

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

并购成长之路拉开帷幕

事件

辉隆股份公告: 公司董事会通过了关于收购黄山新安农业生产资料有限公司的议案。公司使用超募资金 1657.58 万元收购黄山市农业生产资料公司所持有的黄山新安农业生产资料有限公司 51%的股权。本议案不需要提请股东大会审议。

评论

收购标的基本经营情况: (1) 黄山新安农业生产资料有限公司主营化肥、农药等农业生产资料和化工产品, 是黄山市最大的农资流通企业, 近年来还入围“安徽农资流通销售十强”企业; (2) 公司旗下拥有 4 家控股子公司, 不仅是商务部确定的“万村千乡”市场工程首批试点企业, 而且是国家和市级化肥储备单位; (3) 公司目前已在黄山市内建立了 10 多个连锁配送中心, 发展连锁店 250 余家, 经营网络覆盖全市, 并辐射周边和初步形成现代农村商品流通网络体系。

收购标的财务业绩情况: (1) 截止 2010 年底, 公司的总资产为 3755.92 万元, 净资产为 1142.58 万元, 当期的营业收入和净利润分别为 9935.35 万元和 18.30 万元; (2) 截止 2011 年中期, 公司总资产为 2945.26 万元, 净资产 1463.08 万元, 当期的营业收入和净利润分别为 1819.69 万元和 387.77 万元; (3) 标的公司 2010 年的总资产周转率和销售净利率分别为 2.65 和 0.18% (2011 年盈利情况明显好转), 而辉隆股份同期的财务指标分别为 1.85 和 2.47%。

收购定价: 本次股权转让以新安农资评估基准日按资产基础法评估的股东全部权益价值 3250.15 万元为参考依据, 51%股权的转让价格为 1657.58 万元。

我们的观点: (1) **公司并购成长之路拉开帷幕。**我们在推荐辉隆股份的过程中曾一再强调, 参照北美农资连锁巨头加阳公司 (Agrium) 的发展经验, 公司可以通过兼并收购担当起行业整合者的角色, 从而进一步打开业绩增长的空间。虽然相对于公司 2010 年 13703.79 万元的净利润规模而言, 当前收购标的的盈利贡献较为有限, 但是我们认为公司本次收购的真正意义不仅仅在于财务业绩贡献, 更在于它拉开了公司并购成长的序幕, 公司的发展路径正式从过去的单纯依赖内涵增长阶段过渡到内涵和外延并重的加速成长阶段; (2) **充裕的资金是公司并购成长的保障。**农资流通行业是资金密集型行业, 业务规模的扩大需要大量营运资金的撬动。公司本次 IPO 超募资金 89804.64 万元, 截止 2011 年 7 月的剩余超募金额为 30950.29 万元, 充裕的资金和通畅的融资渠道为公司后续的潜在并购提供了良好保障, 这是其他竞争对手所不具备的; (3) **管理输出是并购过程中的看点。**由于公司的管理能力和盈利能力在业内较为领先, 从动态的角度而言, 对于盈利能力低于公司的收购标的, 公司应该并可以通过管理输出来提升其盈利能力和对公司的业绩贡献。

投资建议

从谨慎的角度出发, 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, 给予公司未来 6-12 个月 24.55 元的目标价, 对应 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 35 倍和 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: 公司营业收入预测表

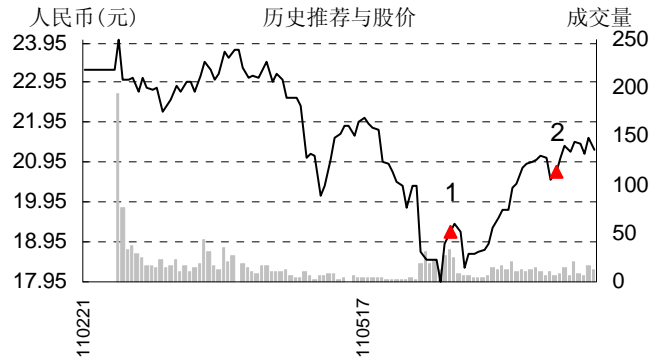
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入合计 (百万元)	4,319.49	4,277.51	4,086.34	5,551.90	6,744.43	9,184.88	11,179.09
增速		-0.97%	-4.47%	35.87%	21.48%	36.18%	21.71%
安徽省内营业收入 (百万元)	2,382.86	2,272.20	2,113.11	2,147.35	2,408.43	2,919.96	3,384.93
增速		-4.64%	-7.00%	1.62%	12.16%	21.24%	15.92%
省外营业收入 (百万元)	1,068.33	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: 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
2	2011-07-13	买入	20.70	N/A

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