

辉隆股份：农资综合服务商 + 类“苏宁”

辉隆股份 (002556.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间 26 - 28 元

投资要点:

● 公司 - 掌握关键能力的化肥分销商

化肥经销的关键：分销网络 + 资金实力。公司的成功上市及公司打造全国辉隆连锁网络的战略布局令公司成为农资领域里“类苏宁”的关键能力。

● 供销体系深化改革 市场空间广阔

供销社体系仍是农资尤其是化肥经销的主渠道。09 年以来国家致力于深化供销体系改革，鼓励体系内企业并购重组，建设一批统一采购、跨地区配送的大型农资企业集团。

● 公司战略：农资综合服务商 + 类“苏宁”

省内：精耕细作省内市场，拓展农药、种子营销渠道，深化农业产业化服务，实现“一网多用”。省外：稳步拓展省外市场，扩张连锁网络。

● 打造“测土配方肥站 + 农技推广中心” - 分享政策红利

公司有意将遍布省内的配送中心打造成“测土配方肥站 + 农技推广中心”。公司自有品牌的粮食作物专用肥成长空间巨大；配送中心进行农技推广，为国分忧应该分享政策补贴、税收优惠等政策红利。

● 公司估值与投资建议

预计 2011/12/13 年 EPS 为 0.7 元、1.0 元、1.38 元，鉴于公司是供销体系中的唯一上市公司及业绩高增长，再加上类“苏宁”属性 + 农业政策主题投资概念，给予 11 年业绩 38 - 40 倍 PE，合理价位 26 - 28 元，给予“推荐”评级。

主要风险：1、公司扩张速度低于市场预期；2、公司业绩增速下滑。

主要财务指标

(百万元, 元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	4086	5552	8015	11192	15561
EBITDA(百万元)	118	194	267	356	487
净利润	118	137	168	239	331
摊薄 EPS(元)	0.49	0.57	0.70	1.00	1.38
PE(X)	46.3	39.8	32.5	22.8	16.5
PB(X)	6.05	4.73	6.49	5.01	3.92
ROIC	7.97%	7.28%	8.03%	14.86%	12.98%

资料来源：中国银河证券研究部

分析师：董俊峰

☎: (8610) 6656 8876

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

特此鸣谢

吴立 (8610) 83571305

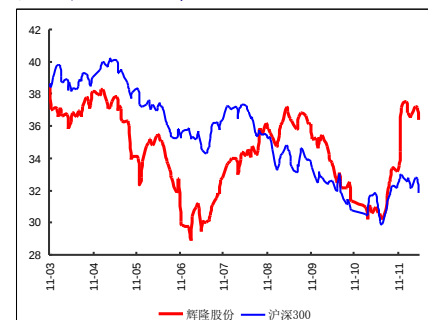
(wuli@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.11.21

A 股收盘价(元)	22.15
A 股一年内最高价(元)	42.5
A 股一年内最低价(元)	17.45
上证指数	2466
市净率	2.87
总股本 (万股)	23920
实际流通 A 股 (万股)	6000
限售的流通 A 股 (万股)	17920
流通 A 股市值(亿元)	54.6

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2011.11.6 《辉隆股份：农资领域的苏宁启航》

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、供销体系深化改革 市场空间广阔。供销体系仍是化肥经销的主渠道。2010 年全年供销系统累计销售 14002.35 万吨化肥,同比增长 28.05%,占全国化肥销售的 80%以上。近年来供销体系深化改革中,自 2009 年 1 月 25 日起,化肥批发、零售价格继续实行市场调节价,取消对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施。国家政策鼓励大型通企业通过兼并重组等方式,整合资源,发展连锁和集约化经营。这为企业打消了利润受到政策压制的疑虑,也打开了市场开拓的空间。

2、公司 - 掌握关键能力的化肥分销商。化肥经销的关键: 分销网络 + 资金实力。农资流通行业是一个典型的资金密集型行业,资金需求量大。目前,国内农资流通企业融资渠道狭窄,自有资金短缺,抗风险能力普遍较弱。业内公司资产负债率普遍在 80% 左右,公司的成功上市及公司打造全国辉隆连锁网络的战略布局令公司成为农资领域里“类苏宁”的关键能力。辉隆股份成功上市,恰如鲤鱼跳龙门,拉开与竞争者的资本实力差距,掌握战略制空权,在供销体系深化改革的大好机会中,担当起体系内行业整合者的角色。

3、公司战略: 农资综合服务商 + 类“苏宁”。省内: 精耕细作省内市场,拓展农药、种子营销渠道,深化农业产业化服务,实现“一网多用”。省外: 稳步拓展省外市场,扩张连锁网络。

4、打造“测土配方肥站 + 农技推广中心” - 分享政策红利

公司有意将遍布省内的配送中心打造成“测土配方肥站 + 农技推广中心”。公司自有品牌的粮食作物专用肥成长空间巨大; 配送中心进行农技推广,为国分忧应该分享政策补贴、税收优惠等政策红利。

我们与市场不同的观点:

市场普遍对辉隆股份实现省外扩张有疑问,并没有给予公司较高的估值溢价。我们认为公司在国家政策支持下对省外扩张并没有市场想像的那样困难,鉴于公司具有以下特征: 1) 公司类苏宁特征,有可能成为农资领域里的“苏宁”。2) 随着公司外延式扩张步伐加快,公司业绩呈高增长特性。3) 公司是供销体系中唯一一只上市公司。4) 公司所从事业务具有政策属性,随着国家对粮食安全的重视,预计国家将给予农业企业,尤其是农资领域企业更多政策红利(税收优惠、财政补贴等)。我们认为应给予公司估值较高溢价。

估值与投资建议:

我们测算公司 11 年/12 年/13 年公司 EPS 分别为 0.7 元/01.0 元/1.38 元,增速分别为 22%、43%、38%。鉴于公司类苏宁特性 + 业绩高增长 + 政策主题投资概念。我们给予公司 2011 年业绩 38 - 40 倍 PE,对应公司合理估值在 26 - 28 元,给予“推荐”投资评级。

股价表现的催化剂:

1、公司省外扩张步伐超市场预期; 2、公司业绩增长超市场预期; 3、国家出台利好农资流通政策。

主要风险因素:

1、公司扩张速度低于市场预期; 2、公司业绩增速下滑; 3、公司储备化肥价格大幅下降。

目 录

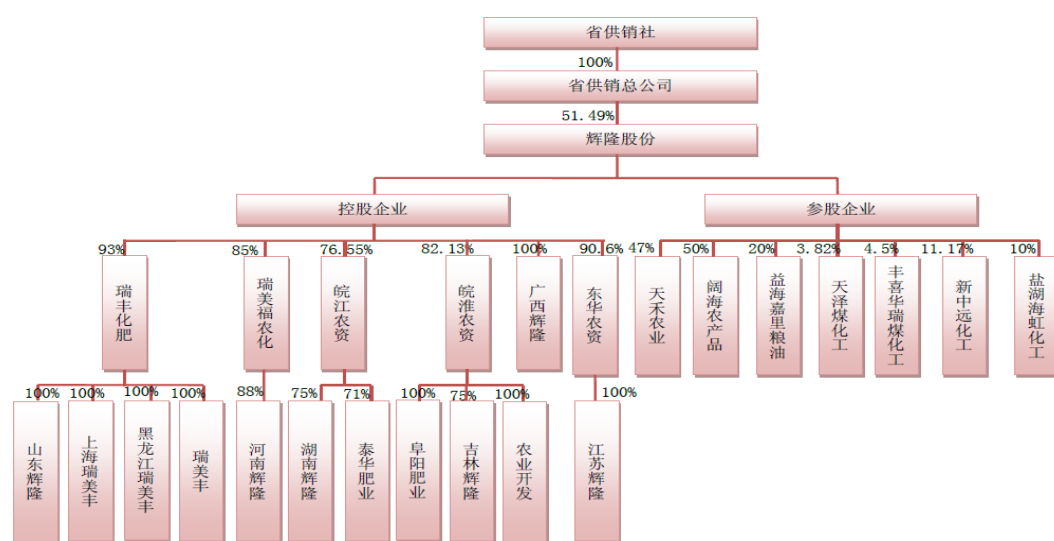
一、管理一流的化肥分销商.....	1
（一）公司商业模式	2
（二）公司管理机制：上下同心	6
（三）公司掌握关键能力：资金 + 网络	7
二、供销体系深化改革 市场空间广阔.....	9
（一）供销系统深化改革	9
（二）产业集中度提升是大趋势	11
（三）公司上市 - 掌握资本制空权	11
三、经营战略：农资综合服务商 + “类苏宁”模式.....	12
（一）省内打造农资综合服务商	12
（二）省外以“类苏宁”模式稳步扩张	13
（三）打造测土配方肥站 + 农技推广中心 - 分享政策红利	16
四、公司盈利预测及估值水平.....	19
（一）公司盈利预测	19
（二）公司相对估值水平	21
五、投资建议.....	21
六、风险分析.....	22
插图目录	25
表格目录	25

一、管理一流的化肥分销商

辉隆股份简介：辉隆股份是安徽省供销社下属的农资经销公司，是供销系统中第一家上市公司。

供销社系统农资公司及其改制设立的农资流通企业。长期以来，供销社系统所属农资公司一直为我国农资流通的主渠道，形成了较为完善的、自上而下的经营服务网络，积累了丰富的行业经验，深受农民群众认可，目前在国内农资流通领域仍占主导地位。

图 1：辉隆股份是供销系统首家上市公司



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

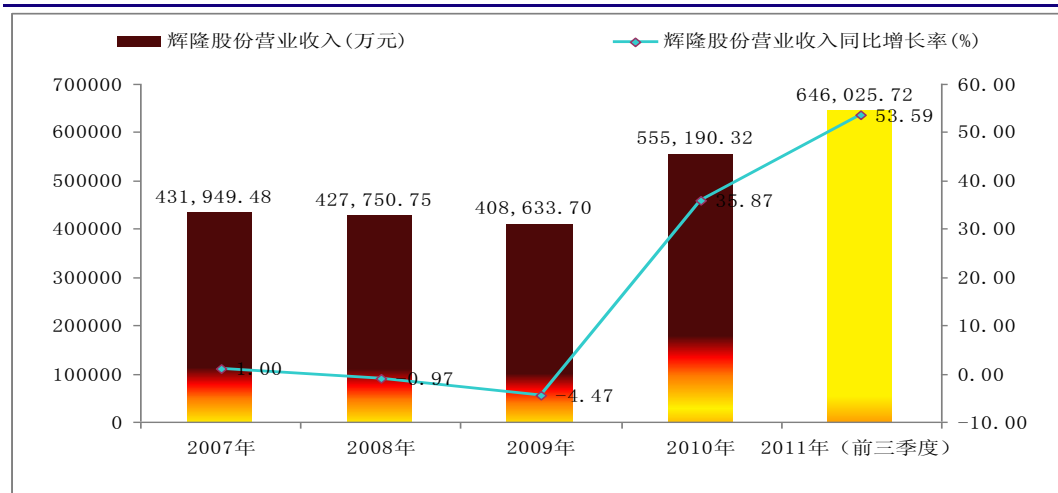
公司专业从事农资流通业务，主营业务为各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务，是安徽省政府重点培育的流通企业之一，农业部确定的农资连锁经营重点企业，商务部“万村千乡市场工程”首批优秀试点企业，国家和省级化肥淡季商业储备单位。公司已在安徽省内及黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 个主要农业和农资消费大省建立了 67 个区域配送中心，成功发展了 2,600 余家连锁加盟店，初步形成了“立足安徽，辐射全国”的连锁经营网络。公司同国内 100 多家大中型化肥生产企业有战略合作伙伴关系，与 30 多个国家有贸易往来，实现年销售化肥近 300 万吨。公司是安徽省最大、全国领先的农资商贸流通企业。

图 2：2009 年辉隆股份在农资流通行业排名第四

排名	公司名称
1	中国农业生产资料集团公司
2	中化化肥控股有限公司
3	浙江农资集团有限公司
4	辉隆股份
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司
6	四川省农业生产资料集团有限公司
7	山东省农业生产资料有限责任公司
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
10	四川开元集团

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 3：辉隆股份营业收入稳步增加



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

(一) 辉隆股份商业模式

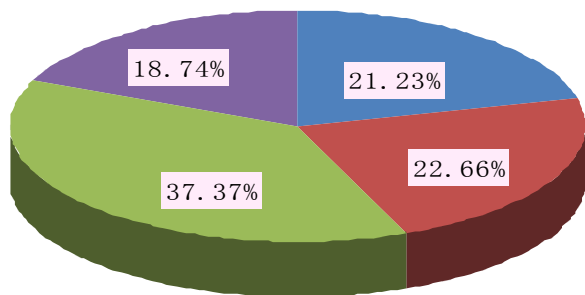
1) 盈利模式

公司从农资生产厂商采购化肥、农药、种子等农业生产资料，然后销售给下游客户如工业客户（复合肥生产商）、公司加盟店（销售给广大的分散农户）、种植大户及合作社，另外公司还经营出口业务，公司从分销中赚取差价。

图 4：公司主要客户

2010年1-9月主营业务收入按客户类型划分

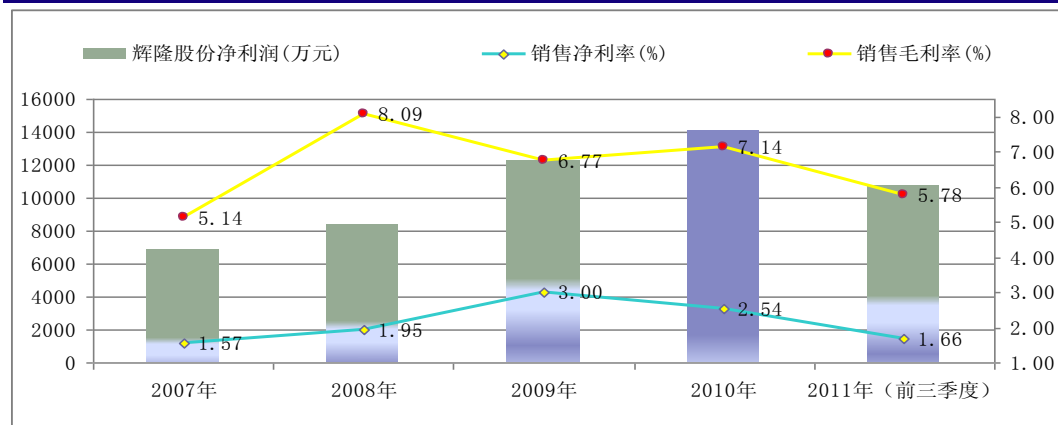
■ 加盟店 ■ 种植大户、专业合作社 ■ 工业企业 ■ 出口



资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

近三年公司的分销综合毛利率分别为 6.17%、7.19%、5.81%。行业的毛利率普遍在 4-6% 之间。公司净利率在 1.5%-3% 之间徘徊。公司自 2010 年以来开始加速对外扩张的步伐，毛利率、净利率有所下降。

图 5：公司近 4 年销售毛利率及净利率走势

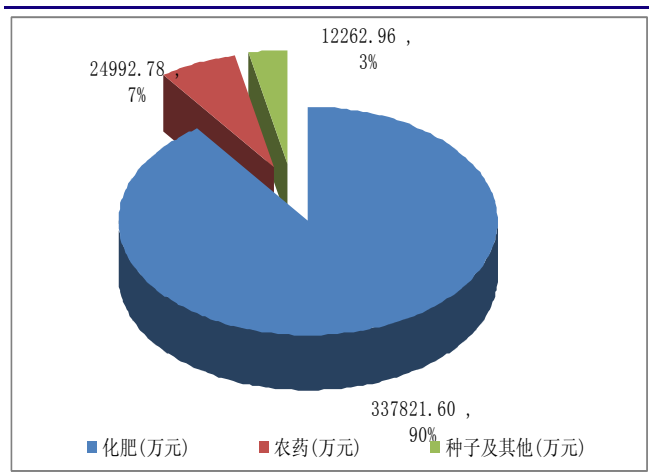


资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

2) 主要盈利来源

目前公司的主要盈利点在于化肥分销，化肥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、钾肥、复合肥、磷肥的营业收入占比分别为 48%、23%、19%、2%。其中复合肥增速较快。

图 6: 辉隆股份主要收入构成 (2011 年中报)



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

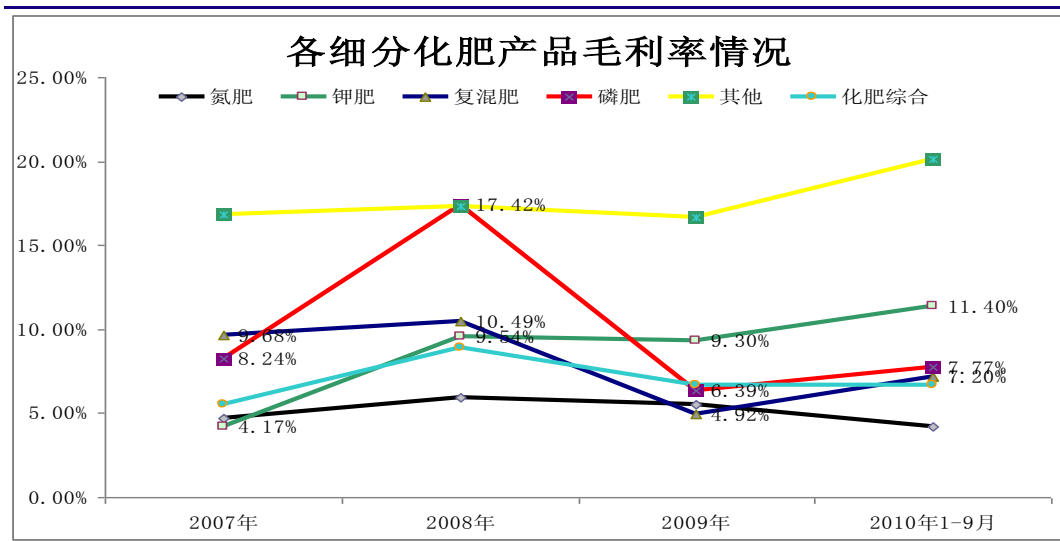
图 7: 各项细分业务收入占比情况

产品名称	2010 年 1-9 月	
	销售收入	占比
一、化肥	383,362.75	91.14%
氮肥	202,856.80	48.23%
钾肥	96,224.41	22.88%
复混肥	79,060.62	18.80%
磷肥	4,442.00	1.06%
其他	778.91	0.19%
二、农药	21,847.71	5.19%
三、种子及其他	15,416.70	3.67%
合计	420,627.15	100.00%

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部。

从品种上看, 钾肥的毛利率较高, 且呈稳定上升态势, 07 年钾肥毛利率仅为 4.2%, 2010 年上升至 11.4%。其次是复合肥, 07 年复合肥毛利率为 9.6%, 10 年为 7.7%。再其次是磷肥, 近几年一直稳定在 7-8% 之间。氮肥的毛利率最低, 一直在 4-5% 之间徘徊。

图 8: 化肥各品种毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

3) 主要业务模式: 公司实行“事业部+配送中心+加盟店”模式

事业部: 司对化肥品种经销上实行业务部经营, 由在各个化肥品种业内经营几十年团队经营, 价格定价及数量采购由事业部总监负责制, 各个事业部每月召开化肥行情分析会进行价格研判、经营决策。

表 1: 公司事业部及主要职能

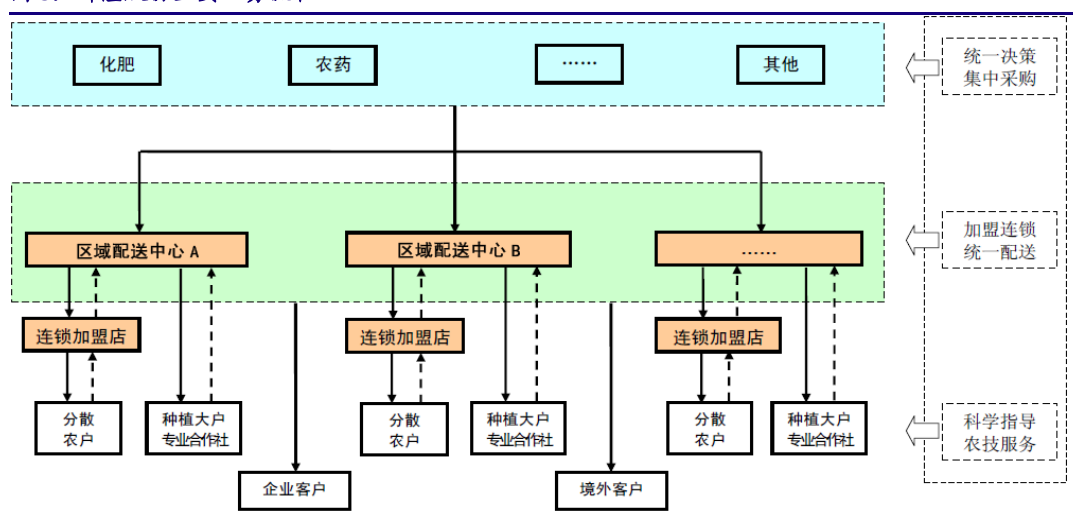
业务部门	主要职能
------	------

工业肥事业部	经销工业肥，并负责钾肥部分国储、地储任务
氮肥事业部	经销氮肥，并负责氮肥部分国储、地储任务
磷肥事业部	经销磷肥，并负责磷肥部分国储、地储任务
农产品事业部	农产品收购、经销业务
农业科技事业部	面向种粮大户、专业合作社的农业科技推广、农化服务

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

配送中心：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。

图 9：辉隆股份主要业务流程



资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

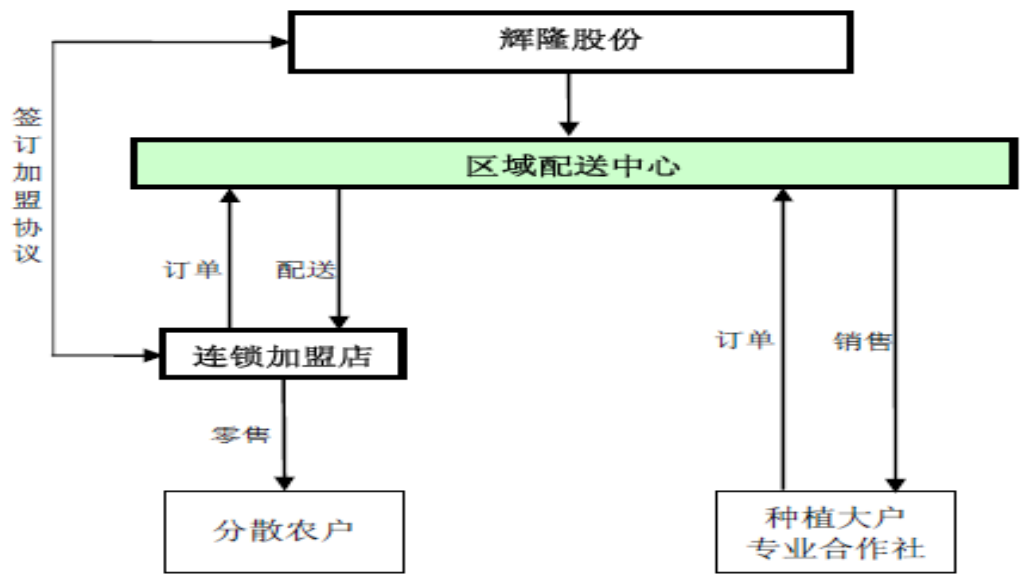
加盟店：在县级以下的区域，按照“懂经营、善管理、会技术、绝不卖假货”的四项基本原则重点发展基层供销社、农业三站以及实力强、信誉好的个体大户加盟，拓展零售终端。

表 2：加盟店发展情况

时间	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年前三季度
加盟店数量（个）	1937	2054	2145	2315
加盟店单店收入（万元/个）	41	46	38	39
加盟店收入（万元）	79546	94968	82074	89172

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

图 10：辉隆股份农资具体分销过程



资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

（二）辉隆股份管理机制：上下同心

公司之所以取得如此成绩的关键是公司卓越的管理制度。从股权上来看，公司的实际控制人为安徽省供销社联合社，持有公司 38.58% 的股权。而公司经营层如公司高管、中层、业务骨干均持有上市公司股权，这使得公司与员工长期利益共同化。

表 3：辉隆股份员工持股情况

序号	股东	发行前（万股，%）		发行后（万股，%）		附注
1	省供销社总公司	5767	51.49%	5767.00%	38.58%	控股股东
2	李永东	210	1.88%	210	1.40%	董事长、总经理
3	程书泉	140	1.25%	140	0.94%	副总经理
4	徐诗雅	140	1.25%	140	0.94%	
5	黄勇	140	1.25%	140	0.94%	副总经理
6	唐桂生	140	1.25%	140	0.94%	副总经理
7	魏翔	140	1.25%	140	0.94%	财务总监
8	李振民	105	0.94%	105	0.70%	监事会主席
9	李锐	98	0.88%	98	0.66%	副总经理
10	王传友	98	0.88%	98	0.66%	副总经理
11	其他 182 位个人股东	4222	37.69%	4222	28.24%	中高层、骨干
12	社会公众股		0.00%	3750	25.08%	2011 年 3 月发行
	合计	11200	100.00%	14950	100.00%	

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

从分配机制上，公司公告所披露的薪酬中发现，公司员工薪酬体现出多劳多得的灵活机制，在这样的国企中却难觅等级划分的踪影。企业文化开明、分配机制标准化、长远利益共同化成为公司扬帆远航的核心竞争力。

表 4: 09 年辉隆股份高管薪酬收入一览表

姓名	公司任职	薪酬收入(元)
李永东	董事长、总经理	1,476,394.08
程书泉	董事、副总经理	1,607,176.08
孙红星	董事	584,016.08
李振民	监事会主席	1,457,003.08
胡平	职工代表监事	414,116.08
黄勇	副总经理	1,598,196.08
唐桂生	副总经理	1,608,780.08
魏翔	副总经理、财务总监	1,660,530.08
王传友	副总经理	1,772,507.80
李锐	副总经理	1,893,768.08
邓顶亮	董事会秘书	500,690.08

资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

(三) 公司掌握关键能力: 资金 + 网络

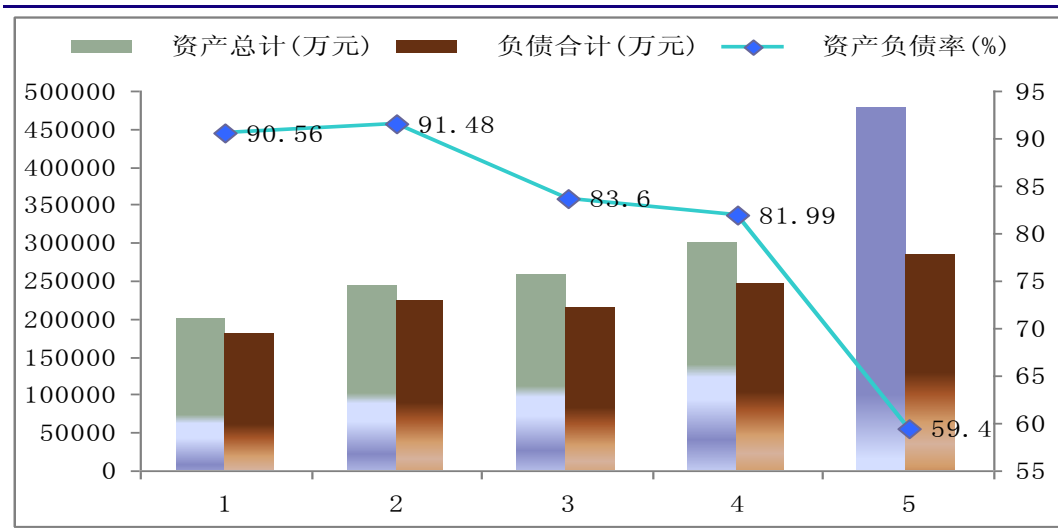
化肥经销的关键: 资金实力 + 分销网络

农资流通行业是一个典型的资金密集型行业, 资金需求量大。目前, 国内农资流通企业融资渠道狭窄, 自有资金短缺, 抗风险能力普遍较弱。业内公司资产负债率普遍在 80% 左右, 公司经营主要依靠银行间接融资为主。这样不仅难度大, 而且高企的财务费用也吞噬了薄利的农资流通企业的利润。

2010 年, 供销体系内化肥流通企业的资产负债率在 77%, 负债以流动负债为主, 资金壁垒限制了小型化肥流通企业做大。公司今年成功上市募集 13 亿资金, 资金实力更加雄厚, 公司资产负债率由上市前的 81% 下降至 59%。从调研情况来看, 公司上市前去银行贷款时处于较被动地位, 上市成功后, 各大银行争向主动向公司融资。公司在各大银行的信贷额度大幅增加。这显然在业内已大大领先其他竞争对手。

辉隆股份成功上市, 恰如鲤鱼跳龙门, 拉开与竞争者的资本实力差距, 掌握战略制空权, 在供销体系深化改革的大好机会中, 担当起体系内行业整合者的角色。

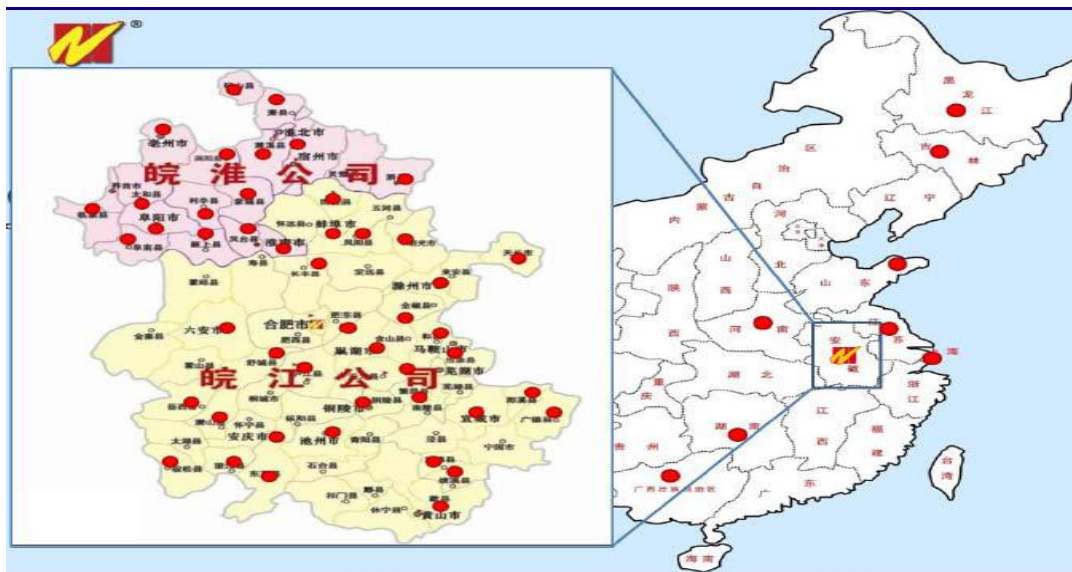
图 11: 上市后公司资产负债率大幅好转



资料来源: 公司年报 中国银河证券研究部整理

从网络上, 公司非常重视分销网络的战略布局, 致力于把辉隆连锁网络打造成强大的农资供应网、农民一站式服务网、新产品试验示范网、农产品收购网。并积极实施“一网多用, 双向流通”的公司战略。公司在供销体系内已然在这两在关键环节领先其竞争对手。

图 12: 公司分销网络图



资料来源: 公司年报 中国银河证券研究部整理

公司致力于把辉隆连锁网络打造成强大的农资供应网、农民一站式服务网、新产品试验示范网、农产品收购网。并积极实施“一网多用, 双向流通”的公司战略。公司在供销体系内已然在这两在关键环节领先其竞争对手。自 2011 年初上市后, 辉隆股份用“事业部+配送中心+加盟店”商业模式立足安徽, 辐射全国, 在全国各地不断扩张公司经营网络, 截止 2011 年 6 月末, 公司配送中心增加至 67 个, 加盟店增至 2,602 个。未来 3 年公司战略规划是: 市场占有率省内从目前的 15% 达到 30%。全国市场占有率从目前的 1.5% 达到 3%。

表 5: 公司配送中心分布情况 (截止 2010 年 9 月末)

地区	配送中心数目 (个)	加盟店数目 (个)	IPO 新增配送中心数目 (个)
安徽省	47	2261	新建 2 个, 改扩建 8 个
江苏省	1	6	2
河南省	1	16	2
黑龙江省	1	12	1
吉林省	1	7	1
湖南省	2	3	1
广西	1	9	
上海市	1	0	
山东省	1	1	
辽宁省	0	0	1
江西省	0		2
合计	56	2315	20

资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

二、供销体系深化改革 市场空间广阔

(一) 供销系统深化改革

1) 供销体系仍是化肥经销的主渠道。

长期以来, 我国农业生产资料一直由供销合作社体系专营, 80 年代末开始进行改革, 打破供销社专营体制, 实现“一主两辅”机制即以各级供销社为主渠道, 县以下农业“三站”和生产企业为辅渠道。1998 年又进一步深化改革, 实行供销社、农业“三站”、生产企业三条渠道。2009 年再次深化改革, 取消化肥经销企业所有制限制。尽管国家一直进入改革, 但供销社体系仍是农资, 尤其是化肥经销的主渠道这是不争的事实。2010 年全年供销系统累计销售 14002.35 万吨化肥, 同比增长 28.05%, 占全国化肥销售的 80%以上。

2) 供销体系深化改革中。

取消价格限制政策: 国家发改委、财政 2009 年年初发文《国家发改委、财政部关于改革化肥价格形成机制的通知》称, 自 2009 年 1 月 25 日起, 化肥批发、零售价格继续实行市场调节价, 取消对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施。这为企业打消了利润受到政策压制的疑虑。

国家政策鼓励并购: 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。

国家自 2004 年以来, 就鼓励供销体系内企业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; 鼓励有条件的农资企业采取特许经营方式, 吸收小型农资经

营企业加盟，扩大经营规模。2009 年国务院在《关于加快供销合作社改革发展的若干意见》中提出鼓励大型通企业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。

表 6：国家出台农资流通领域改革政策一览表

法律法规	发布日期	发布部门	相关内容
国家发改委、财政部关于改革化肥价格形成机制的通知	2009-1-24	国家发改委、财政部	自 2009 年 1 月 25 日起，化肥批发、零售价格继续实行市场调节价，取消对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施。
关于进一步深化化肥流通体制改革的决定	2009-8-24	国务院	取消对化肥经营企业所有制性质的限制；国家鼓励大型企业通过兼并重组等方式，整合资源，坚决破除地方保护主义。
关于加快供销合作社改革发展的若干意见	2009-11-17	国务院	加快发展农业生产资料现代经营服务网络。依托供销合作社建设一批统一采购、跨地区配送的大型农资企业集团，在粮食主产区和交通枢纽，完善农资仓储物流基础设施，建设区域物流配送中心。
关于完善农业生产资料流通体系的意见	2009-3-9	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，建设改造一批农资连锁门店和区域性配送中心。
新农村现代流通服务网络工程（新网工程）	2006 年	全国供销总社	在广东农村地区大力发展“四大网络”建设：农业生产资料现代经营服务网络、农副产品市场购销网络、日用消费品现代经营网络和再生资源回收利用网络。
农村物流服务体系发展专项资金管理办法	2009-5-26	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。
新农村现代流通服务网络工程专项资金管理办法	2009-9-23	财政部	专项资金重点用于支持供销合作社农资、农副产品、日用消费品和再生资源回收利用等服务体系的改造。
关于共同推进农村流通网络建设 进一步促进消费扩大内需的通知	2009-4-13	商务部、全国供销总社	各地商务主管部门要大力培育大型农资流通企业；促进农资连锁经营跨区域发展；支持农资物流配送中心建设和改造，完善配送、信息功能。

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

鼓励深化农业产业化服务：当前，我国改革发展进入关键阶段，农村正在发生深刻变革。发展现代农业，要求供销合作社发挥组织体系完整的优势，积极参与构建新型农业社会化服务体系，推进农业产业化经营，提高农民组织化程度。2009 年国务院出台《关于加快供销合作社改革发展的若干意见》，意见提出，支持符合条件的供销合作社从事种子、农机具、成品油等商品经营，办好庄稼医院，面向农民开展各种技术服务。支持供销合作社符合条件的企业，利用现有设施承担化肥、农药等重要物资的国家商业储备、救灾储备任务。

辉隆股份致力于把辉隆连锁网络打造成强大的农资供应网、农民一站式服务网、新产品试验示范网、农产品收购网。并积极实施“一网多用，双向流通”的公司战略，这显然顺应国家对供销体系改革的大趋势。

（二）产业集中度提升是大趋势

据国家统计局数据显示，当前我国化肥年需求量在 1.54 亿吨左右。以 2010 年销量来看，全国供销总社下属子公司中农集团销售 2200 万吨，占比 14.3%，中化化肥销售 1551 万吨，占比 10.1%；而我国 30 余家省级供销社下属农资公司年销售在 4500 万吨左右，份额占比在 30% 左右；其中辉隆股份销量 262 万吨、浙农集团销量 362 万吨、黑龙江倍丰集团销量 300 万吨居前，其余 2 万余家分散农资企业份额占比在 50% 左右。

国家工商总局统计数据显示，截至 2008 年 6 月底，全国共有农资经营者 35.86 万户，且大部分是以家庭为单位的个体户形式存在，终端销售渠道呈现“小、弱、散”局面。同时，上述绝大部分农资终端经营者因人才及资金等因素影响，一般仅提供农资产品销售，难以对农户开展有效农技服务。

我们认为 随着我国农资产业资源优化配置、兼并、重组、联合进程加快，产业集中度将进一步提高。今后在全国范围内实现农资产品的有效流通，将更加依赖于农资流通市场中高效的网络采购与供应环节。

当前我国农资流通渠道进一步放开、小企业占行业主体、整体盈利能力较低，在国家进一步加大农资流通行业体制改革力度并促进行业整合和结构调整的情势下，这为有资金实力、公司管理机制灵活、网络分布广泛的企业提供了广阔的市场空间。

（三）公司上市 - 掌握资本制空权

农资流通行业是一个典型的资金密集型行业，资金需求量大。公司今年成功上市募集 13 亿资金，资金实力更加雄厚，公司资产负债率由上市前的 81% 下降至 59%。从调研情况来看，公司上市前去银行贷款时处于较被动地位，上市成功后，各大银行争向主动向公司融资。公司在各大银行的信贷额度大幅增加。这显然在业内已大大领先其他竞争对手。辉隆股份成功上市，恰如鲤鱼跳龙门，拉开与竞争者的资本实力差距，掌握战略制空权，在供销体系深化改革的大好机会中，担当起体系内行业整合者的角色。

掌握关键能力，行业并购舍我其谁。化肥经销的关键：分销网络 + 资金实力。公司今年成功上市募集 16 亿资金，资金更加雄厚，资产负债率大幅好转。从网络上，公司非常重视分销网络的战略布局，致力于把辉隆连锁网络打造成强大的农资供应网、农民一站式服务网、新产品试验示范网、农产品收购网。并积极实施“一网多用，双向流通”的公司战略。公司在供销体系内已然在这两在关键环节领先其竞争对手。

公司上市之后便加快了向省外扩张的步伐。2011 年 7 月份收购了安徽黄山新安农资 51% 的股权，进一步深化省内布局。黄山市地处安徽省、浙江省、江西省三省交汇处，收购强化了公司在省内农资流通领域的优势，有利于利用被收购单位区位优势向省外进一步拓展。2011 年 8 月份投资设立陕西辉隆农资，向陕西进军。新设立的陕西辉隆，将整合党慧为董事长的陕西惠友农用物资有限责任公司资源、渠道优势。

表 7：公司上市后开始并购

时间	地域	方式	主要内容
----	----	----	------

2011 年 7 月	安徽省内	收 购 黄 山 新 安 农 资 部 分 股 权	1658 万元收购黄山新安农资 51%股权,收购完成后辉隆股份、张翔等 17 名自然人、黄山市农资公司分别持股 51%、31.95%、17.05%;
2011 年 8 月	陕西	投资设立陕西辉隆农资	辉隆股份投资 2,100 万元与党惠等 7 名自然人设立陕西辉隆,吸纳原陕西惠友党惠等 7 名骨干为陕西辉隆的股东,公司注册资本 3000 万元,辉隆股份持股 70%。

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

三、经营战略: 农资综合服务商 + “类苏宁” 模式

公司业务战略上,主要分两部分:省内精耕细作省内市场,夯实农资主业根基;省外积极稳妥地拓展省外市场。我们认为,在省内公司从区域的化肥分销商向以经销化肥、农药、种子、农产品物流的农资综合服务商转变;而省外公司以“类苏宁”的模式对外扩张,以寻求规模经济效益。

(一) 省内打造农资综合服务商

省内市场是公司的重点业务区域。经过多年开拓和培育,省内市场已发展相对较为成熟,目前已通过租赁和自建方式建设了 49 个区域配送中心,发展了 2,400 多个加盟店,业务覆盖了省内 93 个县(市、区)和 787 个乡(镇、街道)。

战略上:牢牢把握商务部“万村千乡市场工程”和全国供销总社“新网工程”建设的历史机遇,进一步巩固与完善省内连锁经营网络。公司计划用 3 年时间,完成安徽省内连锁配送中心基础设施建设,实现省内配送全覆盖,进一步增强物流优势,满足连锁网点商品配送需求,保障国家和省级化肥商业淡季储备承储工作有序运行;加快皖西等网络薄弱区域的加盟网点建设,全面提升加盟店经营管理水平和商品配送率,进一步深耕安徽省内市场,稳步扩大省内市场份额。

公司一批配送中心已成为当地农资市场领头雁,销售 3,000 万元的有 12 个,5,000 万元的有 6 个,销售 1 亿元以上的 2 个

表 8: 公司加盟店销售收入情况 (2010 年)

销售收入	3000 万元	5000 万元	1 亿
加盟店数量 (个)	12	6	2

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

表 9: 公司加盟店盈利情况 (2009 年)

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%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

经营业务上：公司将增加农药、种子业务的经销量，充分挖掘公司省内网络的潜力，而公司于 2010 年初成立了农产品事业部，未来将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，实现“一网多用、双向流通”。预计公司 2011 年公司农产品收购量在 10 万吨左右。

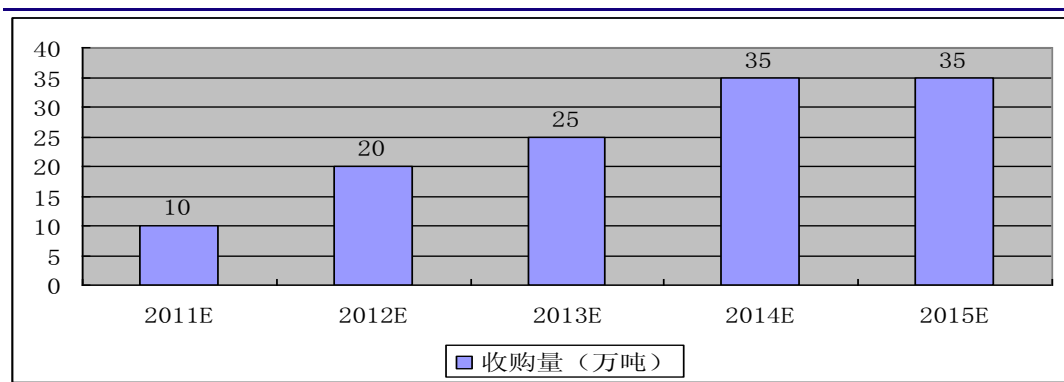
显然，公司从区域的化肥分销商向以经销化肥、农药、种子、农产品物流的农资综合服务商转变。

表 10: 公司全国各省网络覆盖情况

地区	配送中心数目（个）	加盟店数目（个）	IPO 新增配送中心数目（个）
安徽省	47	2261	新建 2 个，改扩建 8 个
江苏省	1	6	2
河南省	1	16	2
黑龙江省	1	12	1
吉林省	1	7	1
湖南省	2	3	1
广西	1	9	
上海市	1	0	
山东省	1	1	
辽宁省	0	0	1
江西省	0		2
合计	56	2315	20

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部整理

图 13: 公司农产品收购量计划



资料来源：公司年报 中国银河证券研究部整理

（二）省外以“类苏宁”模式稳步扩张

当前辉隆股份与 2003 年上市时的苏宁在行业与企业扩张上有几分相似：（1）面临行业整合机会。（2）连锁经营规模刚刚开始向外省扩大。（3）以庞大的分销网络为支撑，向上游企业

争取话语权，寻求规模经济效益。例目前辉隆股份在向上游客户采购化肥时，由于采购量大，不仅有固定的折扣，还会有每吨定额的返利。

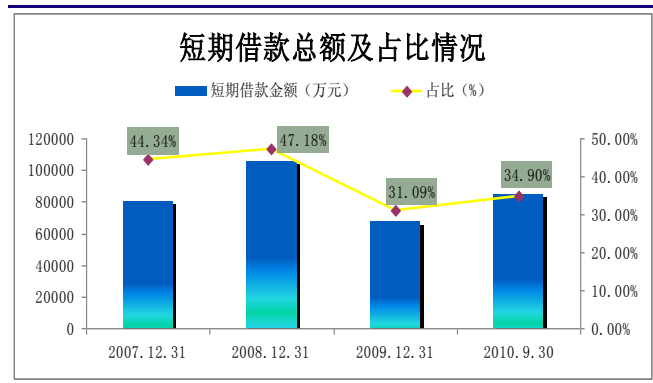
表 11: 辉隆股份与上市初期苏宁比较

项目比较	当前的辉隆股份	03 年上市初期的苏宁
销售网络	2600 多家加盟店，以省内为主，省外扩张刚刚开始	拥有 41 个直营连锁店，在华东、华北、东北、西南等地区初步发展了一些特许加盟连锁店
配送体系	公司摸索出“配送中心+加盟店”独特的连锁经营模式，公司配送中心分布在县一级，主要建在 销区火车站、码头附近。以第三方物流为主	公司拥有以零售配送到户为主的全国一体化的三级物流配送体系.公司物流管理体系实行在线管理，配送管理在前台，配送响应同步运作
服务体系	实行“销售服务型”经营战略,开展农技服务,为种植大户和专业合作社提供整体农化服务方案	公司建立客户服务中心，可以及时、准确地分析客户信息、发掘客户需求、把握营销机会，更好地实现客户价值和公司自身的价值。
信息体系	建立起了日常的业务运作信息化操作平台，达到对业务信息的传递与共享，但在全面实现多独立核算单位的集中化管理方面仍需加强	公司于 2000 年开始实施企业 ERP 系统，实现了企业内部进、销、存及配送、安装、维修的流程化管理，并与财务系统无缝对接，实现了数据的自动传送和统计

资料来源：公司年报 中国银河证券研究部整理

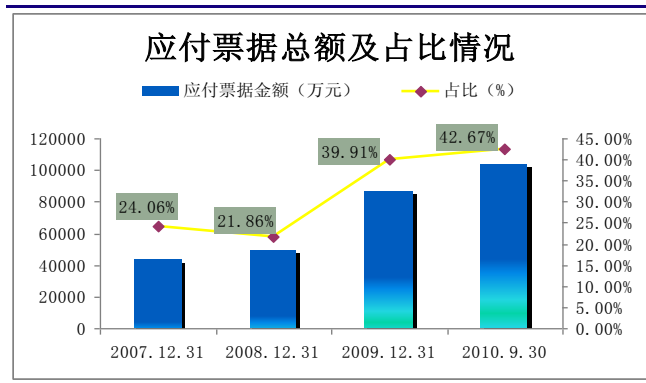
另外 近几年随着公司信用度的提升及销售渠道的扩张，公司较多采用应付票据方式进行贷款结算，应付票据占总负债的比例由 2007 年 24% 上升到 2010 年第三季度的 42%，这进一步表明了公司对上游客户的话语权增大。

图 14: 辉隆股份近几年短期借款占比有所下降



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

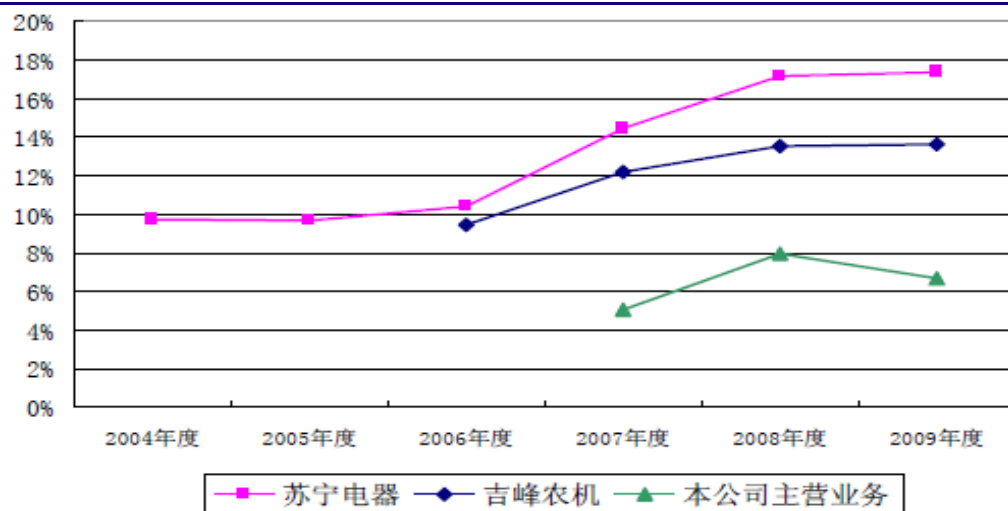
图 15: 辉隆股份近几年应付票据占比增多



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

辉隆股份与苏宁较大的不同是毛利率有差异。由于行业特性，辉隆股份毛利率低于 10%，一直在 6-8% 之间徘徊，但苏宁电器的毛利率较高，一直维持在 10% 以上，自 2006 年苏宁毛利率出现大幅上升。辉隆股份随着不断加速对外扩张，毛利率是否出现大幅上升？转点是什么时候，这还得让时间去检验。

图 16: 辉隆股份与苏宁电器毛利率比较

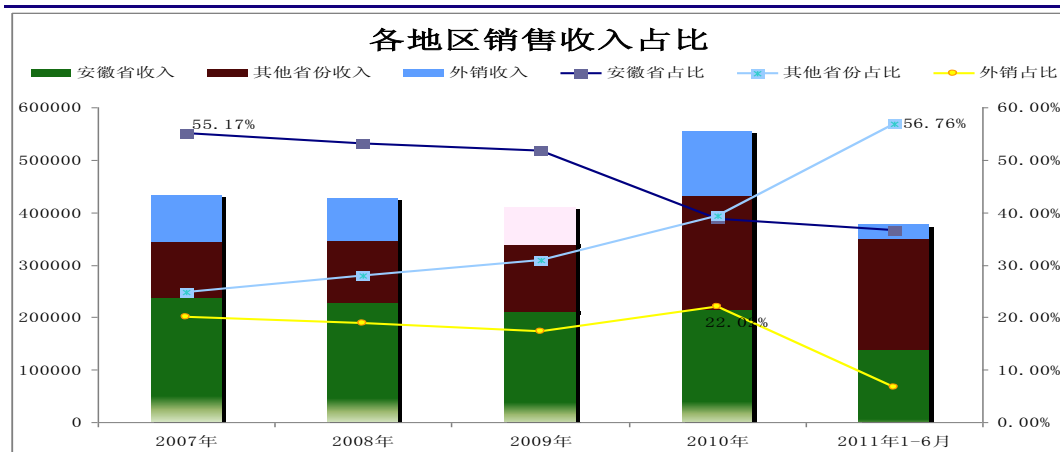


资料来源: 公司年报 中国银河证券研究部整理

从战略上, 省外通过第三方物流、租赁或自建配送中心等方式积极稳妥地拓展省外市场, 扩大连锁经营规模。第一步, 除现有的省外经营网点外, 继续在西南、中南、东北、华东区域进行试点经营, 拓展网络布局。第二步, 以租赁方式在全国重点市场建立区域配送中心, 加快对当地市场的业务渗透, 在江苏、江西、河南、山东、湖南、广西、黑龙江、吉林等 8 个农业主产区省份建立配送中心。第三步, 将安徽省的连锁经营模式向外复制, 在业务发展较为成熟的地区建设配送中心, 使终端网络进一步下沉到当地乡镇甚至村一级, 扎根当地市场, 提高市场占有率。

公司 2010 年年报显示省外销售收入 21.8 亿元, 占比 39%, 首次超过省内销售收入 21.4 亿元, 占比 38.8%。2011 年半年报显示, 省外销售收入占比已达 56%, 省内销售收入占比下降至 36%。

图 17: 省内外销售收入占比情况



资料来源: 公司年报 中国银河证券研究部整理

扩张模式: 结合行业特性整合省外营销资源。公司目前在省外扩张并非急功近利的大量并购, 而是谨慎、有效地整合现有资源。

(1) 从收购标的上, 公司主要收购省内销量排名前列的公司。

(2) 从收购方式上, 公司获得相对控股地位, 并且一定要让管理层持有公司股权, 从而发挥公司高管的主观能动性。而在分配机制上, 继续采用 辉隆股份的多劳多得激励机制。将公司高管、员工与公司利益共同化。

(3) 从人员上, 公司主要采用本地化策略, 主要高管聘用行业内竞争对手如中化、中农、当地省内供销系统里的有人脉、营销资源的本地业内人资深士, 而非派公司新人去开辟市场。公司实际上为这些原来在体制内的人才提供一个平台去创业, 最大化地利用当地现有的各种资源为公司所用。

表 12: 公司外省并购方式

时间	地域	方式	主要内容
2011 年 7 月	安徽省内	收 购 黄 山 新 安 农 资 部 分 股 权	1658 万元收购黄山新安农资 51%股权,收购完成后辉隆股份、张翔等 17 名自然人、黄山市农资公司分别持股 51%、31.95%、17.05%;
2011 年 8 月	陕西	投资设立陕西辉隆农资	辉隆股份投资 2,100 万元与党惠等 7 名自然人设立陕西辉隆, 吸纳原陕西惠友党惠等 7 名骨干为陕西辉隆的股东,公司注册资本 3000 万元,辉隆股份持股 70%。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 打造测土配方肥站 + 农技推广中心 - 分享政策红利

1、粮食安全问题引发国家对农业科技重视。当前我们粮食供求问题越来越突出, 大豆消费对外依存度达 80%, 而玉米消费随着饲料消费的刚性稳定增加及前些年玉米深加工需求的大幅增加, 已经出现供不应求的局面, 以后进口玉米将成为常态。我国今年白糖消费约 1400 万吨, 其中国内产量 1150 万吨, 进口量达 300 万吨, 进口量占国内消费量的达 20%; 我国棉花消费量近 1000 万吨, 但我国今年产量预计在 600 万吨, 进口量约 300 万吨, 进口量占国内消费量的 30%。我国粮棉油糖等重要物资出现了不同程度的供求缺口。

表 13: 我国农产品对外依存度情况

品种	产量 (万吨)	需求 (万吨)	预计进口量 (万吨)	对外依存度
大豆	1500	7000	5600	80.00%
食用油	1800	2500	1000	40.00%
棉花	800	1000	200	20.00%
白糖	1150	1350	200	14.80%
玉米	17500	18000	500	2.80%
小麦	11500	11500	100	0.90%
大米	20500	19000	100	0.50%

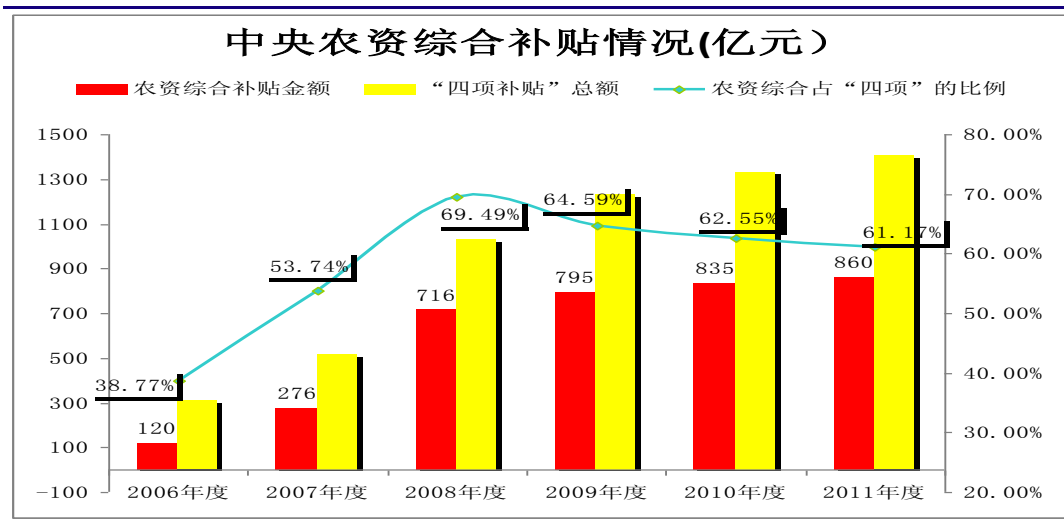
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究部整理

国家“十二五”规划纲要为我们描绘了发展现代农业的宏伟蓝图, 并明确提出: “把保障国

家粮食安全作为首要目标”。

保障粮食安全，提高粮食产量主要通过扩大种植面积以及提高单产来解决，要提高单位土地产出，有二个途径：一是用良种，二是通过**农技推广、测土配方，进一步挖掘土地的增产潜力。两者主要是提高我国农业科技水平。**

图 18: 近几年国家农资综合补贴不断上升



资料来源：公司年报 中国银河证券研究部整理

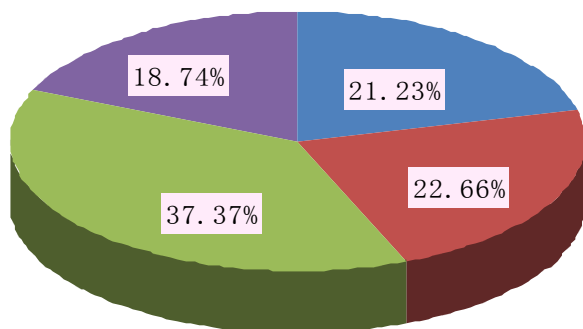
2、测土配肥孕育商机。当前我们国家农业生产方式正在发生变革。由于农民种植收益相对较低，大多农民选择外出打工。土地流转已在农村蔚然成风。一方面，土地向一些懂政策、懂种植技术、会田间管理的种植大户和专业合作社集中。辉隆股份有22%的销售收入来自这些种植大户及专业合作社。据我们田间调研情况来看，这些种植大户及专业合作社对单一品种的化肥需求在减少，但对复合肥的需求在增加，尤其是粮食作物专用肥、因土适宜的测土配肥的需求在不断增加。

辉隆股份已涉及化肥生产环节，向上游延伸。但公司不是生产单一品种化肥，而是利用自身渠道优势，生产自有品牌的粮食作物专用肥。我们预计公司粮食作物专用肥产量2011达4万吨，虽然规模较，但销量增速较快，且成长空间较大。

图 19: 种植大户、专业合作社是公司未来的主要服务对象

2010年1-9月主营业务收入按客户类型划分

■ 加盟店 ■ 种植大户、专业合作社 ■ 工业企业 ■ 出口

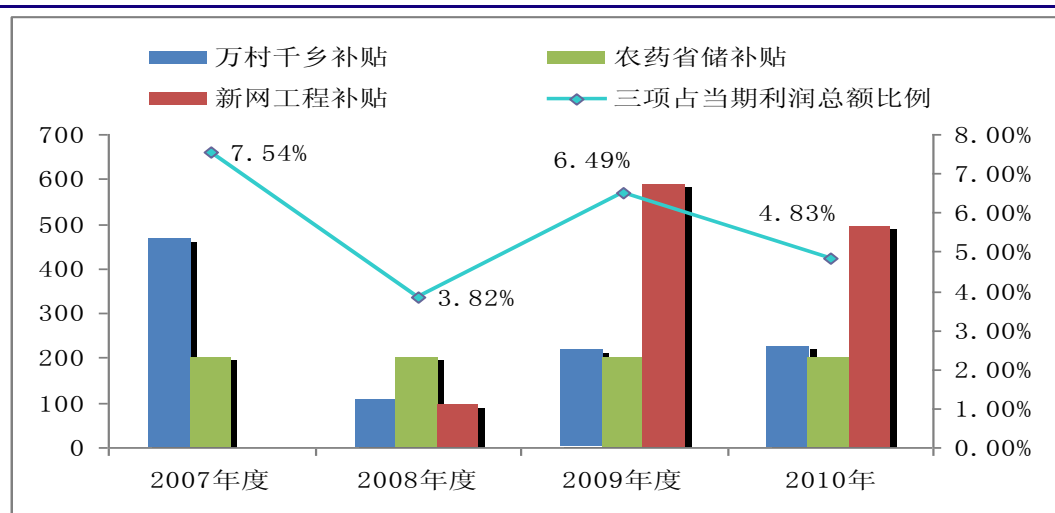


资料来源：公司年报 中国银河证券研究部整理

3、公司配送中心兼具农技推广中心作用。公司实行“销售服务型”经营战略，在向广大农户销售“放心农资”的同时，依托自身农业技术优势，建立了完善的售前、售中和售后一体化服务体系，主要包括指导加盟店开展农技服务，广泛开展加盟店长和农民培训，定期不定期组织召开农民会，宣传普及农技知识，指导农户如何选择种植品种、科学施肥用药，推广农业新技术与农资新产品；设立 800 免费咨询电话，聘请农业专家团队，解答农户种植、用肥、用药方面的问题；为种植大户和专业合作社提供整体农化服务方案等。**农技推广一方面树立了公司在农户尤其是种植大户中的“放心农资”形象，有利于公司产品销售。另一方面，公司推广农业科技，指导农户科学种田、科学施肥，有利于增加农户种植产量，为国家粮食安全做贡献。随着国家对农业科技的重视，我们预计国家将会在农业科技方面出台一系列利好政策。公司进行农业技术推广可以令公司争取更多的国家税收减免、政策补贴等。**

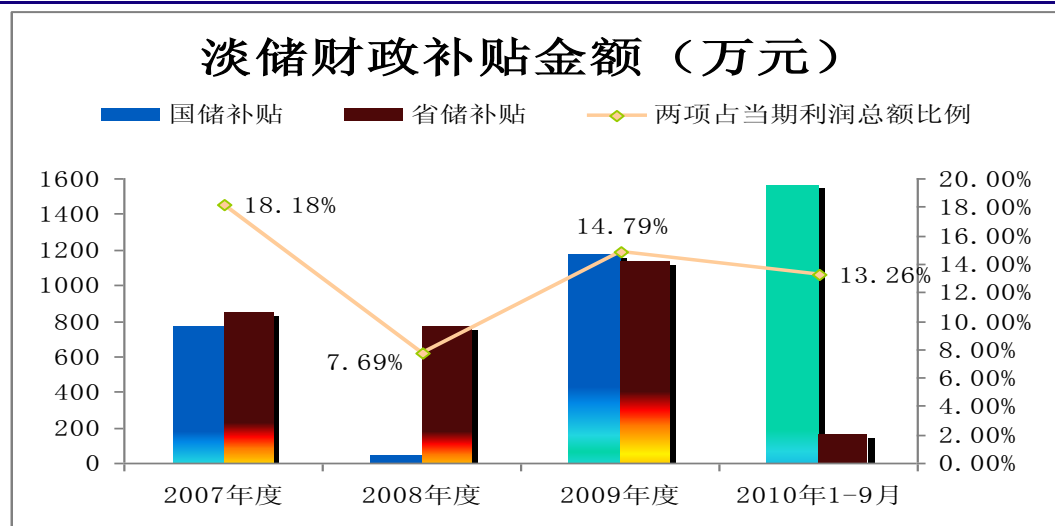
国家也是农资企业的客户。农业企业，尤其是农资企业在开展经营活动的同时，同时也承担了保障农资产品安全放心、农技推广、指导农民科学种田的职能。间接了为国家保障粮食安全做贡献。国家给予政策补贴理所当然。公司目前主要获得的政策补贴主要有：万村千乡补贴、新网工程补贴、农药省储补贴、淡储财政补贴。随着国家对农业科技的重视程度的加大，我们预计国家未来会在农业科技推广方面给予各种政策优惠。

图 20：国家给予辉隆股份为农资流通领域做贡献给予的补贴



资料来源：公司年报 中国银河证券研究部整理

图 21: 辉隆股份化肥淡储补贴



资料来源：公司年报 中国银河证券研究部整理

四、公司盈利预测及估值水平

（一）公司盈利预测

前提假设：

1) 化肥销量假设：预计公司 11/12/13 年化肥销量年均保持 30% 的增长，分别为 330 万吨、420 万吨、540 万吨。

2) 化肥毛利假设：由于公司未来 3 年省外扩张的速度有所加快，我们保守预计公司 11/12/13 年的毛利率分别为 6.34%/6.31%/6%。

3) 农药业务假设: 预计 11 年/12 年/13 年公司销售收入分别将达到 5.7 亿元/7.4 亿元/9.7 亿元。增速分别为 80%、30%、30%。农药毛利率暂以 8% 算。

4) 种子业务假设: 预计 11 年/12 年/13 年公司销售收入分别将达到 2.6 亿/4 亿/6 亿, 年增长率分别为 30%/50%/50%。毛利率按 8% 算。

5) 农产品收购业务假设: 预计 11 年/12 年/13 年公司收购量分别为 10 万吨、20 万吨、25 万吨。销售收分别达到 2 亿/4 亿/6 亿, 毛利率暂按 4% 算。

表 14: 公司细分业务预测表

主要业务收入预测	2009	2010	2011E	2012E	2013E
化肥业务:					
销售量(万吨)	187.39	237.01	323.28	420.25	541.94
增长率	27.18%	26.47%	36.40%	30.00%	28.96%
平均单价(元/吨)	2032.89	1856.87	2153.03	2291.01	2438.74
销售收入(百万元)	3,809.54	4,400.90	6,960.30	9,627.96	13,216.52
增长率	2.61%	15.52%	58.16%	38.33%	37.27%
销售成本(百万元)	3,553.70	4,118.69	6,518.71	9,020.49	12,435.15
增长率	5.05%	15.90%	58.27%	38.38%	37.85%
毛利	255.83	282.21	441.59	607.47	781.37
毛利率	6.72%	6.41%	6.34%	6.31%	5.91%
农药					
销售收入(百万元)	208.38	318.98	574.17	746.42	970.34
增长率	2.78%	53.07%	80.00%	30.00%	30.00%
销售成本(百万元)	193.04	288.02	533.98	686.7	883.01
增长率	-3.28%	49.20%	85.40%	28.60%	28.59%
毛利(百万元)	15.34	30.96	40.19	59.71	87.33
毛利率	7.36%	9.71%	7.00%	8.00%	9.00%
种子及其他					
销售收入(百万元)	68.41	206.63	268.61	402.92	604.38
增长率	-81.11%	202.03%	30.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)	66.97	200.61	247.13	370.69	556.03
增长率	-81.04%	199.56%	23.19%	50.00%	50.00%
毛利(百万元)	1.44	6.02	21.49	32.23	48.35
毛利率	2.11%	2.91%	8.00%	8.00%	8.00%
农产品收购					
收购量(万吨)			10	20	25
销售收入(百万元)			200	400	750
增长率				100.00%	87.50%
销售成本(百万元)			192	384	720
毛利(百万元)			8	16	30
增长率				100.00%	87.50%

毛利率

4.00%

4.00%

4.00%

资料来源：中国银河证券研究部

(二) 公司相对估值水平

我们测算公司 11 年/12 年/13 年公司 EPS 分别为 0.7 元/1.0 元/1.38 元，对应 PE 为 32×、22×、16×。而当前农机流通行业龙头吉峰农机 11 年对应 PE 为 45×，12 年 PE 值为 28×。我们鉴于公司以下特征可以给予较高的估值倍数。

1) 公司类苏宁特征，有可能成为农资领域里的“苏宁”。

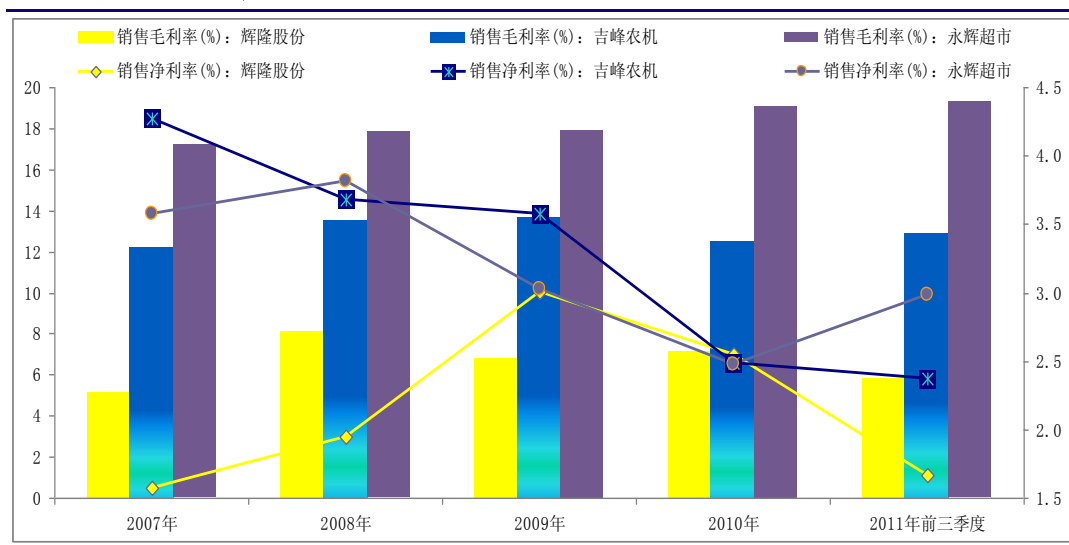
2) 随着公司外延式扩张步伐加快，公司业绩呈高速增长特性。

3) 公司是供销体系中唯一一只上市公司。

4) 公司所从事业务具有政策属性，随着国家对粮食安全的重视，预计国家将给予农业企业，尤其是农资领域企业更多政策红利（税收优惠、财政补贴等）。

我们认为公司估值应获得一定溢价。我们给予公司 2011 年业绩 40 倍 PE 估值，2012 年业绩 26 倍 PE，对应公司股票合理价位在 26-28 元。

图 22：辉隆股份与吉峰农机比较



资料来源：公司年报 中国银河证券研究部整理

五、投资建议

现阶段我们推荐公司的主要理由是：

1、供销体系深化改革 市场空间广阔。供销体系仍是化肥经销的主渠道。2010 年全年供销系统累计销售 14002.35 万吨化肥，同比增长 28.05%，占全国化肥销售的 80% 以上。近年来供销体系深化改革中，自 2009 年 1 月 25 日起，化肥批发、零售价格继续实行市场调节价，取

消对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施。国家政策鼓励大型通企业通过兼并重组等方式，整合资源，发展连锁和集约化经营。这为企业打消了利润受到政策压制的疑虑，也打开了市场开拓的空间。

2、公司 - 掌握关键能力的化肥分销商。化肥经销的关键：分销网络 + 资金实力。农资流通行业是一个典型的资金密集型行业，资金需求量大。目前，国内农资流通企业融资渠道狭窄，自有资金短缺，抗风险能力普遍较弱。业内公司资产负债率普遍在 80% 左右，公司的成功上市及公司打造全国辉隆连锁网络的战略布局令公司成为农资领域里“类苏宁”的关键能力。辉隆股份成功上市，恰如鲤鱼跳龙门，拉开与竞争者的资本实力差距，掌握战略制空权，在供销体系深化改革的大好机会中，担当起体系内行业整合者的角色。

3、公司战略：农资综合服务商 + 类“苏宁”。省内：精耕细作省内市场，拓展农药、种子营销渠道，深化农业产业化服务，实现“一网多用”。省外：稳步拓展省外市场，扩张连锁网络。

4、打造“测土配方肥站 + 农技推广中心” - 分享政策红利

公司有意将遍布省内的配送中心打造成“测土配方肥站 + 农技推广中心”。公司自有品牌的粮食作物专用肥成长空间巨大；配送中心进行农技推广，为国分忧应该分享政策补贴、税收优惠等政策红利。

预计 2011/12/13 年 EPS 为 0.7 元、1.0 元、1.38 元，鉴于公司是供销体系中的唯一上市公司及业绩高增长，再加上类“苏宁”属性 + 农业政策主题投资概念，给予 11 年业绩 38 - 40 倍 PE，合理价位 26 - 28 元，给予“推荐”评级。

六、风险分析

- 1、公司扩张速度低于市场预期；
- 2、公司业绩增速下滑；
- 3、公司储备化肥价格大幅下降。

表 15：公司财务预测表 1

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
-----------	-------	-------	-------	-------	-------

主营收入	4,086	5,552	8,015	11,192	15,561
(+/-)%	-4%	36%	44%	40%	39%
经营利润 (EBIT)	110	179	250	338	467
(+/-)%	-13%	63%	39%	35%	38%
净利润	118	137	168	239	331
(+/-)%	103%	16%	22%	43%	38%
每股净收益 (元)	1.051	1.224	0.701	1.000	1.384
每股股利 (元)	0.21	0.43	0.00	0.00	0.20
利润率和估值指标					
	2009A	2010E	2011E	2012E	2012E
销售毛利率 (%)	6.77%	7.14%	6.52%	6.53%	6.21%
ROE(%)	27.92%	25.38%	19.96%	21.97%	23.81%
ROIC (%)	7.97%	7.28%	8.03%	14.86%	12.98%
PE	46.31	39.80	32.54	22.80	16.48
PB	6.05	4.73	6.49	5.01	3.92
EV/EBITDA	22.14	16.87	21.66	12.53	9.46

资料来源：中国银河证券研究部

表 16: 公司财务报表预测 2

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	633	594	1202	1679	2334	营业收入	4086	5552	8015	11192	15561
应收票据	25	20	49	44	96	营业成本	3810	5155	7492	10462	14594
应收账款	10	56	20	28	38	营业税金及附加	0	1	1	1	1
预付款项	662	896	1457	901	1995	销售费用	109	152	176	246	342
其他应收款	22	8	44	61	85	管理费用	57	64	96	146	156
存货	827	974	1781	2327	3272	财务费用	33	44	80	70	80
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	18	3	3	3
长期股权投资	152	161	161	161	161	投资收益	19	18	3	3	3
固定资产	66	155	147	144	142	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	99	3	4	10	12	营业利润	92	135	170	268	387
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	63	56	60	60	60
无形资产	53	67	67	72	76	税前利润	155	191	230	328	447
长期待摊费用	0	11	8	7	6	减：所得税	32	50	57	79	98
资产总计	2572	2998	4991	5484	8268	净利润	123	141	172	249	349
						归属于母公司的净					
短期借款	668	1284	1493	638	1419	利润	118	137	168	239	331
应付票据	858	588	1687	2356	3287	少数股东损益	5	4	5	10	18
应付账款	45	92	210	230	371	基本每股收益	0.49	0.57	0.70	1.00	1.38
预收款项	511	439	713	1123	1755	稀释每股收益	1.05	1.22	0.70	1.00	1.38
应付职工薪酬	1	1	1	1	1	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	20	24	24	24	24	成长性					

其他应付款	45	28	28	28	28	营收增长率	-4.5%	35.9%	44.4%	39.6%	39.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-13.5%	63.5%	39.1%	35.3%	38.4%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	103.0%	16.4%	22.3%	42.7%	38.3%
负债合计	2150	2458	4159	4403	6886	盈利性					
股东权益合计	422	540	840	1089	1390	销售毛利率	6.8%	7.1%	6.5%	6.5%	6.2%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	2.9%	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%
净利润	123	141	172	249	349	ROE	27.9%	25.4%	20.0%	22.0%	23.8%
折旧与摊销	9	15	17	18	20	ROIC	7.97%	7.28%	8.03%	14.86%	12.98%
经营活动现金流	430	-363	364	1422	24	估值倍数					
投资活动现金流	-97	-43	-13	-21	-21	PE	46.3	39.8	32.5	22.8	16.5
融资活动现金流	-354	523	257	-925	653	P/S	0.6	0.5	0.7	0.5	0.4
现金净变动	-22	116	608	477	655	P/B	6.05	4.73	6.49	5.01	3.92
期初现金余额	576	633	594	1202	1679	股息收益率	0.9%	1.9%	0.0%	0.0%	0.9%
期末现金余额	554	749	1202	1679	2334	EV/EBITDA	22.1	16.9	21.7	12.5	9.5

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 辉隆股份是供销社系统首家上市公司	1
图 2: 2009 年辉隆股份在农资流通行业排名第四	1
图 3: 辉隆股份营业收入稳步增加	2
图 4: 公司主要客户	2
图 5: 公司近 4 年销售毛利率及净利率走势	3
图 6: 辉隆股份主要收入构成 (2011 年中报)	4
图 7: 各项细分业务收入占比情况	4
图 8: 化肥各品种毛利率情况	4
图 9: 辉隆股份主要业务流程	5
图 10: 辉隆股份农资具体分销过程	5
图 11: 上市后公司资产负债率大幅好转	7
图 12: 公司分销网络图	8
图 13: 公司农产品收购量计划	13
图 14: 辉隆股份近几年短期借款占比有所下降	14
图 15: 辉隆股份近几年应付票据占比增多	14
图 16: 辉隆股份与苏宁电器毛利率比较	15
图 17: 省内外销售收入占比情况	15
图 18: 近几年国家农资综合补贴不断上升	17
图 19: 种植大户、专业合作社是公司未来的主要服务对象	17
图 20: 国家给予辉隆股份为农资流通领域做贡献给予的补贴	18
图 21: 辉隆股份化肥淡储补贴	19
图 22: 辉隆股份与吉峰农机比较	21

表格目录

表 1: 公司事业部及主要职能	4
表 2: 加盟店发展情况	5
表 3: 辉隆股份员工持股情况	6
表 4: 09 年辉隆股份高管薪酬收入一览表	7
表 5: 公司配送中心分布情况 (截止 2010 年 9 月末)	8
表 6: 国家出台农资流通领域改革政策一览表	10
表 8: 公司加盟店销售收入情况 (2010 年)	12
表 9: 公司加盟店盈利情况 (2009 年)	12
表 10: 公司全国各省网络覆盖情况	13
表 11: 辉隆股份与上市初期苏宁比较	14
表 13: 我国农产品对外依存度情况	16
表 14: 公司细分业务预测表	20
表 15: 公司财务预测表 1	22
表 16: 公司财务报表预测 2	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业研究员。2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 年至今从事农林牧渔行业研究。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、新中基（000972.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao-jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn