

辉隆股份 (002556.SZ)

农业综合行业

评级: 买入 首次评级

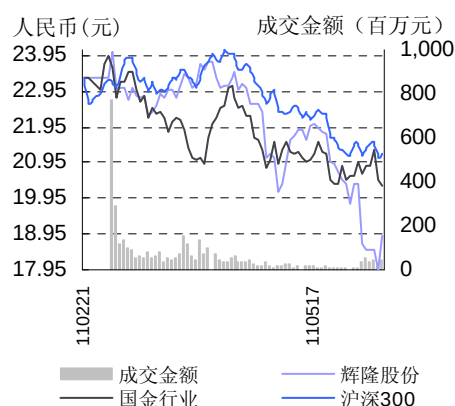
公司研究

 市价(人民币): 18.90 元
 目标(人民币): 21.04-24.55 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.00
总市值(百万元)	4,520.88
年内股价最高最低(元)	24.03/17.95
沪深 300 指数	2961.93
中小板指数	6246.15



新一轮扩张期已经启动

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.051	0.573	0.701	1.047	1.289
每股净资产(元)	3.50	4.52	8.57	9.48	10.64
每股经营性现金流(元)	3.84	-3.24	0.58	-0.08	0.43
市盈率(倍)	N/A	N/A	26.94	18.05	14.66
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	103.01%	16.37%	22.44%	49.24%	23.13%
净资产收益率(%)	30.05%	27.08%	8.19%	11.04%	12.11%
总股本(百万股)	112.00	239.20	239.20	239.20	239.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 辉隆股份是国内第一家上市的农资连锁企业。公司的盈利主要来源于化肥、农药和种子等农资产品的进销差价, 目前未收取连锁加盟费。
- 我国农资流通行业是资金密集型行业, 并呈现“大行业、小公司”的行业特征。国家政策目前鼓励农资流通行业通过兼并重组做大做强。上市后的辉隆股份有望通过资本市场的融资优势和自身的经营管理优势担当起行业整合者的角色。公司目前在安徽省内的市场占有率约为 15%, 全国市场占有率约为 1%-1.5%, 未来具有很大的成长空间。
- 辉隆股份新一轮扩张期已启动, 业绩增长可期。公司省外业务的快速崛起已证明, “配送中心+加盟商”模式的异地复制有效、可行。公司本次 IPO 募集资金计划投资改扩建 20 家配送中心, 省内和省外各 10 家。我们预计项目建成后的仓储运输能力将提升 60%, 省内业务 2011-2012 年的增速有望达 12.16% 和 21.24%, 而省外业务则有望达 37.08% 和 59.99%。
- 辉隆股份可以通过兼并收购担当起行业整合者角色, 从而进一步打开成长空间。根据北美农资连锁巨头加阳公司 (Agrium) 的发展经验, 上市融资和兼并收购是农资流通企业做大做强的有效途径。公司作为国内第一家上市的农资连锁企业, 先发优势明显。公司可以借助于资本市场的融资优势和自身灵活的经营机制, 担当起农资流通行业整合者的角色, 从而进一步打开成长空间。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2011 年-2013 年的净利润分别为 167.79 百万元、250.41 百万元和 308.34 百万元, 同比分别增长 22.44%、49.24% 和 23.13%, EPS 分别为 0.701 元、1.047 元和 1.289 元。
- 同属于涉农流通类上市公司, 我们认为辉隆股份未来的成长空间不亚于吉峰农机和永辉超市。参考吉峰农机和永辉超市的估值水平, 以及公司未来潜在的并购成长空间, 给予公司未来 6-12 个月 21.04-24.55 元的目标价位, 对应 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 30-35 倍和 20-23.5 倍, 首次给予公司“买入”的投资评级。

风险

- (1) 如果化肥价格超预期大幅波动, 可能导致公司存货跌价风险; (2) 如果海运费超预期大幅上涨, 可能会增加公司的成本费用压力。

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
 (8621)61038213
 chenzhzh@gjzq.com.cn

文瑶 联系人
 (8621)61038260
 wenyao@gjzq.com.cn

内容目录

盈利预测与投资建议	3
盈利预测假设条件	3
盈利预测结果	3
估值与投资建议	4
“大行业、小公司”，政策助力农资流通企业迎来发展良机	5
农资流通市场现状：流通总量平稳增长，竞争格局面临重构	5
政策扶持，农资流通业连锁模式前景广阔	6
企业进入扩张期，业绩增长可期	8
公司是安徽农资流通龙头和全国农资流通 10 强	8
“配送中心+加盟店”多方共赢的竞争优势是模式复制的引擎	9
稳定的货源和标准化的管理是模式复制的保障	10
省外业务的快速崛起已证明，公司经营模式的异地复制有效、可行	11
公司新一轮网点布局已启动	11
兼并收购可以成为公司加速成长的选项	16
案例分析：北美农资巨头 Agrium 的并购成长之路	16
辉隆股份可以通过兼并收购担当行业整合者角色	17
录：三张报表预测摘要	20

盈利预测与投资建议

盈利预测假设条件

- 根据 07-10 年的历史经验，假设省内单位面积收入的饱和度在 1.8-1.9 万元/平方米。
- 上海配送中心为第三方物流，没有经营面积，从而有可能导致 07 年和 08 年省外的单位效率比实际偏高。根据 07-10 的历史经验，我们假设省外市场单位经营面积营业收入的饱和度在 6-7 万元/平米。
- 对于新设立的配送中心，我们假设第一年达产 50%，第二年达产 70%，第三年及以后年份进入正常运营状态，达产 100%。
- 假设公司在 2012 年和 2013 年继续增加省内和省外营业配送中心：省内每年增加 1 个，经营面积为 8400 平方米；省外每年增加 2 个，平均经营面积为 4250 平方米。
- 结合新增配送中心的建设，我们假设外销收入年均增速为 10%。
- 公司的盈利模式主要是赚取产品（主要是化肥）的进销差价。从历史经验看，公司毛利率与化肥价格的变动方向也较为一致。年初以来，各品种化肥价格出现不同程度的上涨，未来两年在成本驱动下小幅上涨的概率也较大。在此基础上，我们假设公司 2011 年-2013 年的综合毛利率分别为 7.4%、7.5%和 7.6%，比 10 年的 7.14%有所提升。

盈利预测结果

- 我们预计公司 2011 年-2013 年的营业收入分别为 6744.44 百万元、9184.89 百万元和 11179.09 百万元，同比分别增长 21.48%、36.18%和 21.71%。
- 我们预计公司 2011 年-2013 年的净利润分别为 167.79 百万元、250.41 百万元和 308.34 百万元，同比分别增长 22.44%、49.24%和 23.13%，EPS 分别为 0.701 元、1.047 元和 1.289 元。

图表1：营业收入预测表

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入合计（百万元）	4,319.49	4,277.51	4,086.34	5,551.90	6,744.43	9,184.88	11,179.09
增速		-0.97%	-4.47%	35.87%	21.48%	36.18%	21.71%
安徽省内营业收入（百万元）	2,382.86	2,272.20	2,113.11	2,147.35	2,408.43	2,919.96	3,384.93
增速		-4.64%	-7.00%	1.62%	12.16%	21.24%	15.92%
省外营业收入（百万元）	1,068.33	1,194.09	1,265.28	2,182.19	2,991.41	4,785.87	6,167.19
增速		11.77%	5.96%	72.47%	37.08%	59.99%	28.86%
外销收入（百万元）	868.31	811.23	707.95	1,222.36	1,344.60	1,479.06	1,626.96
增速		-6.57%	-12.73%	72.66%	10.00%	10.00%	10.00%
省内配送中心数量（个）	43.00	46.00	47.00	47.00	49	50	51
省外配送中心数量（个）	4.00	4.00	5.00	9.00	19	21	23
省内配送中心平均收入（万元/个）	5,541.54	4,939.56	4,495.98	4,568.83	4,915.15	5,839.91	6,637.11
省外配送中心平均收入（万元/个）	26,708.21	29,852.16	25,305.60	24,246.56	15,744.24	22,789.83	26,813.89
省内经营面积（平方米）	NA	118,452.16	120,102.16	120,102.16	168,902.16	177,302.16	185,702.16
省外经营面积（平方米）	10,964.74	10,964.74	18,964.74	35,402.77	77,902.77	86,402.77	94,902.77
省内单位经营面积收入（万元/平方米）	NA	1.92	1.76	1.79	1.43	1.65	1.82
省外单位经营面积收入（万元/平方米）	9.74	10.89	6.67	6.16	3.84	5.54	6.50

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- 辉隆股份作为国内第一家上市的农资连锁企业，在 A 股目前主要的连锁类上市公司中，我们认为与公司最为可比的是吉峰农机和永辉超市。其中，吉峰农机是农用机械连锁企业，而永辉超市则是以生鲜农产品为主的连锁企业。
- 从估值水平来看，目前涉农连锁企业的估值水平明显高于其他类型的连锁企业。我们认为其中的主要逻辑在于：（1）在工业反哺农业的大趋势之下，涉农流通行业未来将会享受更多的政策溢价；（2）涉农流通行业基本呈现“大市场、小企业”的企业，优秀企业将会获得巨大的成长空间。
- 同属于涉农流通类上市公司，我们认为辉隆股份未来的成长空间不亚于吉峰农机和永辉超市，主要理由如下：（1）我国农资的买方市场特征日渐突出，农资流通行业凭借渠道优势，与上游的议价能力日益增强；（2）我国政策鼓励农资连锁企业通过兼并重组等途径做大做强；（3）我国农资流通行业呈现“大市场、小企业”的行业特征，作为第一家上市的农资流通企业，辉隆股份可以借助于资本市场担当起行业整合者的角色，成长空间大。
- 参考吉峰农机和永辉超市的估值水平，以及公司未来潜在的并购成长空间，给予公司未来 6-12 个月 21.04-24.55 元的目标价位，对应 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 30-35 倍和 20-23.5 倍，首次给予公司“买入”的投资评级。

图表2：主要连锁类上市公司估值水平比较

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	2010PE	2011PE	2012PE
002336	人人乐	73.80	18.45	30.67	24.67	20.02
002251	步步高	63.18	19.28	32.23	28.37	21.34
000829	天音控股	89.01	89.00	54.51	15.67	11.46
300022	吉峰农机	40.17	19.38	57.03	30.76	17.09
600122	宏图高科	77.26	49.62	29.00	21.07	15.27
002264	新华都	36.23	12.77	34.50	27.00	20.78
002024	苏宁电器	846.54	658.49	19.91	15.78	12.37
601933	永辉超市	176.77	25.32	48.03	37.61	26.25
	平均			38.24	25.12	18.07
002556	辉隆股份	45.21	11.34	32.99	26.94	18.05

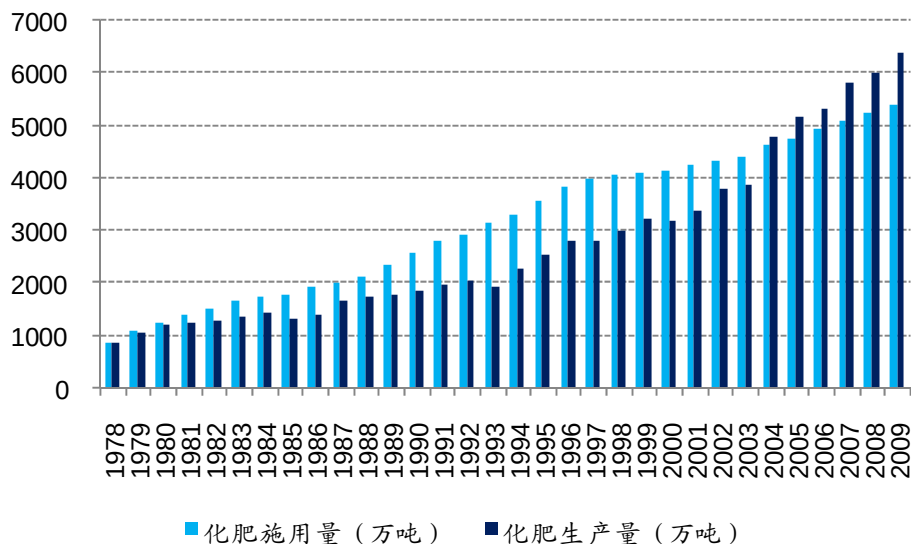
来源：辉隆股份以外的盈利预测来源于聚源数据一致预期、国金证券研究所

“大行业、小公司”，政策助力农资流通企业迎来发展良机

农资流通市场现状：流通总量平稳增长，竞争格局面临重构

- 化肥需求总量增长平稳，流通行业呈现“小、散、乱”格局，提高行业经营效率迫切需要集中度提升。
 - 截止 2009 年，我国化肥的施用量为 5404 万吨（折纯量）。1990 年以来，我国化肥施用量的增速逐渐趋缓，年均符合增长率为 3.95%。我国 2009 年的化肥销售额已经达到 2094 亿元。
 - 根据中国农业科学院土壤肥料研究所的预测，预计到 2030 年我国化肥的需求总量有望达到 6865 万吨，年均复合增长率为 1%-2%。我国化肥市场需求容量未来将主要表现为平缓增长。
 - 截止 2010 年，中国化肥流通企业总数接近 4 万家，行业集中度极低。

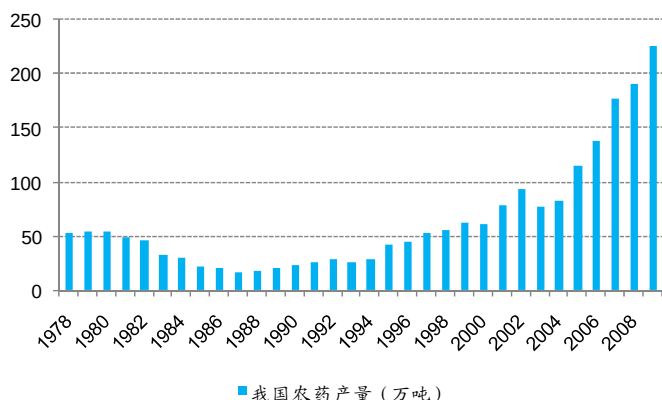
图表3：1990 年以来，我国化肥施用量（折纯量）的年平均复合增长率为 3.95%



来源：国家统计局、国金证券研究所

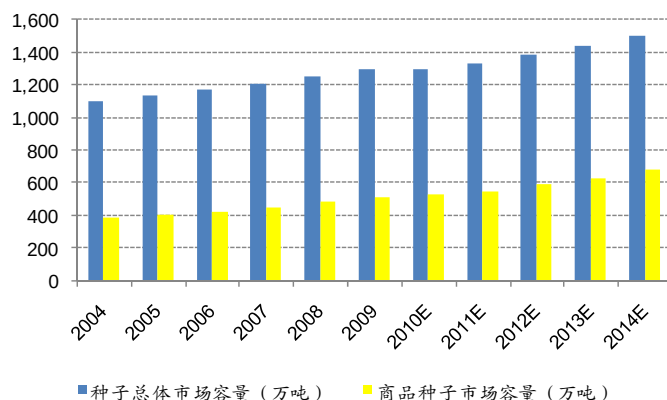
- 我国种子市场的商品化率在未来仍有很大的成长空间，种子流通企业的成长将来源于存量和增量的市场份额。
 - 在过去几年，随着国家对良种的积极推广和良种补贴的实施，我国种子市场的商品化率持续攀升，截止目前约为 40%，商品种子的市场价值达到 500 多亿元。
 - 然而，与世界 70% 和发达国家 90% 多的水平相比，我国种子市场的商品化率仍较低，未来增长空间大。
- 在病虫高发的影响之下，我国化学农药市场容量未来有望保持 10% 左右的增速，存量和增量的市场份额是农药流通企业增长的基础。
 - 我国是全球第 5 大农药消费国，占全球农药市场销售额的 6%，居于美国、法国、日本和巴西之后。截止 2009 年，我国的化学农药原药产量为 226.22 万吨。1990 年以来，我国化肥农药原药产量的年平均增速约为 12.84%。
 - 据统计，我国农药产品 2010 年的销售额为 518.2 亿元，同比增长 20.8%。据相关预测，在病虫高发的驱动之下，我国农药需求增长势头难改，预计 2011 年仍将保持两位数的增长，农药销售收入有望超过 570 亿元，增速约为 10%。

图表4: 1990 年以来, 我国农药产量年平均复合增长率约为 12%



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表5: 我国种子市场的商品化率仅有 40%, 未来商品种子增长空间大

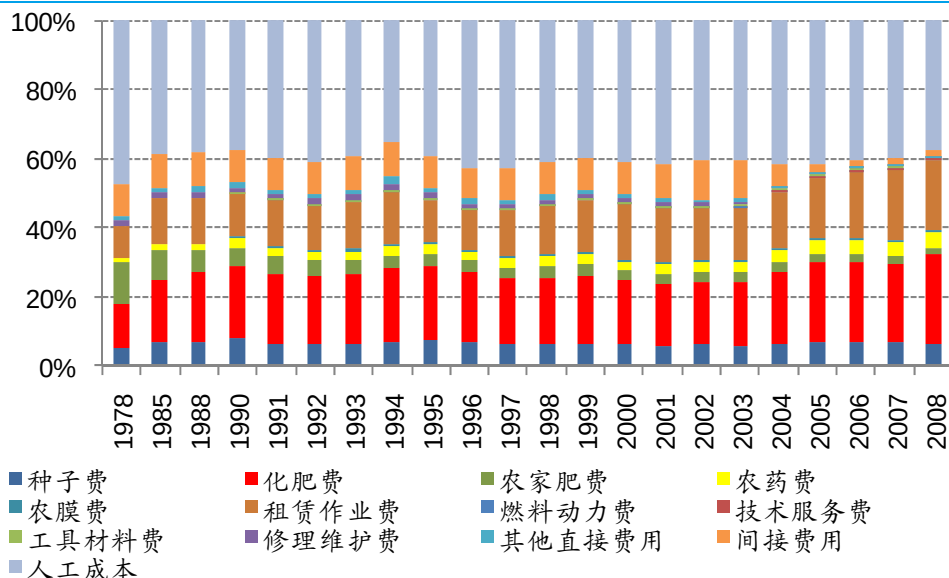


政策扶持, 农资流通业连锁模式前景广阔

■ 节约流通成本, 农资连锁先行。

- 从国际经验来看, 在市场秩序比较规范的发达国家和地区, 农资销售大多实行连锁经营模式。例如日本、韩国和我国台湾地区, 一般是依托农民合作组织建立销售网络, 合作组织总部统一采购, 基层合作组织分销, 这也是一种连锁经营模式。
- 在过去较长的时期里, 由于我国化工基础薄弱和农资产量有限等原因, 为使资源公平分配, 我国农资流通行业一直实行供销社农资系统主导下的“批发分销”经营模式。2000 年以来, 由于我国农资市场已逐渐由过去的卖方市场转变为买方市场, 以及中间流通成本的上涨, 流通环节扁平化的“农资连锁”模式在配置效率和成本上的优势日渐突出, 市场份额逐渐上升。

图表6: 种子、化肥、农药和农膜等农资是农业种植成本的主要构成部分 (三种粮食种植成本), 农资的价格对种植成本和农产品价格影响较大, 降低农资流通成本和保证农资质量将是农资流通行业政策的落脚点



来源: 国家发改委、国金证券研究所

■ 政策支持农资连锁企业做大做强。

- (1) 农业部 2003 年发布《关于发展农产品和农资连锁经营的意见》，强调“必须积极引导、大力发展农产品和农资连锁经营”；
- (2) 农业部等三部委 2003 年联合发布《关于推进农资连锁经营发展的意见》，提出“培育农资连锁经营龙头企业，建立完善农资物流配送体系”；
- (3) 国务院办公厅 2004 年《转发商务部等部门关于进一步做好农村商品流通工作意见的通知》，提出“积极发展农资连锁经营，建立以集中采购、统一配送为核心的新型营销体系”。

图表7：政策扶持农资连锁做大做强

年度	政策文件	相关内容
2006年	中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见	积极发展农产品、农业生产资料 and 消费品连锁经营，建立以集中采购、统一配送为核心的新型营销体系
2007年	中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见	积极支持农资超市和农家店建设，对农资和农村日用消费品连锁经营。
2009年	中共中央国务院关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见	支持供销合作社、邮政、商贸企业和农民专业合作社等加快发展农资连锁经营，推行农资信用销售。
2010年	中共中央、国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见	大力发展物流配送、连锁超市、电子商务等现代流通方式，支持商贸、邮政等企业向农村延伸服务，建设日用消费品、农产品、生产资料等经营网点

来源：公司公告、国金证券研究所

- 据不完全统计，目前我国开展连锁经营的农资流通企业超过 4000 家，挂牌的连锁门店超过 3 万家。国内农资连锁经营企业实现销售额只占到全国农资销售总额的 20% 左右，未来成长空间巨大。

■ 集中度低、利润薄，行业整合势在必行。

- 我国农资流通企业主要包括：(1) 供销社系统农资公司及其改制设立的农资流通企业；(2) “产供销”一体化经营的农资生产企业；(3) 农业“三站”、邮政部门、民营企业及外资企业等。
- 据统计，我国目前各类农资流通企业已达近 10000 家，前 5 名企业的市场占有率合计不超过 10%。我国农资流通行业集中度偏低，呈现“大市场，小企业”的格局。而美国排名第一的农资流通企业 Agrium (69.69 亿美元) 占全美销售一百强总销售额 (206 亿美元) 的 33.83%。
- 我国是世界上第一大农资消费大国，2009 年全国仅化肥销售额就达 2094 亿元。据不完全统计，在全国 200 家大型农资流通企业中，年销售额超过 1 亿元只有 110 家，其中 50 家企业的年销售额在 6000 万元到 1 亿元之间，剩下的 40 家年销售额在 2000 万元到 6000 万元之间。我国农资流通行业资源过度分散。
- 农资流通企业的竞争目前主要表现为价格上的竞争。农资属于大宗商品，而农资流通企业存在“淡储旺销”的问题。为了降低储存费用，加之商家急于在旺季把农资销售出去，尽快回笼资金，各经营主体之间经常发生“价格战”，使得行业平均利润率下降。据中国农资流通协会对全国前 100 强农资流通企业统计数据显示，2007-2009 年，行业平均毛利率水平基本维持在 4%-6% 左右。据统计，行业目前平均的销售净利率不到 1%。

图表8：我国农资流通行业经营主体的比较分析

类型	特点	代表企业
供销社系统农资公司及其改制设立的农资流通企业	长期作为主渠道，拥有完善、自上而下的经营服务网络，丰富的行业经验，受广泛的认可	中国农资、辉隆股份、浙江农资、黑龙江信丰农资、苏农农资
产供销一体化农资生产企业	产业链延伸，自产自销	中化化肥、泸天化（九禾股份）、云天化（天盟农资）
农业三站	具有技术优势，受到资金、经营规模的限制，农资销售份额处于下降趋势	na
邮政部门	发达的物流网络，农资经营资质难、没有相应的补贴、缺乏流动资金、经营产品品牌有限、专业知识普遍欠缺	na
民营企业	除少数外，业务规模较小，实力较弱	四川开元、福建浩伦
外资企业	时间短	尚无大规模外资农资流通企业

来源：公司公告、行业网站、国金证券研究所

图表9：行业政策鼓励农资流通企业兼并重组

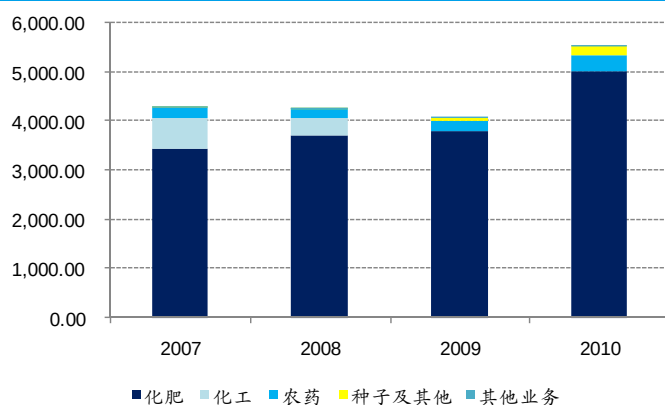
政策法规	发布部门	相关内容
关于进一步深化化肥流通体制改革的决定（2009年）	国务院	国家鼓励大型化肥生产、流通企业以及具备一定实力和规模的社会资本通过兼并重组等方式，整合资源，发展连锁和集约化经营；地方各级人民政府要维护公平竞争的市场秩序，坚决破除地方保护主义。
国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见（2008年）	国务院办公厅	继续推进农业生产资料连锁经营，重点培育大型农业生产资料流通企业，降低流通成本，切实减轻农民负担。
关于完善农业生产资料流通体系的意见（2009年）	商务部、国家发改委、工信部、财政部、农业部、国家工商总局、国家质检总局、全国供销总社	培育若干家销售额超100亿元的大型农资流通企业
农村物流服务体系发展专项资金管理办法（2009年）	财政部	支持农业生产资料连锁经营，重点培育大型农业生产资料流通企业

企业进入扩张期，业绩增长可期

公司是安徽农资流通龙头和全国农资流通 10 强

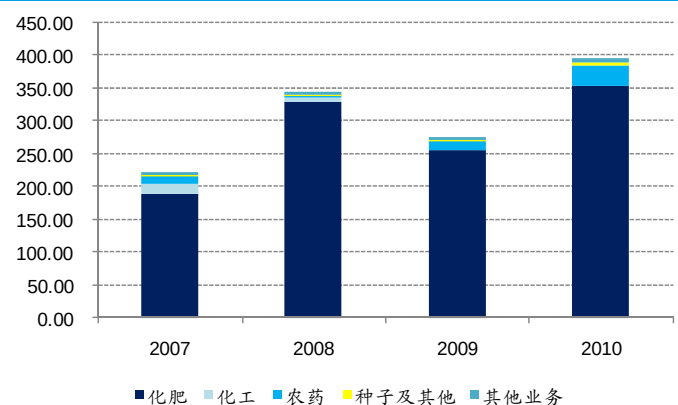
- **安徽农资流通的龙头，全国农资流通的 10 强。**公司主要从事各类化肥、农药及种子等农资的连锁经营业务。从 07 至 09 年，公司分别位居全国农资流通行业第 6 名、第 4 名和第 4 名，连续 3 年位居安徽省内第 1 名。公司目前在安徽省内的市场占有率约为 15%，全国市场占有率约为 1%-1.5%。
- 公司的实际控制人为安徽省供销合作社联合社，持有公司 38.58% 的股权。
- **在盈利模式上**，公司的利润主要来源于化肥、农药和种子等农资产品的进销差价，目前未收取连锁加盟费。
- **化肥销售是公司主要的盈利来源。**化肥产品在公司营业收入和营业毛利中的占比分别为 90%和 89%，是公司主要的盈利来源。而在化肥业务中，氮肥和钾肥是主要的经营品种，业务收入占比分别为 50%和 25%。

图表10：公司营业收入变动趋势

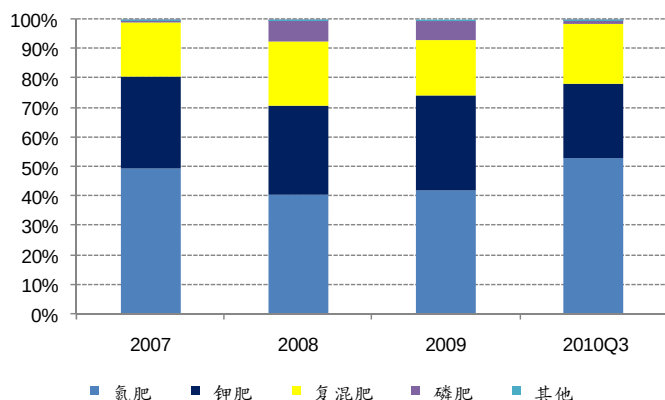


来源：公司公告、国金证券研究所

图表11：公司营业毛利变动趋势

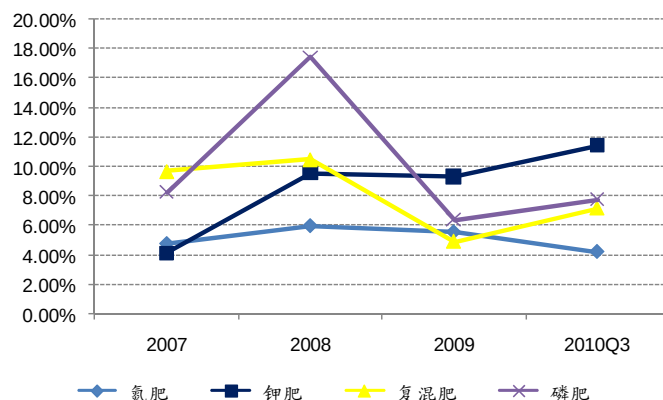


图表12：氮肥和钾肥是公司化肥销售业务的主要品种



来源：公司公告、国金证券研究所

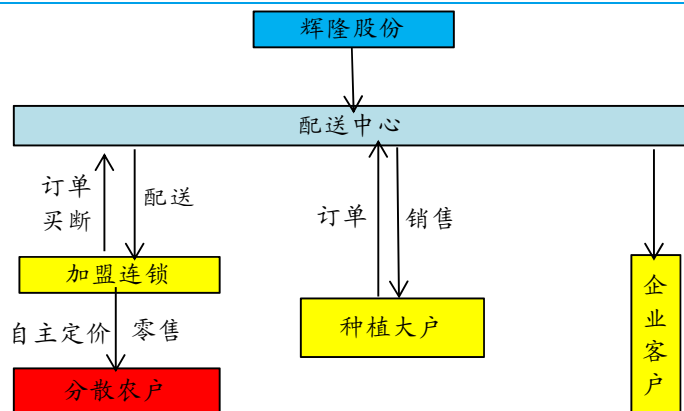
图表13：各化肥品种的毛利率情况



“配送中心+加盟店”多方共赢的竞争优势是模式复制的引擎

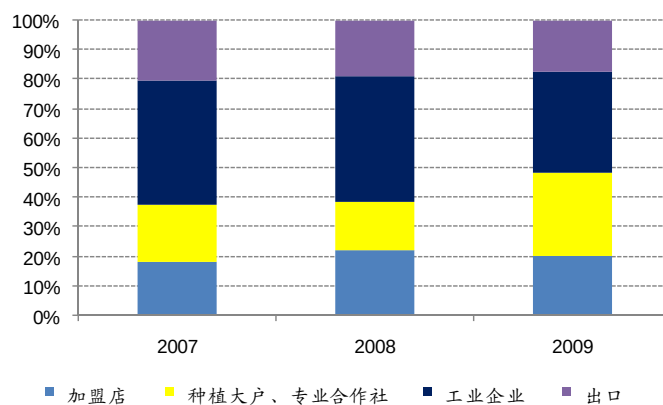
- 公司实行是“配送中心+加盟店”的业务模式：在县级以上的区域，按照“自主、可控、高效、畅通”的原则在农业大区、交通要道、车站码头附近等建立物流配送中心；在县级以下的区域，按照“懂经营、善管理、会技术、绝不卖假货”的四项基本原则重点发展基层供销社、农业三站以及实力强、信誉好的个体大户加盟，拓展零售终端。
- 配送中心是公司的直营示范店，除负责发展、管理区域内加盟店外，还对配送区域内种植大户、专业合作社及加盟连锁店覆盖盲区进行直接销售。此外，部分区域配送中心还开展对企业客户的销售业务。
- 公司以配送中心为依托，在一定辐射半径范围内发展村级加盟店和乡镇加盟店，并对加盟店实行统一标识、统一配送、统一管理和服

图表14：公司主要的销售模式



来源：公司公告、国金证券研究所

图表15：公司销售客户的业务结构



- 苏宁电器成立之初，为了能在国有渠道的夹缝中活下来，首创了反季节打款模式，而后又通过一系列的运作模式，使上游厂商、下游经销商都获得利益，在业界树立良好口碑，从而促成了自身的成功。苏宁电器连锁模式快速扩张的成功经验说明，分享与共赢是成功扩张的引擎。辉隆股份“配送中心+加盟店”的运作模式已体现出这一特质。
- 公司之赢在于加快资金回流、提高周转率和提升网点扩张的专注力。目前，农户赊购农资已成为一种消费习惯。以湖南个别地区为例，据调查，农资平均赊销额占经营总额的30%左右。加盟商与公司之间是商品买断关系。公司对加盟商实行现款现货、款到发货，这使得公司可以脱身于大量的农户占款问题，加快资金回流和提高周转率，也腾

出了更多的精力专注于网点扩张。我们认同公司的这一模式。我国农资市场已经进入买方市场，未来农资流通行业将决胜于终端与网络，快鱼吃慢鱼的时代已经来临。对于公司而言，目前最重要的是横向扩张，而不是纵深挖潜。

- **加盟商之赢在于合理的利润、方便的货源和服务支持。**由于买方市场的形成，农民在购买农资时由以往的抢买变为随用随买，货比三家、质量、价格和售后服务等都是考虑因素，这在很大程度上增加加盟店（主要是夫妻店和个体经营者）存货和服务的压力。在与公司的合作中，加盟商的上述经营难题可以得到有效的解决。

（1）公司存货充足，化肥存储量在 30-50 万吨之间，对加盟店的农资配送率平均达到 60%-70%以上。加盟店以以销定购的经营方式实现顺价销售，不仅可以保持较低的库存和合理的利润，而且可以减少存货风险。而对于加盟商转嫁过来的存货风险，公司可以通过联储联销和营销网络价格信息等优势实现对风险的有效管理（在 08 年和 09 年已经得到充分的展现）。

（2）公司依托自身农技服务队伍和外聘农业专家，建立了较为完善的售前、售中和售后一体化服务体系，广泛开展连锁加盟店及农民培训、聘请农业专家指导和设立免费咨询电话等，为加盟商和客户提供差异化的服务支持。

（3）与部分竞争对手收取加盟费 and 只让加盟商销售总部产品不同，公司不仅不收加盟费，而且允许加盟商采购和销售公司暂未经营的品种（但需备案、提供供货商与商品检验合格证书等详细信息以便管理），助加盟商提升盈利空间。

图表16：以 2009 年为例，受全球金融危机及行业周期性低谷的影响，化肥流通企业大面积亏损，公司加盟店仍获得较好的盈利

年盈利总额	加盟店（家）	占比
0 万元以下	13	0.81%
0-2 万	757	47.31%
2 - 5 万元	435	27.19%
5 - 10 万元	267	16.69%
10 万元以上	128	8.00%
合计	1,600	100.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **配送中心的直销模式是公司应对国内规模化种植趋势的一大伏笔。**在我国城镇化、土地流转和种植规模化的趋势之下，国内农资消费的分散性特征将有所改变，土地将向少数种田大户适当集中。公司的配送中心同时开展向种植大户、专业合作社和生产企业的直销业务，是公司应对国内规模化种植趋势的一大伏笔。

稳定的货源和标准化的管理是模式复制的保障

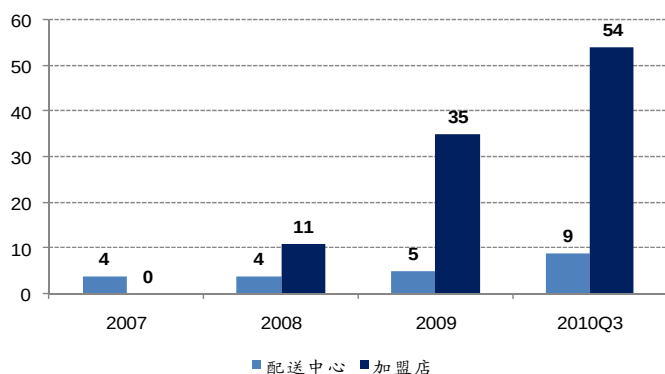
- **以销售网络为纽带绑定主流供应商。**
 - 从行业的角度来看，我国农资市场已经进入买方市场，而销售网络的终端拦截功能日益突出。公司凭借网络覆盖优势，与上游的议价能力日益增强。
 - 青海盐湖钾肥是公司的第一大供应商。盐湖钾肥生产的“盐桥”牌钾肥是国产钾肥的主导品牌，占我国钾肥生产量和国产钾肥销售额的 70%左右。公司是青海盐湖钾肥最大的客户和“盐桥”牌钾肥华东地区总代理。
 - 天泽煤化工是公司的第二大供应商，同时也是公司的参股企业，业务关系稳定。

- **先进的内部管理机制提供盈利保障。**国内农资流通行业经历了较长的垄断经营和专营阶段，市场化运作只走过了 10 余年，国内很多农资流通企业受原有旧机制的束缚，仍未能建立起市场化的管理机制。辉隆股份业内领先的激励机制和管理机制有望成为公司制胜一大法宝。
- **标准化的和可兑现的激励机制和管理机制：**例如（1）业绩提成；（2）按照销售规模的一定比例固定差旅费和业务招待费等成本支出；（3）应收账款与绩效挂钩；（4）存货实行市价考核并与绩效挂钩等。
- **管理人才本土化和专业化：**历史上的失败案例告诉我们，本土化是连锁加盟异地复制的必要条件。辉隆股份新设网点的经营管理人员以本土化和专业化为主，因地制宜，最大限度贴近当地市场。
- **公司高管、业务骨干全员持股的有效股权激励在业界是绝无仅有的。**
- **对加盟商实行激励管理：**公司通过综合评价采购量、配送率等指标，对加盟店实行分类管理。对于评价优良的加盟店，公司对其实施优先货源供应和优惠配送价格等激励措施。

省外业务的快速崛起已证明，公司经营模式的异地复制有效、可行

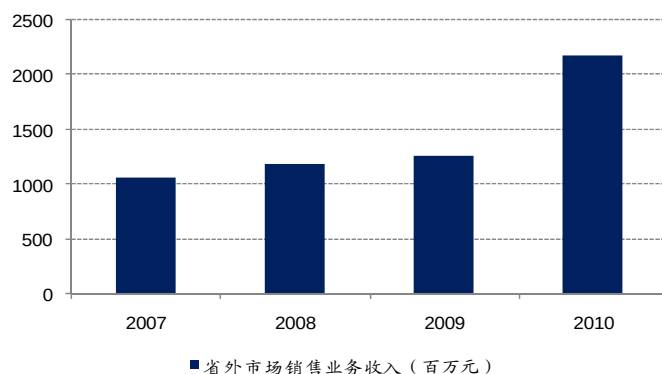
- 公司目前已在江苏、河南、黑龙江、吉林、湖南、广西、湖北和山东等省外市场建立了配送中心和网点。省外营业收入比重已经从 07 年的 24.73% 持续攀升至 10 年 33.17%。其中，公司在江苏、湖南和山东等市场新设了 4 个配送中心和网点，当年省外营业收入同比大幅增长 72.47%。公司省外业务的快速崛起已经充分证明，公司“配送中心+加盟店”的模式在异地具有较强的可复制性。

图表17：公司省外的网点布局在 10 年取得较大突破



来源：公司公告、国金证券研究所

图表18：公司省外市场 10 的销售收入增长显著



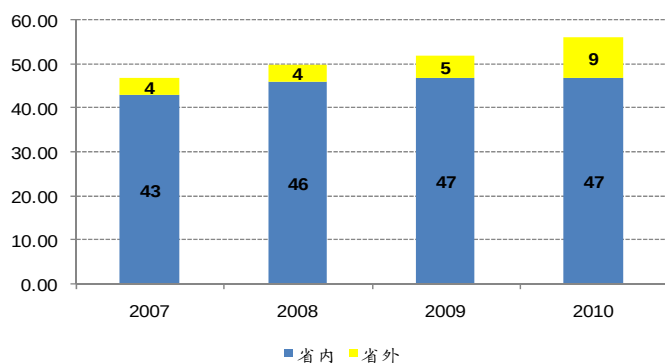
公司新一轮网点布局已启动

- 截至 2010 年底，公司已在安徽、黑龙江、吉林、河南及江苏等 9 个主要农业和农资消费大省建立了 56 个区域配送中心和发展的约 2400 余家连锁加盟店。公司营业收入规模从 03 年的约 8 亿元增长至 2010 年的 55.5 亿元，年复合平均增长率达到 31%。
- 由于农资物流配送具有销售半径限制，而单位耕地面积的农资耗用量具有一定的饱和值，因此当一轮网点布局达到业务饱和值后，存量网点业务容易受市场需求和产品价格影响略有波动。而业务的进一步增长则有赖于新增网点的布局。07 年-09 年是公司网点布局的休整期，加上行业景气下滑影响，公司在此期间的业务增长有所放缓，但仍高于行业平均水平和主要竞争对手。而在网点布局重新启动的 2010 年，公司收入重获 36% 的高速增长。
- 为集中精力发展主业，公司于 2008 年 8 月将旗下的新力化工股权进行转让并不再将其纳入合并报表范围。按照剔除化工业务后的统计口

径计算，公司农资主业收入 08 年和 09 年增速分别为 7% 和 4%。我国 09 年的化肥施用量增速为 3.16%，由于当年化肥价格下跌，行业平均增速为不到 3%。

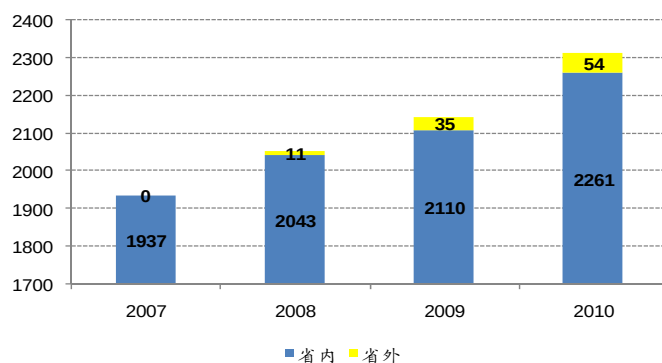
- 受金融危机和经济景气下滑影响，09 年是农资流通行业发展较为困难的一年。在主要竞争对手浙江农资集团当期农资收入和毛利分别大幅下滑 25% 和 54%，以及竞争对手中化化肥出现业绩亏损的情况下，公司营业收入仍取得了 4% 的正增长，已经彰显公司在行业中较为突出的经营管理能力。

图表19：公司配送中心网点的布局情况

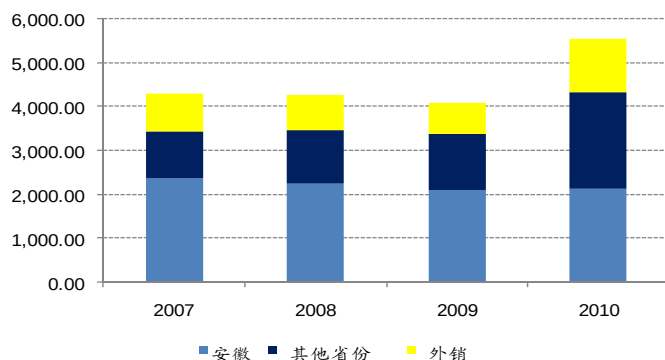


来源：公司公告、国金证券研究所

图表20：公司加盟店的布局情况

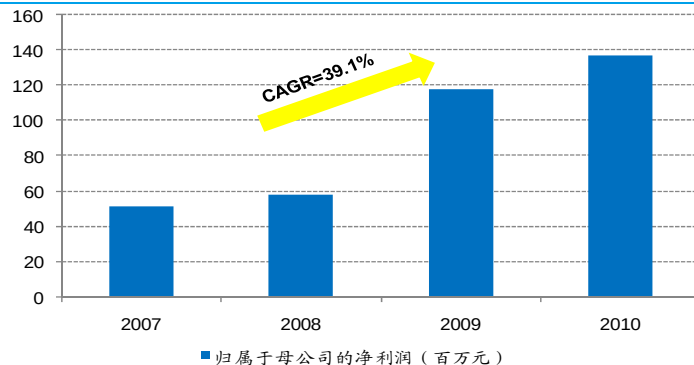


图表21：公司营业收入增长情况

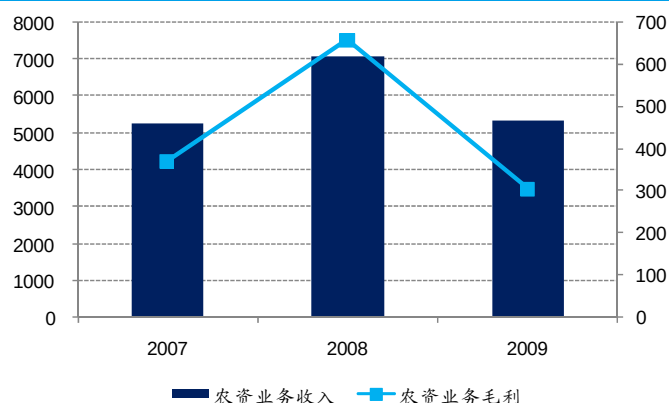


来源：公司公告、国金证券研究所

图表22：公司净利润的增长情况

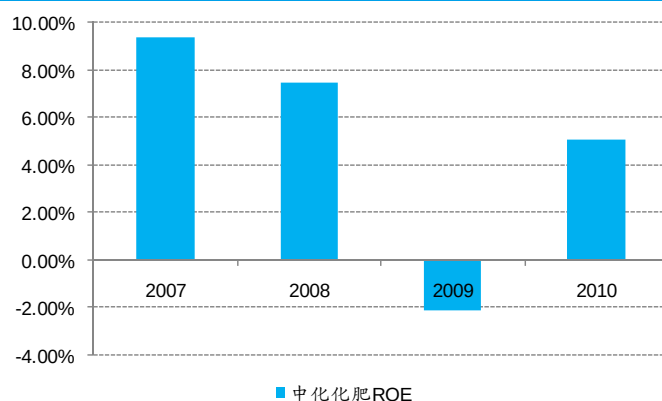


图表23：09 年受行业景气下滑影响，主要竞争对手浙江农资的收入和毛利分别下滑 25%和 54%（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表24：09 年受行业景气下滑影响，主要竞争对手中化肥还出现经营亏损



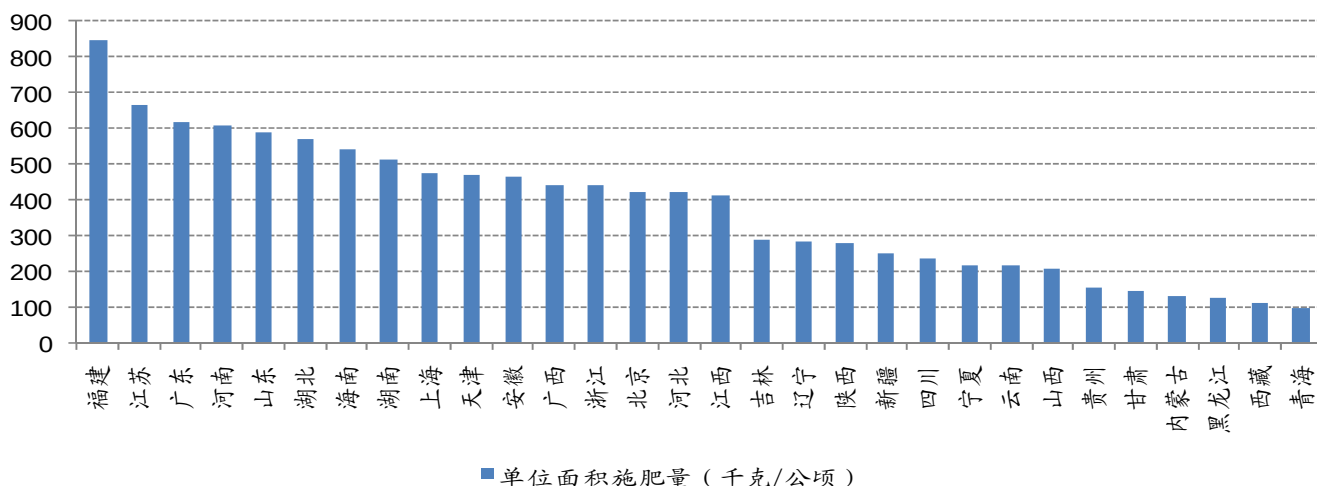
- 从配送中心和单位经营面积的产出率来看，同一区域较为稳定，公司业务增长主要依赖于网点的扩张。而在产出效率上，省外效率高于省内效率，我们判断其中主要原因可能在于：
 - 公司的省外网点主要布局于江苏、河南、黑龙江、吉林、湖南、广西、上海、和山东。这些区域大部分的市场总容量高于安徽省，其中河南和山东的化肥施用量分别是安徽的 2 倍和 1.5 倍。
 - 集约程度高。（1）由于地理特征的差异，北方特别是东北地区的耕地集约化程度高于南方，种植大户也多。因为农资销售具有一定的区域半径，较高的集约度有助于提高单店的效率；（2）湖南、湖北、河南、山东和江苏等省份的单位面积施肥量比安徽高出 30%，也助于提高单店的效率。
 - 复合肥生产企业为降低运输成本，一般是在目标市场建立生产基地，就近销售。河南、山东等地区均为复合肥消费大省，复合肥施用量是安徽的 1.5 倍左右。复合肥生产商是公司配送中心的直销客户之一，较大的市场容量助于提升单店效率。

图表25：公司省内和省外配送中心的经营效率情况

	2007	2008	2009	2010
安徽省内营业收入（万元）	238,286.03	227,219.55	211,311.15	214,735.02
省外营业收入（万元）	106,832.85	119,408.64	126,527.98	218,219.06
安徽省内配送中心数量（个）	43.00	46.00	47.00	47.00
省外配送中心数量（个）	4.00	4.00	5.00	9.00
安徽省内配送中心平均收入（万元/个）	5,541.54	4,939.56	4,495.98	4,568.83
省外配送中心平均收入（万元/个）	26,708.21	29,852.16	25,305.60	24,246.56
安徽省内经营面积（平方米）	NA	118,452.16	120,102.16	120,102.16
省外经营面积（平方米）	10,964.74	10,964.74	18,964.74	35,402.77
安徽省内单位经营面积收入（万元/平方米）	NA	1.92	1.76	1.79
省外单位经营面积收入（万元/平方米）	9.74	10.89	6.67	6.16

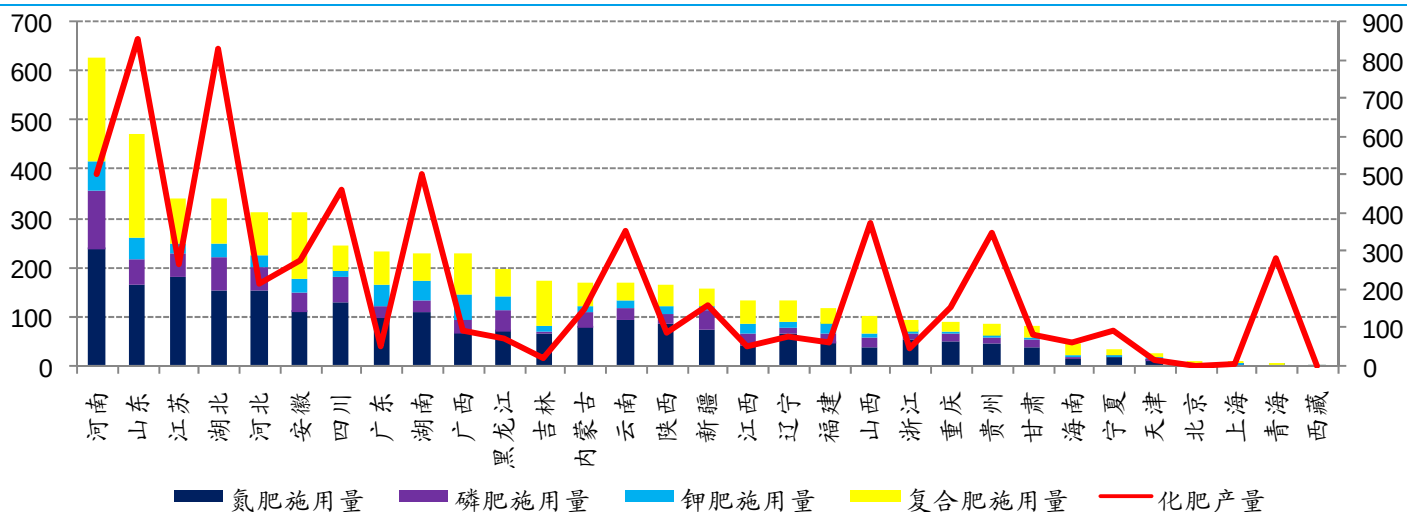
来源：公司公告、国金证券研究所整理

图表26：各省的施肥水平



来源：国家统计局网站、国金证券研究所

图表27：我国各省区的化肥供需情况（万吨，2009 年度数据）



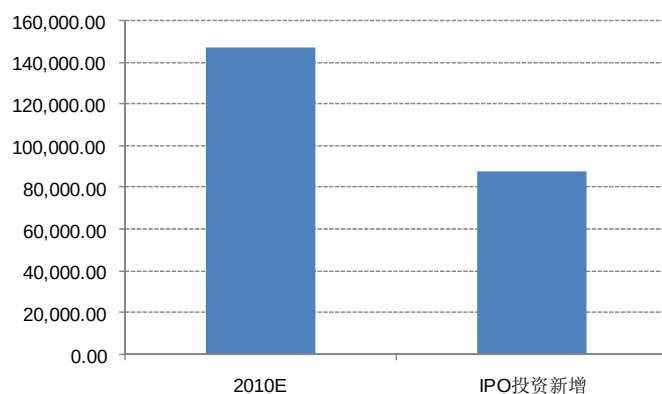
来源：国家统计局网站、国金证券研究所

图表28：本次 IPO 新募集资金的投资项目情况

安徽省内	新增仓储面积 (m²)	省外	新增仓储面积 (m²)
临泉	8,000	黑龙江齐齐哈尔	8,000
利辛	8,000	吉林长春	8,000
宿松	4,000	辽宁兴城	4,000
黄山	4,000	河南确山	4,000
肥东	4,000	河南新郑	4,000
滁州	4,000	江苏宜兴	4,000
宣城	4,000	江苏泗阳	4,000
明光	4,000	江西吉安	4,000
和县	4,000	江西赣州	4,000
固镇	4,000	湖南湘潭	4,000

来源：公司公告、国金证券研究所，假设仓储面积与建筑面积比为 95%

图表29：公司仓储面积情况（单位：平方米）



- 公司本次 IPO 募集资金计划投资改扩建 20 家配送中心，省内和省外各 10 家，建设期为 1 年。其中省外 10 家基本位于河南、江苏和湖南等农资消费大省。我们预计项目建成后，公司的仓储面积将提升 60%。
- 我们认为公司目前已经进入了新一轮的扩张期。按照“立足安徽，辐射全国”的发展战略，随着在单店效率较高的省外市场加快布点，公司未来有望迎来规模和效率的双提升。
 - 据统计，目前国内农资流通企业主要集中在华东地区（34.9%）和中南地区（24.6%），而东北、西南、西北企业数目所占比重均不足 10%。国内农资经营企业绝大部分为区域型企业，规模小，竞争力不强。
 - 目前在行业范围内，对公司构成较大威胁的竞争对手主要有中国农业生产资料集团公司、中化化肥控股有限公司、浙江农资集团有限公司和黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司。与上述几家相比，公司在经营机制上，占有明显优势。而且，公司计划布点的区域大部分没有和这几家竞争对手形成直接的正面较量。
 - 在河南、江苏和湖南等大市场，除了江苏苏农集团（收加盟费）稍微具有一定的竞争力外，暂时没看到较为强大的竞争对手。而无论从经营机制还是规模优势上，公司均处于领先于竞争对手。
 - 我们认为公司本次省外的网点布局面临的竞争威胁相对不大。面对容量大和单店效率高的省外市场，公司本轮扩张周期有望迎来规模和效率的双提升。

图表30：公司主要的竞争对手分析（全国前10大农资流通企业排名）

排名	公司名称	业态模式	业务区域	网点情况	业务规模	备注
1	中国农业生产资料集团公司	批发分销	全国性	截至2009年，公司通过自建、地方农资公司整体加盟等多种形式，在全国范围内建立配送中心397家、连锁店7,805家、全国直营店198	2008年销售国产化肥1131万吨，2009Q3销售国产化肥937.69万吨	每年平均承储国家化肥淡季储备量20%左右
2	中化化肥控股有限公司	批发分销，以终端分销中心为依托，实施以直销和深度分销为主的销售策略	全国性	截止2009年底，公司在全国设立分公司17家、自建分销中心2036家。	2009年网络化肥销量1130万吨，达到公司总销量的74.24%	拥有规模庞大的化肥生产体系，化肥总生产能力达到1034万吨，已经成为中国最大的化肥生产商之一
3	浙江农资集团有限公司	加盟连锁	浙江龙头	已在十余个省（市）设立50余家区域公司，3500家经营网点。	2010年销售化肥362万吨、农药1.66万吨，农膜1.37万吨；2009年前3季度销售化肥192万吨，农药1.42万吨，农膜0.79万吨。	取得了浙江、江苏、江西、安徽和广西五省50万吨国家化肥储备和浙江省12万吨省级储备任务。主要化肥品种在浙江的市场销售占有率达70%；在江苏、江西，公司的主要化肥品种销售占有率达20%
4	辉隆股份	加盟连锁	安徽龙头	公司已在安徽、黑龙江、吉林、河南及江苏等9省建立了56个区域配送中心，发展了约2,400家连锁加盟店	公司2010年销售化肥达262万吨	30万吨以上国家及安徽省化肥淡季商业储备
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	加盟连锁	黑龙江龙头	已在全省发展2,100余家加盟连锁店和1,200余家村级服务点，网点总数达到了3,300家，市、县、乡网络覆盖面达90%	年产、销化肥近320万吨，销售额90亿元左右，市场占有率近60%	上按年收取，标准为每店500-50000元，具体期限和金额从特许经营合同规定。（倍丰农资连锁特许经营管理办法）（试行）
6	四川省农业生产资料集团有限公司	加盟连锁	四川龙头	以邦力达为主体的农资连锁网络已遍布四川及十多个省区	拥有控股、参股、租赁化肥生产企业4个，年生产能力50万吨	承担四川省政府救灾化肥储备和国家化肥储备任务
7	山东省农业生产资料有限责任公司	加盟连锁	山东龙头	截至2007年底，公司先后与山东省内10多家县级供销社实现了网络对接，开辟加盟连锁店近3200家，建设农资配送中心44处	年销售化肥160多万吨，年销售收入30多亿元。	
8	庆丰农业生产资料集团有限公司	加盟连锁	黑龙江第二	通过跨区域重组，完成了对东北和北方网络的整合并购，形成了立足东三省及内蒙古的营销网络	集团2010年生产、经营化肥约150万吨，粮食约60万吨，年销售额50多亿元	
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司	加盟连锁	江苏龙头	已在江苏建立了1800多家农资连锁店，初步形成了江苏省最大的农资连锁龙头企业网络优势		
10	四川开元集团	加盟连锁	四川第二（民营）	已在国内建立起24个区域公司、24个连锁配送中心、4000多个加盟店	年销化肥300万吨，销售规模40亿元	

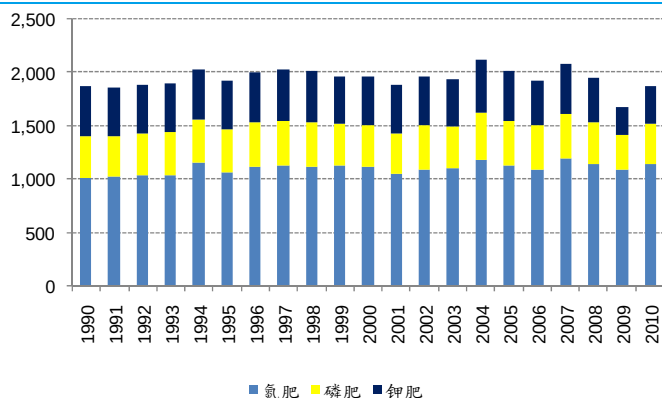
来源：各公司公告、公司网站、国金证券研究所

兼并收购可以成为公司加速成长的选项

案例分析：北美农资巨头 Agrium 的并购成长之路

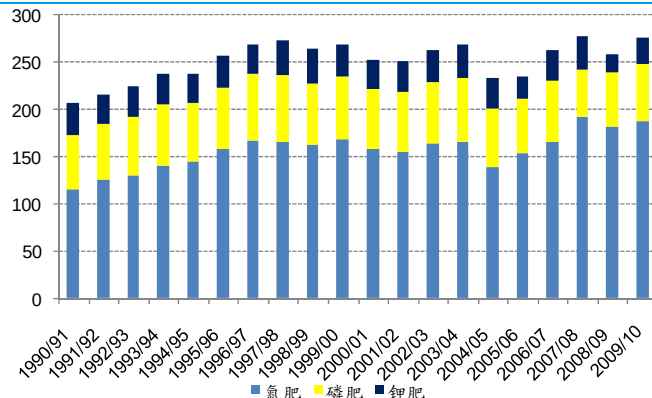
- **行业背景：**（1）美国的化肥消费市场在经历了上世纪 60 年代到 80 年代的高速成长后，从 1980 年开始逐渐饱和，年消费量基本维持在 1800-2000 万吨的范围；（2）加拿大的化肥消费市场在经历了上世纪 70 年代到 90 年代的高速成长后，从 1995 年开始逐渐饱和，年消费量基本保持在 250 万吨左右的水平。
- 加阳公司成立于 1993 年，并于 1996 年在纽交所上市。加阳管理层认为在市场趋于饱和的行业背景下，收购是公司扩大规模的最好方式，因此公司在上市后通过资本市场融资优势进行了一系列的并购活动，不断扩张业务规模和营业网点。其中 2008 年是公司发展历程的一个重要转折点。公司于当年兼并了 United Agri Products（曾是美国 06 年最大的农资连锁企业），使美国市场的零售网点从 489 个扩展到 826 个，业务得到了迅速扩张，当年的营业收入同比增长了 90.3%。目前，加阳公司(Agrium)已是北美最大的专业化肥零售商及控释肥首要供应商。

图表31：1980 年以后，美国的化肥消费逐渐饱和，增长相对缓慢（单位：万吨）



来源：Agrium 公司网站、国金证券研究所

图表32：1995 年以后，加拿大的化肥消费逐渐饱和，增长相对缓慢（单位：万吨）



图表33：加阳公司 (Agrium) 主要的并购成长历程

次序	加阳公司 (Agrium) 主要的并购成长历程
1	1993年成立, 1996年纽交所上市
2	1994-1995年, 通过并购建立零售部门
3	1995年, 公司进入阿根廷市场
4	2005年, 收购Imperial Oil在加拿大西部的化肥销售网络
5	2006年, 零售部门通过收购Royster-Clark's retail扩张
6	2007年, 一举收购了分别位于美国市场第二位和第四位的控释肥生产商Nu-gro和Pursell, 成为目前全球最大的控释肥供应商, 占整个美洲控释肥市场60%的销售份额
7	2007年, 收购ADM's 18家零售中心和14个附属公司
8	2007年, 收购了汉枫常绿公司 (Hanfeng) 19.6%的股份, 汉枫常绿公司是加拿大多伦多一家特种肥料供应商
9	2008年, 兼并United Agri Products (最大的兼并, 重要转折点), 零售网点从489个扩展到826个
10	2008年, 收购共同市场肥料公司 (CMF) 70%的股权。CMF公司是西欧最大的化肥销售公司之一, CFM公司在欧洲发展了1500家经销商, 包括零售商和合作伙伴。通过设立分支机构, 它在法国、德国、比利时、英国、意大利和保加利亚开展业务, 并在西班牙、荷兰、爱尔兰、希腊、丹麦和南美开拓化肥销售市场。CFM公司为加阳提供了一个进入欧洲市场的重要渠道, 也扩大了加阳在东欧的市场, 同时也为加阳提供了一个欧洲最大且经验丰富的化肥分销和采购团队。
11	2009-2010年, 继续扩张零售业务部门, 通过兼并收购在加拿大西部建立65个零售经销店
12	2010年在阿根廷收购了24个零售经销店
13	2010年, 收购AWB (澳大利亚小麦局)。澳大利亚小麦局是世界第二大小麦出口商, 也是澳大利亚最大化肥经销商。收购AWB后, 加阳的零售业务继续增长。公司将利用AWB平台为澳大利亚和新西兰农户提供更多的产品和服务, 发挥AWB本土网络和加阳在肥料、作物保护方面的优势, 促进AWB各业务增长。

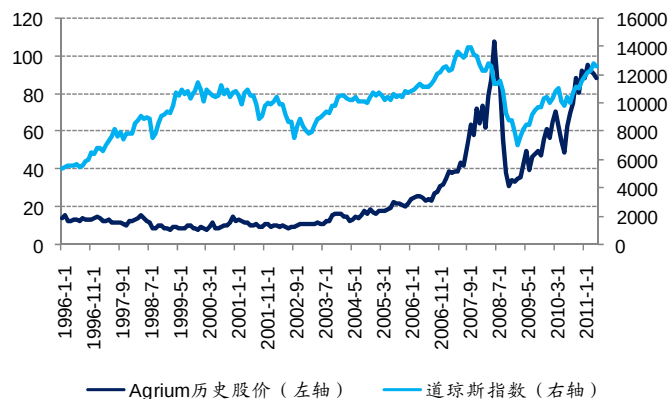
来源：Agrium 公司网站、公开网站、国金证券研究所整理

图表34：加阳公司（Agrium）的并购成长之路



来源：Agrium 公司网站、Bloomberg、国金证券研究所

图表35：与并购成长相对应，加阳公司股价从05年的16.1美元上涨至08年的107.5美元，增长5.6倍。受金融危机影响，公司08年H2股价跟随业绩回落和市场出现大幅下跌。而后随着经济复苏和业绩回升，股价重新站上90美元，仍比05年股价增长4.5倍。



图表36：加阳公司（Agrium）是美国市场的行业龙头

United States Retail Companies - Top 15 (by Total Sales)

Rank	Company	# Retail outlets	Type	HQ State	# States Served	% Fertilizer Sales	% Crop Protection Sales	% Seed Sales	% Custom App.
1	Agrium Retail	826	Dealership	CO	45	48%	35%	14%	3%
2	Helena Chemical	311	Dealership	TN	48	38%	42%	17%	3%
3	Willbus-Ellis	136	Dealership	CA	18	48%	42%	4%	6%
4	Simplot Retail	109	Dealership	ID	18	48%	34%	12%	6%
5	Growmark	300	Cooperative	IL	17	40%	33%	20%	7%
6	South States Coop.	222	Cooperative	VA	9	63%	18%	15%	4%
7	Jimmy Sanders	40	Dealership	MS	4	40%	33%	26%	1%
8	MFA	135	Cooperative	MO	4	59%	19%	18%	4%
9	Tenn. Farmers Coop.	159	Cooperative	TN	6	59%	19%	18%	4%
10	Harvest Land Coop	60	Cooperative	IN	2	50%	34%	15%	1%
11	Co-Alliance	30	Cooperative	IN	3	68%	16%	12%	4%
12	S.D. Wheat Growers	36	Cooperative	SD	2	53%	24%	17%	6%
13	Central Valley Ag	43	Cooperative	NE	1	40%	40%	15%	5%
14	Aurora Cooperative	24	Cooperative	NE	2	45%	35%	14%	6%
15	Cargill	15	Dealership	MN	5	64%	18%	9%	9%

来源：国金证券研究所

辉隆股份可以通过兼并收购担当行业整合者角色

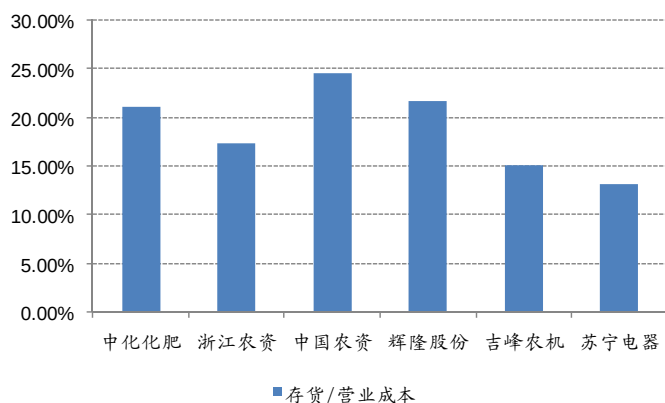
- 与美国、加拿大等农资化肥市场相似，我国化肥市场目前已经逐渐饱和，消费量的未来增长空间较为有限。加上目前我国农资流通行业集中度低，企业规模小和竞争力不强等特征，我们认为兼并收购可以成为行业加速整合的重要途径。辉隆股份在上市打开融资渠道以后，可以通过兼并收购担当起行业整合者的角色。

■ 辉隆股份具有竞争对手难以比拟的融资渠道优势。

(1) 农资流通企业普遍采用“淡储旺销”的特殊经营模式，即消费淡季时常年存储，消费旺季时集中销售。在“淡储旺销”的经营模式之下，要做大业务规模，就需要提高仓储和配送能力，这又需要大量资金的支持。目前，我国农资流通行业仍属于微利行业，通过内涵积累来实现扩张相对缓慢。国内农资流通企业要迅速做大，只能依靠外部融资。例如，浙江农资集团和中国农资集团等行业龙头企业历史上均有通过发行短期融资券来补充营运资金和进行规模扩张。

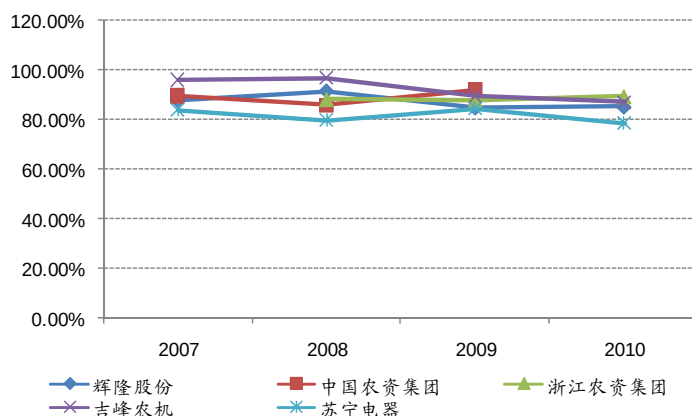
(2) 辉隆股份是国内第一家农资流通上市公司，具有竞争对手难以比拟的融资渠道优势。公司完全有条件借助于资本市场的融资优势担当起行业整合者的角色。苏宁电器和加阳公司（Agrium）上市后的快速扩张就是先例。

图表37：农资流通企业的存货占用资金比例较大

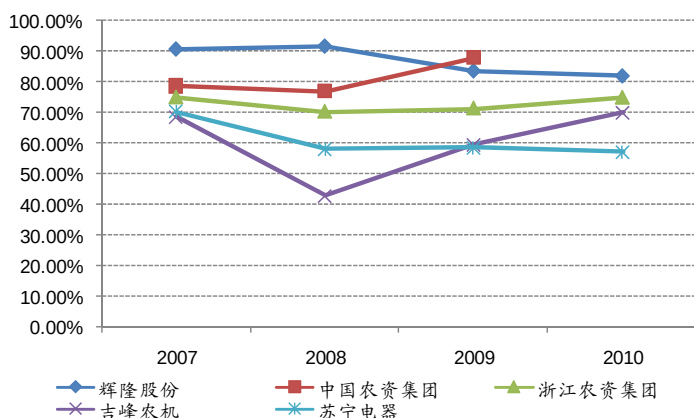


来源：各公司公告、国金证券研究所整理

图表38：流动资产是农资流通企业主要的经营性资产



图表39：农资流通企业的业务扩张需要大量营运资金的支持，而负债则成为了获取资金的主要渠道（负债率）



来源：各公司公告、国金证券研究所整理

图表40：国内部分农资流通龙头企业通过发行短期融资券来补充营运资金，做大做强

短期融资券发行情况	募集资金用途
浙江农资集团有限公司短期融资券2007年（第1期）	na
浙江农资集团有限公司2008年第一期短期融资券	用于增加营运资金，提高产品产量。若募集资金在使用中有节余，可用于归还公司到期贷款，以降低融资成本，提高资金使用效率。
浙江农资集团有限公司2009年第一期短期融资券	次募集的资金将主要用于补充集团短期流动资金的需求
浙江农资集团有限公司2011年度第一期短期融资券	1、扩大农资主营业务规模，补充流动资金；2、增加流动资金，扩大销售网络、化肥配送及储备中心以及汽车4S店，提高销售能力；3、偿还银行贷款，降低融资成本
中国农业生产资料集团公司2006年度（第一期）	na
中国农业生产资料集团公司2008年度第一期短期融资券	na
中国农业生产资料集团公司2010年度第一期短期融资券募集	1、置换银行贷款，节约融资成本，优化融资结构；2、补充流动资金，完成化肥淡季储备任务

■ 网络规模优势和经营效率优势。

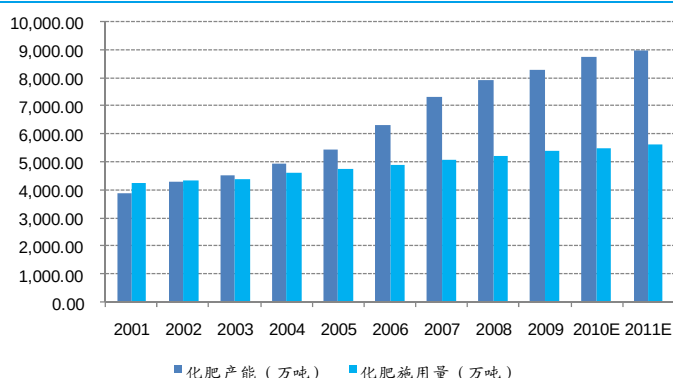
(1) 网络优势造就价格信息优势。农资流通企业主要是赚取进出之间的差价。自从农资价格放开后，价格波动较大，对价格信息反映滞后的企业会面临价格倒挂的经营风险。而价格信息的获取则有赖于网络的铺设。例如，2008年下半年和2009年，一些农资产品价格经历了过山车的行情，涨价时追高、降价时观望的传统产品采购策略显然失灵，不少缺少网络优势和价格信息滞后的农资流通企业在这个过程

中损失惨重。而公司则凭借自身的网络信息优势，对价格风险进行了有效管理，09年毛利率的下滑幅度明显小于竞争对手。

(2) 网络优势提升与上游的议价能力。我国化肥产能已经过剩，化肥市场在未来较长一段时期里仍是买方市场。正如家电连锁企业凭借家电买方市场的形成而崛起那样，我国农资销售网络和终端的地位将日渐提升，具有网络资源优势的农资企业对上游供应商在货源和价格方面（例如联储联销）将具有更强的议价能力。公司目前在行业内已经逐渐建立明显的网络规模优势。

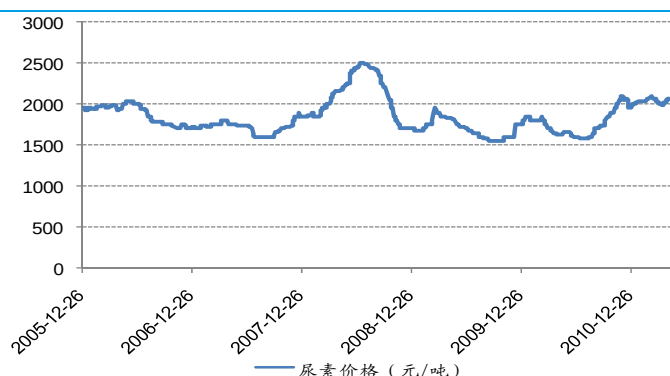
(3) 高效的经营是公司规模扩张的重要保障。财务指标是经营效率的综合反映。公司的毛利率和销售净利率不仅高于主要竞争对手，而且明显高于毛利率4%-6%和净利率不到1%的行业平均水平。

图表41：我国化肥产能过剩，未来的供给压力大，买方市场将更加显著

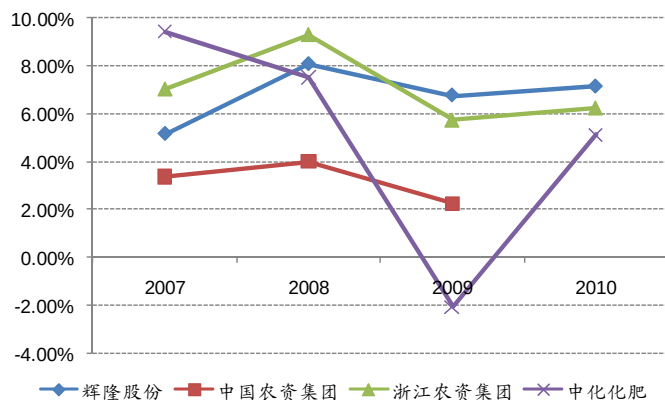


来源：国金证券研究所

图表42：国内尿素价格波动区间较大

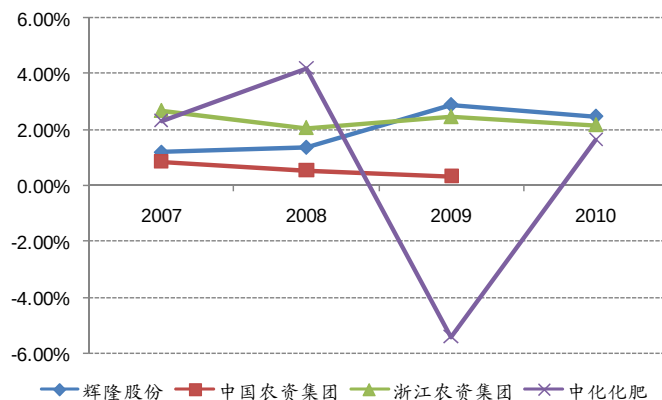


图表43：在09年的行业困境中，个别竞争对手经营出现亏损。而公司凭借网络信息优势，有效规避了产品价格风险，毛利率的波动明显小于竞争对手。



来源：各公司公告、国金证券研究所整理

图表44：公司的销售净利率明显高于竞争对手



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,278	4,086	5,552	6,744	9,185	11,179
增长率		-4.5%	35.9%	21.5%	36.2%	21.7%
主营业务成本	-3,932	-3,810	-5,155	-6,245	-8,496	-10,329
% 销售收入	91.9%	93.2%	92.9%	92.6%	92.5%	92.4%
毛利	346	277	396	499	689	850
% 销售收入	8.1%	6.8%	7.1%	7.4%	7.5%	7.6%
营业税金及附加	-1	0	-1	-1	-1	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-166	-109	-152	-185	-253	-307
% 销售收入	3.9%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-52	-57	-64	-81	-110	-134
% 销售收入	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	127	110	179	232	325	407
% 销售收入	3.0%	2.7%	3.2%	3.4%	3.5%	3.6%
财务费用	-66	-33	-44	-52	-37	-44
% 销售收入	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-2	-3	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	19	18	20	22	24
% 税前利润	28.8%	12.1%	9.5%	8.7%	6.4%	5.8%
营业利润	89	92	135	199	309	387
营业利润率	2.1%	2.3%	2.4%	3.0%	3.4%	3.5%
营业外收支	16	63	56	30	30	30
税前利润	105	155	191	229	339	417
利润率	2.5%	3.8%	3.4%	3.4%	3.7%	3.7%
所得税	-22	-32	-50	-57	-85	-104
所得税率	20.8%	20.8%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	83	123	141	172	255	313
少数股东损益	25	5	4	4	4	4
归属于母公司的净利润	58	118	137	168	250	308
净利率	1.4%	2.9%	2.5%	2.5%	2.7%	2.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	83	123	141	172	255	313
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	11	33	24	30	33
非经营收益	53	10	23	13	1	7
营运资金变动	-118	285	-560	-69	-305	-248
经营活动现金净流	29	430	-363	140	-20	104
资本开支	-28	-59	-50	-172	91	-110
投资	-9	-40	0	-1	0	0
其他	3	2	7	20	22	24
投资活动现金净流	-34	-97	-43	-153	113	-86
股权募资	51	90	1	1,406	0	0
债权募资	254	-385	615	-425	91	174
其他	-232	-59	-93	-62	-84	-92
筹资活动现金净流	72	-353	523	919	7	82
现金净流量	67	-21	116	906	100	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	576	633	594	1,500	1,600	1,700
应收款项	164	58	84	82	112	136
存货	1,116	827	974	1,078	1,466	1,783
其他流动资产	376	662	898	1,064	1,446	1,758
流动资产	2,232	2,179	2,550	3,724	4,624	5,377
% 总资产	91.5%	84.7%	85.1%	85.6%	89.6%	89.3%
长期投资	117	172	211	212	211	211
固定资产	75	165	158	337	238	337
% 总资产	3.1%	6.4%	5.3%	7.7%	4.6%	5.6%
无形资产	14	54	79	76	84	92
非流动资产	208	393	448	626	536	643
% 总资产	8.5%	15.3%	14.9%	14.4%	10.4%	10.7%
资产总计	2,440	2,572	2,998	4,350	5,160	6,020
短期借款	1,053	668	1,284	859	949	1,122
应付款项	1,158	1,459	1,147	1,345	1,830	2,226
其他流动负债	21	23	27	59	70	78
流动负债	2,232	2,150	2,458	2,263	2,849	3,426
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	2,232	2,150	2,458	2,263	2,849	3,427
普通股股东权益	187	392	506	2,049	2,269	2,546
少数股东权益	20	30	34	38	42	47
负债股东权益合计	2,440	2,572	2,998	4,350	5,160	6,020

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.725	1.051	0.573	0.701	1.047	1.289
每股净资产	2.343	3.499	4.519	8.568	9.485	10.644
每股经营现金净流	0.359	3.839	-3.244	0.585	-0.082	0.434
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	30.94%	30.05%	27.08%	8.19%	11.04%	12.11%
总资产收益率	2.38%	4.58%	4.57%	3.86%	4.85%	5.12%
投入资本收益率	7.97%	7.97%	7.28%	5.91%	7.48%	8.21%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.97%	-4.47%	35.87%	21.48%	36.18%	21.71%
EBIT增长率	66.39%	-13.49%	63.46%	29.28%	40.14%	25.15%
净利润增长率	13.88%	103.01%	16.37%	22.44%	49.24%	23.13%
总资产增长率	22.55%	5.40%	16.58%	45.10%	18.62%	16.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	0.4	2.2	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	77.8	93.1	63.8	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	12.5	11.0	4.8	5.0	5.0	5.0
固定资产周转天数	5.7	5.9	10.2	12.6	9.3	7.6
偿债能力						
净负债/股东权益	229.64%	8.45%	127.67%	-30.73%	-28.15%	-22.25%
EBIT利息保障倍数	1.9	3.3	4.0	4.4	8.7	9.2
资产负债率	91.48%	83.60%	81.99%	52.01%	55.21%	56.93%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	2	2
持有	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.67	2.57	2.55

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室