续提高奠定基础。

■ 维持“推荐”评级

我们下调公司2010、2011年EPS至0.58元、0.94元,对应8月11日收盘价的动态PE分别为52倍、32倍。我们认为未来公司业绩较快增长可以期待,同时公司渠道和管理优势有望进一步强化,维持“推荐”的投资评级。

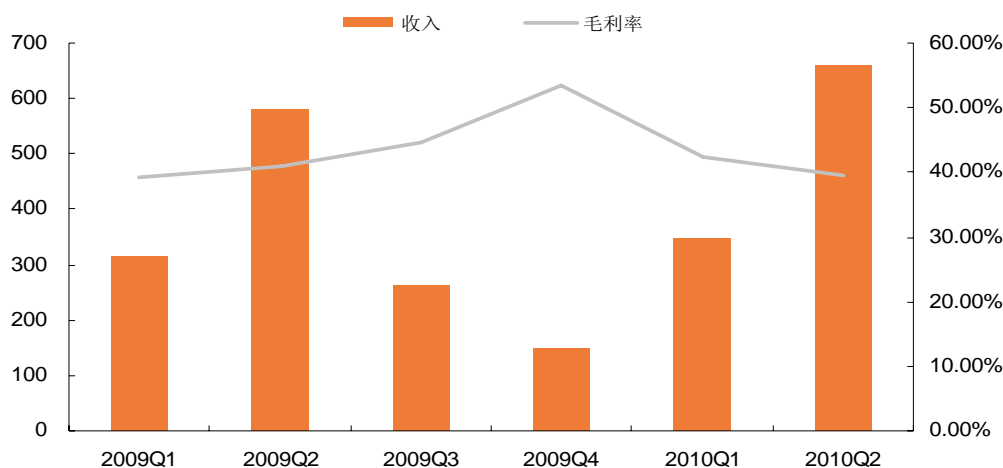
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万)	722.4	1065.9	1308.2	1478.3	2114.0
YoY(%)	131.2%	47.6%	22.7%	13.0%	43.0%
净利润(百万)	63.5	91.7	137.8	128.6	207.8
YoY(%)	112.3%	44.5%	50.2%	-6.7%	61.6%
毛利率(%)	34.1%	37.1%	42.8%	40.5%	41.0%
ROE(%)	41.7%	19.0%	23.3%	15.4%	19.9%
EPS(摊薄/元)	0.29	0.41	0.62	0.58	0.94
P/E(倍)	104.6	72.4	48.2	51.6	31.9
P/B(倍)	14.9	8.8	9.6	5.2	4.7
EV/EBITDA(倍)	106.8	76.9	51.0	51.0	31.7

一、业绩低于市场预期

2010年上半年公司实现收入10.08亿元，同比增长12.5%，归属于母公司的净利润8545.7万元，同比减少11.9%，每股收益0.40元，其中二季度每股收益0.27元。公司业绩低于市场预期，主要是收入和期间费用两个因素引起，其中收入低于市场预期，期间费用则高于预期。

图表1 公司收入及毛利率变化

单位：百万元

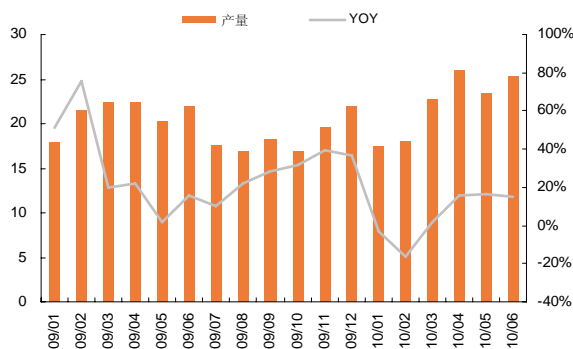


资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

二、受下游需求影响较大，但优于行业平均水平

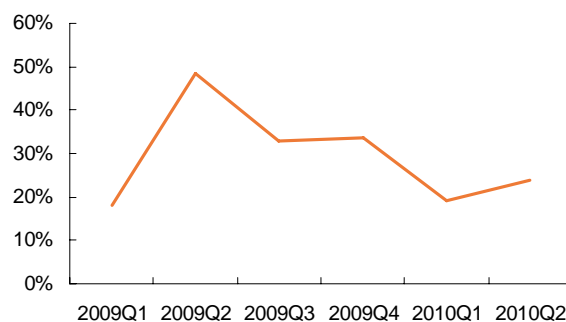
今年上半年受到低温、干旱、洪涝等极端天气影响，我国农药需求较低迷，根据相关数据上半年我国农药行业产量（折纯）仅增长5.2%，而库存则处于较高水平。从目前已公布的半年报和业绩预告可知，农药上市公司业绩普遍下滑，主要原因包括需求低迷和原材料价格上涨。

图表2 今年上半年我国农药产量增长5.2% 单位：万吨



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表3 我国农药库存量同比增长率变化趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 2010年上半年农药类上市公司业绩普遍不佳

公司名称	收入同比增速	净利润同比增速	备注
长青股份	11.3%	10.4%	扣除非经常性损益后下滑5.6%
利尔化学	8.8%	-36.0%	-
红太阳	2.3%	-80.6%	扣除非经常性损益下滑92.1%
江山股份	-10.4%	-490.7%	-
沙隆达	-	-50%~-80%	业绩预告公告
大成股份	1.4%	-193.4%	-
华星化工		-90%~-100%	业绩预告修正公告

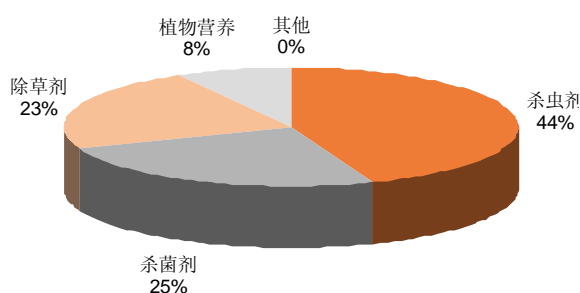
资料来源: Wind, 各公司公告, 平安证券研究所整理

上半年公司主营收入同比增长 12.02%，受气候影响较大，但好于行业整体情况，且不乏看点。

分产品看，植物营业肥表现抢眼。占公司收入比重最大的杀虫剂(约为 44%)上半年销售额下降 3.14 百分点，其他农药制剂同比增速在 10~20%。植物营业肥则增长强劲，销售额同比增长 323%，但由于比重较小，对整体收入拉动有限。

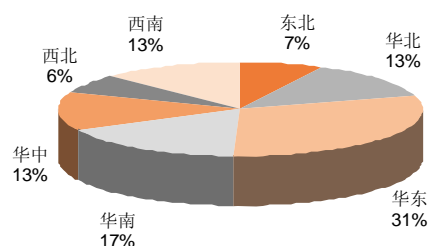
从地区看，华北取得较大突破。上半年除华中区域收入减少 10%以外，其他区域销售大多实现正增长，传统优势区域华南和华东增长均超过 10%。华北地区表现尤为突出，上半年取得销售收入 1.3 亿元，同比增长 75.9%。

图表5 公司主营收入的产品构成 (2010年上半年)



资料来源: 公司公告

图表6 公司主营收入的区域构成 (2010年上半年)



资料来源: 公司公告

三、毛利率水平较好，期间费用率上升拖累业绩

不同与一般原药企业，公司重心在于渠道。经过多年经营，公司渠道已经下沉到县级及以下，且规模位居行业第一，对上下游具有较强的议价能力，毛利率水平较稳定，上半年公司毛利率为 40.5%，与去年同期几乎持平。分产品看，除草剂毛利率下降 5.6 个百分点，杀虫剂和杀菌剂分别上升 1.3 个百分点和 5.1 个百分点。

今年以来，公司在借鉴海南和广东的成功经验基础上，向全国有条件的地方积极推进“两张网”（主营经销商和核心零售店）建设，导致销售费用率上升 1.8 个百分点，而管理费用率则由于研发支出、期权费用等增加上升 1.4 个百分点。

我们认为公司短期期间费用支出着眼长远发展，未来随着经营管理水平的改善和渠道下沉效果显现，公司期间费用率可控，甚至可能出现下降。

图表7 2010年上半年公司期间费用率上升

公司名称	2010年上半年	2009年上半年	变化情况
销售费用率	18.10%	16.29%	增加1.81百分点
管理费用率	11.89%	10.46%	增加1.44百分点
财务费用率	0.21%	0.11%	增加0.09百分点
合计	30.20%	26.86%	增加3.34百分点

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

四、募集项目为提高市场占有率持续提高奠定基础

今年初，公司非公开增发募集资金，进行西南环保制剂生产基地、山东 1 万吨除草剂以及东莞水溶肥生产线的投资，项目预计将于 2011 年年底投产，从而为公司市场占有率持续提高奠定基础。

项目建成后，公司除了产能较大提高外，生产基地布局将更加完善，同时产品结构将有所改善，除草剂和水溶肥占收入比重有望提高。

五、维持“推荐”的评级

我们下调公司 2010、2011 年 EPS 至 0.58 元、0.94 元，对应 8 月 11 日收盘价的动态 PE 分别为 52 倍、32 倍。明年公司增长动力来自三个方面：行业需求恢复、产能利用率提高以及渠道作用放大，我们认为未来公司业绩较快增长可以期待，同时公司渠道和管理优势有望进一步强化，维持“推荐”的投资评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在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。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

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) 8244 9257