

辉隆股份（002556）调研报告：

推荐（维持）

看好公司在化肥销售行业扩张能力

市场数据

报告日期	2011-12-12
收盘价(元)	21.25
总股本(百万股)	239.20
流通股本(百万股)	60.00
总市值(百万元)	5083.00
流通市值(百万元)	1275.00
净资产(百万元)	1882.69
总资产(百万元)	4789.80
每股净资产	7.87

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5552	7829	10543	13795
同比增长(%)	35.9%	41.0%	34.7%	30.8%
净利润(百万元)	137	168	245	323
同比增长(%)	16.4%	22.5%	46.0%	31.9%
毛利率(%)	7.1%	6.7%	6.6%	6.6%
净利率(%)	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%
净资产收益率(%)	27.1%	8.4%	11.0%	13.0%
每股收益(元)	0.57	0.70	1.03	1.35
每股经营现金流(元)	-1.52	0.98	0.02	0.16

相关报告

《辉隆股份（002556）深度报告：抓住行业整合机遇，拉开扩张大幕》2011-11-1

《辉隆股份(002556)三季报点评：扩张迅速，收入大幅增长》2011-10-24

《辉隆股份（002556）：扩张大幕拉开》2011-8-23

投资要点

本文重点关注：化肥销售行业竞争结构以及整合趋势；主要销售模式以及“辉隆模式”对比；辉隆股份短期及中长期发展三个问题。

- **供销社企业主导，化肥销售行业迎来整合潮。**化肥分销商有动力扩张整合并使渠道扁平化以提高盈利，而2万余家销售企业、1.54亿吨的年销量也为行业提供整合极大空间，原供销社系统企业享有网络优势，其优势企业将主导行业整合。
- **辉隆股份拉开扩张、兼并大幕。**公司专注化肥流通，“事业部+配送中心+加盟店”销售模式先进、管理层激励到位，借助2011年初融资走上加速扩张道路，2011年7月、8月收购新安农资、吸收陕西惠友设立陕西辉隆标志公司兼并扩张大幕已拉开。
- **销量爆发推动业绩增长。**预计公司2011-2013年销售化肥330、420、510万吨，对应收入为78、105、138亿元，归属母公司净利为1.68、2.45、3.23亿元，复合增速为33%，对应EPS为0.70、1.03、1.35元（前次预测为0.77、1.06、1.35元），对应PE为30、21、16倍，公司扩张大幕已经拉开，化肥销量迅速增加推动业绩增长，维持公司推荐评级。
- **风险提示。**化肥价格大幅波动；扩张期毛利率下降；淡季储备及化肥销售相关政策变化；2012年3月小非解禁。

分析师 赵钦
021-38565914
zhaoqin@xyzq.com.cn
SAC:S0190511030001

目 录

投资概要	- 3 -
一、化肥销售行业：销售模式变革、行业整合进行时	- 4 -
● 1、化肥销售行业：三类主体对比	- 4 -
● 2、化肥销售模式变革推动行业整合	- 4 -
● 3、大行业、分散经营行业提供整合空间	- 5 -
● 4、部分企业退出为整合提供机遇	- 5 -
● 5、谁将成为整合主导者？	- 6 -
二、辉隆股份：销售模式、管理激励机制优势	- 7 -
● 1、辉隆模式：事业部+配送中心+加盟店	- 7 -
● 2、管理激励机制灵活	- 9 -
● 3、辉隆股份机遇：率先理清模式、管理激励及融资渠道	- 10 -
三、辉隆股份未来：迅速做大、上下游延伸	- 10 -
● 1、做大做强：新建+兼并收购	- 10 -
● 2、扩张已初见成效	- 11 -
● 3、上下游产业链延伸	- 13 -
四、业绩预测及评级	- 13 -
图 1：我国化肥销售模式及各阶段盈利	- 4 -
图 2：我国化肥销售企业份额	- 5 -
图 3：我国化肥价格在 2007-2010 年大幅波动（元/吨）	- 6 -
图 4：公司经营模式	- 7 -
图 5：公司销售客户(百万元,%)	- 8 -
图 6：配送中心经营流程	- 8 -
图 7：区域公司、子公司最佳股权比例(%)	- 9 -
图 8：公司配送中心数(个)	- 11 -
图 9：公司化肥销售拆分及预测(万吨)	- 13 -
表 1：我国农资流通变革	- 4 -
表 2：国内化肥施用市场估算（万吨,亿元）	- 5 -
表 3：农资流通行业三类主体	- 6 -
表 4：2009 年国内农资流通行业前十名	- 6 -
表 5：事业部及职责	- 8 -
表 6：公司股东结构	- 9 -
表 7：我国化肥销售行业前五位对比	- 10 -
表 8：IPO 项目	- 10 -
表 9：公司配送中心及 IPO 新增项目(截止 2010 年 9 月末)	- 10 -
表 10：公司兼并收购	- 11 -
表 11：各省市竞争及公司扩张速度判断	- 12 -
表 12：公司配送中心收入区间	- 12 -
表 13：辉隆股份参股企业	- 13 -
表 14：公司参股下游粮油加工、销售企业及 2010 年盈利	- 13 -
表 15：分业务预测	- 14 -
表 16：公司费用假设及结果	- 15 -
附表	- 16 -

投资概要

1、估值及投资建议

化肥流通行业整合机遇来临，辉隆股份拉开兼并扩张大幕。公司“事业部+配送中心+加盟店”销售模式先进、管理经营团队优秀、各种激励到位，销售网络迅速扩张，今年7月、8月分别收购新安农资、吸收陕西惠友设立陕西辉隆标志公司兼并扩张大幕已拉开。

预计公司2011-2013年收入为78、105、138亿元，归属母公司净利为1.68、2.45、3.23亿元，复合增速为33%，对应EPS为0.70、1.03、1.35元（前次预测为0.77、1.06、1.35元），对应PE为30、21、16倍，公司扩张大幕已经拉开，化肥销量迅速增加推动业绩增长，维持公司推荐评级。

2、关键假设

2011-2013年销售化肥330、420、510万吨，扩张期毛利率小幅下降至6.5%。

3、股价表现催化剂

销量超预期；新建网络及外延扩张超预期。

4、风险提示

化肥价格大幅波动；扩张期毛利率下降；淡季储备及化肥销售相关政策变化；2012年3月小非解禁。

前言：前期，我们发出公司深度报告《辉隆股份(002556)深度报告：抓住行业整合机遇，拉开扩张大幕 2011-11-01》。近日，我们再次到公司调研，我们重点关注以下问题：

- 1、化肥销售行业竞争结构以及行业整合趋势；
- 2、化肥销售行业主要销售模式以及“辉隆模式”对比；
- 3、公司短期及中长期发展；

通过对公司的研究，我们看好公司销售模式和管理团队，认为公司在化肥销售行业整合进程中将迅速做大，并带动业绩快速增长。

一、化肥销售行业：销售模式变革、行业整合进行时

● 1、化肥销售行业：三类主体对比

我国农资流通经历了从管制到放开四个阶段，最终形成原供销社系统企业、化肥生产企业建立销售渠道、民营农资流通企业三大类主体竞争的格局，其中原供销社系统仍是最重要的主体：

表 1：我国农资流通变革

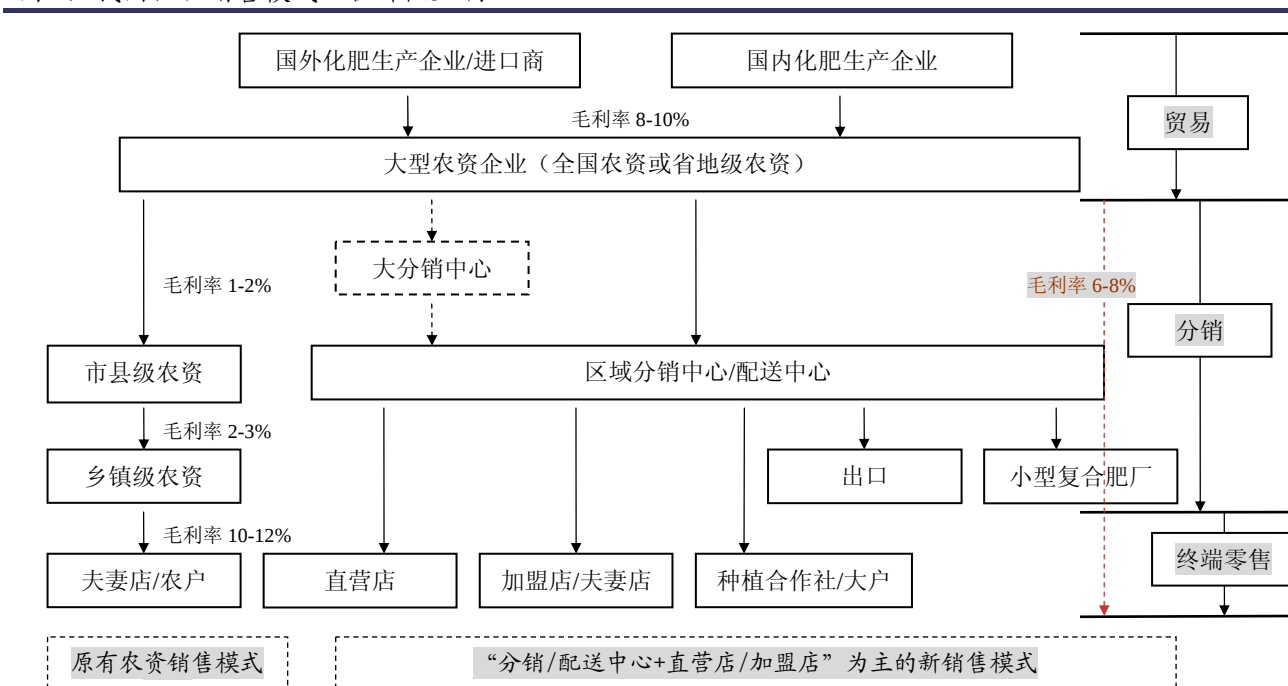
时间	农资销售模式	附注
1949-1985	计划经济，统购统销	采购、销售由供销社负责，供销社体系独大
1985-2001	计划向市场转变	价格、销售逐步放开，销售以供销社、农业三站、生产企业为主
2001-2009	加入 WTO, 销售更为放开	进出口部分放开，批发、零售进一步开放，民营农资流通企业进入
2009-今	完全市场化	允许各种所有制主体进入农资流通领域，鼓励行业资源整合，发展农资连锁和集约化经营

数据来源：兴业证券研究所整理

● 2、化肥销售模式变革推动行业整合

化肥销售模式变革推动了行业整合：在原有供销社统购统销模式下，化肥销售被严格管制，各级化肥分销利润率水平较低。随着化肥管制的放开及国企改制，全国及省级化肥分销商（主要为原供销社企业）开始探索渠道扁平化以提高利润率水平，逐渐形成“企业+分销中心+客户”的两级分销模式，而市、县、镇级农资企业逐渐被边缘化而部分退出。

图 1：我国化肥销售模式及各阶段盈利



数据来源：华农连锁、兴业证券研究所整理

注：资料参考华农农资连锁股份有限公司《现代农资连锁分销体系初探，黄小兵，2009》一文，有部分修改

● 3、大行业、分散经营行业提供整合空间

以国内化肥施用量和进出口量合计，行业终端销售量在 1.54 亿吨，销售额在 4,350 亿元左右（其中内销 1.45 亿吨，销售额 4050 亿元；出口 900 万吨，销售额 300 亿元），这为化肥销售企业提供极大的发展空间。

表 2：国内化肥施用市场估算（万吨，亿元）

2008 年	氮肥	磷肥	钾肥	复合肥及其它	合计
全国施用量（万吨，折纯）	2,303	780	545	1,609	5,237
均价（元/吨，实物）	1,694	3,627	3,853	3,685	2,800
折实物系数	2.8	3.5	2.3	2.5	2.8
实物量（万吨）	6,448	2,730	1,254	4,023	14,454
市值估算（亿元）	1,092	990	483	1,482	4,048

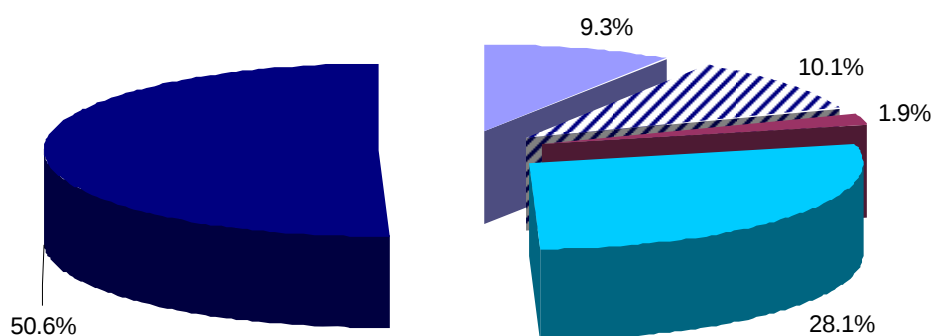
数据来源：国家统计局、兴业证券研究所整理

注：采用辉隆股份销售均价、全国化肥施用折纯量、折实物系数（实物量：折纯量）估算我国化肥施用量及市值

以 2010 年化肥销售为例，以行业年销量 1.54 亿吨计，中农集团销售 1,434 万吨（2008 年数据），占比 10.5%；中化化肥销售 1551 万吨，占比 11.4%；而我国 30 余家省级化肥销售企业（大部分为原省级供销社下属农资公司）销售在 4500 万吨左右，份额占比在 30%左右；其余 2 万余家分散农资企业份额合计占比在 50%左右，极为分散，为行业整合提供极大空间。

图 2：我国化肥销售企业份额

■ 中农集团 ■ 中化化肥 ■ 辉隆股份 ■ 其它30家左右省级农资 ■ 2万余家分散农资企业

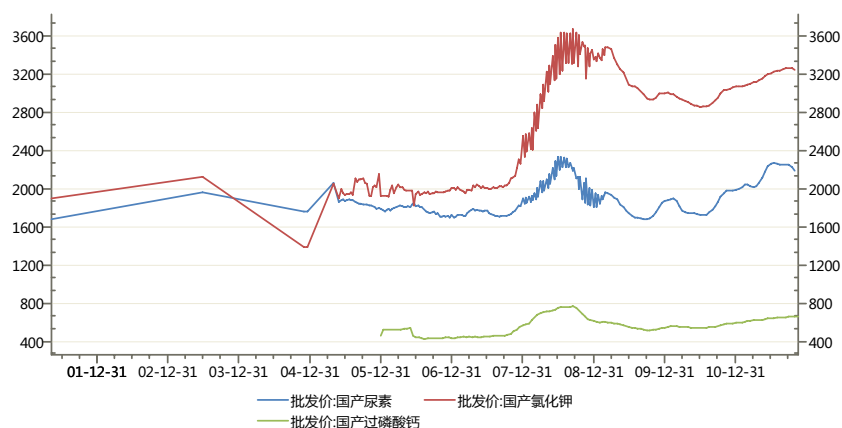


数据来源：兴业证券研究所整理

● 4、部分企业退出为整合提供机遇

部分原供销社系统部分农资公司或重点偏离化肥销售，化肥业务增长停滞，或经营不善，化肥业务逐渐萎缩；2007-2009 年化肥价格大幅波动，部分化肥企业资金链断裂退出，这都为化肥流通行业整合提供机遇。

图 3: 我国化肥价格在 2007-2010 年大幅波动 (元/吨)



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND、商务部、兴业证券研究所整理

● 5、谁将成为整合主导者？

对比原供销社系统企业、化肥生产企业、民营资本三类主体，谁将成为化肥销售行业整合主导者？原供销社系统企业、化肥生产企业、民营资本各有优劣势：

表 3: 农资流通行业三类主体

主体	代表	优势	不足
原供销社系统企业	中农集团、浙江农资、辉隆股份、黑龙江倍丰等	销售渠道完善，与上游关系密切	渠道冗沉，管理、销售相对僵化
化肥生产企业	中化化肥、天盟农资连锁	掌握化肥资源	化肥品种较单一，渠道经验不足
民营农资流通企业	四川开元	管理、经营灵活，积极性高	上游资源掌握不足，资金压力较大

数据来源: 兴业证券研究所整理

我国化肥销售行业仍然以原供销社系统企业为主，一旦供销社系统企业克服其“渠道冗沉，管理、销售相对僵化”的缺点，其有望成为行业整合的主导者。

表 4: 2009 年国内农资流通行业前十名

排名	公司名称	前身或控股股东
1	中国农业生产资料集团公司	中华全国供销合作总社本级企业
2	中化化肥控股有限公司	中国中化集团公司
3	浙江农资集团有限公司	浙江省供销社
4	辉隆股份	安徽省供销社
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	黑龙江省农业生产资料公司
6	四川省农业生产资料集团有限公司	四川省农资总公司
7	山东省农业生产资料有限责任公司	山东省农业生产资料公司
8	庆丰农业生产资料集团有限公司	黑龙江省农业生产资料公司
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司	江苏省供销合作总社
10	四川开元集团	民营（四川开元集团）

数据来源: 中国农资流通协会、公司招股说明书、兴业证券研究所整理

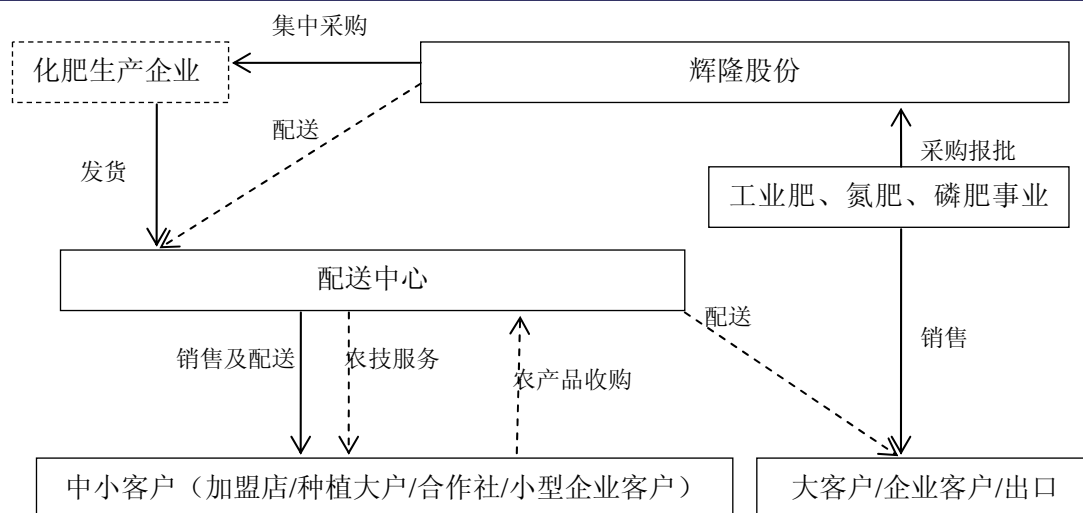
二、辉隆股份：销售模式、管理激励机制优势

辉隆股份大股东为安徽省供销社，属于原供销社系统企业，公司承接了安徽省供销社原化肥销售资源，有别于传统供销社企业，公司在销售模式、管理激励机制方面具有明显优势，有望在化肥销售行业整合进程中成长为主导企业。

● 1、辉隆模式：事业部+配送中心+加盟店

事业部、配送中心、加盟店是公司的核心模块。事业部制定采购计划并由公司集中采购，事业部面向大客户销售并由配送中心送货，配送中心面向中小客户销售并送货，而加盟店面对分散农户，是最彻底的渠道下沉：

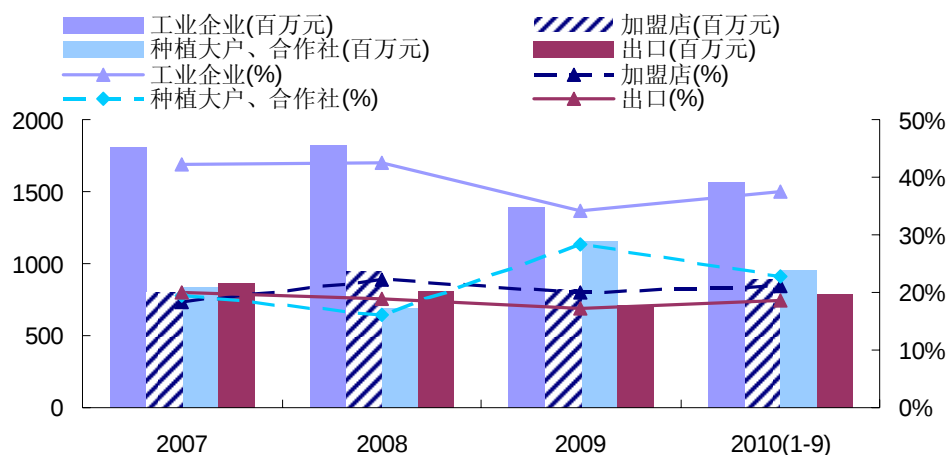
图 4：公司经营模式



数据来源：兴业证券研究所整理

对于工业企业销售约占公司总收入的四成，而加盟店、种植大户及专业合作社、出口各占公司总收入的二成左右，客户结构合理。其中，工业客户主要为中小型复合肥生产企业以及部分黏胶等化工企业，公司化肥品种丰富且掌握部分化肥区域独家代理权，工业客户通过公司的采购价格比工业客户向其它上游厂家直接采购成本更低，这也是公司资源优势体现之一。

图 5: 公司销售客户收入及占比(百万元, %)



数据来源: 公司招股说明书、兴业证券研究所整理

事业部主要跟踪判断化肥价格, 制定化肥采购计划上报公司集中采购, 并向大客户销售:

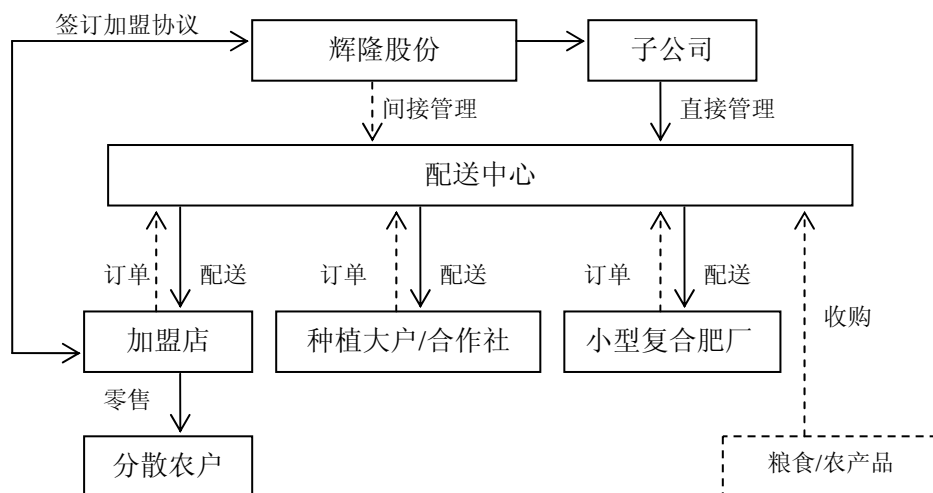
表 5: 事业部及职责

事业部	职责
工业肥事业部	工业肥业务经营, 公司钾肥部分国储任务
氮肥事业部	氮肥业务经营管理, 公司氮肥部分国储任务
磷肥事业部	磷肥业务经营管理, 公司磷肥部分国储任务
农产品事业部	农产品行情研判及安徽收储、拍卖、销售业务
农业科技事业部	农化服务, 种粮大户、连锁加盟店农技服务

数据来源: 公司公告、兴业证券研究所整理

配送中心起着仓储、配送和对小型企业客户的销售作用, 并将逐步展开粮食收购业务:

图 6: 配送中心经营流程



数据来源: 公司招股说明书、兴业证券研究所整理

● 2、管理激励机制灵活

公司员工薪资及激励包括工资、绩效、股权及分红三部分。辉隆股份股权结构十分合理，能充分调动公司中高层及业务骨干积极性，可以作为国有、集体所有制企业改制范例之一：IPO 后，控股股东安徽省供销社总公司持股比例 38.6%，持股比例适宜；公司高管持股比例在一个百分点左右，持股均衡，“其它 182 位个人股东”大多为公司中高层、业务骨干，股权激励到位。从公司年报披露的管理层薪酬也能看出，公司核心团队薪资激励十分具有吸引力。

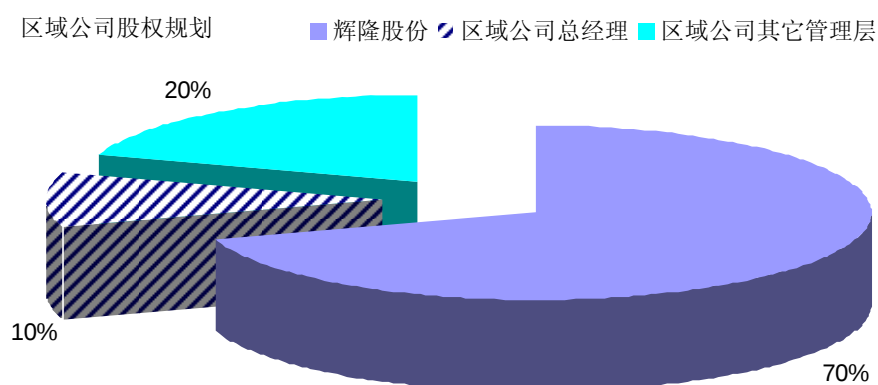
表 6: 公司股东结构

序号	股东	发行前 (万股,%)		发行后 (万股,%)		附注
		持股量	持股比例	持股量	持股比例	
1	省供销社总公司	5,767	51.49%	5,767	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	其它 182 位个人股东	4,222	37.69%	4,222	28.24%	中高层、骨干
12	社会公众股		0.00%	3,750	25.08%	2011 年 3 月发行
	合计	11,200	100.00%	14,950	100.00%	

数据来源：公司公告、兴业证券研究所整理

对于区域公司、子公司、孙公司，辉隆股份逐渐探索初一套行之有效的激励方式：通常由辉隆股份(总部)持股 70%、区域公司一把手(区域公司总经理)持股 10%，区域公司其它管理层合计持股 20%，激励到位。

图 7: 区域公司、子公司最佳股权比例 (%)



数据来源：兴业证券研究所整理

● 3、辉隆股份机遇：率先理清模式、管理激励及融资渠道

对比化肥销售行业前几位企业：中农集团、中化化肥、辉隆股份、浙江农资、黑龙江倍丰等企业，均有望在我国化肥销售行业的整合大潮中扩张发展。其中，辉隆股份是我们目前最为看好的企业之一：

- 1、化肥销售行业规模大且分散，主要企业以抢占空白及弱势区域为主，远未到刺刀见红的正面竞争中；
- 2、辉隆股份优势：销售模式先进；股权明晰；管理先进，激励到位；已上市，融资渠道更广阔。

表 7：我国化肥销售行业前五位对比

	优势	劣势
中农集团	承接供销总社资源	大国企作风较浓；管理、激励相对不足
中化股份	依靠中化集团生产资源	大国企作风较浓；管理、激励相对不足
辉隆股份	模式先进；股权明晰；管理先进，激励到位；已上市，融资渠道更广阔	缺少资源、规模仍然较小；
浙江农资	模式先进；管理较先进	缺少资源、规模仍然较小；股权仍未明晰，暂未上市；主业转向房地产、汽车销售等
黑龙江倍丰	模式先进；管理较先进	缺少资源、规模仍然较小；股权仍未明晰，暂未上市

数据来源：兴业证券研究所整理

三、辉隆股份未来：迅速做大、上下游延伸

● 1、做大做强：新建+兼并收购

借助 2011 年初 IPO 机遇，公司募集资金净额 13.0 亿元，用于配送中心建设、信息化系统建设项目：

表 8：IPO 项目

序号	项目名称	总投资(万元)	固定资产投资(万元)	流动资金投资(万元)	项目建设期(年)
1	配送中心建设	37,149	9,708	27,441	1
2	信息化系统建设	3,273	748	2525	3

数据来源：公司公告、兴业证券研究所整理

配送中心运输销售具有区域限制，通常 1 个配送中心覆盖 50km 半径区域，对应加盟店在 40-50 个左右。

表 9：公司配送中心及 IPO 新增项目(截止 2010 年 9 月末)

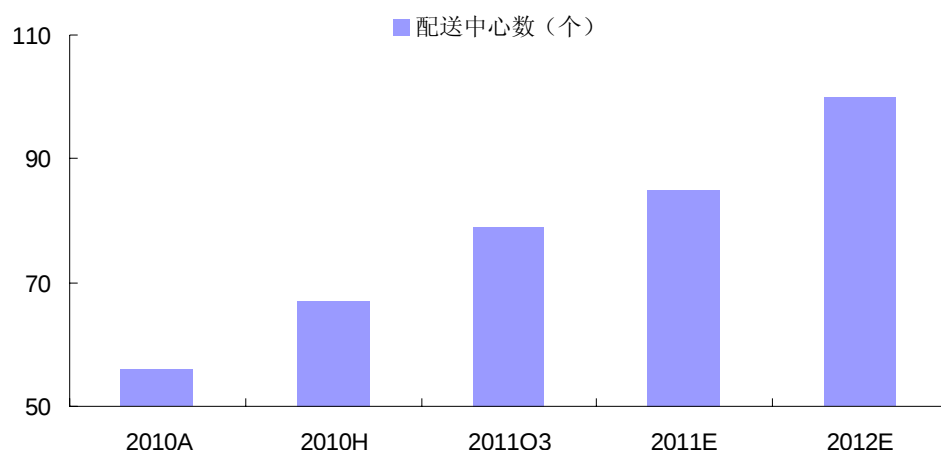
地区	配送中心数目(个)	加盟店数目(个)	IPO 新增配送中心数目(个)
安徽省	47	2,261	新建 2 个，改扩建 8 个
江苏省	1	6	2
河南省	1	16	2
黑龙江省	1	12	1
吉林省	1	7	1
湖南省	2	3	1
广西	1	9	
上海市	1	0	
山东省	1	1	

辽宁省	0	0	1
江西省	0		2
合计	56	2315	20

数据来源：公司公告、兴业证券研究所整理

截止 2010 年 9 月末(IPO 招股说明书披露数据截止日期), 公司配送中心 56 个, 加盟店 2315 个; 截止 2010 年底, 加盟店增加至 2401 个; 截止 2011 年 6 月末, 配送中心增加至 67 个, 加盟店增至 2,602 个; 我们判断目前公司配送中心已经增加至 80 个左右。

图 8: 公司配送中心数(个)



数据来源：兴业证券研究所整理

在新建网络的同时, 公司也积极寻找兼并收购机会。对化肥企业的收购通常有两种方式: 收购公司 (eg: 收购黄山新安农资) 和收购核心团队 (eg: 投资设立陕西辉隆农资), 在公司坚定的扩张态度下, 我们判断公司后续兼并收购仍将持续。

表 10: 公司兼并收购

标的	时间	主要内容
收购黄山新安农资	2011-07	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%; 2010 年收入 9935 万元;
投资设立陕西辉隆农资	2011-08	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%;

数据来源：公司公告、兴业证券研究所整理

● 2、扩张已初见成效

对公司已覆盖省市化肥销售市场作分析, 对其按照扩张速度分级 (A—迅速打开市场、B—市场拓展较快、C—市场拓展较慢), 我们判断, 公司在山东省、江苏省、湖南省、陕西省将迅速做大, 而安徽省内仍将维持较快增速。

表 11: 各省市竞争及公司扩张速度判断

	主要竞争对手	公司销售情况	分级
河南	2009 年供销社销售化肥 1243 万吨, 占全省的 80 %	河南辉隆成立于 2005 年, 其农药进口量较大	B
山东	中农集团 (控股山东省农资集团, 2010 年销售化肥 256 万吨, 收入 56 亿)、中化化肥(建立高规格连锁店, 但总体经营不善)等均进入山东市场	2010 年 4 月成立山东辉隆, 2011 年 1-6 月, 销售化肥 10 万吨, 收入 2.6 亿元, 扩张迅速	A
江苏	苏农连锁(原江苏省供销社下属企业, 2010 年被红太阳控股 51%, 2010 年收入 29 亿元, 净利 957 万元)	江苏辉隆成立于 2010 年, 但此前销售已经覆盖, 2010 年江苏辉隆新沂、南京配送中心销售均超亿元, 市场空间极大	A
湖北	湖北省农资集团(2010 销售化肥 156 万吨, 收入 26 亿元, 规模较小)	有望较快拓展市场	B
安徽	辉隆股份一家公司独大	省内销量在 110 万吨左右, 全省份额在 14% 左右	A
四川	四川省农资集团(四川省供销社下属公司, 年销售化肥 300 万吨, 收入 40 亿元); 四川开元集团(民营企业, 产销一体, 年销售化肥 300 万吨, 收入 40 亿元); 四川美丰农资(上市公司四川美丰下属农资销售平台, 化肥产销一体, 年销售化肥 250 万吨, 收入 35 亿元); 天盟农资连锁 (云天化下属农资销售平台, 销售集中在西南地区, 2009 年销售 157 万吨)	2011 年 8 月成立四川辉隆(广西辉隆子公司)有利于拓展西南市场和抓住部分磷肥资源	C
湖南	原供销社系统化肥销售量占全省用肥量的 70%, 但近年来呈份额呈明显下降趋势	湖南辉隆成立于 2010 年, 有望迅速打开市场	A
广西	各级供销社系统企业份额在 60% 左右	通过广西辉隆切入整个西南市场	C
黑龙江	黑龙江倍丰一家独大(黑龙江省供销社下属公司, 具有 2100 家加盟店和 1200 家村级服务点, 省内县市乡网络覆盖 90%, 化肥销售增长迅速, 从 2005 年改制至 2009 年, 化肥销量从不到 170 万吨增长到 350 万吨)	黑龙江以大客户为主, 易于打开市场, 并兼顾农产品收购; 东北三省市场统一	B
陕西	陕西省供销社(全系统化肥销量 250 万吨左右)、陕西农科化肥(2009 年销售 52 万吨、收入 10 亿元)、陕西陕化化肥(年产化肥 40 万吨)、陕西渭河煤化工集团 (尿素 55 万吨, 2009 年收入 13 亿元)	通过吸收陕西惠友迅速展开业务(2007 年陕西惠友销售化肥 12 万吨, 收入 2 亿元)	A
吉林	供销社系统(2007 年销售化肥 227 万吨, 占比 70%)	东北三省市场统一, 以大客户为主, 另于 2011 年成立吉林辉隆贸易有限公司, 定位农产品收购	B
江西	供销社系统影响较小、无大型农资公司	有望较快拓展市场	B
上海		定位于化肥采购、出口基地	—

数据来源: 兴业证券研究所整理

由于公司并未完整披露子公司、孙公司盈利, 我们仅能从公开新闻资料只字片言中找出公司扩张成果: (2010 年年报) 2010 年, 公司在东北市场销售各类化肥 16 万多吨, 秋种在山东市场销售各类化肥近 5 万吨, 江苏辉隆新沂、南京配送中心销售双双突破亿元大关; (公司网页) 山东辉隆公司成立于 2010 年 4 月, 2011 年 1-6 月, 销售化肥达 10 万吨, 实现销售额 2.6 亿元……

表 12: 公司配送中心收入区间

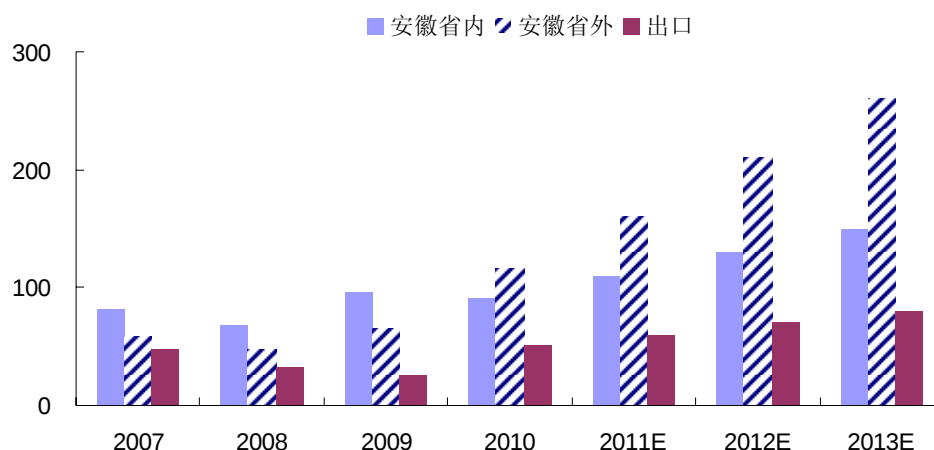
配送中心收入	< 3000 万元	3000-5000 万元	5000-10000 万元	> 1 亿元	配送中心数 (个)
2010 年	38	12	6	2	56
2011E	——	——	10 个以上	6	65

数据来源: 公司公告、兴业证券研究所整理

注: 2011 年预计区间为公司 2010 年年报披露值, 配送中心数为按照公司 IPO 项目估算值, 根据公司 2011 年中报, 截止 2011 年 6 月末, 配送中心已增加至 67 个, 超过表中预测值, 我们预计 2011 年末公司配送中心将达到 80 个左右

总体判断: 安徽省外销售增长较快, 安徽省内、出口增长速度略低, 而随着募投项目建设以及公司兼并收购, 预计 2011-2013 年公司将迎来高速增长。

图 9: 公司化肥销售拆分及预测(万吨)



数据来源: 兴业证券研究所整理 注: 大致拆分值

● 3、上、下游产业链延伸

公司与上游氮肥、磷肥、钾肥生产如青海盐湖钾肥股份有限公司、山西兰花科技创业股份有限公司、青海中信国安科技发展有限公司等国内主要化肥生产企业建立了长期稳定的合作关系。同时, 公司积极寻求上游资源, 通过参股的方式涉足上游化肥生产, 以形成更为稳固的供货关系。

表 13: 辉隆股份参股企业

企业名称	参股比例 (%)	主营
新中远化工	11.17%	磷肥等化肥
青海盐湖海虹	10.00%	钾肥等化肥
丰喜华瑞煤化工	4.50%	氮肥等化肥 (煤化工企业)
天泽煤化工	3.82%	氮肥等化肥 (煤化工企业)

数据来源: 公司招股说明书、兴业证券研究所整理

向下, 公司通过控股、参股粮油加工企业, 并利用现有渠道进行农产品收购 (目前集中在皖北), 实现“一网双用、双向流通”。2010 年实现大豆、小麦等农产品销售 4.55 万吨, 双向流通初见成效。

表 14: 公司参股下游粮油加工、销售企业及 2010 年盈利

企业名称	收入(万元)	净利(万元)	参股比例(%)	主营
益海嘉里(安徽)粮油工业有限公司	176,054	4,468	20%	粮油收购、加工、销售
阔海农产品股份有限公司	67,701	145	51%	粮油收购、加工、销售

数据来源: 公司公告、兴业证券研究所整理

四、业绩预测及评级

分业务预测:

- (1) 化肥: 根据分区域预测, 预计 2011-2013 年销售化肥 330、420、510 万吨 (前次预测为 330、410、490 万吨), 年均价增速 3%, 考虑对外扩张初期毛利率下降的可能, 预计化肥销售毛利率小幅下降为 6.5%;

- (2) 农药: 2011-2013 年销量增速 40% (前次预测为 30%), 均价增速 5%, 毛利率 10%;
- (3) 种子: 2011-2013 年收入增速 30%, 毛利率 10%;
- (4) 农产品收购: 迅速放量, 2011-2013 年收购销售 15、30、60 万吨, 对应收入 3、6、12 亿元, 毛利率 4%。

表 15: 分业务预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
化肥销售-安徽省						
销量(万吨)	68	96	91	110	130	150
收入(百万元)	1,707	1,863	1,701	2,310	2,812	3,342
化肥销售-安徽省外						
销量(万吨)	47	65	117	160	220	280
收入(百万元)	1,194	1,265	2,182	3,360	4,759	6,238
化肥销售-出口						
销量(万吨)	32	26	52	60	70	80
收入(百万元)	811	681	1,134	1,260	1,514	1,782
化肥销售合计						
化肥销售量(万吨)	147	187	260	330	420	510
收入(百万元)	3,713	3,810	5,017	6,930	9,085	11,362
均价(元/吨)	2,520	2,033	1,930	2,100	2,163	2,228
YOY(%)	36.4%	-19.3%	-5.1%	8.8%	3.0%	3.0%
毛利率(%)	8.9%	6.7%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%
农药销售						
销量(万吨)	0.6	0.6	1.0	1.3	1.9	2.6
YOY(%)	-15.0%	1.2%	56.2%	40.0%	40.0%	40.0%
均价(元/吨)	33,725	34,264	33,577	35,256	37,018	38,869
YOY(%)	3.9%	1.6%	-2.0%	5.0%	5.0%	5.0%
收入(百万元)	203	208	319	469	689	1,013
毛利率(%)	1.6%	7.4%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
种子销售						
收入(百万元)	8	63	100	130	169	220
YOY(%)	24.5%	676.4%	58.4%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率(%)	2.5%	7.0%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%
农产品收购及其它						
收购量(万吨)			4.50	15.00	30.00	60.00
收入(百万元)	7	5	116	300	600	1,200
毛利率(%)	81.9%	15.0%	3.3%	4.0%	4.0%	4.0%
合计						
收入(百万元)	3,930	4,086	5,552	7,829	10,543	13,795
YOY(%)	7.0%	4.0%	35.9%	41.0%	34.7%	30.8%
毛利率(%)	8.6%	6.8%	7.1%	6.7%	6.6%	6.6%
毛利(百万元)	338	277	396	522	700	910

数据来源: 兴业证券研究所整理

费用假设: 参考历史水平, 假设 2011-2013 年, 销售费用率为 2.3%; 管理费用率为 1.0%, 财务费用参考负债计算为 7900、7700、6600 万元; 营业外收支净额为 4000、5000、5000 万元; 所得税税率为 25%; 收购兼并等扩张导致少数股东占比小幅提升, 少数股东损益占比分别为 3.0%、3.5%、4.0%。

表 16: 公司费用假设及结果

	2009	2010	2011Q3	2011E	2012E	2013E
收入(百万元)	4,086	5,552	6,460	7,829	10,543	13,795
YOY(%)	-4.47%	35.87%	53.59%	41.01%	34.67%	30.85%
毛利率(%)	6.77%	7.14%	5.78%	6.67%	6.64%	6.60%
销售费用率(%)	2.68%	2.74%	2.09%	2.30%	2.30%	2.30%
管理费用率(%)	1.39%	1.16%	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%
财务费用(百万元)	33	44	63	79	77	66
营业外收支净额(百万元)	63	56	24	40	50	50
所得税税率(%)	20.84%	26.02%	24.81%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益占比(%)	3.20%	2.20%	1.67%	3.00%	3.50%	4.00%
净利润(百万元)	123	141	107	175	257	342
归属母公司净利(百万元)	118	137	105	168	245	323
EPS(元)	0.49	0.57	0.44	0.70	1.03	1.35
PE(倍)	—	37	—	30	21	16

数据来源: 兴业证券研究所整理

盈利预测及评级: 预计公司 2011-2013 年收入为 78、105、138 亿元, 归属母公司净利为 1.68、2.45、3.23 亿元, 2010-2013 年归属母公司净利复合增速为 33%, 对应 EPS 为 0.70、1.03、1.35 元(前次预测为 0.77、1.06、1.35 元), 对应 PE 为 30、21、16 倍, 公司扩张大幕已经拉开, 化肥销量迅速增加推动业绩增长, 维持公司推荐评级。

风险提示: 化肥价格大幅波动, 化肥销售行业普遍存货在 2 个月左右, 存货盈利将受化肥价格波动影响; 扩张期易导致整体毛利率下降、期间费用率上升; 淡季储备及化肥销售相关政策变化; 2012 年 3 月公司小非将解禁, 我们判断公司大部分员工持股者仍将继续持有公司股票, 但仍面临一定不确定性。

● 附三张报表

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2550	4849	5434	6231
货币资金	594	2218	1892	1596
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	56	83	112	146
其他应收款	8	11	15	20
存货	974	1409	1898	2483
非流动资产	448	545	563	589
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	161	163	163	163
投资性房地产	50	50	50	50
固定资产	155	226	254	280
在建工程	3	11	11	10
油气资产	0	0	0	0
无形资产	67	67	67	67
资产总计	2998	5393	5997	6820
流动负债	2458	3342	3722	4253
短期借款	1284	1500	1300	1100
应付票据	588	833	1123	1470
应付账款	92	130	175	230
其他	494	879	1124	1453
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	2458	3342	3722	4253
股本	112	239	239	239
资本公积	125	1356	1356	1356
未分配利润	246	375	562	804
少数股东权益	34	41	53	71
股东权益合计	540	2051	2275	2568
负债及权益合计	2998	5393	5997	6820

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	137	168	245	323
折旧和摊销	3	10	13	15
资产减值准备	7	-7	0	0
无形资产摊销	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	44	79	77	66
投资损失	-18	-10	-20	-20
少数股东损益	4	7	12	18
营运资金的变动	733	0	332	362
经营活动产生现金流量	-543	233	5	39
投资活动产生现金流量	-32	-82	-20	-20
融资活动产生现金流量	571	1473	-311	-315
现金净变动	-4	1624	-326	-296
现金的期初余额	633	594	2218	1892
现金的期末余额	629	2218	1892	1596

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5552	7829	10543	13795
营业成本	5155	7307	9843	12885
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	152	180	242	317
管理费用	64	78	105	138
财务费用	44	79	77	66
资产减值损失	18	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	18	10	20	20
营业利润	135	193	293	405
营业外收入	56	40	50	50
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	191	233	343	455
所得税	50	58	86	114
净利润	141	175	257	342
少数股东损益	4	7	12	18
归属母公司净利润	137	168	245	323
EPS（元）	0.57	0.70	1.03	1.35

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	35.9%	41.0%	34.7%	30.8%
营业利润增长率	46.3%	43.2%	51.6%	38.4%
净利润增长率	16.4%	22.5%	46.0%	31.9%
盈利能力(%)				
毛利率	7.1%	6.7%	6.6%	6.6%
净利率	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%
ROE	27.1%	8.4%	11.0%	13.0%

偿债能力(%)

资产负债率	82.0%	62.0%	62.1%	62.4%
流动比率	1.04	1.45	1.46	1.47
速动比率	0.64	1.03	0.95	0.88

营运能力(次)

资产周转率	1.99	1.87	1.85	2.15
应收帐款周转率	161.11	110.35	108.23	106.90

每股资料（元）

每股收益	0.57	0.70	1.03	1.35
每股经营现金	-1.52	0.98	0.02	0.16
每股净资产	2.12	8.40	9.29	10.44

估值比率（倍）

PE	37.09	30.27	20.73	15.72
PB	10.04	2.53	2.29	2.04

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。