

评级：审慎推荐（维持）

商贸行业/农资流通行业

公司研究报告

第一创业研究所

吕丽华 S1080510120003

**辉隆股份（002556）**

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

**——业绩低于预期****事件：**

2011年上半年，公司实现营业收入37.57亿元，同比增长43.21%；营业利润6067.28万元，同比增长81.76%；归属于上市公司股东的净利润5103.62万元，同比增长23.09%；每股收益0.23元。

**评论：****● 规模扩大、毛利率维稳、费用率下降等因素，导致业绩保持稳定增长态势**

- **规模扩大促使收入持续快速增长** 一、在安徽省外新建11个配送中心，累计已在省内外建立配送中心67个，分布在12个省市；净增加盟店201家，累计已在省内外发展加盟店2602个；二、整合皖江、皖淮区域的配送中心，提高区域配送服务能力和市场掌控力；三、加大皖江、皖淮和瑞美福3家公司的网络嫁接业务力度，强化服务；四、收购原孙公司全椒生态公司成为控股子公司，延伸农业产业链。
- **省外市场显示出快速增长态势** 上半年，省、内外营业收入构成分别由去年同期的49.59%、34.2%变动为36.53%、56.76%，尤其是省外市场营业收入占比提高了22.56个百分点，省外营业收入同比增长137.64%，而省内市场营业收入仅同比增长5.46%，印证了我们一直持有的观点：省外市场发展是公司快速成长的最大推动力，省内市场虽有空间，但成长之速已履慢。
- **综合毛利率基本稳定** 上半年，综合毛利率5.81%，同比持平，主要原因是占营业总收入比近90%的化肥业务的毛利率基本保持稳定，经营效率、对上游议价能力的提升及销售模式的日趋成熟，有效稳固成本的波动。
- **费用率略有下降** 上半年，运杂费、职工薪酬、广告宣传费、折旧及摊销费等增长，影响销售费用、管理费用分别同比增长13.42%、43.82%，但（销售费用+管理费用）率下降了0.58个百分点至3.26%，其中销售费用率下降明显，同比下降了0.59个百分点。财务费用因银行借款增加导致利息支出增长了133.58%，财务费用增长141.59%，财务费用率上升了0.42个百分点至1.04%。

**● 存货及预付账款增加，影响经营活动净现金流大幅下降422.86%**

- **规模扩大及应季需求增加存货储备** 截止报告期末，预付账款、存货净额相对年初增长44.24%、17.03%，主要原因是化肥为典型的全年生产、季节性消费的农资产品，公司需要保持一定的存货储备以应对市场需求及公司规模扩大。

**● 维持“审慎推荐”评级** 下调2011年~2013年EPS预测分别为0.66元、0.91元、1.3元，当前股价对应对应的2011年动态PE分别为33.7倍，估值难具优势。但虑及公司具有显著的区域垄断优势，快速渗透省外市场的复制能力，“一网多用，双向流通”即优化农资品种结构，又扩销增效；同时农资行业正处于大整合时期，具有渠道扁平化、农技服务一体化等优势农资连锁企业更易获得集中度的提高。维持“审慎推荐”评级。**● 风险提示** 化肥价格波动风险、省外扩张风险。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2550	4452	5033	5806	<b>营业收入</b>	5552	7662	10190	13247
现金	594	1597	1302	1008	营业成本	5155	7099	9422	12222
应收账款	56	32	57	88	营业税金及附加	1	9	15	20
其他应收款	8	105	70	97	营业费用	152	207	306	397
预付账款	896	1049	1555	1982	管理费用	64	92	127	166
存货	974	1634	2000	2575	财务费用	44	37	20	15
其他流动资产	22	35	49	58	资产减值损失	18	0	0	0
<b>非流动资产</b>	448	503	526	533	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	161	136	149	149	投资净收益	18	0	0	0
固定资产	155	246	244	235	<b>营业利润</b>	135	217	300	427
无形资产	67	72	77	82	营业外收入	56	0	0	0
其他非流动资产	65	49	56	67	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2998	4955	5559	6339	<b>利润总额</b>	191	217	300	427
<b>流动负债</b>	2458	2915	3321	3817	所得税	50	54	75	107
短期借款	1284	800	500	500	<b>净利润</b>	141	163	225	320
应付账款	92	181	173	252	少数股东损益	4	5	7	9
其他流动负债	1082	1934	2648	3065	<b>归属母公司净利润</b>	137	158	218	311
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	194	265	333	456
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	0.66	0.91	1.30
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	2458	2915	3321	3817	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	34	39	45	55	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	112	239	239	239	<b>成长能力</b>				
资本公积	125	1356	1356	1356	营业收入	35.9%	38.0%	33.0%	30.0%
留存收益	270	405	598	873	营业利润	46.3%	60.8%	38.1%	42.5%
归属母公司股东权益	506	2000	2193	2468	归属于母公司净利润	16.4%	15.3%	38.1%	42.5%
<b>负债和股东权益</b>	2998	4955	5559	6339	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	7.1%	7.3%	7.5%	7.7%
					净利率(%)	2.5%	2.1%	2.1%	2.3%
					ROE(%)	27.1%	7.9%	9.9%	12.6%
					ROIC(%)	12.9%	17.5%	18.9%	17.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	82.0%	58.8%	59.7%	60.2%
					净负债比率(%)	52.23%	27.44%	15.06%	13.10%
					流动比率	1.04	1.53	1.52	1.52
					速动比率	0.64	0.97	0.91	0.85
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.99	1.93	1.94	2.23
					应收账款周转率	168	174	230	184
					应付账款周转率	75.49	51.95	53.15	57.56
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.57	0.66	0.91	1.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.52	1.03	0.35	-0.96
					每股净资产(最新摊薄)	2.12	8.36	9.17	10.32
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.84	33.69	24.40	17.12
					P/B	10.52	2.66	2.43	2.16
					EV/EBITDA	30	22	18	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-363	246	83	-230
净利润	141	163	225	320
折旧摊销	14	10	13	13
财务费用	44	37	20	15
投资损失	-18	0	0	0
营运资金变动	-560	39	-175	-579
其他经营现金流	15	-3	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-43	-59	-32	-14
资本支出	60	100	10	5
长期投资	0	-44	17	4
其他投资现金流	17	-3	-5	-5
<b>筹资活动现金流</b>	523	815	-346	-51
短期借款	615	-484	-300	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	127	0	0
资本公积增加	0	1231	0	0
其他筹资现金流	-92	-60	-46	-51
<b>现金净增加额</b>	116	1002	-294	-295

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120