

分析师： 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040003

分析师： 史恒辉 (8627)65799539 Shihh2@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511090003

省外扩张效果突出，产品结构改善有望带来毛利提升

事件描述

近期，我们调研了辉隆股份，主要内容如下：

- 辉隆股份为安徽省农资连锁龙头，市场份额约为 15%，且其化肥销售规模位列全国第四，具备一定的品牌及市场影响力。其氮肥及钾肥在全国范围内销售占比较高，因此对氮、钾肥的销售具备较强渠道和规模优势；
- 化肥特殊的属性使得公司的客户群体稳定，且现有的客户结构及市场现状也为公司的跨区域扩张提供了条件；
- 公司近年来加快省外扩张步伐，且省外网点经营效果较为突出，公司的市场规模随着网点数量的增加而急剧扩大；公司收入增速也随市场规模的扩大而呈现出快速增长；
- 公司的现有产品结构有望在未来进行优化与改善，整体的毛利水平有望随之出现较大提升；
- 预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.69 元、0.95 元及 1.20 元，给予“推荐”评级

事件评论

第一，辉隆股份销售规模位列全国第四，氮肥钾肥等品种具备较强的渠道和规模优势

辉隆股份背靠农资大市场，定位于流通领域，主要进行化肥、农药、种子及其他的农资商品销售。在我国目前的农资连锁格局中，农资流通行业具备明显的“大行业，小公司”的特点，行业集中度较低。目前我国开展连锁经营的农资流通企业超过 4000 多家，销售额约占全国农资销售总额的 20%，其中行业前 5 名企业的市场占有率合计不超过 10%。辉隆股份作为安徽省的农资龙头企业，其销售规模排在全国第四。根据中国农资流通协会和安徽省农资流通协会资料显示，2007-2009 年，公司化肥销售在安徽省内市场占有率约为 15% 左右，全国市场占有率约为 1%-1.5% 左右。

表 1：截至 2009 年我国农资企业前十名排名情况

排名	公司名称	规模情况	销售规模
1	中国农业生产资料集团公司	在 20 多个省市自治区建有 800 个农资配送中心和 18000 多家农资连锁经营店，辐射 1200 多个县	化肥销量达 2200 万吨，销售收入超过 530 亿元
2	中化化肥控股有限公司	2010 年分销中心数达到 2106 家	2010 年销量达到 1551 万吨，营业收入约为 292.71 亿元
3	浙江农资集团有限公司	目前已在十余个省（市）设立 50 余家区域公司，3500 家经营网点	2010 年，集团销售化肥 362 万吨、农药 1.66 万吨，农膜 1.37 万吨

4	辉隆股份	截至 2011 年 3 季度末,公司已建立 79 个区域配送中心,发展了 2600 多家连锁加盟店	2010 年收入约为 55.5 亿元
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	已在全省发展 2100 余家加盟连锁店和 1200 余家村级服务点,网点总数达到了 3300 家	年产、销化肥近 320 万吨
6	四川省农业生产资料集团有限公司	长江以南的 14 个省、市、区建成了 69 个一级配送中心,4000 多个网点	年销售化肥、农药、农膜超过 200 万吨,销售超过 30 亿元
7	山东省农业生产资料有限责任公司	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		
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司	已在全省粮棉主产区建立了 1800 多家农资连锁店	
10	四川开元集团	在全国建立了 24 家区域公司、24 个连锁配送中心、2100 多个农资农家店	年销化肥 300 万吨,销售规模 40 亿元

资料来源:长江证券研究部

作为一个农资连锁公司,公司的主要销售产品为化肥。其中主营销品种中的氮肥的收入占比约为 46%、复合肥约占 8-9%、钾肥约占 20%,磷肥的收入占比最小,不到 1%。而从我国目前的化肥市场情况来看,氮肥及磷肥的供给偏过剩,而钾肥的国内产量仅满足国内约 50%的需求量,属于相对稀缺的化肥品种。由于公司目前的年销售规模较大,2010 年公司的营业收入约为 55.5 亿元,且收入随着公司渠道规模的持续扩张在迅速增长。由于公司的氮肥销售占比较高,氮肥的年销售收入超过 20 亿元,因此相比供给相对过剩的氮肥供应商,公司在国内的氮肥市场具有较高的话语权。而对于供给相对较为稀缺的钾肥而言,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(青海盐湖钾肥股份有限公司生产的“盐桥”牌钾肥占我国钾肥生产量和国产钾肥销售额的 96%),因此对于钾肥销售,公司具有一定的资源优势。

表 2: 辉隆股份各化肥类别的市场份额情况

项目		2007 年	2008 年	2009 年
氮肥	公司内销量	33.83	32.08	35.55
	国内施用量	2297.2	2302.9	2321.2
	国内市场占有率	1.47%	1.39%	1.53%
钾肥	公司内销量	28.99	15.84	24.12
	国内施用量	533.6	545.2	571
	国内市场占有率	5.43%	2.91%	4.22%
复混肥	公司内销量	10.45	6.16	15.4
	国内施用量	1503	1608.6	1725.5
	国内市场占有率	0.70%	0.38%	0.89%

资料来源:长江证券研究部

第二, 化肥特殊的农业属性使得公司的客户群体较为稳定, 未来将随规模扩张而进一步增加

目前,公司的产品通过区域配送中心主要向三类客户进行直接销售:一类是销售给统一管理的连锁加盟店,由连锁加盟店对广大农户进行销售;另一类是销售给部分较大规模的种植专业户;最后一类主要是销售给部分复合肥生产企业客户,进一步加工成复合肥。因此,通过设立配送中心,公司依托配送中心来实现销售网络的扩大及销售规模的迅速提升。

表 3: 各类型客户的销售收入占比情况

客户类型	2010 年 1-9 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
加盟店	89171.63	21.23%	82073.78	20.11%	94968.26	22.24%	79546.09	18.44%
种植大户、 专业合作社	95187.81	22.66%	115848.08	28.39%	68894.15	16.13%	83584.42	19.37%
工业企业	156948.03	37.37%	139387.79	34.15%	182110.11	42.64%	181520.78	42.07%
出口	78726.28	18.74%	70794.56	17.35%	811222.55	18.99%	86830.6	20.12%
合计	420033.75	100.00%	408104.21	100.00%	1157195.07	100.00%	431481.89	100.00%

资料来源: 长江证券研究部

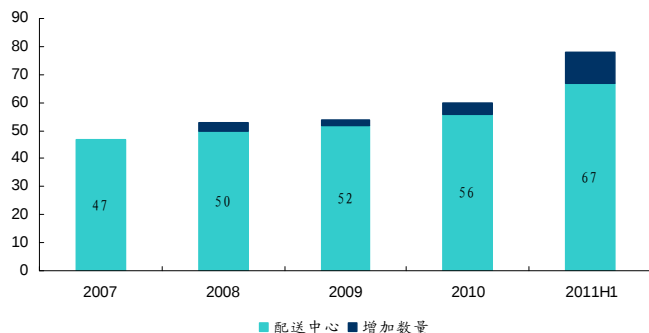
1) 工业客户对公司的化肥需求具有一定的粘性, 客户群体相对稳定: 公司的主要工业客户为部分复合肥生产企业客户, 这些客户从公司购入化肥作为复合肥生产原料, 进一步加工制成复合肥。由于这些客户主要为一些小规模的复合肥厂, 年产量约为 1-2 吨, 对这些企业而言, 受制于资金限制, 一般不可能进行大规模采购, 同时也由于化肥具有季节性采购的特性, 化肥生产商也难以提供稳定的货源给小复合肥厂客户。因此, 基于生产企业客户对基础化肥具有及时性、多样性的需求, 同时也由于化肥产品本身附加值低, 这些工业客户从生产商直接进行采购会带来运输成本的上升, 向厂商直接进行采购较难产生规模经济。但是作为大型农资流通企业, 公司可以提供长期、稳定且源源不断的货源给中小型复合肥厂家, 且能够按照客户的需求提供一篮子化肥品种。

我们认为, 基于化肥市场供需关系的特殊性, 工业客户群体对公司的采购具有一定的依赖性, 且在长期的合作当中, 公司目前与自己的工业客户群体建立了良好的客户关系, 达到了共赢的合作效果。工业客户群体的稳定性在保障公司收入来源的同时, 也为公司带来了良好的品牌口碑, 在公司进行跨区扩张时带来了较为良好的客户潜在资源。

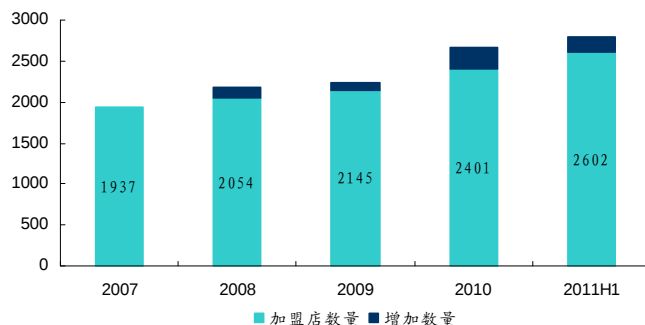
2) 受益于土地流转速度加快及农技服务粘度的提升, 种植大户的客户群体有望进一步提升。 在公司的收入结构中, 种植大户的收入占比约为 20%, 目前, 公司对种植大户除提供商品之外, 还提供农技服务, 将售后服务链尽量拉长。公司除了对种植大户提供一体化服务之外, 还定期不定期进行农民培训, 从节约农本的角度提供指导。2010 年, 公司开办辉隆大讲堂农民培训 217 场, 培训农民 11404 人次; 2011 年上半年, 公司成立农化服务中心, 组建专家服务团队, 建立配肥站和庄稼医院, 同时还召开“辉隆科技大讲堂”177 场, 共计培训 10,977 人次。一系列的农技服务使得辉隆的品牌效应有效提升, 客户的辉隆品牌依赖度也逐步提升。

未来, 土地流转将越来越快, 目前的情况是农村大多是老人和小孩种地, 青壮年农忙季节进行帮忙。随着城市化进程越来越快, 政府进行土地集中, 农业种植模式有望逐渐转变成通过种植能手和种植大户来进行农业种植。我们认为随着土地流转的加快, 种植大户也将逐步成为越来越重要的化肥消费群体, 这类客户群体也有望进一步提升。

3) “配送中心+加盟店”连锁经营模式的可复制性较强, 加盟店数量迅速增长。 公司目前所实行的“配送中心+加盟店”连锁经营模式, 公司在设立区域配送中心完毕之后, 即可通过连锁加盟店的形式迅速进行规模扩张。截至目前, 公司的配送中心网点已进驻安徽、黑龙江、吉林、河南、江苏、湖南及湖北等近 14 个主要农业和农资消费大省市地区。配送中心从 2007 年的 47 个发展至 2011 年 9 月的 79 个, 连锁加盟店从 2007 年 1,937 家发展至 2011 年 6 月的 2,602 家, 加盟店的数量及规模均实现了迅速的增长。

图 1：区域配送中心的数量增长开始加快


资料来源：长江证券研究部

图 2：加盟店数量增长较快


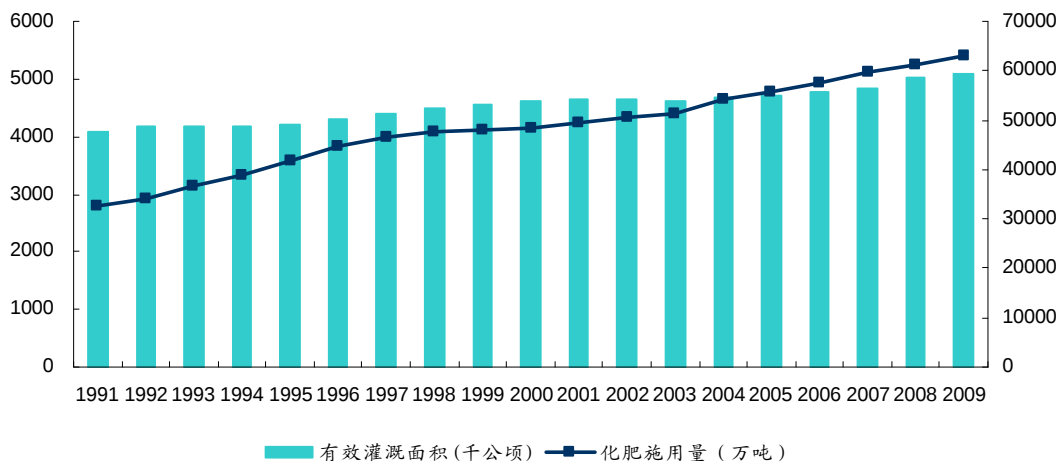
资料来源：长江证券研究部

第三，省外配送中心的扩张速度迅速加快，渠道有效扩张带来收入规模的迅速提升

1) 我国化肥市场需求量十分巨大，增速趋于稳定，但钾肥及复合肥的需求增速相对较快

我国是世界第一人口大国，保障粮食的基本需求决定了农业在国民经济中的首要地位，但耕地面积的持续减少和食品需求不断增长的矛盾，要求我国不断增加单位土地面积的产出量。化肥作为“粮食的粮食”，其广泛大量的使用是我国土地承载能力提高的主要动力之一。

国际肥料工业协会（International Fertilizer Industry Association, IFA）统计数据显示，2001-2007 年世界化肥施用量逐年缓慢递增，年均复合增长率 2.7%。并且由于世界粮食需求的刚性增长，国际肥料工业协会（IFA）预计未来世界化肥施用量仍将保持增长趋势。我国作为世界第一大化肥消费国，2001 年至 2009 年的化肥施用量也一直保持较为平缓的增长，年复合增速约为 3.04%，略高于国际整体水平。

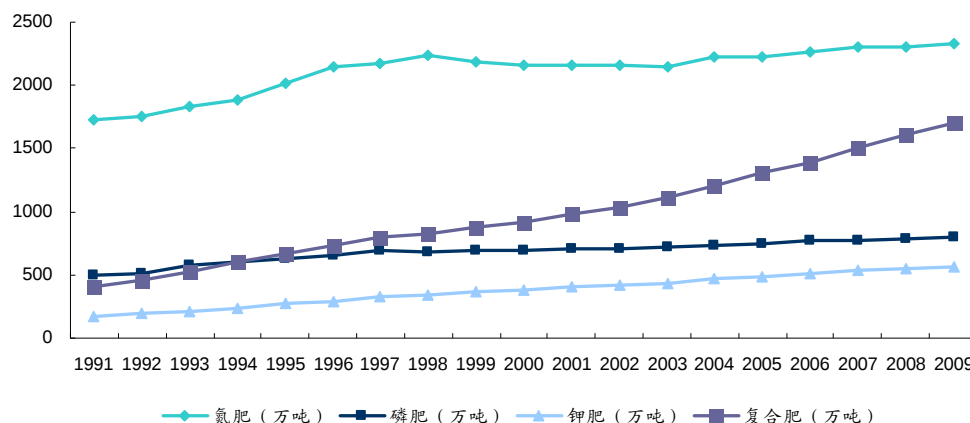
图 3：我国历年有效灌溉面积与化肥施用量


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

由于我国化肥整体施用量较大，市场整体的增速较为平缓。而在各种肥料单品中，氮肥目前的施用量最大。2009 年，我国氮肥的施用量为 2329.9 万吨，复合肥为 1698.70 万吨，磷肥为 797.70 万吨，钾肥为 564.30 万。且从增速来看，氮肥与磷肥的需求整体趋于平稳，2001-2009 年的年均复合增速分别为 0.93% 与 1.54%，而钾肥与复合肥在此期间的

复合增速分别为 4.41%与 7.07%。钾肥与复合肥的需求增速较快。

图 4：我国各种化肥历年的化肥施用量变化情况



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

我们认为，我国化肥市场的整体需求量趋于稳定，每年的自然增长较为缓慢。但是由于的整体施用量仍较为庞大，且行业目前处于高度分散的状态，农户对于农资品牌的依赖度较低，这样的行业局面使得公司具备了扩大市场份额和扩张经营规模的空间。

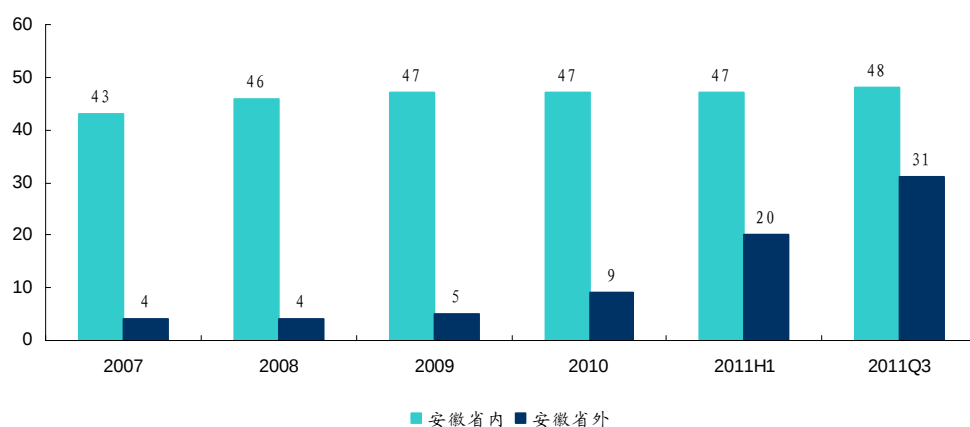
2) 省外配送中心的扩张效果突出，安徽省内配送中心内生增速较为平稳

分区域来看，公司在安徽省内的市场基础较好，安徽省一直是公司的重要收入来源。由于公司在安徽省内目前的市场份额已经达到约 15% 的水平，近年来配送中心在省内扩张的较少，在省内则主要是着重依托配送中心，扩大加盟店的规模。并且按照公司的经营策略，化肥毛利较低，但销售量较大，属于公司的收入和利润主要来源，但依托加盟店，毛利较高的种子及农药将实现销售的放量增长，公司的经营战略在安徽省内也开始进行由销量到经营品质的转化过程中。

我们认为，由于安徽省内市场份额较高，销售规模的基数较高，且安徽省内在规模扩张较为缓慢。因此安徽省内的收入增长主要来自于配送中心的内生增长。2010 年及 2011 年上半年，安徽省内的销售收入增速分别为 1.62% 及 5.46%，增速较为缓慢。2012 年，公司将在安徽省内的加盟网点引入优质的种子及农药等品种，毛利水平将有望出现较大的改善。

相比安徽省内已形成的龙头地位，公司近年来积极向省外地区进行扩张。得益于较为行业较为分散的现状，公司进行跨区域扩张的时候，竞争压力较小，公司在异地仍具备一定的品牌优势。自 2010 年起，公司开始加快省外配送中心的网点扩张速度，省外的收入占比也在逐渐增加。2009 年末，省外的收入占比约为 30.96%，而截至 2011 年上半年末，随着省外配送中心收入规模的急剧扩张，省外的收入占比已经达到 56.76% 的水平，已超过安徽省成为最大的收入来源。

图 5：安徽省外的配送中心扩张速度远快于安徽省内



资料来源：长江证券研究部

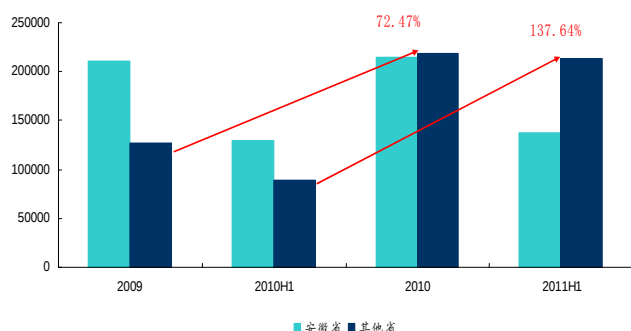
表 4：安徽省内外的近年收入及占比情况

	2009		2010H1		2010		2011H1	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
安徽省	211311.15	51.71%	129,932.92	49.59%	214735.02	38.68%	137032.3	36.53%
其他省	126527.98	30.96%	89,583.76	34.20%	218219.06	39.30%	212888.86	56.76%
小计	337839.13	82.68%	219,516.68	83.79%	432954.08	77.98%	349921.16	93.29%
外销	70794.56	17.32%	42,458.29	16.21%	122236.24	22.02%	25156.18	6.71%
合计	408633.70	100.00%	261,974.97	100.00%	555190.32	100.00%	375077.34	100.00%

资料来源：长江证券研究部

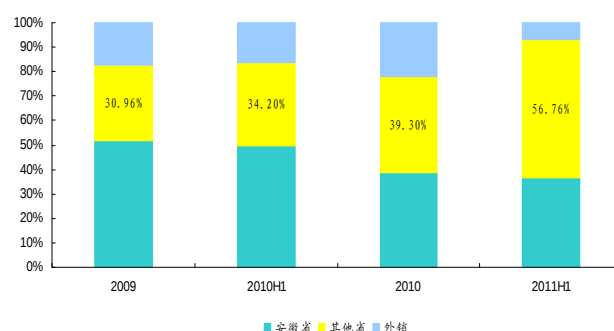
目前，公司在异地的经营战略是依靠自身在我国氮肥市场的话语权，在外省以氮肥打下市场基础。且公司在考虑进行异地扩张时，主要考虑的因素包括：农业大省及当地市场需求，其次考虑运输问题，合作伙伴和人才问题。根据以上考虑因素，公司目前已进驻的外省市包括湖南、湖北、吉林、山东、江苏、江西、广西、四川、陕西、黑龙江、上海、河南等 12 个省市地区。截至 2011 年 9 月底，公司在省外的配送中心合计为 31 个，平均单个配送中心的销售收入约为 2.5 亿元。并且得益于良好的省外扩张效果，2010 年及 2011 年上半年，公司省外的销售收入增速分别为 72.47% 及 137.64%，增速极为迅速。

图 6: 辉隆股份省外扩张带来收入迅速增长



资料来源: 长江证券研究部

图 7: 省外的收入占比逐渐增加



资料来源: 长江证券研究部

表 5: 辉隆股份已进驻我国各主要农业大省地区

排名	地区	配送中心数量 (个)	化肥施用量 (万吨)	氮肥 (万吨)	磷肥 (万吨)	钾肥 (万吨)	复合肥 (万吨)
1	河南	1	628.67	239.38	116.57	59.81	212.91
2	山东	2	472.86	165.01	51.37	46.52	209.96
3	江苏	5	344.00	181.75	47.99	21.03	93.22
4	湖北	4	340.26	153.57	67.20	28.55	90.94
5	河北		316.17	153.03	47.42	26.29	89.43
6	安徽	48	312.79	111.84	36.75	30.56	133.64
7	四川	1	247.97	130.67	49.66	16.43	50.33
8	广东		233.16	99.68	21.21	46.06	66.21
9	湖南	8	231.60	108.61	26.40	39.58	57.01
10	广西	1	229.32	68.38	27.98	51.49	81.47
11	黑龙江	1	198.87	72.22	43.91	27.73	55.01
12	陕西	1	181.32	87.24	19.73	15.84	43.52
13	吉林	2	174.18	65.33	6.63	11.99	90.23
14	内蒙古		171.42	79.93	28.95	13.47	49.07
15	云南		171.39	92.66	25.45	16.13	37.16
16	新疆		154.98	73.81	39.99	9.81	34.18
17	江西	3	135.76	43.30	21.74	20.77	49.95
18	辽宁		133.61	66.76	11.75	11.58	43.52
19	福建		120.68	47.91	17.00	24.45	31.32
20	山西		104.32	38.67	18.91	8.05	38.69
21	浙江		93.60	53.38	11.95	7.52	20.75
22	重庆		91.17	50.24	17.31	4.86	18.05
23	贵州		86.54	46.98	10.87	7.48	21.21
24	甘肃		82.90	38.18	15.64	5.78	23.30
25	海南		46.29	13.87	3.12	6.96	22.34
26	宁夏		35.54	16.64	4.03	2.12	12.75
27	天津		25.96	12.40	3.98	1.59	7.99
28	北京		13.82	7.00	0.93	0.68	5.21
29	上海	1	12.56	6.34	1.03	0.60	4.59
30	青海		7.96	3.45	1.27	0.27	2.97

31	西 藏		4.69	1.66	0.99	0.28	1.76
32	香 港	1					
合计		78	5404.35	2329.88	797.73	564.29	1698.69

资料来源：长江证券研究部，国家统计局（化肥销量排名取自 2009 年统计情况）

我们认为，我国较为分散的农资市场格局为公司的省外扩张创造了良好的条件，公司目前已进驻的省外地区销售情况良好，为公司奠定了良好的省外市场基础。且省外市场空间较大，公司在已进驻及尚未进驻地区都具备较为广阔的市场空间。

3) 良好的省外扩张效果带动配送中心网点迅速扩张，公司的收入规模实现快速增长

由于公司的省外扩张效果较为良好，公司自 2010 年起省外配送中心网点数量急剧增长，使得公司整体的网点规模扩张迅速。截至 2011 年 9 月末，公司在安徽省内有 48 个配送中心，2600 家以上加盟店；在安徽省内的市场份额以达到约 15% 的水平，属于本土绝对的农资龙头。而在省外地区，公司自 2010 年开始加快了省外配送中心的扩张速度，2009 年底，公司共有 5 个省外配送中心，2010 年底，公司的省外配送中心已增至 9 个，而截至 2011 年 9 月底，公司的省外配送中心已经达到 31 个。

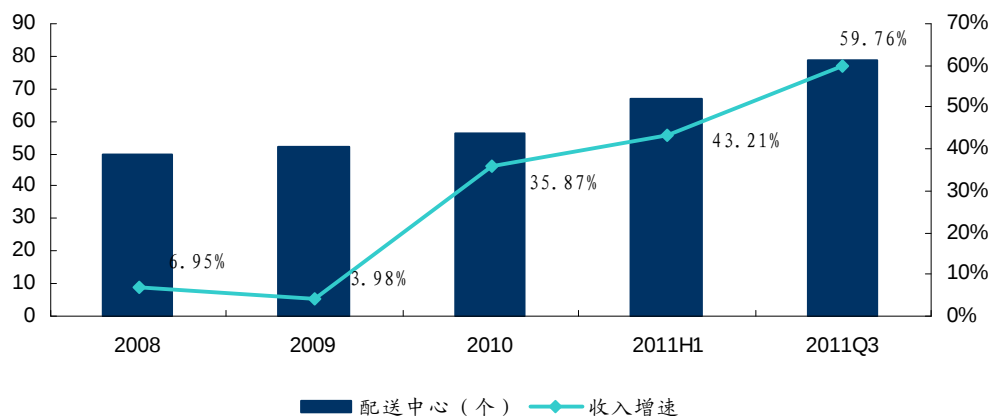
表 6: 辉隆股份的配送中心网点建设进度情况

	2007	2008	2009	2010	2011H1	2011Q3
配送中心（合计）	47	50	52	56	67	79
省内	43	46	47	47	47	48
省外	4	4	5	9	20	31
加盟店数量	1937	2054	2145	2401	2602	

资料来源：长江证券研究部

得益于配送中心规模的迅速提升，公司的收入也随之出现较大的提升。2007-2008 年公司的收入分别为 43.19 亿元，42.78 亿元，40.86 亿元及 55.52 亿元；由于公司在 2007 年、2008 年公司存在少量化工产品业务，为公司原控股子公司新力化工经营所致，但公司在 2008 年将其所持新力化工股权进行转让后，不再从事该类业务。因此，剔除化工业务收入的影响后，2008-2010 年公司的收入增速分别是 6.95%，3.98% 以及 35.87%，2011 年，公司的配送中心规模扩张进一步加速，截至 2011 年 9 月末，公司的收入同比增速达到 59.76%。

图 8: 辉隆股份的收入随配送中心规模扩大而迅速增长



资料来源：长江证券研究部

我们认为，公司目前的省外扩张效果十分良好，单个配送中心的经营效率较高。预计 2012 年公司的整体配送中心规模在现有的基础上将至少再增长 20%，配送中心的数量或有望达到近 100 家。未来随着公司的省外扩张速度进一步加

快，公司的收入有望持续保持较快的增长速度。

第四，公司积极改善现有的商品结构，毛利水平或将出现较大改善

作为一个农资连锁公司，公司目前的销售产品主要是化肥，农药以及种子，其中以化肥为主要销售对象，2008-2010年公司的农资产品中，化肥销售收入占比稳定在90%左右，此外，农药与种子的收入占比目前较小，合计约10%左右；作为公司目前的主营业务品种，化肥在过去的几年里也一直充当利润的主要贡献者，利润占比维持在90%以上。

由于化肥销售的毛利水平较低，且公司目前经销的农药及种子的毛利水平也偏低，使得公司目前的整体毛利水平不高。2008-2010年公司的综合毛利水平分别为8.09%，6.77%及7.14%，而从各品类的毛利水平来看，公司销售化肥的毛利水平稳定在6-8%，农药的毛利水平4-9%，而种子仅2%（高的也出现过14%）。

图 9：辉隆股份各销售产品的收入占比情况

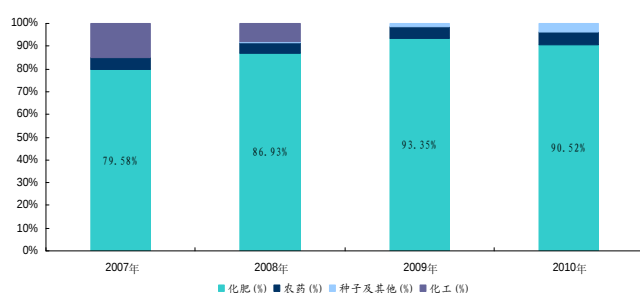
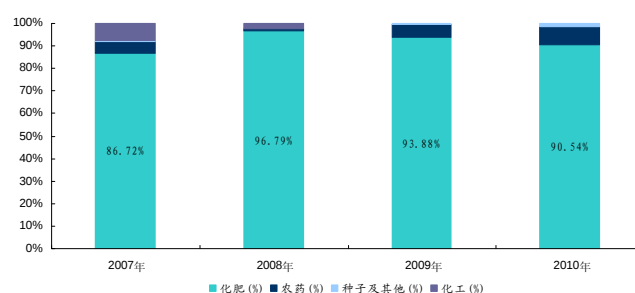


图 10：辉隆股份各产品的利润占比情况



资料来源：长江证券研究部

资料来源：长江证券研究部

表 7：公司历年来销售商品的毛利率情况

毛利率	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
化肥(%)	5.51%	8.88%	6.72%	7.05%
农药(%)	4.92%	1.56%	7.36%	9.71%
种子及其他(%)	14.77%	2.48%	2.11%	2.91%

资料来源：长江证券研究部

表 8：化肥中各类别化肥的毛利率情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
氮肥	4.74%	5.96%	5.53%	4.20%
钾肥	4.17%	9.54%	9.30%	11.40%
复混肥	9.68%	10.49%	4.92%	7.20%
磷肥	8.24%	17.42%	6.39%	7.77%
其他	16.87%	17.31%	16.66%	20.13%
化肥综合	5.51%	8.88%	6.72%	6.70%

资料来源：长江证券研究部

表 9：2011 年 1-9 月公司的化肥销售收入结构情况

化肥种类	收入占比
氮肥（尿素）	46%
复合肥	8-9%
钾肥	20%
磷肥	不到 1%

资料来源：长江证券研究部

尽管目前公司销售农药及种子的毛利水平较低，但是农药正常情况下的毛利水平能达到 10%以上，并且优质种子的毛利水平也能实现 20-30%的水平。未来公司将致力于提升经营品质，将经营规模转到经营和质量上来。通过与长江证券农业研究员的交流，我们认为，农药及种子十分适合公司的农资连锁经营模式，并且由于上游的种子公司也较为分散，渠道相对种子公司具有一定的议价能力（但特别优良的种子品种除外）。公司目前在安徽省内共有 2600 家以上加盟连锁店，渠道的规模优势在安徽省内较为突出。由于种子的毛利水平相比销售化肥的毛利率要高很多，并且公司目前已具备的渠道规模使得公司具备引入优良种子品种的竞争力，公司有望在 2012 年对其销售终端成功引入毛利较高的种子品种，从而改善整体毛利水平。

除了提高农药及种子等品种的经营质量，作为销售收入占比最大的化肥品种，目前公司氮肥的收入占比约为 46%、复合肥约占 8-9%、钾肥约占 20%，磷肥的收入占比最小，不到 1%。氮肥销售收入占比较大，是公司的主打品种，主要用它来打市场，保持其稳定的增长。而磷肥由于市场需求原因，同时磷肥也容易被复合肥替代，因此磷肥也不会作为提升毛利水平的发力品种。而钾肥和复合肥的毛利水平相对较高，未来公司也致力于进一步提升钾肥以及复合肥的销售占比，从而进一步提升公司的毛利水平。

我们认为，2012 年有望成为公司的毛利建设年。公司将通过提高经营品质，使农药的毛利水平逐渐回升，同时积极向渠道引入优质种子品种，提升整体的毛利水平。

第五，预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.69 元、0.95 元及 1.20 元，给予推荐评级

我们认为，公司作为安徽省内的农资连锁龙头，在全国范围销售排名第四，未来看点如下：

- 1) 我国农资市场的集中度低，农户的品牌依赖程度普遍偏小。公司的销售规模在全国范围内已初具规模优势及品牌影响力，同时公司在氮肥及钾肥品种也具备一定的竞争优势，使得公司具备了向安徽省外的其他省份进行扩张的条件。
- 2) 公司自 2010 年起开始加快向省外扩张的进度，2011 年这一速度进一步加快，预计未来几年公司仍将保持省外较快的扩张速度。省外良好的扩张效果为公司打下了良好的省外市场基础，同时公司在安徽省内的市场份额较高，已有的配送中心的收入也保持较为稳定的增长。内生及外延两方面将使得公司继续保持较快的收入增速。
- 3) 2012 年，公司将致力于引入优良品种的种子及农药到公司的渠道终端，由于农药及优质种子的毛利水平较高，且十分适合农资连锁的经营方式。公司的整体毛利水平有望随着公司商品结构的改进而出现较大的改善。

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.69 元、0.95 元及 1.20 元，考虑到化肥市场的需求量较为稳定，我国的化肥施用量逐年稳步提升。目前公司在扩张省内外市场份额已经开始初显成效。未来公司的收入及利润将随着经营规模的扩大及经营质量的推进而迅速提升，考虑到公司目前仍处在规模的快速扩张期，未来成长速度迅速，给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5552	8151	10891	15101	货币资金	594	815	1089	1510
营业成本	5155	7665	10225	14177	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	396	486	666	925	应收账款	64	93	124	172
% 营业收入	7.1%	6.0%	6.1%	6.1%	存货	974	1449	1933	2680
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	896	1334	1779	2466
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	152	179	240	332	流动资产合计	2550	3725	4971	6891
% 营业收入	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	64	82	109	151	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	长期股权投资	161	172	182	193
财务费用	44	43	50	92	投资性房地产	50	50	50	50
% 营业收入	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%	固定资产合计	158	587	984	1254
资产减值损失	18	2	2	3	无形资产	67	64	61	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	18	17	17	17	递延所得税资产	1	0	0	1
营业利润	135	196	282	363	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%	资产总计	2998	4609	6259	8458
营业外收支	56	30	30	30	短期贷款	1284	788	1658	2718
利润总额	191	226	312	393	应付款项	680	1010	1348	1868
% 营业收入	3.4%	2.8%	2.9%	2.6%	预收账款	439	644	860	1193
所得税费用	50	57	78	98	应付职工薪酬	1	0	0	0
净利润	141	170	234	295	应交税费	24	28	38	48
归属于母公司所有者					其他流动负债	30	48	63	88
的净利润	137.0	164.8	226.8	285.9	流动负债合计	2458	2518	3968	5915
少数股东损益	4	5	7	9	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.57	0.69	0.95	1.20	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-363	-147	-9	-58	负债合计	2458	2518	3968	5915
取得投资收益	7	6	6	6	归属于母公司	506	2052	2245	2488
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	34	39	46	54
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	540	2091	2291	2543
固定资产投资	-50	-482	-509	-451	负债及股东权益	2998	4609	6259	8458
其他	7	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-43	-476	-503	-445		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.573	0.689	0.948	1.195
股权融资	1	1406	0	0	BVPS	4.52	18.33	20.05	22.22
银行贷款增加 (减少)	615	-496	870	1059	PE	23.81	19.79	14.38	11.41
筹资成本	72	-68	-84	-135	PEG	0.86	0.71	0.52	0.41
其他	-166	0	0	0	PB	3.02	0.74	0.68	0.61
筹资活动现金流净额	523	843	786	925	EV/EBITDA	20.51	10.96	8.57	7.01
现金净流量	116	221	274	421	ROE	27.1%	8.0%	10.1%	11.5%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究

史恒辉，南京大学经济学学士，工商管理硕士，从事商业零售行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。