



农资连锁第一股，立足安徽辐射全国

未评级

发行价 37.5

投资要点:

- 农资流通行业集中度不高，呈现“大行业、小企业”的格局
- 采取“配送中心+加盟连锁”的经营模式，迅速做大
- 安徽省内和省外的渗透率有进一步提高的空间

报告摘要:

- 中国化肥市场巨大，公司是立足安徽辐射省外的农资连锁流通企业。主要销售化肥、农药、种子，化肥的销售收入占80%以上。中国是世界第一大化肥消费国，2007年中国化肥施用量约占世界化肥施用总量的30%，化肥消费市场巨大。
- 我国农资流通行业集中度不高，呈现“大行业、小企业”的格局。辉隆公司采取“配送中心+加盟连锁”的经营模式，迅速做大，09年业务规模全国第四、安徽第一。“配送中心+连锁店”一方面减少厂家到零售终端的流通环节，在产品价格和售后服务上取得明显优势，同时借助加盟店的人力、物力和财力，实现终端网络低成本的快速扩张。截止2010年9月30日，公司已在安徽、黑龙江、吉林、河南和江苏，建立56个区域配送中心，发展了2315家连锁加盟店。
- 未来增长点。(1)继续深耕安徽本省。辉隆在安徽省市场占有率仅15%。(2)募投项目的落实将加快省外的外延式扩张，提高渗透率。省占有率较低，全国市场占有率1-1.5%左右，收入贡献33.2%。(3)供应商资源优势明显，批发业务向零售加盟业务延伸。公司是中国国产钾肥销售排名第一的销售商，是青海盐湖钾肥股份有限公司最大的客户，同时是“盐桥”牌钾肥华东地区总代理。公司拥有庞大的销售网络及仓储能力优势，与上游氮肥、磷肥、钾肥生产如青海盐湖钾肥股份有限公司、山西兰花科技创业股份有限公司、青海中信国安科技发展有限公司等国内主要化肥生产企业建立了长期稳定的合作关系。
- 盈利预测：我们预计2010-2012年EPS分别为0.89、1.15和1.35元，给予2011年PE30-35X，对应价格区间为34.50-40.25元。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4277.51	4086.34	5107.92	6573.89	8023.44
增长率	-0.97%	-4.47%	25.00%	28.70%	22.05%
归属母公司股	58.01	117.76	133.31	171.71	202.28
增长率	13.88%	103.01%	13.21%	28.80%	17.81%
每股收益	0.388	0.788	0.892	1.149	1.353
销售毛利率	8.09%	6.77%	6.83%	6.90%	6.90%

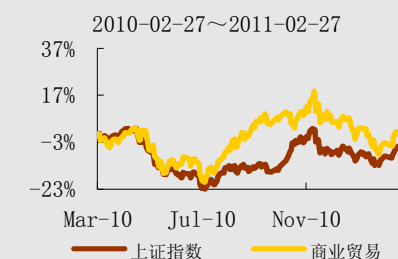
分析师

陈旭 (S1180511010002)

电话: 010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



主要指标

发行价格	37.5
总市值(百万元)	5,606.25
流通市值(百万元)	1,125.00
总股本(百万股)	149.50
A股(百万股)	149.50
—已流通(百万股)	30.00
—限售股(百万股)	119.50
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

数据来源: 宏源证券

相关研究

- 1 《宏源证券 * 公司研究 * 永辉超市深度研究报告: 生鲜超市龙头, 成功异地扩张可期 * 601933 * 商贸零售行业 * 陈旭》, 2011.1
- 2 《宏源证券 * 公司研究 * 永辉超市IPO深度研究报告: 敢为天下“鲜” * 601933 * 商贸零售行业 * 陈旭》, 2010.12

目录

投资要点	4
一、公司概况	4
二、募集资金项目	6
三、受益农资补贴政策	6
四、农资连锁，市场空间巨大	7
（一）中国是世界第一大化肥消费国	7
（二）“配送中心+加盟店”的经营模式，迅速做大市场份额	7
五、未来业绩增长点	8
（一）继续深耕安徽本省	8
（二）募投项目的落实将加快省外的外延式扩张，提高渗透率	10
（三）供应商资源优势明显，批发业务向零售加盟业务延伸	11
六、风险提示	11
七、盈利预测及估值	12

插图

图 1: “配送中心+加盟连锁”的经营模式.....	5
图 2: 配送中心分布图（含新增）.....	9
图 3: 外省收入占比逐年提高.....	10

表格

表 1: 近年分产业业务收入.....	5
表 2: 前十大自然股东持股情况.....	5
表 3: 募投项目.....	6
表 4: 近年来中央农资补贴逐年上升.....	6
表 5: 近年补贴收入占公司利润总额比重较大.....	7
表 6: 公司网点扩张情况统计.....	8
表 7: 安徽省分地区配送中心与加盟店的匹配情况.....	9
表 8: 外省配送中心与加盟店的匹配情况.....	10
表 9: 销售给工业客户与加盟店的氮肥、磷肥毛利率大致相同，销售给加盟店的钾肥毛利率相对较高.....	11
表 10: 盈利预测.....	13

投资要点

中国化肥市场巨大，公司是立足安徽辐射省外的农资连锁流通企业。主要销售化肥、农药、种子，化肥的销售收入占 80%以上。中国是世界第一大化肥消费国，2007 年中国化肥施用量约占世界化肥施用总量的 30%，化肥消费市场巨大。2009 年全国化肥销售额即达到 2,094 亿元。

我国农资流通行业集中度不高，呈现“大行业、小企业”的格局。辉隆公司采取“配送中心+加盟连锁”的经营模式，迅速做大，09 年业务规模全国第四、安徽第一。“配送中心+连锁店”一方面减少厂家到零售终端的流通环节，在产品价格和售后服务上取得明显优势，同时借助加盟店的人力、物力和财力，实现终端网络低成本的快速扩张。截止 2010 年 9 月 30 日，公司已在安徽、黑龙江、吉林、河南和江苏，建立 56 个区域配送中心（安徽省内 47 家），发展了 2315 家连锁加盟店（安徽省内 2261 家）。

未来增长点：

（1）**继续深耕安徽本省。**辉隆在安徽省市场占有率 15%，省内在已有 47 个配送中心，覆盖 17 个区的基础上，有进一步深耕安徽省内，提高市场占有率的空间，我们预计市场占有率到 40-50%将由快速成长发展到稳定成长。

（2）**募投项目的落实将加快省外的外延式扩张，提高渗透率。**省占有率较低，全国市场占有率 1-1.5%左右，收入贡献 33.2%。8 个省，拥有配送中心 9 个，加盟店 54 个，募投项目将用于新增 10 个配送中心。我们认为省外的提升空间很大。

（3）**供应商资源优势明显，批发业务向零售加盟业务延伸。**公司是中国国产钾肥销售排名第一的销售商，是青海盐湖钾肥股份有限公司最大的客户，同时是“盐桥”牌钾肥华东地区总代理。公司拥有庞大的销售网络及仓储能力优势，与上游氮肥、磷肥、钾肥生产如青海盐湖钾肥股份有限公司、山西兰花科技创业股份有限公司、青海中信国安科技发展有限公司等国内主要化肥生产企业建立了长期稳定的合作关系。分客户结构看，公司目前主要以批发业务为主，零售业务（加盟店）收入占比有进一步提升空间。目前客户收入分布为：加盟店为 21.23%、种植大户及专业合作社为 22.66%、工业企业为 37.37%、出口业务为 18.74%。

风险提示：（1）淡储旺销的模式，需承担较高存货成本及化肥价格波动的风险；（2）政府对农资农药补贴款占利润 20%多，国家补贴政策对业绩有一定影响；（3）配送中心的租赁物业面积占 63.6%

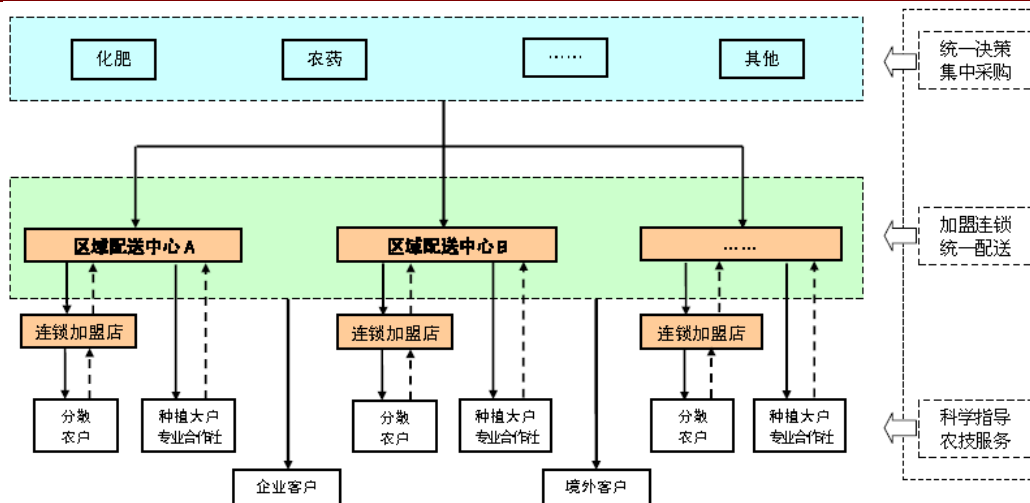
盈利预测：我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.89、1.15 和 1.35 元，给予 2011 年 PE30-35X，对应价格区间为 34.50-40.25 元。

一、公司概况

公司主营业务为各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务，是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，国家和省级化肥淡季商业储备单位。公司已在 9 个主要农业和

农资消费大省建立了 56 个区域配送中心（安徽省内 47 家），成功发展了 2315 家连锁加盟店（安徽省内 2261 家），初步形成了“立足安徽，辐射全国”的连锁经营网络。公司同国内 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，实现年销售化肥 180 万吨。辉隆公司采取“配送中心+连锁加盟店”的经营模式，迅速做大，09 年业务规模全国第四、安徽第一。

图 1：“配送中心+加盟连锁”的经营模式



资料来源：宏源证券、招股说明书

表 1：近年分产业业务收入

	2007		2008		2009		2010 年 1-9 月	
单位：万元	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	占比	销售收入
一、化肥	343,385.14	79.50%	371,257.20	86.79%	380,954.04	93.23%	383,362.75	91.14%
氮肥	170,494.34	39.47%	150,573.85	35.20%	159,389.95	39.01%	202,856.80	48.23%
钾肥	106,978.15	24.77%	112,466.03	26.29%	122,614.06	30.01%	96,224.41	22.88%
复混肥	62,436.52	14.45%	80,765.36	18.88%	72,561.93	17.76%	79,060.62	18.80%
磷肥	2,892.42	0.67%	26,563.30	6.21%	25,211.95	6.17%	4,442.00	1.06%
其他	583.7	0.14%	888.65	0.21%	1,176.15	0.29%	778.91	0.19%
二、农药	22,952.76	5.31%	20,274.74	4.74%	20,838.47	5.10%	21,847.71	5.19%
三、种子及其他	65,611.58	15.19%	36,218.82	8.47%	6,841.19	1.67%	15,416.70	3.67%
合计	431,949.48	100.00%	427,750.75	100.00%	408,633.70	100.00%	420,627.15	100.00%

资料来源：招股说明书、宏源证券

激励充分，管理层与公司利益一致。辉隆股份目前的股权结构中已实现公司高管及员工持股，IPO 后公司最大股东安徽省供销社总公司共持有公司 38.57%股权，另外 191 名自然人股东也大多为公司高管及员工，目前的合计持股比例为 36.34%，且公司前十大自然人股东均在公司担任重要管理职位，合计持股比例约为 8.67%。我们认为充分的股权激励使管理层与公司利益趋于一致，有利于公司的长期发展。

表 2：前十大自然人股东持股情况

序号	股东名称	持股数（万股）	IPO 后持股比例	在公司担任职务
----	------	---------	-----------	---------

1	李永东	210	1.40%	董事长、总经理
2	程书泉	140	0.94%	董事、副总经理
3	徐诗雅	140	0.94%	—
4	黄勇	140	0.94%	副总经理
5	唐桂生	140	0.94%	副总经理
6	魏翔	140	0.94%	副总经理、财务总监
7	李振民	105	0.70%	监事会主席
8	李锐	98	0.66%	副总经理
9	王传友	98	0.66%	副总经理
10	孙红星	84	0.56%	董事

资料来源：招股说明书、宏源证券

二、募集资金项目

募集资金将全部用于以下两个项目：配送中心建设项目和信息化系统建设项目。公司计划自建和租赁方式建立标准配送中心 20 个，其中省内自建配送中心 10 个，新建 2 个，改扩建 8 个，在安徽省外租赁配送中心 10 个。

表 3：募投项目

项目/单位：百万元	建设周期	总投资	年营业收入	年利润总额
配送中心建设项目	1 年	371	1706	67.5
信息化系统建设中心	3 年	33	-	-

资料来源：招股说明书、宏源证券

三、受益农资补贴政策

农资综合补贴是我国农业补贴的主体。目前，中央财政对农业的补贴共有四类：农资综合补贴、粮食直补、良种补贴和农机具购置补贴。2006-2009 年，中央财政支付的四项补贴总额合计 3,084.3 亿元，而农资综合补贴则达 1,907 亿元，占四项补贴总额的 60%以上。

表 4：近年来中央农资补贴逐年上升

补贴种类/单位：亿元	2006	2007	2008	2009
农资综合补贴额	120	276	716	795
“四项补贴”总额	309.5	513.6	1030.4	1230.8

资料来源：财政部、宏源证券

补贴收入占公司利润总额比重较大。为解决化肥常年生产、季节使用的矛盾，促进化肥企业均衡生产，满足用肥旺季需求和稳定化肥市场价格，2005 年 1 月，国家发改委、财政部联合发布了《化肥淡季商业储备管理办法》，国家建立化肥淡季商业储备制度。2005 年，商务部提出并实施“万村千乡”市场工程；2006 年，全国供销总社开始实施“新网

工程”。“万村千乡”市场工程和“新网工程”，旨在鼓励包括农资流通行业在内的各类大中型连锁企业在农村地区发展农资等市场流通网络建设。公司近年补贴金额及占当期利润总额比例如下：

表 5：近年补贴收入占公司利润总额比重较大

单位：万元	2007	2008	2009	2010 年 1-9 月
国储补贴	764	43	1167	1558
省储补贴	842	768	1126	160
万村千乡补贴	466	108	216	221
新网工程补贴	-	94	590	481
农药省储补贴	200	200	200	200
当期利润总额	12,956	15,503	10,546	8,837
占当期利润总额比例	25.72%	11.51%	21.28%	20.23%

资料来源：招股说明书、宏源证券

四、农资连锁，市场空间巨大

（一）中国是世界第一大化肥消费国

中国是世界第一大化肥消费国，2007 年中国化肥施用量约占世界化肥施用总量的 30%，化肥消费市场巨大。2009 年全国化肥销售额即达到 2,094 亿元。

目前近万家各类农资流通企业中，除中国农业生产资料集团公司和中化化肥控股有限公司两家中央大型企业外，目前尚无一家企业市场占有率超过 5%，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。

（二）“配送中心+加盟店”的经营模式，迅速做大市场份额

我国农资流通行业集中度不高，呈现“大行业、小企业”的格局。辉隆公司采取“配送中心+加盟店”的经营模式，迅速做大，09 年业务规模全国第四、安徽第一。农资连锁经营的优势：

- **有利于降低流通成本，减轻农民负担。**目前，我国农资流通传统的“批发分销”经营模式流通环节多，流通成本高，最终仍转嫁给广大农户。通过发展连锁经营，实行集中采购、统一配送，实现规模化经营，减少流通环节，降低流通成本，切实减轻农民负担。
- **有利于改善终端销售渠道“小、弱、散”局面，净化农资市场。**目前，国内农资终端销售渠道呈现“小、弱、散”局面，假冒伪劣农资充斥其中，坑农害农现象时有发生。通过开展连锁经营，将众多分散的终端销售渠道连结成一个整体，实行集中采购、统一配送，可以从源头上减少和杜绝假冒伪劣产品，净化农资市场，维护农户利益。

- **有利于为广大农户提供农技服务。**目前国内大部分农资终端经营者因人才及资金等因素影响，一般仅简单从事农资销售活动，无力提供相关农技服务。连锁经营将有效改善产品销售和农技服务脱节局面，农资终端经营者在总部的统一管理和技术支持下，在销售产品的同时为广大农户提供农技服务。

配送中心是公司开展连锁经营的核心模块，是公司业务拓展的“桥头堡”，除主要负责发展、管理和服务辖区内连锁加盟店外，同时承担着向区域内种植大户、农民专业合作社等大客户直接销售并提供农技服务的任务；部分区域配送中心还承担着向辖区内企业客户及境外客户销售的任务。

锁加盟店为自主经营、独立核算、自负盈亏经营实体，与公司没有股权关系；公司对加盟店未收取加盟费，也没有返利；在公司允许下加盟店可以同时销售其他供应商的产品。辉隆股份从 2003 年开始探索连锁经营模式，经过多年发展，连锁经营初具规模，考虑到农资连锁行业的现状，为在竞争激烈的市场中继续扩大份额，巩固品牌优势，公司未收取连锁加盟费。加盟店向公司进货，主要采取银行汇款、转账和现金结算进行，实行现款现货、款到发货。连锁加盟店一般采取以销定购的经营方式，顺价销售，实现合理的利润。公司对加盟店不存在返利行为。

我们认为“配送中心+加盟店”一方面减少厂家到零售终端的流通环节，在产品价格和售后服务上取得明显优势，同时借助加盟店的人力、物力和财力，实现终端网络低成本快速扩张。截止 2010 年 9 月 30 日，公司已在安徽、黑龙江、吉林、河南和江苏，建立 56 个区域配送中心（安徽省内 47 家），发展了 2315 家连锁加盟店（安徽省内 2261 家）。

表 6：公司网点扩张情况统计

	2007	2008	2009	2010 年 1-9 月
配送中心家数	47	50	52	56
其中：安徽省	43	46	47	47
其中：外省	4	4	5	9
连锁加盟店家数	1937	2054	2145	2315
其中：安徽省	1937	2043	2110	2261
其中：外省	0	11	35	54

资料来源：招股说明书、宏源证券

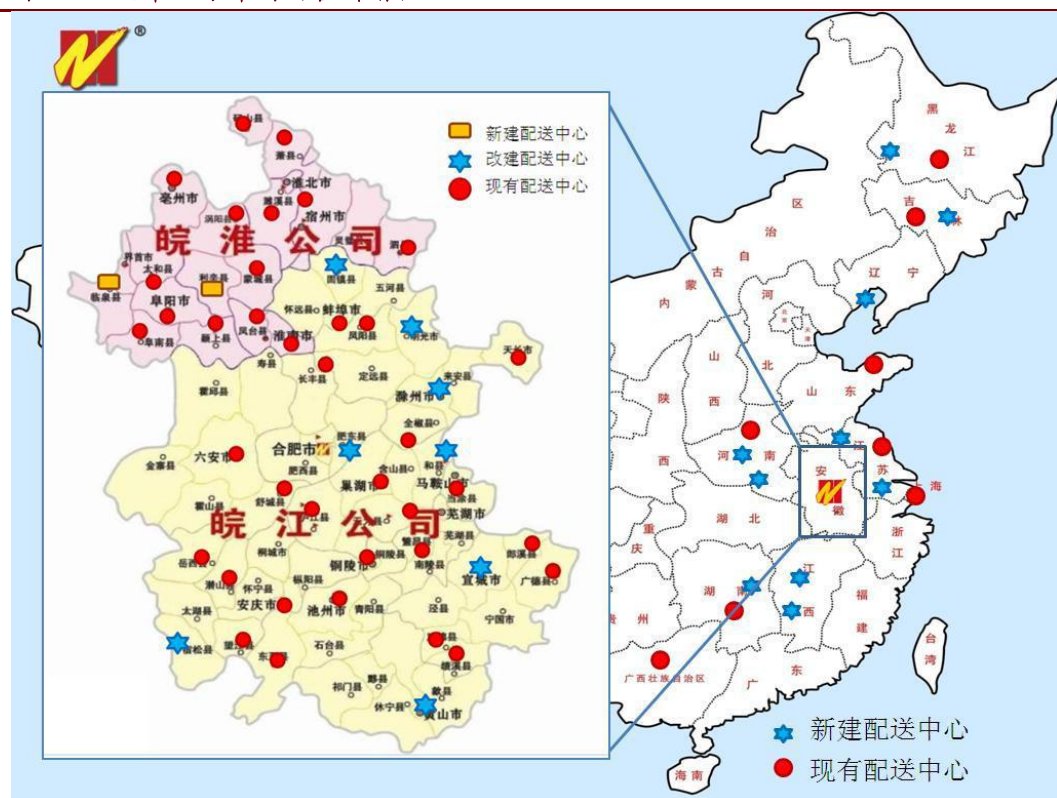
五、未来业绩增长点

（一）继续深耕安徽本省

安徽本省的市场占有率仅为 15%，未来有进一步提升空间。辉隆股份目前在安徽省市场占有率只有 15%，而公司已经在安徽省内布局 47 个配送中心，覆盖区域 17 个。我们认为：（1）公司在安徽地区的网点布局已经基本完成，这次募集资金部分在省内新建 2 个配送中心，改扩建 8 个配送中心，将会进一步提高公司在安徽省内渗透率，提高市场占有率的空间，（2）目前省内市场占有率仅 15%，我们预计随着信息化系统等后台建设完善，

加盟店数目进一步提高，公司在省内的市场占有率有可能提高到 40-50%。

图 2：配送中心分布图（含新增）



资料来源：招股说明书、宏源证券

表 7：安徽省分地区配送中心与加盟店的匹配情况

		2007.12.31		2008.12.31		2009.12.31		2010.9.30	
		配送中心	加盟店	配送中心	加盟店	配送中心	加盟店	配送中心	加盟店
1	合肥地区	1	116	1	121	2	121	2	125
2	巢湖地区	4	145	4	152	4	152	4	177
3	马鞍山地区	1	31	1	31	1	31	1	31
4	六安地区	2	135	2	145	2	160	2	160
5	安庆地区	4	189	5	204	5	204	5	226
6	池州地区	2	72	2	79	2	79	2	84
7	铜陵地区	1	18	1	18	1	18	1	18
8	黄山地区	1	128	1	135	1	135	1	135
9	宣城地区	5	102	5	106	5	110	5	115
10	芜湖地区	1	132	1	139	1	145	1	150
11	蚌埠地区	2	81	2	81	2	90	2	95
12	滁州地区	6	180	6	186	6	198	6	217
13	阜阳地区	3	217	4	225	4	231	4	258
14	宿州地区	3	147	4	153	4	153	4	173
15	淮北地区	2	37	2	45	2	51	2	56
16	淮南地区	2	57	2	68	2	77	2	79

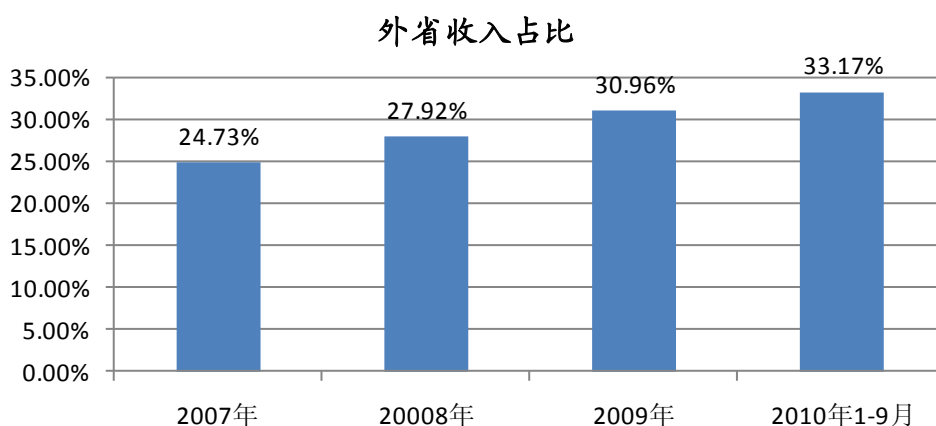
17	亳州地区	3	150	3	155	3	155	3	162
----	------	---	-----	---	-----	---	-----	---	-----

资料来源：招股说明书、宏源证券

（二）募投项目的落实将加快省外的外延式扩张，提高渗透率

目前公司在全国市场的占有率仅1-1.5%左右,但2010年1-9月省外收入已贡献33.2%。我们认为公司已经不再局限于一个省级农资流通企业,其全国扩张已初露雏形,有小荷才露尖尖角的势头。

图 3：外省收入占比逐年提高



资料来源：宏源证券、招股说明书

公司外省加盟店数目和配送中心数目配比较低。公司在 8 个省拥有配送中心 9 个,加盟店 54 个,与安徽省加盟店与配送中心的配比比较,公司在外省的渗透率有进一步提高的空间,在现有配送中心基础上加盟店数目有增加的空间。同时, IPO 募投资金将用于新增 10 个省外配送中心,一方面在黑龙江、吉林、河南、江苏、湖南继续增加配送中心建设,另一方面还将进入新的省份——辽宁和江西。我们预计未来省外渗透率的提升空间大于省内。

表 8：外省配送中心与加盟店的匹配情况

		2007.12.31		2008.12.31		2009.12.31		2010.9.30	
		配送中心	加盟店	配送中心	加盟店	配送中心	加盟店	配送中心	加盟店
1	江苏省	0	0	0	0	0	0	1	6
2	河南省	1	0	1	4	1	11	1	16
3	黑龙江省	0	0	1	5	1	8	1	12
4	吉林省	0	0	0	0	1	3	1	7
5	湖南省	1	0	0	0	0	0	2	3
6	广西壮族	1	0	1	2	1	7	1	9
7	上海市	1	0	1	0	1	6	1	0
8	山东省	0	0	0	0	0	0	1	1

资料来源：招股说明书、宏源证券

（三）供应商资源优势明显，批发业务向零售加盟业务延伸

公司具有关键资源的区域总代理优势。复合肥生产原料主要包括氮肥、磷肥、钾肥，其中最为稀缺的关键原料为钾肥。青海盐湖钾肥股份有限公司生产的“盐桥”牌钾肥是国内钾肥的主导品牌，占我国钾肥生产量和国产钾肥销售额的 96%，公司是中国国产钾肥销售排名第一的销售商，是青海盐湖钾肥股份有限公司最大的客户，同时是“盐桥”牌钾肥华东地区总代理。因此，华东地区工业客户复合肥关键生产原料需要通过公司购买。

公司拥有庞大的销售网络及仓储能力优势，与上游氮肥、磷肥、钾肥生产如青海盐湖钾肥股份有限公司、山西兰花科技创业股份有限公司、青海中信国安科技发展有限公司等国内主要化肥生产企业建立了长期稳定的合作关系。公司采购量大，采购成本较低，工业客户通过公司的采购价格比工业客户向上游厂家直接采购相对更低。

分客户结构看，公司目前主要以批发业务为主，零售业务加盟店收入占比有进一步提升空间。目前客户收入分布为：加盟店为 21.23%、种植大户及专业合作社为 22.66%、工业企业为 37.37%、出口业务为 18.74%。公司销售给工业客户与加盟店的氮肥、磷肥价格基本一致，毛利率大致相同，而销售给加盟店的钾肥毛利率相对较高，主要原因是钾肥主要作为复合肥生产原料，工业客户需求量大，因此销售价格相对优惠；农用钾肥仅用于烟草、茶叶等经济作物，需求量相对较小，因此公司销售给加盟店价格相对较高，销售毛利率较高。

表 9：销售给工业客户与加盟店的氮肥、磷肥毛利率大致相同，销售给加盟店的钾肥毛利率相对较高

	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-9 月	
	金额（万元）	毛利率（%）	金额（万元）	毛利率（%）	金额（万元）	毛利率（%）	金额（万元）	毛利率（%）
加盟店	79,546.09		94,968.26		82,073.78		89,171.63	
磷肥	804.7	6.88	1,297.57	10.25	759.29	8.66	371.68	12.32
钾肥	2,617.05	5.71	9,894.49	12.93	10,350.30	11.44	8,885.45	11.33
复合肥、磷酸二铵及其它	22,310.54	5.33	25,775.71	6.29	28,564.06	3.57	41,296.98	3.7
工业客户	181,520.78		182,110.11		139,387.79		156,948.03	
其中：氮肥	24,839.51	3.22	49,507.42	3.4	53,047.52	3.44	63,342.10	3.71
磷肥	315.7	6.87	684.94	10.26	208.93	8.66	208.04	12.32
钾肥	75,423.65	3.41	74,346.75	6.38	72,659.54	8.49	60,460.92	10.38
磷酸一铵及其它	80,941.92	5.5	57,571.00	6.97	13,471.80	3.65	32,936.97	3.85

资料来源：招股说明书、宏源证券

六、风险提示

（1）淡储旺销的模式，需承担较高存货成本及化肥价格波动的风险；

- (2) 政府对农资农药补贴款占利润 20%多，国家补贴政策对业绩有一定影响；
- (3) 配送中心的租赁物业面积占 63.6%

七、盈利预测及估值

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.89、1.15 和 1.35 元，给予 2011 年 PE30-35X，对应价格区间为 34.50-40.25 元。

表 10: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4086.34	5107.92	6573.89	8023.44	收益率				
减: 营业成本	3809.79	4759.05	6120.30	7469.82	毛利率	6.77%	6.83%	6.90%	6.90%
营业税金及附加	0.48	0.56	0.72	0.88	三费/销售收入	4.89%	4.74%	4.46%	4.37%
营业费用	109.35	136.69	175.92	214.71	EBIT/销售收入	4.60%	4.20%	3.94%	3.74%
管理费用	56.94	71.17	91.59	111.79	EBITDA/销售收入	4.81%	4.72%	4.35%	4.07%
财务费用	33.46	34.01	25.57	23.96	销售净利率	3.00%	2.72%	2.72%	2.63%
资产减值损失	2.79	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
加: 投资收益	18.72	12.00	12.00	12.00	ROE	30.05%	25.38%	24.64%	22.50%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.37%	8.17%	8.51%	8.13%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	26.02%	22.49%	10.55%	21.26%
营业利润	92.25	118.45	171.80	214.28	增长率				
加: 其他非经营损益	62.78	62.80	62.80	62.80	销售收入增长率	-4.47%	25.00%	28.70%	22.05%
利润总额	155.03	181.24	234.59	277.08	EBIT 增长率	10.83%	14.16%	20.84%	15.69%
减: 所得税	32.31	42.31	55.65	66.27	EBITDA 增长率	10.74%	22.74%	18.54%	14.21%
净利润	122.72	138.93	178.95	210.81	净利润增长率	47.02%	13.21%	28.80%	17.81%
减: 少数股东损益	4.96	5.62	7.24	8.53	总资产增长率	5.38%	2.96%	16.01%	21.07%
归属母公司股东净利润	117.76	133.31	171.71	202.28	股东权益增长率	109.04%	34.02%	32.69%	29.03%
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	经营营运资本增长率	-76.22%	714.75%	-53.36%	188.47%
货币资金	611.90	51.08	65.74	80.23	资本结构				
应收和预付款项	719.34	814.74	1158.43	1249.83	资产负债率	83.45%	78.63%	75.70%	74.21%
存货	826.97	1382.45	1458.94	2008.98	投资资本/总资产	20.37%	54.25%	27.92%	47.66%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	31.42%	41.82%	4.79%	29.47%
长期股权投资	151.78	163.78	175.78	187.78	流动比率	1.01	1.09	1.16	1.22
投资性房地产	20.64	17.87	15.09	12.32	速动比率	0.63	0.42	0.53	0.49
固定资产和在建工程	164.58	146.31	128.05	109.78	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	53.48	47.96	42.44	36.91	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他非流动资产	0.06	0.03	0.00	0.00	资产管理效率				
资产总计	2548.75	2624.22	3044.46	3685.83	总资产周转率	1.60	1.95	2.16	2.18
短期借款	668.38	863.00	110.36	806.01	固定资产周转率	62.27	34.91	51.34	73.09
应付和预收款项	1458.57	1200.48	2194.43	1929.33					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	116.30	84.06	104.91	91.19
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	4.61	3.44	4.20	3.72
负债合计	2126.95	2063.49	2304.79	2735.34	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股本	112.00	112.00	112.00	112.00	EBIT	187.85	214.44	259.12	299.77
资本公积	124.62	124.62	124.62	124.62	EBITDA	196.38	241.04	285.72	326.33
留存收益	155.27	288.58	460.29	662.58	NOPLAT	100.24	116.73	150.24	180.73
归属母公司股东权益	391.88	525.20	696.91	899.19	净利润	117.76	133.31	171.71	202.28
少数股东权益	29.92	35.54	42.77	51.30	EPS	0.788	0.892	1.149	1.353
股东权益合计	421.80	560.73	739.68	950.49	BPS	2.621	3.513	4.662	6.015
负债和股东权益合计	2548.75	2624.22	3044.46	3685.83	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	PEG	0.00	N/A	N/A	N/A
经营性现金净流量	430.59	-769.34	744.74	-705.57	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性现金净流量	-97.06	47.10	47.10	47.10	PS	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-354.39	161.43	-777.18	672.96	PCF	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量净额	-19.97	-560.82	14.66	14.50	EV/EBIT	0.68	4.19	0.59	2.86

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈旭: 宏源证券研究所商贸零售行业分析师, 4 年证券行业从业经验。2010 年 8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 曾任汽车及零部件分析师, 2009-2010 年新财富团队成员。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、武汉中百、鄂武商、银座股份、南京中商、渤海物流、辉隆股份

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。