

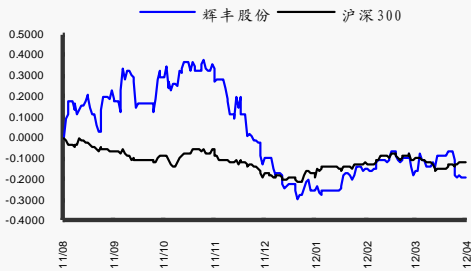
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
0755-23936132 daipj@ghzq.com.cn
联系人：朱玮琳
0755-23936019 zhuwl01@ghzq.com.cn

外延式扩张与渠道拓展并举实现收入高速增长

——辉丰股份（002496）2012年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
辉丰股份	12.3	7.9	-23.3
沪深300	-3.8	-7.9	-16.1

市场数据

2012-8-14

当前价格(元)	17.08
52周价格区间(元)	13-26.88
总市值(百万)	2791.13
流通市值(百万)	1178.69
总股本(万股)	16341.50
流通股(万股)	6900.98
日均成交额(百万)	49.98
近一月换手(%)	97.14

相关报告

农药行业深度报告--《供需改善，重回增长之路》(7月12)

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事件：

8月13日晚，公司发布半年报。2012年1-6月公司实现营业总收入7.14亿元，同比增长83.18%；实现营业利润7,055.32万元，同比增长81.77%；归属于母公司所有者的净利润4,924.46万元，同比增长36.06%；实现基本每股收益0.31元。

点评：

- **外延式扩张与渠道拓展并举实现收入高速增长。**在外延式扩张方面，公司在去年6月份通过收购盐城拜克化学、盐城科菲特生化以及连云港华通化学实现向产品上游原料工业进军，报告期内通过并表连云港华通化学，增加营收1.37亿元，拉动公司营收增长35%；在渠道拓展方面，公司通过设立广西辉丰，收购西安农易达等开拓销售渠道，扣除并表收入后，渠道拓展拉动营收增速为48%。
- **外延式扩张导致毛利率出现一定程度的下滑。**报告期内公司综合毛利率为23.7%，同比下降2.9%。毛利率下降的原因主要有两个：一是公司扩大合并范围，由于合并企业产品利率较低，降低综合毛利率；二是由于部分产品销售价格下降所致。
- **募投产能逐步释放贡献业绩。**公司年产5,000吨辛酰溴苯腈原药装置已于2011年9月底投入运行，今年开始逐步贡献业绩。年产3000吨咪酰胺募集资金项目已于2012年上半年建成试生产；年产1000吨氟环唑原药已进入总装阶段，预计三季度投入试产运营。募投产能的逐渐释放将是公司下半年业绩增长的主要动力。
- **下调公司至“增持”评级。**我们维持公司2012-2014年的EPS将分别为0.62元、0.83元和0.98元。考虑到公司目前估值上不具备明显优势，下调公司评级为“增持”。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1048	1520	1915	2297
增长率(%)	32%	45%	26%	20%
净利润(百万元)	62	99	133	157
增长率(%)	-38%	59%	34%	18%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.62	0.83	0.98
ROE(%)	3.61%	5.44%	6.82%	7.47%

表 1、辉丰股份盈利预测

证券代码:	002496.SZ	股票价格:	17.08	投资评级:	增持	日期:	2012/8/14		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	5%	7%	7%	EPS	0.39	0.62	0.83	0.98
毛利率	24%	25%	26%	26%	BVPS	10.07	10.63	11.36	12.19
期间费率	16%	17%	17%	17%	估值				
销售净利率	6%	7%	7%	7%	P/E	43.83	27.54	20.53	17.43
成长能力					P/B	1.70	1.61	1.50	1.40
收入增长率	32%	45%	26%	20%	P/S	2.61	1.80	1.43	1.19
利润增长率	-38%	59%	34%	18%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.44	0.57	0.63	0.68	营业收入	1048	1520	1915	2297
应收账款周转率	4.14	4.06	4.06	4.06	营业成本	791	1140	1417	1700
存货周转率	2.34	2.81	2.81	2.81	营业税金及附加	1	2	2	2
偿债能力					销售费用	42	61	77	92
资产负债率	27%	32%	35%	38%	管理费用	142	167	218	262
流动比	2.55	2.06	1.76	1.54	财务费用	(13)	24	31	41
速动比	2.02	1.58	1.28	1.07	其他费用/(-收入)	(9)	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	75	127	170	201
现金及现金等价物	952	850	752	634	营业外净收支	6	0	0	0
应收款项	253	375	472	567	利润总额	81	127	170	201
存货净额	338	406	505	606	所得税费用	14	19	26	30
其他流动资产	72	106	134	161	净利润	67	108	145	170
流动资产合计	1616	1737	1863	1968	少数股东损益	5	9	12	14
固定资产	502	599	729	830	归属于母公司净利润	62	99	133	157
在建工程	86	156	236	386					
无形资产及其他	122	122	110	98	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
长期股权投资	19	39	59	79	经营活动现金流	(103)	99	100	138
资产总计	2373	2681	3025	3388	净利润	67	108	145	170
短期借款	269	319	419	519	少数股东权益	5	9	12	14
应付款项	287	406	505	606	折旧摊销	51	46	52	60
预收帐款	47	62	79	94	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	29	55	55	55	营运资金变动	(227)	(64)	(109)	(105)
流动负债合计	633	843	1058	1275	投资活动现金流	(170)	(187)	(230)	(271)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(272)	(167)	(210)	(251)
其他长期负债	15	15	15	15	长期投资	(16)	(20)	(20)	(20)
长期负债合计	15	15	15	15	其他	118	0	0	0
负债合计	648	858	1073	1290	筹资活动现金流	112	40	84	76
股本	160	160	160	160	债务融资	266	50	100	100
股东权益	1725	1823	1952	2098	权益融资	11	0	0	0
负债和股东权益总计	2373	2681	3024	3388	其它	(166)	(10)	(16)	(24)
					现金净增加额	(162)	(48)	(47)	(57)

资料来源: 公司数据, 国海证券研究所

【石油和化工研究团队】

代鹏举： 分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，三年化工行业工作经历，四年证券行业化工研究经历，2011年新财富分析师入围。

翟卢琼： 分析师，化学工艺硕士，两年证券行业化工研究经历，主要负责基础化工行业及相关上市公司的研究。

周成娟： 分析师，四川大学高分子材料本科，四川大学高分子材料与工程硕士，蓝星新材1年工作经历，证券行业1年工作经历，目前主要负责新材料行业及相关上市公司的研究。

朱玮琳： 研究助理，中山大学应用化学本科，中山大学金融学硕士。

梁冰： 研究助理，天津大学生物化工本科，南开大学财务管理硕士。

【分析师承诺】

代鹏举，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的

信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn