

**辉隆股份 (002556.SZ) 农业综合行业**
**评级: 买入 维持评级**
**公司点评**
**陈振志**

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

## 中报预增向上修正至 15%-30%

### 事件

辉隆股份公布业绩预告修正公告: 预计 2011 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 15%-30%, 净利润在 4768 万元-5390 万元之间, 高于 1 季报中预计 5%-10% 的水平。

### 评论

公司公告披露业绩向上修正的主要原因在于 2 季度销售额增长超出预期。我们判断 2 季度销售额好于预期的原因可能在于销售量和价格的双轮驱动, 而销量增长的主力来源于省外业务的可能性较大。

- **销量的增长。**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, 销量的进一步增长则有赖于新增网点的布局。公司于 2010 年在省外新设了 4 家配送中心, 而 IPO 募集资金投资改扩建的 20 家配送中心在今年也陆续开始贡献盈利。上述存续和新设配送中心达产进度的超预期都有助于提升公司销量的增长。
- **价格的提升。**从去年下半年以来, 国内的氮肥、钾肥和磷肥等化肥价格持续攀升。截止 6 月 30 日, 尿素价格同比上涨 47.8%, 钾肥价格同比上涨 26.8%, 磷肥价格同比上涨了 26.79%。与此同时, 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。因此, 我们判断化肥价格的同比大幅上涨在一定程度上将有助于提升公司业务的毛利率水平。

### 公司未来成长性的看点在于:

- **短期:**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%。
- **中期:**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。
- **长期:**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。

### 投资建议

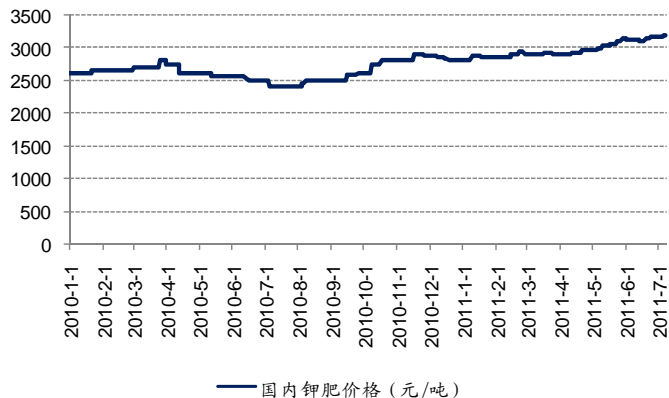
我们暂时维持前期对公司的盈利预测, 预计公司 2011 年-2013 年的净利润分别为 167.79 百万元、250.41 百万元和 308.34 百万元, 同比分别增长 22.44%、49.24% 和 23.13%, EPS 分别为 0.701 元、1.047 元和 1.289 元。

维持对公司的“买入”评级, 维持未来 6-12 个月 21.04-24.55 元的目标价, 对应 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 30-35 倍和 20-23.5 倍。

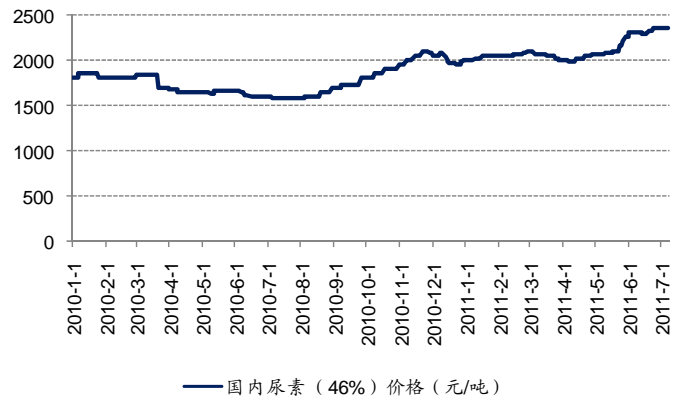
### 风险提示

(1) 如果化肥价格超预期出现下跌, 则有可能对公司经营造成影响; (2) 新设配送中心后续达产进度低于预期的风险。

图表1: 去年下半年以来国内钾肥价格持续走高

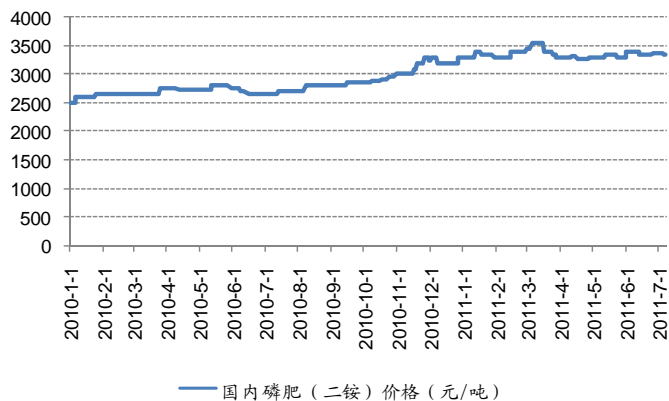


图表2: 去年下半年以来国内尿素价格持续走高

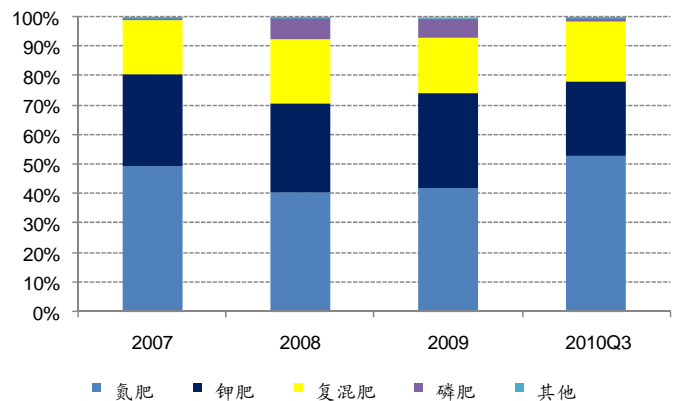


来源: 化工在线、国金证券研究所

图表3: 去年下半年以来国内磷肥价格持续走高



图表4: 氮肥和钾肥是公司化肥销售业务的主要品种



来源: 化工在线、国金证券研究所

图表5: 公司营业收入预测表

	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: 公司公告、国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-06-13	买入	19.23	21.04 ~ 24.55

来源：国金证券研究所



**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。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室