

扩张期费用超预期增加致业绩下滑

辉隆股份 (002556.SZ)

谨慎推荐 下调评级

投资要点:

- **收入大幅增长 净利润却同比下降**

今日公司公告 2011 年度业绩快报, 公司预计 2011 年营业收入

84.42 亿元, 同比增加 52%, 归属于上市公司股东的净利润 1.11 亿元, 同比下降 18%。公司业绩低于我们之前预期。经我们与公司高管深入交流, 我们分析如下:

- **财务费用增加大大超乎预期**

11 年受国家紧缩货币政策影响, 公司财务费用超预期增加。10 年公司财务费用为 4433 万元, 由于 11 年国家紧缩银根, 票据贴现利率大幅上扬, 上游企业不愿接受应收票据, 公司只能增加贷款, 付现款结算, 今年恰遇货币紧缩、利率上涨, 我们预计今年财务费用可能同比增加近 100%。这大大超乎我们之前预期。

- **投资收益大幅下降令业绩雪上加霜**

投资收益大幅下降。公司持有益海嘉里(安徽)粮油 20% 股权, 10 年益海嘉里(安徽)粮油净利 4467 万元, 贡献公司投资收益 893 万元。由于 11 年豆油、豆粕价格处于振荡向下态势, 而原料大豆 11 年大幅波动, 给压榨企业采购造成较大困难, 据了解 11 年大多数大豆压榨企业处于亏损状态, 根据产能情况, 我们预计益海嘉里(安徽)粮油可能亏损 5000 万元, 导致公司投资收益亏损近 1000 万元。同比减少近 2000 万元。投资收益下降幅度超出我们之前预期。

- **扩张期 + 转型期阵痛过后期待艳阳天**

目前公司正处于转型、扩张时期: 一是公司将“配送中心 + 加盟店”经营模式快速复制至省外市场时期, 需要大量投入开拓省外市场, 有时为让利客户, 不得不降低毛利率; 二是公司处于由“经营服务型”向“服务经营型”转变时期, 开展农业科技服务。复制模式省外扩张、省内转型服务商的前景固然美好, 但扩张转型的节奏及过程注定曲折。2012 年我们预计公司收入仍将大幅增长, 但净利润是否好转, 将取决于以下几方面: 一是公司对其他省份外延式收购能否顺利进行; 二是流动性能否趋于宽松, 从而压缩财务费用; 三是公司省外毛利率能否提升; 四是公司自有品牌测土配肥能否放量增长, 从而提升整体毛利率水平。

- **投资建议**

鉴于公司费用增加超预期, 我们下调对辉隆股份的业绩预测: 将公司 2011-2013 年 EPS 分别下调至 0.47 元、0.84 元、0.97 元, 对应 PE 分别为 32×、18×、15×。给予“谨慎推荐”评级。

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) 83571302

(wuli@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.1.19

A 股收盘价 (元)	15.2
A 股一年内最高价 (元) *	42.5
A 股一年内最低价 (元) *	13.28
上证指数	2296
市净率	1.93
总股本 (万股)	23920
实际流通 A 股 (万股)	6000
限售 A 股 (万股)	17920
流通 A 股市值 (亿元)	9.12

注: *价格未复权

相关研究

2011.11.6 《辉隆股份 (002556): 农资领域的“苏宁”启航》

2011.11.22 《辉隆股份: 农资综合服务商 + 类“苏宁”》

表 1: 辉隆股份财务预测表

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	4,086	5,552	8,493	11,866	16,497
(+/-)%	-4%	36%	53%	40%	39%
经营利润 (EBIT)	110	179	192	283	340
(+/-)%	-13%	63%	7%	47%	20%
净利润	118	137	112	200	231
(+/-)%	103%	16%	-19%	80%	15%
每股净收益 (元)	1.051	1.224	0.467	0.838	0.965
每股股利 (元)	0.21	0.43	0.00	0.00	0.17
利润率和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2012E
销售毛利率 (%)	6.77%	7.14%	6.37%	6.49%	6.17%
ROE(%)	27.92%	25.38%	14.26%	20.22%	19.34%
ROIC (%)	7.97%	7.28%	5.94%	12.06%	9.06%
PE	30.88	26.53	32.58	18.14	15.74
PB	4.04	3.15	4.65	3.67	3.04
EV/EBITDA	14.94	12.49	19.30	8.94	8.20

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 辉隆股份现金流量表

现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	123	141	115	209	243
折旧与摊销	9	15	17	18	20
经营活动现金流	430	-363	308	1445	-100
投资活动现金流	-97	-43	-32	-9	-9
融资活动现金流	-354	523	404	-930	803
现金净变动	-22	116	680	506	695
期初现金余额	576	633	594	1274	1780
期末现金余额	554	749	1274	1780	2475

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3： 辉隆股份资产负债表

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	633	594	1274	1780	2475
应收票据	25	20	52	47	101
应收账款	10	56	21	29	41
预付款项	662	896	1491	902	2062
其他应收款	22	8	47	65	91
存货	827	974	1891	2468	3471
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	152	161	161	161	161
固定资产	66	155	147	144	142
在建工程	99	3	4	10	12
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	53	67	67	72	76
长期待摊费用	0	11	8	7	6
资产总计	2572	2998	5214	5735	8687
短期借款	668	1284	1640	789	1733
应付票据	858	588	1791	2499	3486
应付账款	45	92	223	243	393
预收款项	511	439	730	1164	1834
应付职工薪酬	1	1	1	1	1
应交税费	20	24	24	24	24
其他应付款	45	28	28	28	28
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	2150	2458	4439	4752	7501
股东权益合计	422	540	782	991	1194

资料来源：中国银河证券研究部

表 4: 辉隆股份利润表

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4086	5552	8493	11866	16497
营业成本	3810	5155	7952	11096	15479
营业税金及附加	0	1	1	1	1
销售费用	109	152	246	332	462
管理费用	57	64	102	154	214
财务费用	33	44	80	80	100
资产减值损失	3	18	3	3	3
投资收益	19	18	-16	15	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	92	135	93	215	252
营业外收支净额	63	56	60	60	60
税前利润	155	191	153	275	312
减: 所得税	32	50	38	66	69
净利润	123	141	115	209	243
归属于母公司的净利润	118	137	112	200	231
少数股东损益	5	4	3	8	12
基本每股收益	0.49	0.57	0.47	0.84	0.97
稀释每股收益	1.05	1.22	0.47	0.84	0.97
财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长性					
营收增长率	-4.5%	35.9%	53.0%	39.7%	39.0%
EBIT 增长率	-13.5%	63.5%	6.9%	47.3%	20.4%
净利润增长率	103.0%	16.4%	-18.6%	79.6%	15.2%
盈利性					
销售毛利率	6.8%	7.1%	6.4%	6.5%	6.2%
销售净利率	2.9%	2.5%	1.3%	1.7%	1.4%
ROE	27.9%	25.4%	14.3%	20.2%	19.3%
ROIC	7.97%	7.28%	5.94%	12.06%	9.06%
估值倍数					
PE	30.9	26.5	32.6	18.1	15.7
P/S	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2
P/B	4.04	3.15	4.65	3.67	3.04
股息收益率	1.4%	2.8%	0.0%	0.0%	1.1%
EV/EBITDA	14.9	12.5	19.3	8.9	8.2

资料来源: 中国银河证券研究部

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。

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