

无评级(首次)

目标价格: 38.4-44.8 元

当前价格:

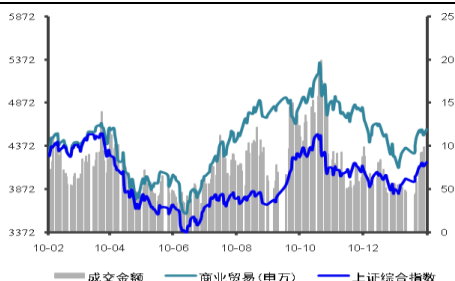
市场数据

商业零售指数	4564
三个月涨跌幅	-6.7%
上证综合指数	2932
沪深 300 指数	3258

基础数据

每股净资产(元)	4.14
资产负债率(%)	83.2%
总股本(百万)	112
流通股(百万)	

行业相对股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

品牌+渠道, 打造农资连锁强者

报告摘要:

区域农资连锁龙头, 具备品牌+渠道优势: 公司主营各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务, 业务规模位居全国第4名, 安徽省第1名。目前, 公司在9个主要农资消费大省拥有56个区域配送中心和2315家连锁加盟店, 已经构建了“立足安徽, 辐射全国”的连锁经营网络。

公司运作的“配送中心+加盟店”农资连锁经营形式, 有利于公司实现低成本快速扩张, 增强公司对上游的话语权, 提高农户对辉隆品牌的认知度, 分散农业生产季节性影响, 并能在原有网络上实现双向流通以进一步降低运营成本。“一站式采购+一体化服务”销售策略进一步树立了公司农资优势品牌, 增强了下游粘性。

盈利能力和经营风险: 公司销售毛利率高于国内农资流通行业平均水平(4%-6%); 费用控制能力较强, 期间费用率低于国内同行; 净资产收益率显著高于可比公司。基于农资产品具有季节性消费的特征, 公司通常需要保持一定的储备, 且每年承担大量的国储、省储任务, 因此公司面临一定的存货周转和资金占用压力。

未来公司具备较大拓展空间: 1) 在省外扩张已经取得成功基础上, 公司通过募集项目设立20个配送中心以及未来可能的行业整合, 获得更大的存量市场空间, 进一步优化销售网络战略布局; 2) 开展农产品收购是一大亮点, 2010年预计实现3个亿的销售收入, 3年内有望突破20万吨的农产品收购业务; 3) 通过农资经营品种结构优化提升毛利率。作为中国国产钾肥销售排名第一的销售商, 利用其拥有稀缺钾肥业务资源, 公司调整了产品结构, 毛利率较高的钾肥销售收入占比逐年提升。

风险提示: 化肥价格波动风险; 外延式扩张导致费用增加; 补贴政策调整导致收入异常波动的风险。

盈利预测及投资评级: 预计10-12年公司营业收入分别为54.4亿元/70.2亿元/83.8亿元; 归属于母公司所有者净利润分别为1.27亿元/1.92亿元/2.37亿元; EPS分别为0.85元/1.28元/1.58元。给予其目标价38.4-44.8元。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	4086	5439	7018	8379	9478	10467
收入同比(%)	-4.5%	33.1%	29.0%	19.4%	13.1%	10.4%
归母公司净利润	118	127	192	237	257	284
净利润同比(%)	-103.0%	7.5%	51.5%	23.3%	8.8%	10.5%
毛利率(%)	6.8%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	7.2%
ROE(%)	30.0%	24.4%	9.4%	10.4%	10.2%	10.1%
每股收益(元)	0.79	0.85	1.28	1.58	1.72	1.90

目录

1.公司概况.....	1
区域农资连锁龙头	1
已经构建稳定可控的销售网络	2
“配送中心+加盟店”经营模式优势明显	2
“一站式采购+一体化服务”增强了下游粘性.....	4
2.盈利能力和经营风险.....	5
3.未来公司具备较大拓展空间.....	6
行业整合，公司获得更大的市场空间	6
开展农产品收购成为增长亮点	7
农资经营品种结构优化提升毛利率	7
4.风险提示.....	8
5.盈利预测.....	9

图表

图表 1 公司股权结构图	1
图表 2 历年销售网络扩张情况（个）	2
图表 3 剔除化工业务主营业务收入增加（千元）	2
图表 4 公司配送中心及加盟店布局	3
图表 5 可比上市公司毛利率（%）	5
图表 6 公司各产品毛利率及综合毛利率	5
图表 7 可比上市公司期间费用率（%）	5
图表 8 可比上市公司净资产收益率（%）	5
图表 9 可比公司资产负债率（%）	6
图表 10 可比公司总资产周转率（%）	6
图表 11 募投项目之配送中心建设项目	7
图表 12 公司募投项目建成后配送中心分布情况	7
图表 13 氮肥和钾肥毛利率以及销售占比	8
图表 14 历年国内农药产销量情况（万吨）	8
图表 15 公司主营业务收入预测	9

1.公司概况

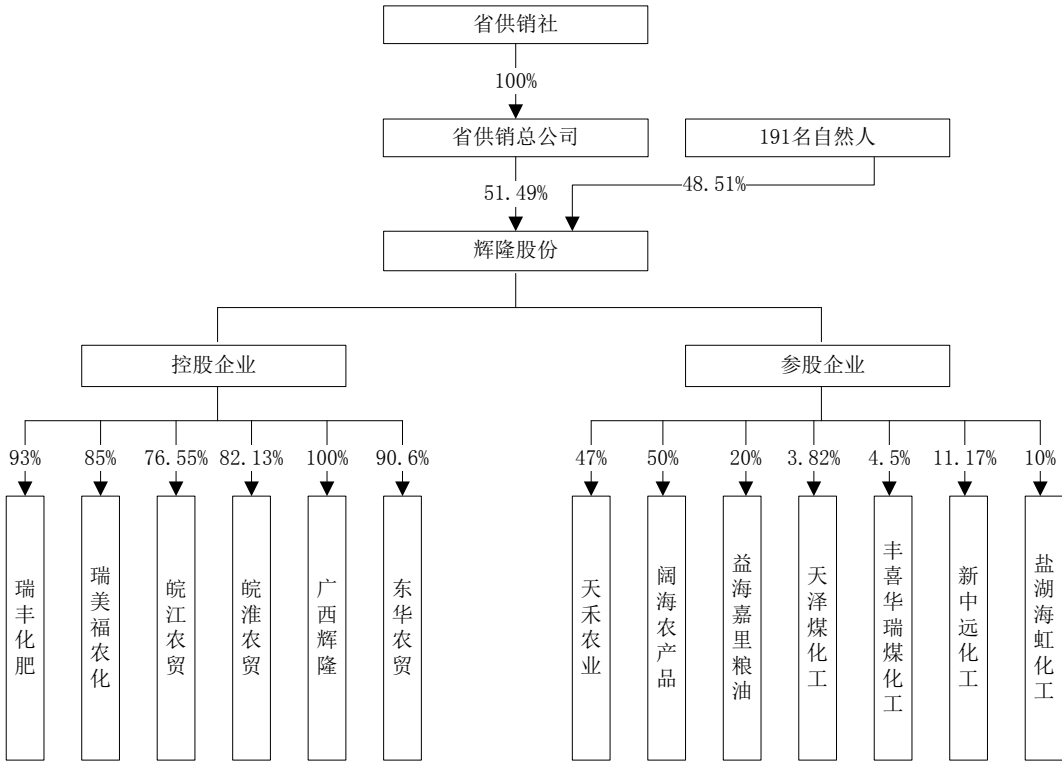
区域农资连锁龙头

公司主营各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务，同国内100多家大中型化肥生产企业有战略合作伙伴关系，与30多个国家有贸易往来，2009年实现年销售化肥180万吨，年销售收入40.8亿元。在全国市场占有率约为1%-1.5%，安徽省内约为15%。根据中国农资流通协会和安徽省农资流通协会排名，2009年公司业务规模位居全国同行业第4名，安徽省第1名。公司已经发展成为安徽省政府重点培育的流通企业之一、农业部确定的农资连锁经营重点企业、商务部“万村千乡市场工程”首批优秀试点企业以及国家和省级化肥淡季商业储备单位。

作为全国知名的农资连锁企业，公司已在安徽省内外建立了56个辉隆连锁配送中心，发展了2,315家加盟店，网点遍及安徽、黑龙江、吉林、河南、山东、江苏、广西、广东、辽宁等农资消费大省，初步形成从化肥、农药等农资产品供应到农产品收购一条龙的现代农村商品流通服务网络体系。

公司由安徽省供销商业总公司及自然人发起设立，拥有6家控股企业和7家参股企业。核心管理人员均有持股。本公司控股股东为省供销总公司，实际控制人为省供销社。省供销社为省政府直属事业单位，主要通过省供销总公司对直属企事业单位行使出资人的职责。

图表 1 公司股权结构图

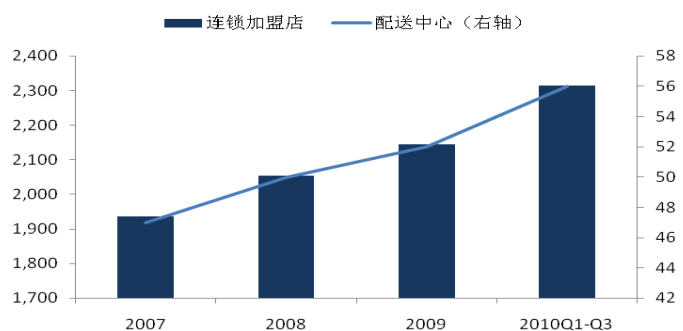


资料来源：招股说明书，德邦研究

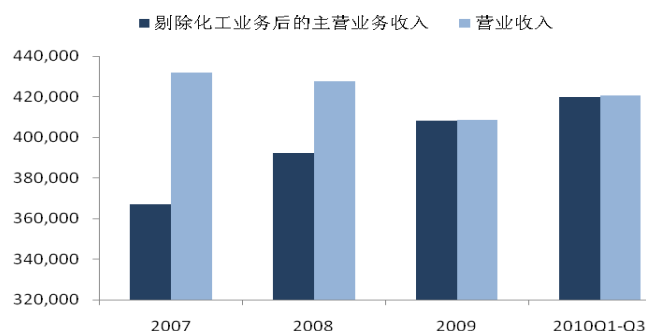
已经构建稳定可控的销售网络

公司自成立起，就以“辉隆”为统一品牌，大力开展农资连锁经营，致力于重构农村商品流通网络，已形成了较为成熟可复制并具有快速成长性的“配送中心+加盟店”农资连锁经营形式。目前，公司拥有56个区域配送中心（其中省内47个），发展了2,315家连锁加盟店（其中：安徽省内2,261个，省外54个），初步形成了“立足安徽，辐射全国”的连锁经营网络，销售区域扩展到安徽、黑龙江、吉林、河南、江苏、湖南、广西及山东等9个主要农业和农资消费大省，具有一定广度和深度覆盖的销售网点布局为公司未来进一步拓展市场份额奠定了坚实的基础。随着本公司经营区域的持续扩张，配送中心和连锁加盟店的不断增加，我们看到，公司剔除化工业务后主营业务收入随经营规模持续扩大而稳定增长。

图表 2 历年销售网络扩张情况（个）



图表 3 剔除化工业务主营业务收入增加（千元）



资料来源：招股说明书，德邦研究

“配送中心+加盟店”经营模式优势明显

配送中心：公司在县以上，按照“自主、可控、高效、畅通”的原则。在农业大区，交通要道以及车站、码头附近等建立物流配送中心，人员力求本土化。配送中心承担给加盟店、种植大户和下游工业用肥供货（较多复合肥生产企业由于规模小，采购能力弱，通过大型流通企业采购可发挥其比价优势）。

省外新设区域配送中心的经营培育期较长平均为三年左右，实现盈利所需时间也相对较长。公司在扩张中采取了较为灵活的策略，在市场开拓初期，主要通过第三方物流的方式进行试点经营或通过整合重组具有资格的现有经销商，快速进入当地市场，待时机成熟后再以租赁或自建的方式在省外重点市场建立区域配送中心，进一步加强对当地市场的业务渗透。公司经营业务主要针对农村市场，配送中心主要设置在城乡结合部。配送中心的合理管理半径为50公里左右。公司拥有配送中心56个，相应拥有64处经营性物业，其中租赁物业52处，经营性租赁物业面积占比为63.6%。



加盟店：公司在县以下，按照“懂经营、善管理、会技术、绝不卖假货”四项基本原则，重点发展基层供销社、农业三站、以及实力强、信誉好的个体大户加盟，拓展零售终端。

公司结合工商农委的资料，根据加盟店过往经历和品牌来保障加盟店的信誉。公司每年对加盟店进行培训，区域配送中心对加盟店还进行巡查和排序并实行淘汰制。公司对加盟店采取“优惠，优先，优质”供应原则，09年高达99.29%的加盟店实现盈利，总体而言，辉隆连锁加盟店普遍具有低成本、低库存及低风险的特点，盈利状况较好。

图表 4 公司配送中心及加盟店布局

	门店数量	配送中心 (个)	辖区加盟店 (个)	经营面积 (m2)	自有或租赁
省内	合肥地区	2	125	3650	租赁
	巢湖地区	4	177	23308	自有
	马鞍山地区	1	31	1342	租赁
	六安地区	2	160	3801	租赁
	安庆地区	5	226	11185	租赁
	池州地区	2	84	3262	租赁
	铜陵地区	1	18	3000	租赁
	黄山地区	1	135	2000	租赁
	宣城地区	5	115	4339	租赁
				6456	自有
	芜湖地区	1	150	1380	租赁
	蚌埠地区	2	95	2600	租赁
				822	自有
	滁州地区	6	217	11617	租赁
				3318	自有
	阜阳地区	4	258	5330	租赁
				14651	自有
	宿州地区	4	173	5004	租赁
	淮北地区	2	56	2525	租赁
	淮南地区	2	79	3128	租赁
	亳州地区	3	162	7382	租赁
省外	江苏省	1	6	4100	租赁
	河南省	1	16	1150	租赁

黑龙江省	1	12	4675	租赁
吉林省	1	7	8000	自有
湖南省	1	3	7300	租赁
广西壮族自治区	1	9	5140	租赁
上海市	1			第三方物流
山东省	1	1	5038	租赁
合计	56	2,315	155,505	

资料来源:招股说明书, 德邦研究

我们认为,“配送中心+加盟店”连锁经营模式有如下优势:

■ **有利于低成本快速扩张:**“配送中心+加盟店”连锁经营模式,通过借助加盟商的人力、物力和财力,实现了终端销售网络的低成本快速扩张。因为有效减少了中间流通环节,流通渠道实现了扁平化,降低了流通成本,使销售和服务终端网络下沉至乡镇甚至村一级,以低成本方式减轻了农户负担,近距离满足了农户生产消费需求。

■ **一网多用,双向流通:**公司通过已经建立的销售网络,初步实现了“一网多用,双向流通”,大大提高了物流配送效率,降低了运营成本,对农产品的收购预计将成为公司未来利润的主要增长点。

■ **对上游的话语权加大:**公司是拥有庞大销售网络的流通企业,成为上游生产企业竞相争取的对象,拥有更多的发展机遇和更大的话语权。

■ **提高农户对辉隆品牌的认知度:**销售网络直接面对下游农资消费群体,庞大的销售网络意味着拥有更大的消费群体和更广阔的市场空间,同时也是企业进行宣传的重要方式,有助于提高农户对企业品牌的认知度。公司自设立以来,一直高度重视品牌建设,在广大农户心中形成了“放心农资哪里买,请到辉隆连锁来”的良好市场形象。

■ **分散农业生产季节性影响:**公司目前业务区域已覆盖全国9个农业主产区,经营区域较为分散。这样也可分散各区域农业生产的不可抗力因素以及季节性影响。

“一站式采购+一体化服务”增强了下游粘性

辉隆股份货源充足,品种较为齐全,丰富的农资产品满足了农户一站式采购需求。多年来,公司在开展农资销售的同时,还在网络内建立了完善的售前、售中和售后一体化服务体系,依托自身农技服务队伍和外聘农业专家,广泛开展连锁加盟店及农民培训,推广农业新技术与农资新产品;义务宣传普及农技知识,设立免费农技咨询等,帮助农户开展科学种植,深受广大加盟客户和农户信赖。配送中心除了承担了配肥中心,还承担了技术指导中心的职责。确实为农民服务,给农民开“药方”。向农民推广科学施肥方法,通过田间示范、测土施肥、农民会议、种子培育、乡村改造等活动为农民提供科学生产方面的培训和服务。

公司的农技服务,包括电台专家讲座、电视宣传片、田间科技讲堂及800 热线电话等,在广大农户中树立了良好的服务品牌形象,拥有了稳定的忠实客户群体,增强了农户粘度。

2. 盈利能力和经营风险

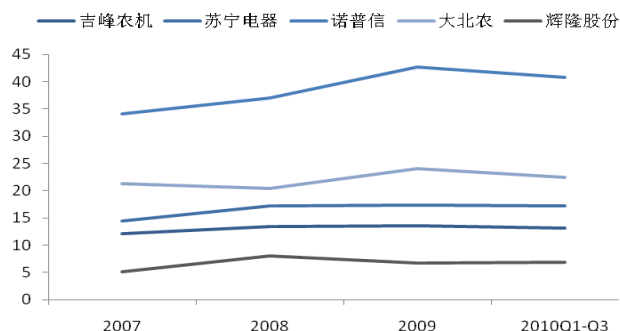
公司毛利率低于农药、种子生产类上市公司如大北农和诺普信，主要由于公司是专业的农资流通企业，利润主要来源于化肥产品的进销差价，其毛利率水平亦受到产品价格变动的影响（07年起至08年三季度，国内化肥产品及其原材料价格均处于上升趋势）。而化肥生产企业则可享受到因原材料购进与产品销售时间差所带来的超额利润。

与连锁流通类上市公司如吉峰农机和苏宁电器相比，公司综合毛利率低于苏宁电器及吉峰农机，主要原因是：1) 行业及产品差异：公司主营化肥及相关农资产品，属于消耗性物资，且消费量大；苏宁电器和吉峰农机的主营产品分别为家用电器和农用生产机械，属于固定资产类，购置后可以长期使用。另外，相比农用生产机械而言，化肥等农资与农业生产的密切程度更高，决定了农资流通行业的毛利率普遍较低。2) 销售模式差异：公司目前主要依靠配送中心，通过与各经销商进行合作，以实现销售区域的扩张。苏宁电器和吉峰农机均主要通过直营店运行，直接面对消费者。

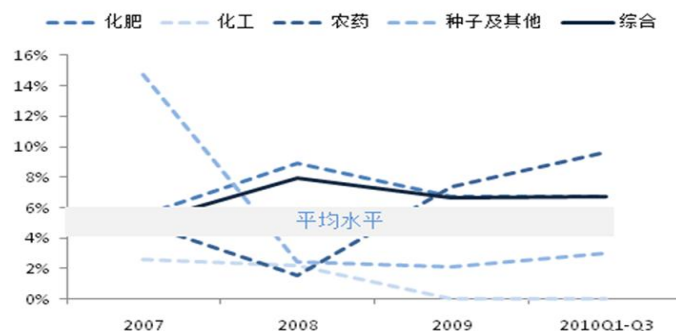
同整个农资流通行业比较，07-09年，农资流通行业平均毛利率水平基本维持在4%-6%。而公司近几年的毛利率水平高于农资流通行业平均水平。

公司经营管理能力较强，期间费用率低于可比上市公司。通过加快资金周转速度，实现了较高的净资产收益率，净资产收益率显著高于可比公司。

图表 5 可比上市公司毛利率 (%)

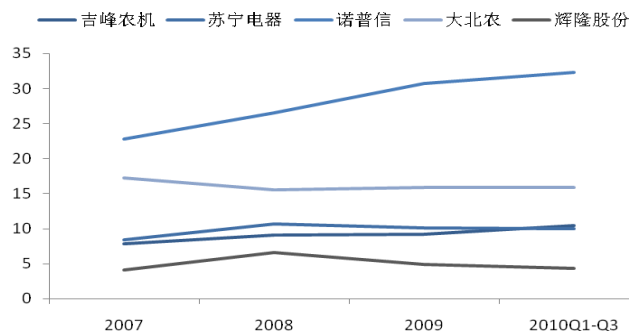


图表 6 公司各产品毛利率及综合毛利率

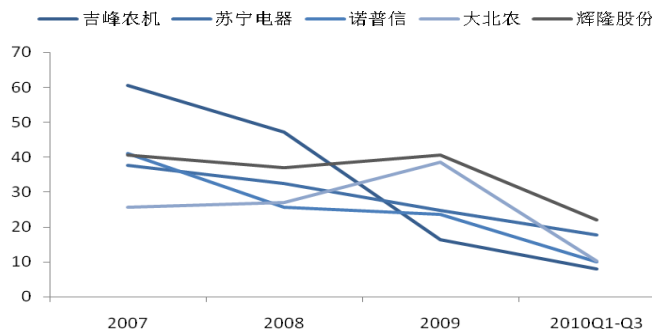


资料来源:WIND, 德邦研究

图表 7 可比上市公司期间费用率 (%)



图表 8 可比上市公司净资产收益率 (%)

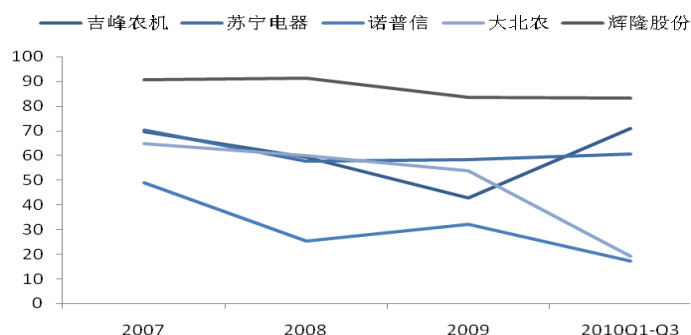


资料来源:WIND, 德邦研究

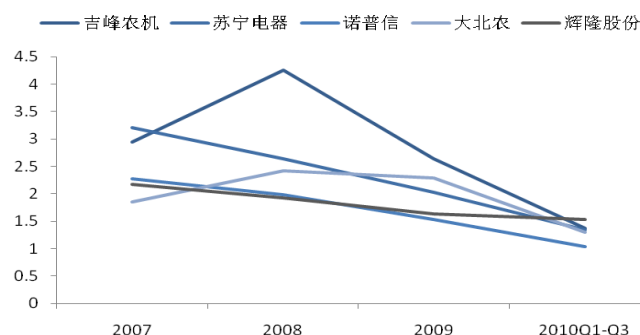
与公司所处行业特性相关，化肥产品的连锁经营业务使得期末公司存货余额较大，同时根据行业特点，需要向上游厂商预付部分货款，都需要占用大量的资金，导致此行业资产负债率普遍较高。本次首次公开发行募集资金到位后将降低公司资产负债率，改善资产负债结构，提高偿债能力。

从总资产周转率来看，公司该指标呈现向好趋势，表明公司总体资金周转能力提高。公司资产周转速度主要受存货周转速度影响，这是由公司所处行业存货余额较大的特点决定的，化肥产品为典型的全年生产、季节性消费的农资产品，公司需要保持一定的存货储备以应对市场需求，同时公司每年均承担大量国储、省储任务，亦导致各期末公司存货余额较大。

图表 9 可比公司资产负债率 (%)



图表 10 可比公司总资产周转率 (%)



资料来源:WIND, 德邦研究

3.未来公司具备较大拓展空间

行业整合，公司获得更大的市场空间

国家统计局数据显示，09年全国化肥销售额达2,094亿元，我国是世界上第一大农资消费大国。04-08年，国内农用化肥施用量逐年增长，年复合增长率为3.10%。预计至2015年，国内农业化肥消费量将增加1,500万吨以上，年复合增长率将保持3%左右。所以此行业主要增速将来源于存量市场的占有。

目前近万家各类农资流通企业中，前5名企业的市场占有率合计不超过10%。总体来说，行业集中度较低，整体呈现“大行业、小企业”的格局。未来随着行业竞争的加剧及行业整合进程的加快，农资流通行业的行业集中度势必会得到大幅提升。

作为A股首家农资连锁上市公司，辉隆股份上市后借助资本支持，可以进一步在规模、效率以及资金实力上和竞争对手拉开差距，我们预计公司在未来3年内将有更多行业整合动作，为收入和利润规模带来可观增速。

公司目前将现有的成熟连锁经营模式在全国范围内推广，省外市场的开拓越来越成为影响公司盈利能力持续增长的重要因素。本次股票发行募集资金将用于配送中心建设项目和信息化系统建设项目，其中计划采取自建和租赁的方式建设标准化配送中心20个（安徽省外10个），增加建筑面积12.65万平方米。公司08年进入黑龙江市场，09年进入吉林省市场，很快规

模占比在该地区已经名列前茅。由于农资流通行业大行业、小企业特征，我们认为，公司具备规模、管理经验及品牌影响的优势，有利于公司成功进驻省外市场，获得更大的市场空间。公司销售网络战略布局得以进一步优化，促进公司的可持续发展。

图表 11 募投项目之配送中心建设项目

位置	产权来源	数量	建筑面积 (m²)
安徽省内	自建 (新建)	2	16,800
安徽省内	自建 (改扩建)	8	67,200
安徽省外	租赁	10	42,500
合计		20	126,500

图表 12 公司募投项目建成后配送中心分布情况



资料来源:招股说明书, 德邦研究

开展农产品收购成为增长亮点

公司依托自身网络优势，在继续做好农资连锁经营主业的同时，目前正积极尝试开展农产品收购业务，最终实现“一网多用，双向流通”，不断拓展为农服务的经营范围和领域。公司于2010年初成立了农产品事业部，紧密依托农资连锁经营网络，开展水稻、小麦、大豆、油菜籽等农产品收购业务，2010年预计能实现3个亿的销售收入，3年内有望突破20万吨的农产品收购业务。

在打通农产品收购下游销售管道方面，公司与新加坡益海集团合资成立了安徽辉隆阔海农产品有限公司和益海嘉里（安徽）粮油工业有限公司，分别对应于农产品的收购与加工。粮油加工厂未来有望达到16个亿的加工规模。农产品收购未来将成为公司一个亮点，我们认为，一网多用，双向流通”，将拓宽企业的经营领域和范围，实现客户和物流仓储设施共享，提高企业网络资源使用效率；同时，一定程度上也将缓解行业利润偏低的压力，降低企业经营风险。

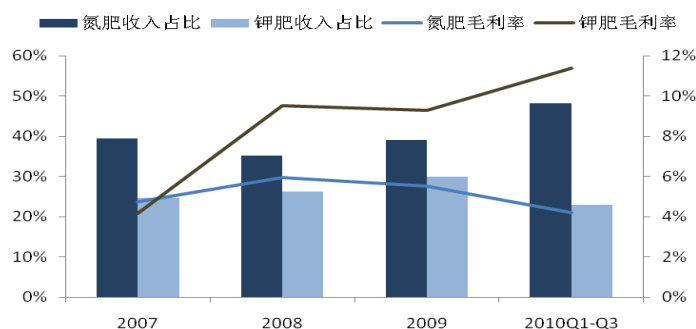
农资经营品种结构优化提升毛利率

04-08年，国内氮肥产量约占农用化肥总产量的73%，钾肥等其他品种合计仅占约5%。总体来看，氮肥产量明显过剩，钾肥产量严重不足。钾肥国内的需求约为1100万吨，相比500万吨的供给，这是供不应求的市场，也导致了钾肥毛利率远远高于氮肥。

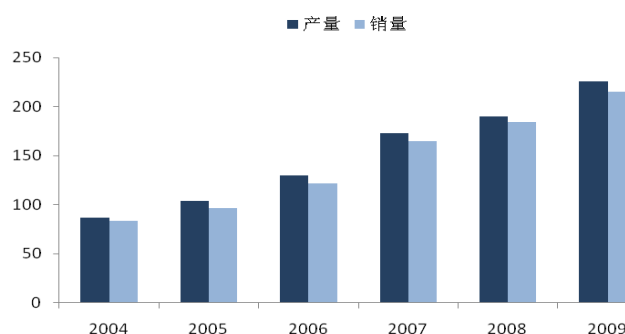
公司是中国国产钾肥销售排名第一的销售商，已经与青海盐湖钾肥股份有限公司建立了长期稳定的合作关系，并拥有“盐桥”牌钾肥华东地区总代理以及湖南湖北地区总代理权，

凭借其稀缺钾肥业务资源，公司调整了产品结构，07-09年公司钾肥销售收入占比逐年提升。09年公司钾肥销售收入在国内市场占有率为4.22%，这块业务仍有很大的提升空间。

图表 13 氮肥和钾肥毛利率以及销售占比



图表 14 历年国内农药产销量情况 (万吨)



资料来源:WIND, 德邦研究

化肥一直是公司的主要经营品种，占主营业务比重高达93%。未来，公司在继续做大做强化肥品种的同时，逐步提高农药、种子及其他农资产品的经营规模，以提高盈利水平和综合经营效益。我们看到，近年来我国农药产销量呈加速增长的势头，04-09年，产量和销量年复合增长率分别为21.06%和20.78%；作为农业大国，我国种子行业具有巨大的市场需求。随着种子商品化程度的不断提高，我国种子市场容量已从2000年的约250亿元增加到2008年的约550亿元，种业市场潜在市场容量预计可达900亿元。

4.风险提示

化肥价格剧烈波动，而公司面对的主要是农户，由于市场调节价的实施将制约公司的转移定价，化肥价格剧烈波动，对公司经营业绩产生不利影响。化肥价格主要受煤炭、天然气、石油能源价格波动、下游农户农资消费需求、市场供求状况及国家进出口政策等因素影响。近年来，受上述因素影响，化肥价格波动幅度较大。

补贴政策对农资流通行业的影响较大，未来存在因补贴政策调整导致收入异常波动的风险。公司作为农资流通企业，07年-09年收到政府补助资金占各期利润总额的比重分别为26.05%、11.97%和22.11%，公司业务结构对相关政府补助政策存在一定的依赖。

公司外延式增长步伐加快，存在后台管理和人员配套跟不上扩张速度，导致费用管理失控，进而影响利润增长的风险。

5. 盈利预测

我们预计2010-12年公司营业收入分别为54.4亿元/70.2亿元/83.8亿元，同比分别增长33%、29%、19%；归属于母公司所有者的净利润分别为1.27亿元/1.92亿元/2.37亿元；EPS分别为0.85元/1.28元/1.58元。

图表 15 公司主营业务收入预测

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
氮肥	收入额(万元)	150,574	159,390	248,170	326,344	414,457	484,914	547,953	597,269	651,023
	(+/-, %)		5.9%	55.7%	31.5%	27.0%	17.0%	13.0%	9.0%	9.0%
钾肥	收入额(万元)	112,466	122,614	143,949	155,465	167,902	179,655	192,231	204,726	218,033
	(+/-, %)		9.0%	17.4%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	6.5%	6.5%
复混肥	收入额(万元)	80,765	72,562	92,516	114,350	132,303	145,534	155,721	166,622	178,285
	(+/-, %)		-10.2%	27.5%	23.6%	15.7%	10.0%	7.0%	7.0%	7.0%
磷肥	收入额(万元)	26,563	25,212	13,186	17,801	20,827	23,118	25,430	27,973	30,770
	(+/-, %)		-5.1%	-47.7%	35.0%	17.0%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
农药	收入额(万元)	20,275	20,838	23,964	26,361	28,997	31,606	34,451	37,552	40,931
	(+/-, %)		2.8%	15.0%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
种子	收入额(万元)	813	6,312	21,500	25,800	30,186	34,714	38,185	42,004	46,204
	(+/-, %)		676.1%	240.6%	20.0%	17.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
农产品收购	收入额(万元)				35,000	42,500	47,500	52,000	56,000	59,000
	(+/-, %)					21.4%	11.8%	9.5%	7.7%	5.4%
合计	收入额(万元)	391,457	406,928	543,286	701,120	837,172	947,041	1,045,971	1,132,145	1,224,247
	(+/-, %)		4.0%	33.5%	29.1%	19.4%	13.1%	10.4%	8.2%	8.1%
	毛利率(%)	8.5%	6.7%	7.0%	7.1%	7.1%	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%

资料来源:德邦研究

基于公司目前的行业地位及其明显的区域垄断优势，又是A股首家农资连锁上市公司，我们认为公司可享有一定估值溢价，给予2011年30~35倍PE，公司合理价值区间为38.4元~44.8元。

公司三大报表预测

单位:百万元,%

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,319	4,278	4,086	5,439	7,018	8,379	9,478	10,467	11,329	12,251
同比增速(%)		-1.0%	-4.5%	33.1%	29.0%	19.4%	13.1%	10.4%	8.2%	8.1%
毛利率(%)	5.1%	8.1%	6.8%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	7.2%	7.3%	7.2%
营业费用	108	166	109	136	175	209	237	262	283	306
营费比率(%)	2.5%	3.9%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	37	52	57	65	84	101	114	126	136	147
管费比率(%)	0.9%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
财务费用	32	66	33	40	21	-1	10	13	10	7
财费比率(%)	0.8%	1.5%	0.8%	0.7%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	52	89	92	146	238	301	331	369	407	440
营业外净收支	37	16	63	30	29	28	27	26	25	24
利润总额	88	105	155	176	267	329	358	395	432	464
所得税额	21	22	32	44	67	82	89	99	108	116
净利润	68	83	123	132	200	247	268	296	324	348
少数股东损益	17	25	5	5	8	10	11	12	13	14
归属于母公司净利润	51	58	118	127	192	237	257	284	311	334
同比增速(%)		13.9%	103.0%	7.5%	51.5%	23.3%	8.8%	10.5%	9.4%	7.4%
净利率(%)	1.2%	1.4%	2.9%	2.3%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
EBITDA	91	163	134	194	272	315	356	398	433	463
EPS(摊薄,元)	0.34	0.39	0.79	0.85	1.28	1.58	1.72	1.90	2.08	2.23
流动资产	1,746	2,232	2,179	3,084	4,279	5,318	6,137	6,988	7,473	8,357
现金	369	576	633	1,061	1,661	2,200	2,602	3,096	3,253	3,802
应收账款	116	0	10	4	14	7	17	9	19	12
预付款项	585	376	662	859	1,107	1,323	1,496	1,651	1,786	1,932
存货	559	1,116	827	1,098	1,416	1,692	1,913	2,111	2,284	2,470
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非流动资产	245	208	393	489	490	481	470	460	449	438
长期股权投资	111	95	152	150	150	150	150	150	150	150
固定资产	87	66	66	207	229	228	219	207	194	180
无形资产	14	14	53	58	62	66	71	75	79	84
其他非流动资产	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资产总计	1,991	2,440	2,572	3,573	4,769	5,798	6,607	7,447	7,922	8,795
流动负债	1,782	2,232	2,150	3,019	2,693	3,476	4,017	4,560	4,711	5,236
短期借款	799	1,053	668	850	100	200	500	500	500	500
应付账款	85	185	45	261	133	338	195	394	243	446
其他流动负债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非流动负债	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0
负债合计	1,803	2,232	2,150	3,019	2,693	3,476	4,017	4,560	4,711	5,236
少数股东权益	62	20	30	35	43	53	64	76	89	103
股本	60	80	112	112	150	150	150	150	150	150
资本公积	4	70	125	125	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409
留存收益	61	37	155	282	474	710	968	1,252	1,563	1,897
归属母公司股东权益	125	187	392	518	2,032	2,269	2,526	2,811	3,122	3,456
负债和股东权益	1,991	2,440	2,572	3,573	4,769	5,798	6,607	7,447	7,922	8,795
经营活动现金流	-328	29	430	377	48	428	103	496	158	546
净利润	68	83	123	132	200	247	268	296	324	348
折旧摊销	7	8	9	8	13	15	15	16	16	16
财务费用	32	66	33	40	21	-1	10	13	10	7
投资损失	-13	-30	-19	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
营运资金变动	-429	-118	285	211	-171	183	-176	186	-177	190
其他经营现金流	8	19	-2	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-34	-34	-97	-90	0	10	10	10	10	10
资本支出	94	-19	90	100	10	0	0	0	0	0
长期投资	135	-18	55	0	0	0	0	0	0	0
其他投资现金流	195	-71	48	10	10	10	10	10	10	10
筹资活动现金流	417	73	-354	141	551	101	290	-13	-10	-7
短期借款	799	254	-385	181	-750	100	300	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
普通股增加	60	20	32	0	38	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	66	55	0	1,284	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-446	-267	-56	-40	-21	1	-10	-13	-10	-7
现金净增加额	56	67	-21	428	599	539	403	493	158	549
毛利率(%)	5.1%	8.1%	6.8%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	7.2%	7.3%	7.2%
净利率(%)	1.2%	1.4%	2.9%	2.3%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
ROE(%)	40.6%	30.9%	30.0%	24.4%	9.4%	10.4%	10.2%	10.1%	10.0%	9.7%
资产负债率(%)	90.6%	91.5%	83.6%	84.5%	56.5%	60.0%	60.8%	61.2%	59.5%	59.5%
流动比率	0.98	1.00	1.01	1.02	1.59	1.53	1.53	1.53	1.59	1.60
速动比率	0.98	0.75	0.49	0.66	1.06	1.04	1.05	1.07	1.10	1.12
总资产周转率	4.34	1.93	1.63	1.77	1.68	1.59	1.53	1.49	1.47	1.47
净资产周转率	68.84	27.34	14.11	11.95	5.50	3.90	3.95	3.92	3.82	3.73
每股净资产	2.09	2.34	3.50	4.63	13.59	15.18	16.90	18.80	20.88	23.12
每股经营现金流	-5.46	0.36	3.84	3.36	0.32	2.86	0.69	3.32	1.05	3.65
P/E(倍)	44.18	51.72	35.67	33.17	29.22	23.70	21.77	19.71	18.02	16.78
P/B(倍)	17.93	16.00	10.72	8.10	2.76	2.47	2.22	1.99	1.80	1.62
P/S(倍)	0.52	0.70	1.03	0.77	0.80	0.67	0.59	0.54	0.49	0.46

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。