

辉隆股份（002556）：未来有望成为农资流通行业的整合者

商业

合理价：33.9-38.4 元

报告日期：2011 年 3 月 9 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4086	5500	6630	7750
(+/-)	-4.47%	34.59%	20.55%	16.89%
营业利润	92	132	198	240
(+/-)	3.49%	42.97%	49.91%	21.20%
归属于母公司 的净利润	118	138	170	199
	103.01			
(+/-)	%	16.77%	23.29%	17.48%
每股收益（元）	0.79	0.92	1.13	1.33

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2011. 2. 18/2011. 3. 2
发行后总股本（万股）	14950
发行股数（万股）	3750
发行价格（元）	37.5
发行市盈率（倍）	55.97
发行动态市盈率（倍）	41
行业滚动市盈率（倍）	47
第一大股东	安徽省供销商业总公司
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	51.49% / 38.58%
发行前每股净资产（元）	4.14
发行前资产负债率	83.16%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

联系人：钟尚戎
010-66045769 zhongsr@txsec.com

证券分析师 王旭
执业证书编号：A0140511010018
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行A股3750万股，发行后总股本为14950万股。公司第一大股东安徽省供销商业总公司持有发行后38.58%的股份，公司实际控制人为安徽省供销社。
- 公司业务为化肥、农药及种子等农资产品的连锁经营。公司是目前国内排名第4的农资流通企业。公司在安徽省内市场占有率约为15%，全国市场占有率1%-1.5%。
- 公司未来有望快速整合行业资源。在国家破除地方保护主义及行业本身集中度较低的现状下，公司未来有望凭借自身先进的竞争优势快速整合行业资源，提高市场占有率。
- 公司借助“配送中心+加盟店”连锁经营模式得以实现低成本快速扩张。公司经过长时间摸索，已经形成成熟可复制的“配送中心+加盟店”经营模式。公司目前已在安徽省内及黑龙江、吉林等9个农业大省建立了56个区域配送中心，成功发展了2300多家连锁加盟店，初步形成了“立足安徽，辐射全国”的经营网络。
- 公司凭借品牌信誉、农技服务及高效管理三大优势，未来有望实现较顺利的安徽省内及省外扩张。
- 公司本次募集资金将投向“配送中心建设项目”和“信息化系统建设项目”，总投资额40422万元。配送中心项目达产后，预计可以实现新增年收入17.06亿元，新增税后利润5064.38万元，增厚EPS0.34元。公司在信息系统项目建成后，将有效降低各项费用，并提升整体运营效率。
- 盈利预测及估值：我们预计公司2011、2012年EPS分别为1.13元和1.33元。我们认为公司的合理2011年动态市盈率应在30-34倍，对应公司股票合理价值区间33.9-38.4元。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司主营业务构成及行业地位	5
2. 行业概况	7
2.1 产业链上下游情况	7
2.1 农资流通行业受益于政策扶持	7
2.2 我国农资产品供求状况	8
2.3 行业整合空间巨大	9
2.4 农资流通行业与农机流通行业的合理估值比较	9
3. 公司主营业务分析	11
3.1 “配送中心+加盟店”模式实现低成本快速扩张	11
3.2 公司与上下游均保持良好的合作关系	12
3.3 公司主要竞争对手	13
3.4 公司拥有品牌、服务及管理三大竞争优势	13
3.5 重要参股子公司的投资收益稳定增长	14
3.6 公司未来发展目标	15
4. 公司财务分析	16
4.1 盈利能力分析	16
4.2 偿债能力分析	18
4.3 资产周转能力分析	19
4.4 经营性现金流分析	20
5. 公司募投项目分析	21
5.1 “配送中心建设项目”分析	21
5.2 “信息化系统建设项目”分析	22
6. 盈利预测与估值分析	23
我们进行盈利预测的关键假设:	23
7. 公司估值—合理价位 33.9-38.4 元	24
8. 风险提示	24

图表目录

图表 1 IPO 前公司股权结构及控制关系	4
图表 2 公司 IPO 前后股本结构对比	5
图表 3 公司 2007-2010 前 3 季销售收入构成	5
图表 4 公司销售收入按地区划分	6
图表 5 公司上下游情况	7
图表 6 2006-2009 年中央农资综合补贴金额 单位：亿元	8
图表 7 国内化肥区域性供求情况	9
图表 8 我国各种农业机械保有量及增长情况	10
图表 9 公司业务流程	11
图表 10 公司配送中心及加盟店分布情况（截止 2010 年 9 月 30 日）	11
图表 11 公司销售收入占比按客户划分	12
图表 12 2009 年国内农资流通行业前 10 名	13
图表 13 公司一体化农技服务项目	14
图表 14 公司来源于参股子公司的投资收益 单位：万元	14
图表 15 2007-2010 年前三季主营业务收入（剔除化工业务后） 单位：亿元	16
图表 16 2010 年 1-9 月公司营业收入结构	16
图表 17 公司各产品毛利率及综合毛利率变化	17
图表 18 公司 2007-2010 年前三季费用率变化	18
图表 19 公司 2007-2010 年前三季流动、速度比率	18
图表 20 公司 2010 年 9 月底流动资产结构	19
图表 21 公司 2010 年 9 月底流动负债结构	19
图表 22 公司 2007-2010 年前三季存货与总资产周转率	20
图表 23 2007-2010 年前三季公司经营性现金流与净利润 单位：万元	20
图表 24 募集资金项目 单位：万元	21
图表 25 配送中心建设项目规划	21
图表 26 配送中心建设项目的全国布局	22
图表 27 辉隆股份盈利预测 单位：万元	23

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

公司前身为成立于2004年4月的安徽辉隆农资集团有限公司。公司于2008年10月召开股东会并做出决议，将辉隆有限整体变更为股份有限公司。

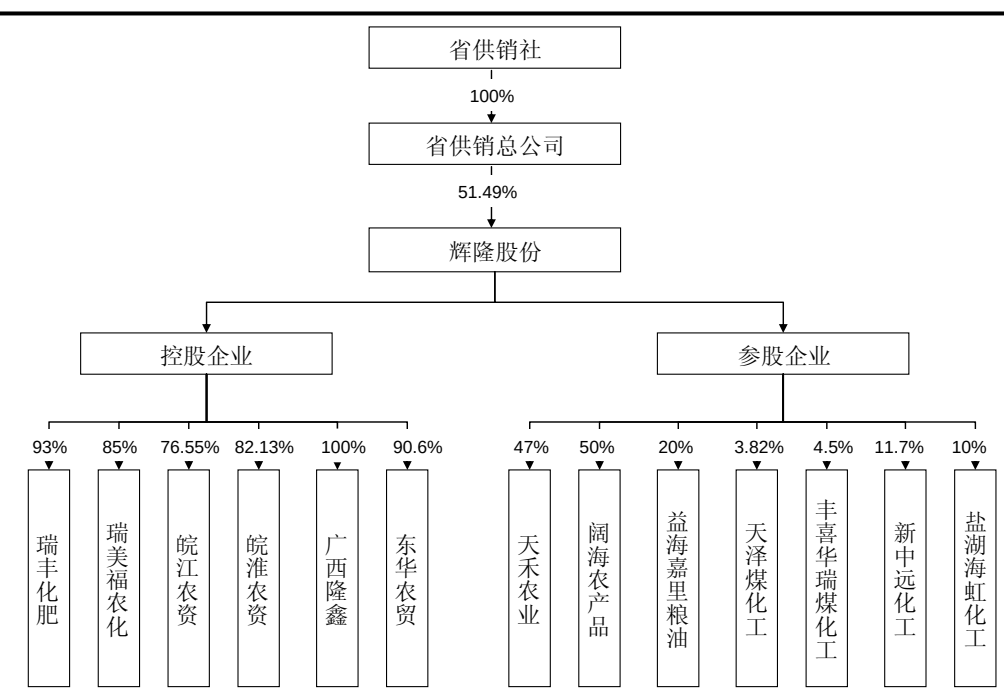
公司自成立以来，一直专业从事化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务，是安徽省政府重点培育的流通企业之一，商务部“万村千乡市场工程”首批优秀试点企业，国家和省级化肥淡季商业储备单位。公司通过“配送中心+加盟店”的连锁经营模式，业务快速发展，现已具备年180余万吨化肥的销售能力。2009年公司业务规模位居全国第四、安徽第一。

公司控股股东为省供销总公司，其持有公司发行前51.49%的股份，该公司属于投资管理型公司。公司实际控制人为省供销社，是安徽省政府直属事业单位。

1.2 公司股本结构

发行前公司总股本11200万股，本次拟发行3750万股，占发行后总股本的25.8%。公司本次发行价格为37.5元/股，拟募集资金40422万元，发行成功后，扣除上市费用的实际募集资金为130226万元，超募资金89804万元。

图表 1 IPO 前公司股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 2 公司 IPO 前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
省供销总公司	5767	51.49%	5767	38.58%
李永东	210	1.88%	210	1.40%
程书泉	140	1.25%	140	0.94%
徐诗雅	140	1.25%	140	0.94%
黄 勇	140	1.25%	140	0.94%
唐桂生	140	1.25%	140	0.94%
魏 翔	140	1.25%	140	0.94%
李振民	105	0.94%	105	0.70%
李 锐	98	0.88%	98	0.66%
王传友	98	0.88%	98	0.66%
其他股东	4222	37.69%	4222	28.24%
社会公众股	—	—	3750	25.08%
合 计	11200	100.00%	14950	100.00%

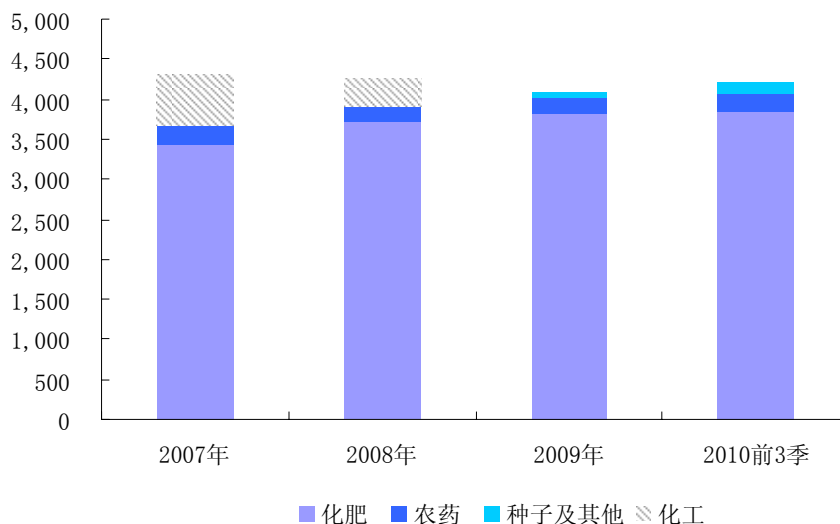
资料来源：招股说明书 天相投顾整理

1.3 公司主营业务构成及行业地位

公司主营业务为化肥、农药及种子等农业生产资料（以下简称农资）的连锁经营业务。其中，化肥是公司的主要销售品种。2007-2010年前三季公司化肥销售占营业收入的比重分别为79.5%、86.8%、93.2%和91.1%。（图表3）另外，公司2007年、2008年存在少量化工业务。为了专注于主业农资销售的经营，公司于2008年剥离了化工业务。剔除该部分业务影响，公司销售收入2008年、2009年分别同比增长6.91%和4.02%。公司在农药及种子方面的收入占比较小，这两项收入主要是为了方便顾客、向农户提供“一站式农资服务”。

图表 3 公司 2007-2010 前 3 季销售收入构成

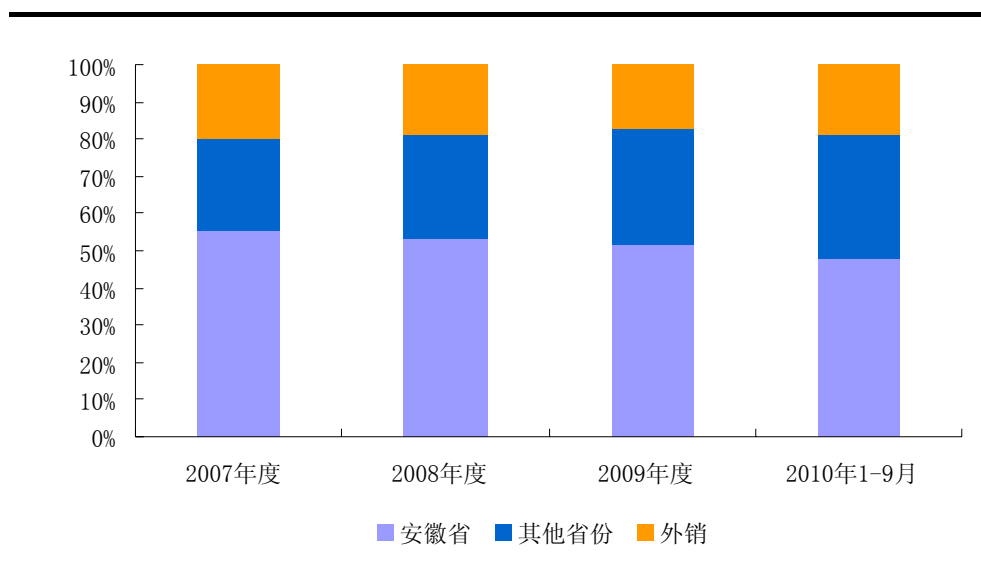
单位：百万元



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

公司目前拥有56个区域配送中心及2300多家连锁加盟店，主要布局在安徽、黑龙江、吉林、河南、江苏等农业消费大省。按销售市场划分，公司收入分别来自安徽省，国内其他省份及海外市场。其中，安徽省是公司最大的市场，拥有47个配送中心及2261家加盟店。目前，公司在安徽的市场占有率为15%，全国市场占有率约为1%-1.5%左右。自2007-2010年前三季，公司在其他省份收入占比逐年提升（图表4），说明公司正在积极开拓省外市场，未来有望为公司收入提供更大的增长潜力。

图表 4 公司销售收入按地区划分



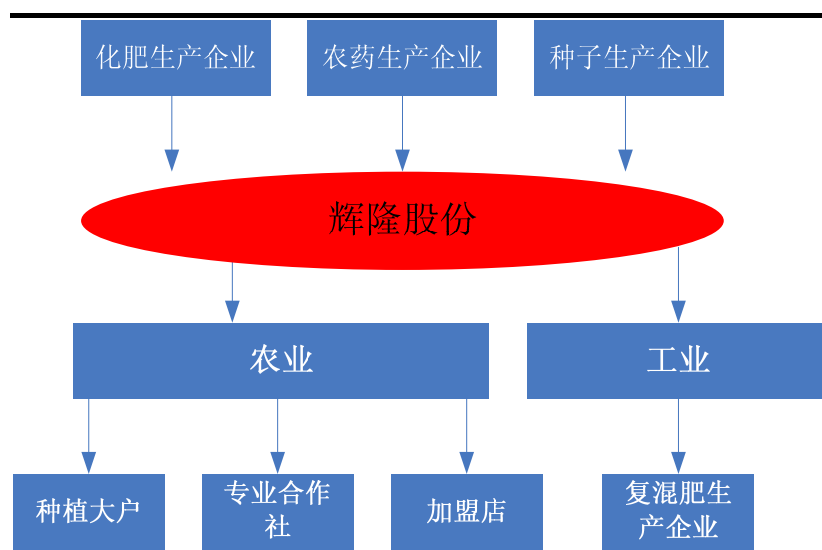
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2. 行业概况

2.1 产业链上下游情况

公司处于图表 5 中间的农资流通行业。公司上游包括化肥、农药及种子等农资生产企业。下游包括农业及部分工业企业（复混肥生产企业）。

图表 5 公司上下游情况



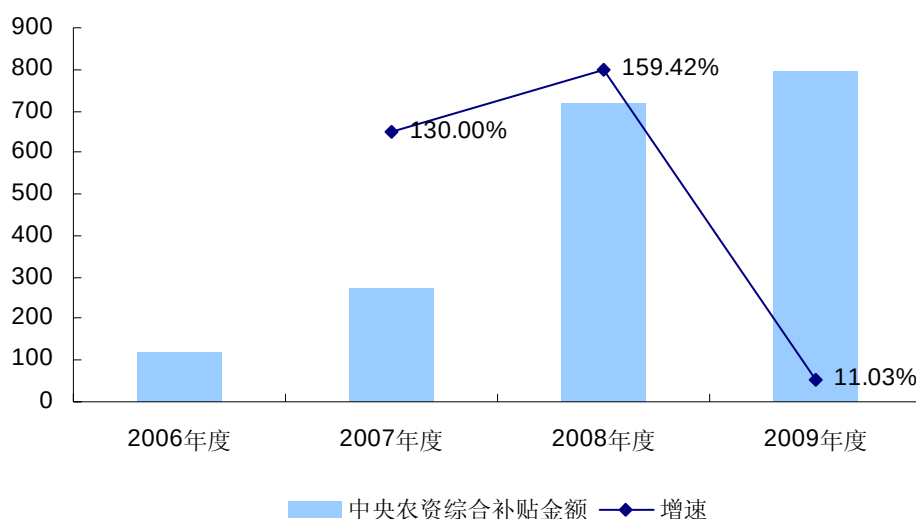
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2.1 农资流通行业受益于政策扶持

农资流通行业直接服务于“三农”，是连接上游生产企业和下游农户的重要通道，近年来受到国家高度重视。我们认为，国家政策对农资流通行业的利好主要来自两个方面。

1) 行业整体受益于国家农资购置补贴政策。为了减轻农户负担，提高农民的种粮积极性，国家于 2006 年出台了农资综合购置补贴政策。近几年国家对农资的购置补贴力度不断加大（图表 6），虽然政策的直接受益对象是广大农户，但同时也促进了农资的整体消费，对农资流通行业构成整体利好。

图表 6 2006-2009 年中央农资综合补贴金额 单位：亿元



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2) 国家对农资流通行业的市场化改革，消除了原有的地方保护主义，为行业内先进的企业跨区域扩张提供了有利条件。2009 年，国务院出台了《关于进一步深化化肥流通体制改革的决定》，全面取消了化肥经营企业所有制性质限制，使农资流通行业进入完全市场化阶段。我们认为，公司作为行业内拥有较强市场竞争力的企业，未来省外扩张之路将更加顺利。

2.2 我国农资产品供求状况

1) 化肥产业处于成熟期，整体需求增长缓慢。根据国际肥料工业协会（IFA）统计，2001-2007 年，世界化肥施用量年均增长 2.7%。未来到 2013 年预计年均增长 1.6%，行业在全球范围呈缓慢增长趋势。其中，我国是世界第一大化肥消费国，2007 年约占世界化肥消费的 30%左右。根据农业部预测，我国化肥消费量至 2015 年将保持每年 3%以上的需求增速。

2) 我国化肥产业存在结构性失衡，即氮肥产量过剩，需要靠出口消化部分产能，而钾肥产量则严重不足，需要靠大量进口维持需求。

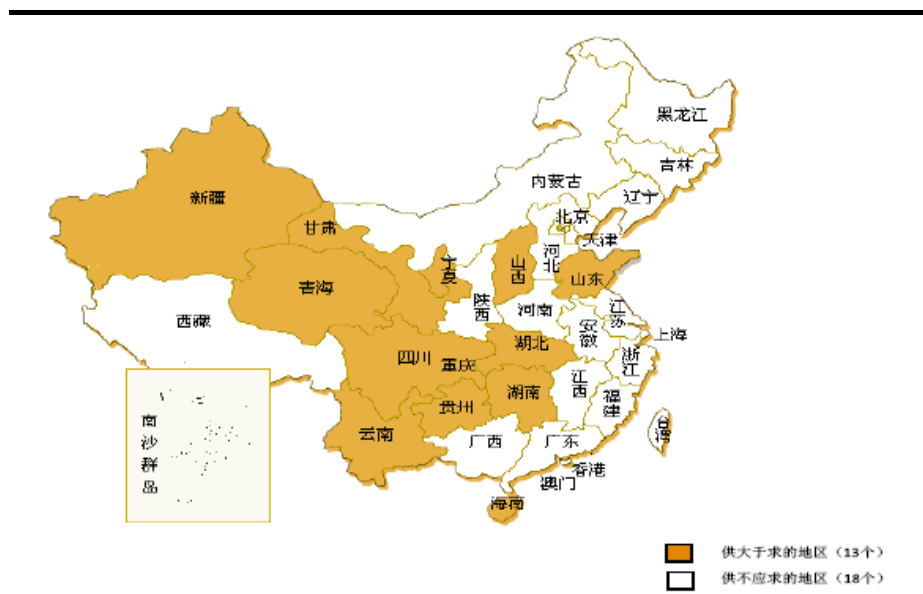
国家统计局数据显示，2004-2008 年，国内农用化肥产量（折纯量，下同）从 4805 万吨增至 6013 万吨，年复合增长率为 5.77%。而同期，农用化肥施用量从 4637 万吨增至 5239 万吨，年复合增长率 3.10%。从总体来看，我国化肥产量过剩，国内需求增速慢于产量增速。

从消费结构来看，2004-2008 年，我国氮肥平均施用量约占农用化肥施用总量的 46%，磷肥约占 16%，钾肥约占 10%。从生产结构来看，国内氮肥产量约占农用化肥总产量的 73%，磷肥约占 22%、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。

3) 我国化肥存在区域性供求失衡。我国化肥生产企业主要集中在资源产地。由于生产与消费地分离，2008 年国内化肥供大于求的省份共有 13 个，主要位于农业不

发达的中西部地区（图表 7）；而农业发达地区，尤其是东北、华中及华东地区部分省份的化肥供应缺口日益增大，供不应求的省份共有 18 个。

图表 7 国内化肥区域性供求情况



资料来源：招股说明书

4) 我国农药供需基本平衡。2004-2009 年，我国农药产量从 87 万吨（折纯量，下同）增至 226.2 万吨，年复合增长率为 21.06%；销量从 83.6 万吨增至 214.9 万吨，年复合增长率为 20.78%。总体来看，国内农药供需基本平衡。

2.3 行业整合空间巨大

目前，我国农资流通行业集中度较低。我国现有近万家农资流通企业，除两家中央大型企业外，前 5 名企业的市场占有率合计不超过 10%。同时，农资流通行业毛利率水平较低。2007-2009 年，行业平均毛利率水平仅维持在 4%-6%。行业集中度低及整体毛利率低导致行业竞争秩序混乱，部分中小企业甚至销售假冒伪劣农资坑害农户。我们认为，随着未来农资流通行业市场化后带来的竞争加剧及地方保护主义破除，行业整合空间巨大，行业集中度也将逐步提高。公司凭借自身出色的竞争优势及农资流通行业第一家上市公司的品牌与资金优势，有望在未来成为行业的强势整合者。

2.4 农资流通行业与农机流通行业的合理估值比较

对比农资流通行业与农机流通行业，我们认为，虽然这两个子行业均属于农业中的流通行业，但两个行业未来增长速度却存在较大差异。

首先，农机流通行业不仅受益于农业的整体发展，还将受益于我国工业化和城镇化进程导致的农业机械对人力的替代。具体来说，近几年我国农村劳动力迅速向非农产业转移，大量农场青壮劳动力进入城市打工、创业，而留在农村搞农业的则大多是老幼妇孺。我们认为，农村劳动力的短缺将使得未来农机产品的需求呈快速且刚性的成长。

相比较，我国农资流通行业的未来增速则相对缓慢。根据国家统计局数据，2004-2008 年，我国农用化肥施用量复合增长率 3.1%。而我国农业机械保有量 2000-2007 年增速则远高于 3.1%。（图表 8）

图表 8 我国各种农业机械保有量及增长情况

类别（单位：万台）	2000 年	2007 年	近7 年复合增长率
插秧机	5.54	17.75	18%
收割机	26.25	63.38	13.50%
耕整机	101.1	194.58	9.80%
农用汽车	869.24	1,295.70	5.90%
拖拉机	1,362.32	1,834.32	4.40%

资料来源：吉峰农机招股说明书，中国农业机械工业年鉴

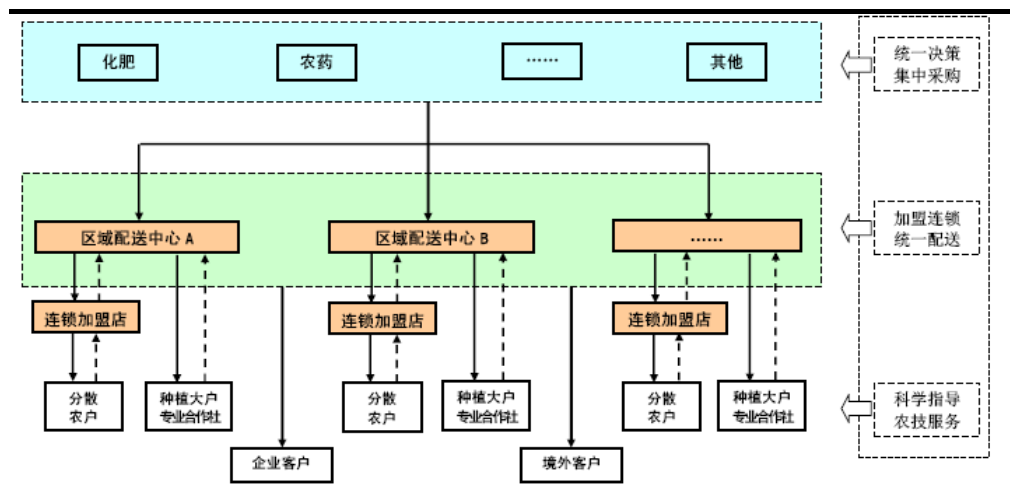
综上所述，我们认为未来农机流通行业应比农资流通行业拥有更快的成长性。因此，在对行业的估值上，农资流通行业应该低于农机流通行业。但具体到公司上，由于农资流通行业的“大行业，小企业”现状，我们认为未来辉隆股份很可能通过整合行业存量市场得到较快速的成长。但我们仍然认为在目前不同的行业背景下，公司估值应低于吉峰农机。

3. 公司主营业务分析

3.1 “配送中心+加盟店”模式实现低成本快速扩张

公司现在的商业模式可以概括为“配送中心+加盟店”的连锁经营模式。（图表 9）其中，配送中心是公司的核心，具体负责发展、管理加盟店及为种植大户及企业客户开展直销业务。公司以配送中心为依托，通过发展连锁加盟店使销售网络下沉至乡镇、村一级，方便广大农户购买。经营模式上，公司对加盟店采取包销的方式。即加盟店从公司采购后，商品被加盟店买断，同时风险和报酬发生转移，有效降低了资金的占用。公司对加盟店实行统一标识、统一配送、统一管理和服务。

图表 9 公司业务流程



资料来源：招股说明书

从竞争优势角度上，“配送中心+加盟店”的连锁模式比行业内传统的“批发分销”模式具有两大优势：1）流通环节少、流通成本低。2）通过对连锁加盟店的管理，公司有效防止了假冒伪劣农资的流通，可以建立起农民对公司的品牌信任感。

通过复制“配送中心+连锁加盟店”模式，公司在自身资金有限的情况下，一方面减少了中间流通环节，降低了流通成本；另一方面通过借助加盟商的人力、物力、财力，实现了终端销售网络的低成本快速扩张。公司现有的配送中心及加盟店主要集中在安徽省内（图表 10）。我们认为，公司先进的经营模式在资本市场的资金帮助下，未来有望实现较快速的省内及省外扩张。

图表 10 公司配送中心及加盟店分布情况（截止 2010 年 9 月 30 日）

分布区域	配送中心	加盟店
安徽省	47	2261
江苏省	1	6
河南省	1	16
黑龙江省	1	12
吉林省	1	7

湖南省	2	3
广西壮族自治区	1	9
上海市	1	0
山东省	1	1
合计	56	2315

资料来源：招股说明书

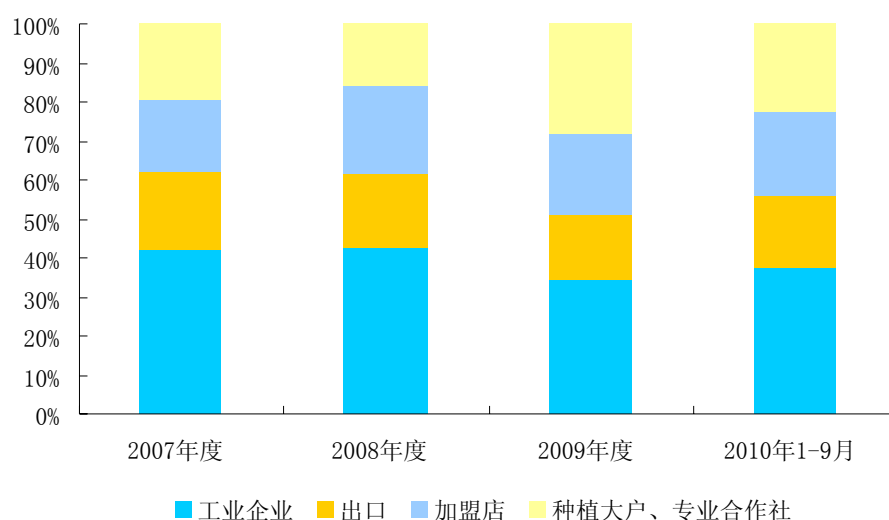
3.2 公司与上下游均保持良好的合作关系

公司拥有上游农资生产企业十分重视的庞大销售网络及仓储能力。同时公司为了确保农民使用“放心农资”，经营的产品主要来源于大型农资生产企业，比较著名的企业有：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、天泽煤化工（公司参股 3.82%）等。经过多年合作，公司已与这些大型农资生产企业建立了长期稳定的合作关系，并凭借自身强大实力取得了一些稀缺产品的地区总代理优势。

公司下游客户主要分为四大类：种植大户及专业合作社、加盟店、工业企业及出口贸易。（图表 11）其中工业客户占比最大，占 2010 年前三季度公司销售收入的 37.37%。工业客户主要是复混肥生产企业，从公司采购氮肥、磷肥、钾肥等生产原料。

工业客户不从生产厂商直接进货而从公司进货的主要原因是：1）公司与上游企业的良好关系使得公司拥有关键稀缺资源钾肥的华东地区总代理优势。2）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直接向上游厂家采购成本更低。3）化肥产业具有常年生产与旺季销售的季节性矛盾。公司利用自身的规模优势采取“淡季储备、旺季销售”的模式，既可以帮助上游生产企业解决淡季库存压力，又可以保障下游工业客户在旺季的原料供应。可以看出，公司通过与上下游企业进行合理的资源互补与分工协作，既提高了整个产业链的效率，又通过出色的增值服务赚取到宝贵利润。

图表 11 公司销售收入占比按客户划分



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3.3 公司主要竞争对手

目前，国内农资流通企业近万家，开展连锁经营的企业超过 4000 家。其中只有中农集团与中化化肥两家中央大型企业市场占有率超过 5%，但这两家“国字号”企业的经营属于“批发分销”模式，因此与公司不形成直接竞争。公司竞争对手主要是一些大型农资连锁流通企业。（图表 12）

图表 12 2009 年国内农资流通行业前 10 名

排名	公司名称	经营模式
1	中国农业生产资料集团公司	批发分销
2	中化化肥控股有限公司	批发分销
3	浙江农资集团有限公司	连锁经营
4	辉隆股份	连锁经营
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	连锁经营
6	四川省农业生产资料集团有限公司	连锁经营
7	山东省农业生产资料有限责任公司	连锁经营
8	庆丰农业生产资料集团有限公司	连锁经营
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司	连锁经营
10	四川开元集团	连锁经营

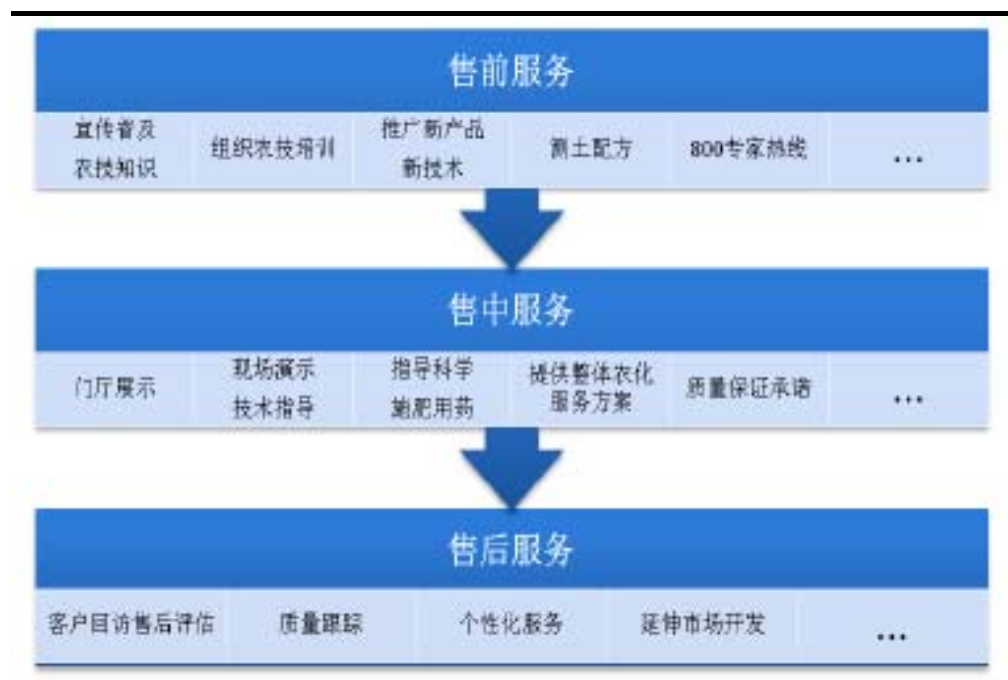
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3.4 公司拥有品牌、服务及管理三大竞争优势

品牌信誉优势：公司自成立以来一直高度重视品牌建设，通过多年培育，已经在广大农户心中形成了“放心农资哪里买，请到辉隆连锁来”的良好品牌形象。现阶段，由于我国农资流通行业利润率较低及市场竞争秩序混乱，存在部分经销商销售假冒伪劣农资坑害农民的情况。而一般农户对农资产品质量难以鉴别，在购买时主要依靠对销售商品牌的信任。因此，品牌信誉优势已成为公司最重要的核心竞争力之一。同时，公司不断丰富产品种类，通过大力发展农药和种子的销售，方便了农户“一站式”的采购需求。

农技服务优势：目前我国大部分农资终端经营者因人才及资金瓶颈，一般仅从事农资销售活动，无法对农户提供有效的农技服务。而公司则依托自身专业优势，建立了完善的售前、售中和售后一体化服务体系。（图表 13）我们认为，公司“销售服务型”经营策略，在未来科学种田需求不断提高的背景下，将积累起越来越强大的市场竞争力。

图表 13 公司一体化农技服务项目



资料来源：招股说明书

高效管理优势：农资流通行业毛利率较低，同时又涉及采购、仓储、配送及终端渠道管理等较多环节，因此提高管理效率、控制费用对提升公司业绩至关重要。为此，公司制定了“谁经营、谁负责”和“责、权、利高度统一”的约束激励机制，对下属机构负责人及员工实行公平、严格的业绩考核，有效保证了员工的责任感和积极性，使公司在快速发展的同时，得以维持较稳定的管理费用。（公司 2007 至 2010 年前三季度管理费用分别为 3724 万、5247 万、5684 万、4671 万）

3.5 重要参股子公司的投资收益稳定增长

公司来自参股子公司的投资收益近几年一直稳定增长。（图表 14）该部分投资收益主要来自公司最重要的两个参股子公司天泽煤化工和益海嘉里粮油。其中，公司持有天泽煤化工 3.82%股份、持有益海嘉里粮油 20%股份。我们认为，参股子公司的稳定发展将对公司未来业绩产生重要的支持作用。

图表 14 公司来源于参股子公司的投资收益 单位：万元

	2007年	2008年	2009年	2010年1-9月
来源于参股子公司的投资收益	820.33	1,532.72	1,781.80	1,299.00
同期利润总额	8,836.50	10,545.53	15,503.00	12,955.83
投资收益占利润总额比重	9.28%	14.52%	12.07%	10.03%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3.6 公司未来发展目标

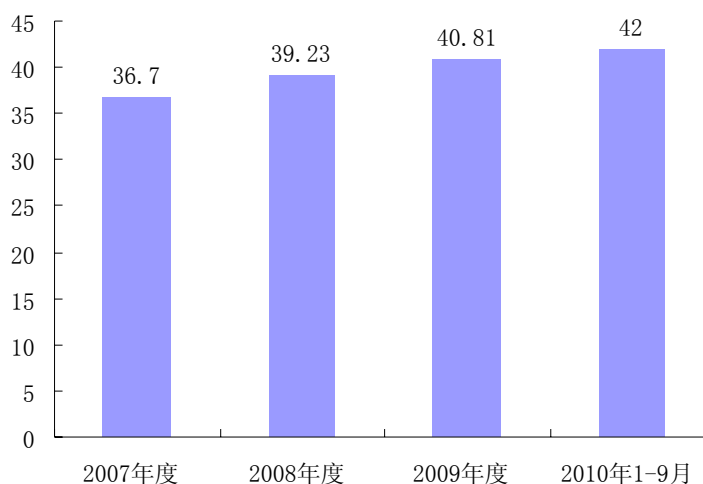
公司上市后将坚持以农资连锁经营为主业，在充足的募集资金帮助下，拟定的重要发展目标包括：1) 争取实现 2013 年底化肥销售 300 万吨，销售收入 70 亿元。2) 发展“一网多用，双向流通”战略，依托现有强大的终端销售网络，开展水稻、小麦、大豆、油菜籽等多种农产品的收购业务。公司期望实现 3 年内突破 20 万吨，实现销售收入 4.5 亿元。我们认为，农产品收购业务对公司的未来发展具有重要战略意义，在增加客户忠诚度的同时，又开拓了公司新的利润来源，并帮助公司在整条农资产业链上取得更重要的地位。

4. 公司财务分析

4.1 盈利能力分析

1) 剔除剥离的化工业务影响，公司主营业务收入近几年增长平缓

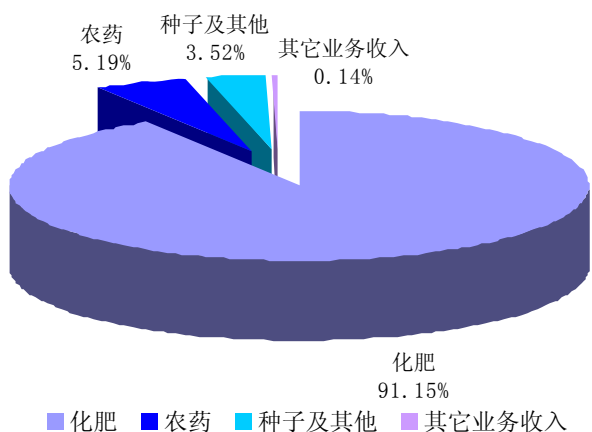
图表 15 2007-2010 年前三季度主营业务收入（剔除化工业务后） 单位：亿元



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2) 公司化肥销售收入占营业收入的 90%以上

图表 16 2010 年 1-9 月公司营业收入结构



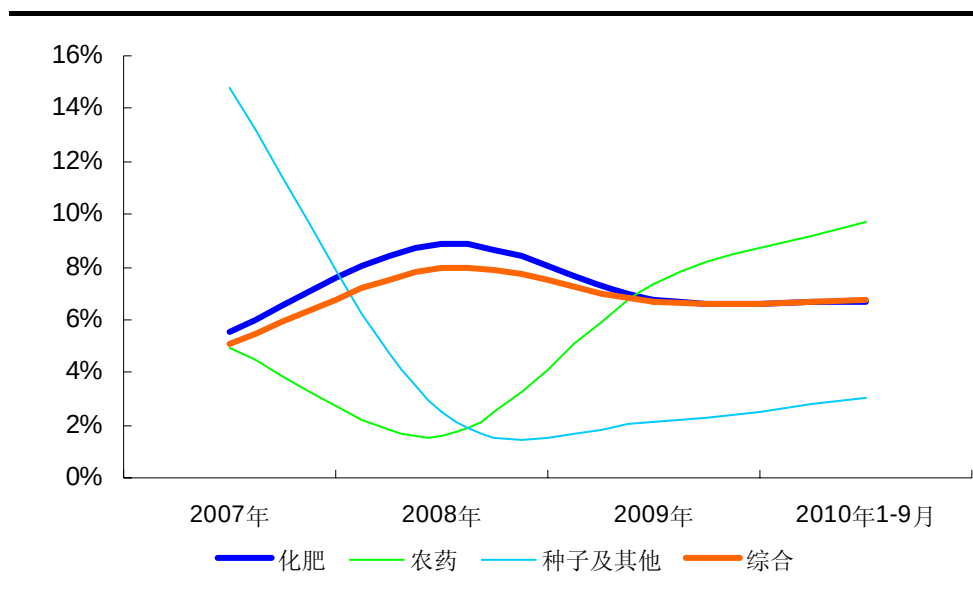
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3) 公司综合毛利率主要受化肥产品影响

2007-2010 年前三季度，公司综合毛利率分别为 5.06%、7.97%、6.68%和 6.72%，

同期化肥产品毛利率分别为 5.51%、8.88%、6.72%和 6.7%，对综合毛利率影响较大（图表 17）。化肥价格主要受上游煤炭、天然气、石油能源等大宗商品价格波动影响。由于公司会在淡季储备大量库存，因此化肥价格的剧烈波动会对公司业绩产生较大影响。我们建议投资者在化肥价格处于剧烈下跌时，对公司持审慎态度。

图表 17 公司各产品毛利率及综合毛利率变化

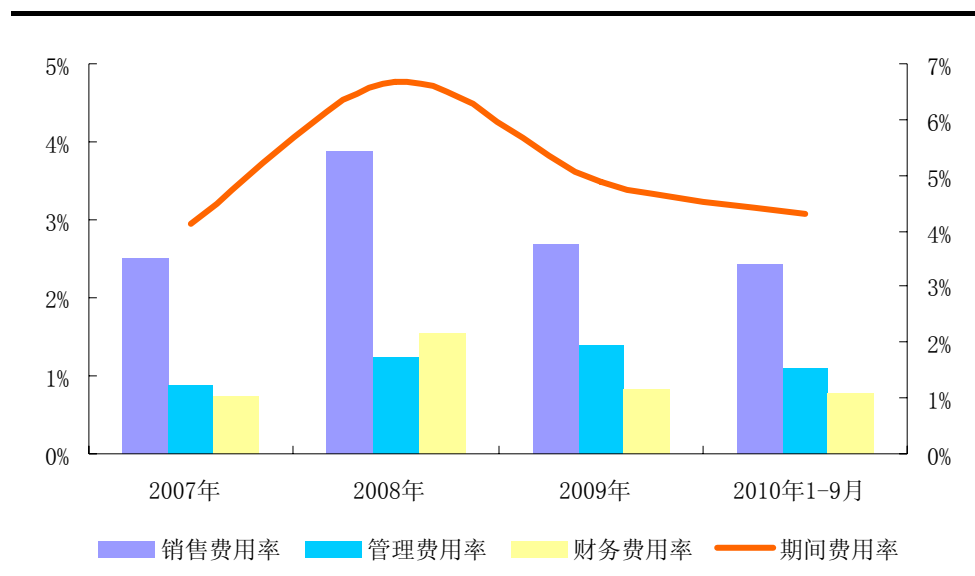


资料来源：招股说明书，天相投顾整理

4) 期间费用率对业绩影响较大

公司毛利率较低，因此期间费用率的波动对公司业绩影响较大。2007-2010 年前三季度，公司期间费用率分别为 4.12%、6.66%、4.89%、4.31%。（图表 18）公司 2008 年期间费用率大幅增加，主要因为：1）当年全球经济过热引发的海运费增加及经济效益提升兑现的超额绩效奖金导致的销售费用大幅上升，2）短期贷款增加及贷款利率上调导致的财务费用大幅上升。综合来看，公司管理费用率波动不大，建议投资者未来积极关注公司信息系统实施后对销售费用率的改善及公司近 9 亿超募资金带来的财务费用率下降。

图表 18 公司 2007-2010 年前三季费用率变化



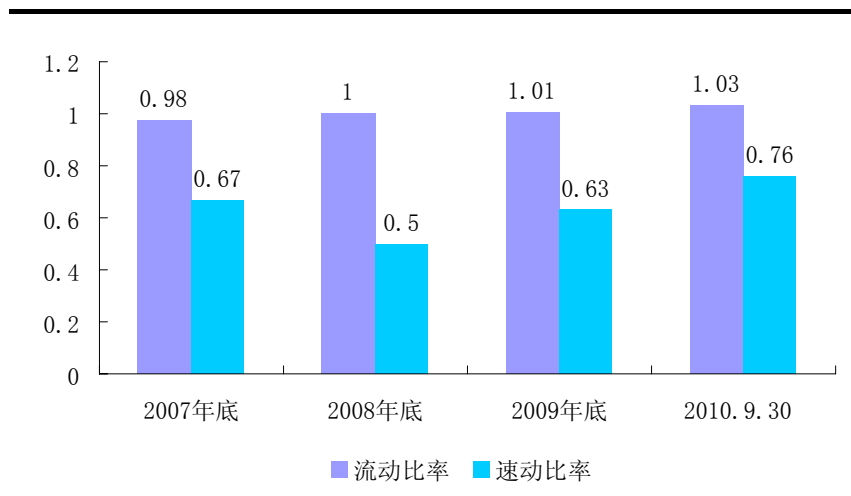
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

4.2 偿债能力分析

1) 公司流动、速动比率属于行业合理水平

2007-2010 年前三季，公司流动比率均保持在 1 左右，速动比率则维持在 0.5-0.8 之间。（图表 19）公司速动比例较低，主要是因为公司“淡季储备，旺季销售”的特点，且公司每年需要承担大量省储、国储任务，导致了各期末存货余额较大。但公司在旺季销售一直较好，存货流通性强，因此较低的速动比率符合行业特点，属于合理水平。

图表 19 公司 2007-2010 年前三季流动、速度比率

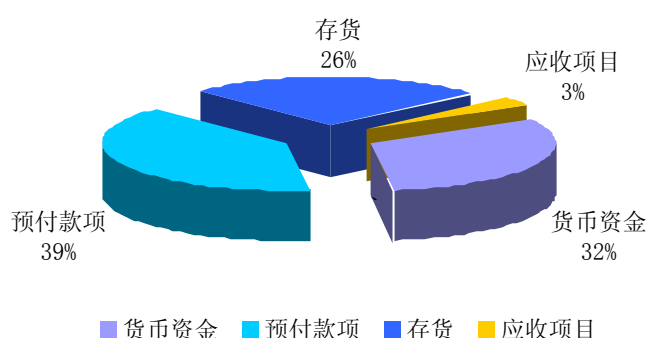


资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2) 公司短期偿债压力较大，未来将通过超募资金获得极大改善

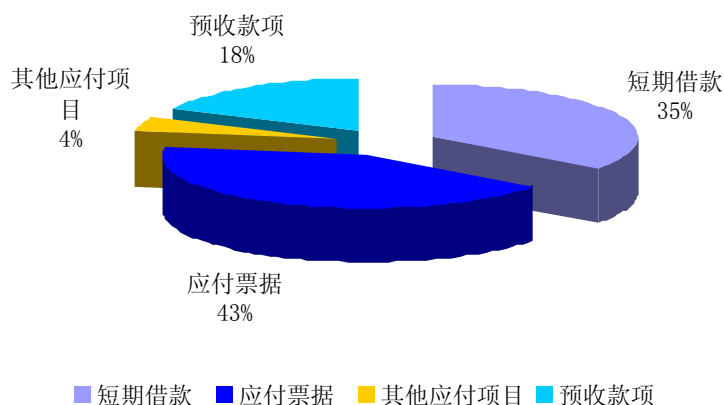
2007-2010 年前三季，公司资产负债率分别为 90.56%、91.18%、83.6%、83.16%，公司资产负债率很高，主要是由于行业特点所决定。公司资产大部分为流动资产，2010 年 9 月底流动资产占总资产的 85.36%。公司流动资产主要由货币资金、存货及上游供应商的预付账款构成。（图表 20）公司应收项目占比很小，与公司较少采用赊销有关，同时说明公司盈利质量较高。公司 2008-2010 年前三季负债全部为流动负债，大部分由短期借款、应付票据及预收账款构成。（图表 21）由于公司承担省储、国储任务，需要在淡季储备大量库存，且公司预付账款数额高于预收账款，因此公司需要大量短期借款来补充流动资金，造成公司短期偿债压力较大。公司上市后，超募资金近 9 亿将补充流动资金，届时公司资产负债结构、财务风险将得到极大改善。

图表 20 公司 2010 年 9 月底流动资产结构



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

图表 21 公司 2010 年 9 月底流动负债结构



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

4.3 资产周转能力分析

公司 2007-2009 年，存货周转率及总资产周转率呈下降趋势，（图表 22）主要原因是随着公司规模扩大，需要储备的存货增长所致。我们认为，伴随公司上市后的异地高速扩张，公司存货与总资产周转率在一开始会有下降趋势。但未来随着募投项目信息系统的建立，公司供应链管理将得到大幅提升，公司在采购、库存及运输

环节都将得到整合与优化，公司资产周转能力在上市后将有望呈现先下降（高速扩张）后上升（信息系统效果显现）的趋势。

图表 22 公司 2007-2010 年前三季存货与总资产周转率

	2007年	2008年	2009年	2010年1-9月
存货周转率	9.56	4.69	3.92	5.3
总资产周转率	2.54	1.93	1.63	1.53

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

4.4 经营性现金流分析

2007-2010 年前三季，公司经营性净现金流波动较大（图表 23）。经营性现金流量净额与净利润的巨大差异，主要是因为化肥价格的变动导致的公司存货波动所引起。2007 年公司经营性净现金流大幅低于净利润，因为当年化肥价格大幅上涨，公司加强了存货的储备且增加了对化肥生产商的预付账款。2009 年经营性净现金流大幅高于净利润，则因为当年化肥价格的下降，导致的公司库存下降及应付项目增加所致。我们认为，随着信息系统的建立，公司库存管理能力将得到的提升，未来经营性净现金流的波动将有望得到缓解。

图表 23 2007-2010 年前三季公司经营性现金流与净利润 单位：万元

	2007年	2008年	2009年	2010年1-9月
经营活动现金流净额	-32750	2870	42994	3704
同期净利润	6775	8347	12272	9392

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

5. 公司募投项目分析

公司本次 IPO 募集资金项目包括“配送中心建设项目”和“信息化系统建设项目”，总投资额 40422 万元。

图表 24 募集资金项目 单位：万元

项目名称	总投资	项目建设期	新增年营业收入	新增年利润总额
配送中心建设项目	37149	1年	17060	6752.5
信息化系统建设项目	3273	3年		

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

5.1 “配送中心建设项目”分析

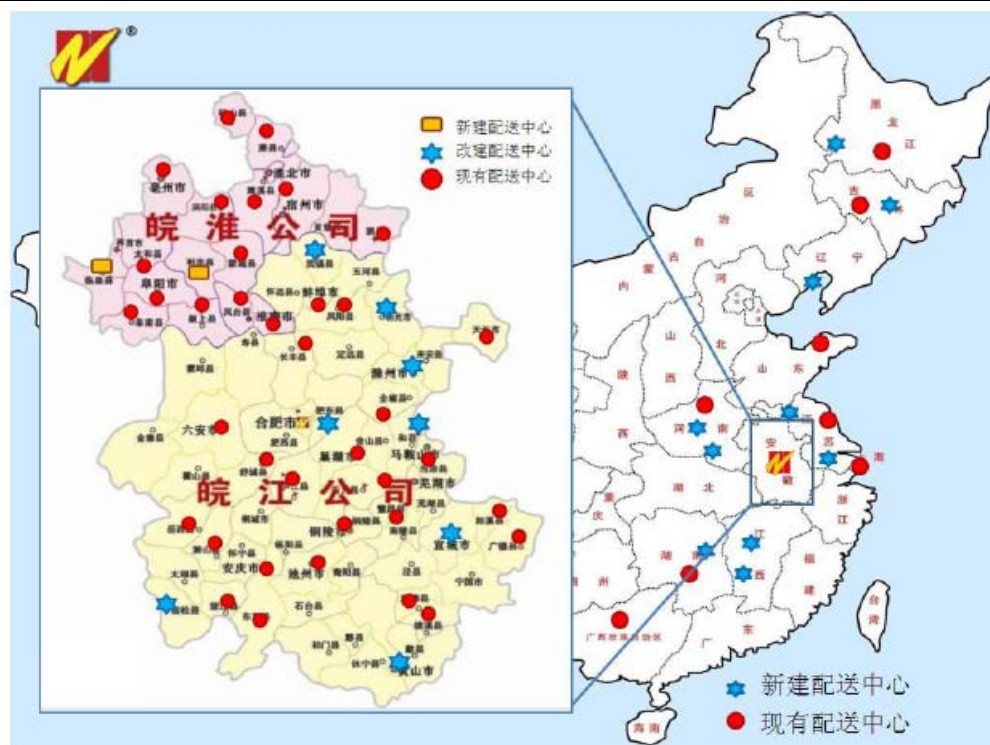
该项目计划投资 37149 万元，其中固定资产投资 9708 万元，流动资金 27441 万元。项目建设的 20 个配送中心将集农资仓储、物流配送、农技服务等功能于一体，并在远期实现“一网多用，双向流通”的农产品收购功能。（图表 25、26）项目预计第一年达产 50%，第二年达产 80%，第三年达产 100%。项目达产后，公司预计可实现年配送能力 75.43 万吨，新增年销售收入 17.06 亿元（不含税），年均利润总额 6752.5 万元，税后利润 5064.38 万元，增厚 EPS0.34 元，项目内部收益率（税后）15.9%。

图表 25 配送中心建设项目规划

位置	产权来源	数量	建筑面积（m ² ）	建筑面积小计（m ² ）
安徽省内	自建（新建）	2	8400	16800
	自建（改扩建）	8	8400	67200
安徽省外	租赁	10	4250	42500
合计		20		126500

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

图表 26 配送中心建设项目的全国布局



资料来源：招股说明书

5.2 “信息化系统建设项目”分析

该项目计划投资 3273 万元，其中固定资产投资 748 万元，软件投资及相关费用 2525 万元。项目将建成“三大平台，九个系统”。三大平台包括：展示呈现平台、应用系统平台和基础支撑平台；九个系统包括：企业门户系统、协同办公系统、决策支持系统、财务管理系统、供应链分销管理系统、门店零售管理系统、客户关系管理系统、人力资源管理系统和移动商务系统。

项目建成后，虽然无法对公司产生直接经济利益，但可以通过优化公司业务流程，提高公司决策质量和管理效率，为公司的未来快速发展提供重要支持。

信息系统建设对公司产生的具体效益包括节约费用与提升效率两方面：

费用节约方面：1) 优化供应链运作，降低采购成本与物流成本。2) 利用系统的集成财务核算能力，减少财务人员配置数量，节约人工成本。3) 利用管理信息系统的 OA、远程监控、IP 电话、移动商务等系统或平台，减少人员的差旅费、办公费等销售管理费用。

效率提升方面：1) 提高存货周转率和订单响应速度。2) 提高应收账款的周转率。3) 实现可视化的目标管理与量化的绩效管理，更加合理的优化人力资源，促进公司绩效的提升。

6. 盈利预测与估值分析

我们进行盈利预测的关键假设：

1. 公司配送中心建设项目第一年达产 50%、第二年达产 80%。完全达产后年新增收入 17 亿元。
2. 公司未来三年每年新增 1.5 亿元农产品收购业务收入。
3. 公司近 9 亿超募资金补充流动资金后，将大幅降低财务费用。
4. 公司信息系统的建设会逐步降低公司期间费用率。
5. 公司来自重要参股子公司天泽煤化工和益海嘉里粮油的投资收益每年稳定增长。
6. 假设公司 2011、2012 年收到的补贴金额稳定，营业外收入每年 2500 万左右。

图表 27 辉隆股份盈利预测 单位：万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	431,949	427,751	408,634	550,000	663,000	775,000
增长率		-0.97%	-4.47%	34.59%	20.55%	16.89%
减：营业成本	409,736	393,155	380,979	512,050	616,590	720,750
营业税金及附加	40	51	48	61	73	85
销售费用	10,822	16,606	10,935	15,400	19,227	21,700
管理费用	3,724	5,247	5,694	6,600	8,288	9,300
财务费用	3,249	6,628	3,346	4,400	1,100	1,800
资产减值损失	493	182	279	300	350	400
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,284	3,033	1,872	2,000	2,400	3,000
营业利润	5,170	8,914	9,225	13,190	19,773	23,965
增长率		72.42%	3.49%	42.97%	49.91%	21.20%
加：营业外收入	3,747	1,884	6,570	5,000	2,500	2,500
减：营业外支出	81	253	292	150	200	260
利润总额	8,836	10,546	15,503	18,040	22,073	26,205
增长率		19.34%	47.01%	16.36%	22.36%	18.72%
减：所得税	2061	2198	3231	4329	4415	5241
净利润	6,775	8,347	12,272	13,710	17,658	20,964
归属于母公司的净利润	5,093	5,801	11,776	13,750	16,952	19,916
增长率		13.88%	103.01%	16.77%	23.29%	17.48%
净利润率	1.57%	1.95%	3.00%	2.49%	2.66%	2.71%
少数股东损益	1,682	2,547	496	-40	706	1,048
总股本（万股）	14950	14950	14950	14950	14950	14950
每股收益（元）	0.34	0.39	0.79	0.92	1.13	1.33

资料来源：天相投资顾问有限公司

7. 公司估值—合理价位 33.9-38.4 元

由于公司与吉峰农机在业务模式上较为接近,因此我们选择吉峰农机作为公司估值的参照对象。鉴于我们认为农机流通将比农资流通未来拥有更快的行业总体增速,参照吉峰农机 2011 年 55 倍左右动态市盈率,我们认为公司合理 2011 年动态市盈率应该在 30-34 倍左右,对应合理价位应在 33.9 元-38.4 元。

8. 风险提示

政府补贴金额下降风险: 鉴于国家对农业的大力支持,公司未来继续获得政府补贴应有较高确定性,但补贴金额的大幅变动仍然可能对公司业绩产生较大影响。根据公司披露的 2010 年未经审计的财务数据,我们推测公司 2010 年营业外收入大概在 4800-5200 万左右,其中政府补贴应该占较大比重。但是我们对于公司未来能否继续获得如此高的补贴金额持谨慎态度。

化肥价格剧烈波动风险: 由于公司承担大量省储、国储任务,未来如果公司在淡季储备后化肥市场价格出现大幅下跌,则公司将会面临较大的存货跌价风险。

公司销售费用大幅上升风险: 公司销售费用受海运费、国内运杂费等因素影响。如果未来大宗商品需求快速增长或全球经济形势过热,将导致公司运输费用的大幅上涨,对公司业绩会产生不利影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室

电话:010-66045566

传真:010-66573918

邮编:100140

北京新盛 地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层

电话:010-66045566; 66045577

传真:010-66045500

邮编:100140

北京德胜园 地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层

电话:010-66045566

传真:010-66045700

邮编:100088

上海天相 地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座

电话:021-58824282

传真:021-58824283

邮编:200120

深圳天相 地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A

电话:021-58824282

传真:021-58824283

邮编:200120