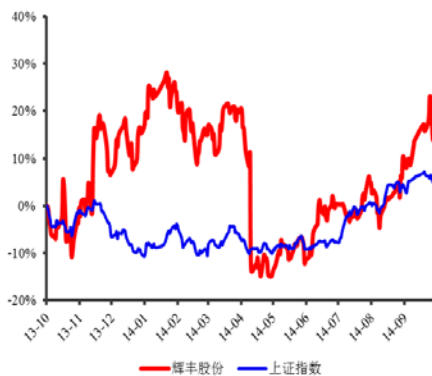


2014年10月20日

辉丰股份（002496.SZ）三季度点评

评级：维持“推荐”评级

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：

石亮

电话：0510-82832380

Email: shil@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：2014年10月15日，公司发布2014年三季度报，前三季度实现营业收入17.48亿，同比增长14.1%，实现营业利润2.03亿，同比增长42.2%，实现归属于上市公司股东的净利润1.56亿，同比增长43.1%，实现每股EPS 0.49元；其中2014Q3实现营业收入6.47亿，同比增长26.3%，实现归属于上市公司股东的净利润为4908万，同比增长46.2%，实现每股EPS 0.15元。公司同时预计2014年归属于上市公司股东的净利润为2.12~2.45亿元，同比增长30~50%。

点评：

- **公司业绩符合预期，产品结构不断优化，利润增速快于营收增速。**2014 1-9月公司营收同比增长14.1%，净利润增长43.1%，净利润增速明显快于营收增长，主要得益于公司产品结构的持续优化，公司毛利率较高的氟环唑、二氢蒽醌产销量同比增长较快，使得公司整体毛利率从去年同期的24.45%增长至26.13%。
- **公司产业链一体化布局完善，盈利提升空间大。**公司通过前几年的布局，农药中间体业务布局不断完善，公司的主要产品氟环唑、咪鲜胺、联苯菊酯、辛酰溴苯腈和2,4-D的部分中间体都可以实现自给，保障公司原料供给的同时提升了盈利能力。目前华通化学（功夫酸）、盐城科菲特（联苯醇）都在扩产，为公司联苯菊酯/氟氯氰菊酯的产能释放做准备；拜克新材料在调整产品结构，未来将主要为公司原药提供中间体，实现产业链的优化；连云港五环化工预计明年将投产，公司吡氟酰草胺主要原料有望实现自给。
- **与农药巨头合作紧密，未来发展空间广阔。**公司目前的主要产品包括咪鲜胺、氟环唑、二氢蒽醌、辛酰溴苯腈、联苯菊酯等，基本都是国外农药巨头的定制产品，盈利能力强且稳定，目前公司与巴斯夫、拜耳、马克西姆和FMC等合作非常紧密，公司原药品种储备充足，预计未来将不断有新的合作品种，同时公司目前的二氢蒽醌、辛酰溴苯腈还有不小的扩产空间，按照公司规划，未来二氢蒽

酞的产能将扩产至 2000 吨/年，辛酰溴苯腈的产能将扩产至 1.2 万吨/年。2014 年 5 月公司收购了江苏嘉隆化工，获得了 20000 吨/年的光气生产牌照和装置，目前公司光气化产品较少，与主要客户合作存在真空区，随着公司收购江苏嘉隆发力光气化农药品种，未来与国外农药巨头存在较大的合作空间。

- **开展农药电子商务，颠覆传统农药流通模式。**公司目前正积极开拓农药电子商务业务，公司与中国农药发展与应用协会等一起投资的农资电子商务网站农一网即将开始运营，公司占 50% 的股权。农一网采用“农一网+县城工作站+农村信息化服务站”的业务模式，意在建立农药厂商与用户（种植大户、专业合作社、农业公司和普通农民等）之间快速有效的信息传递及农药流通渠道，农药电子商务将像其他产品电子商务一样颠覆目前农药的流通模式。目前农一网的商户已达到 40 多家，15 年力争做到不少于 100 家。同时公司产品也可以通过农一网进行销售，不过公司还有自己产品专门的销售网站，我们预计电子商务将与公司实体经营形成良性互动，提升公司的盈利能力。。
- **仓储项目与农村小额贷款相得益彰将贡献新的利润增长点。**公司超募项目 50 万立方仓储项目将于 11 月完成，灌区的总储量为 39.8 万立方米，周转能力为 488 万吨/年。公司仓储项目将采用三种经营模式：传统仓储、自主经营和物流金融，其中物流金融模式将与未来设立的大丰市沿海农村小额贷款有限公司紧密合作，打造融资、仓储、物流全产业链服务，提升公司整体盈利能力；自主经营方面，公司可以开展化工品和油品的贸易业务，同时可以大批量采购原材料降低采购成本，避免原材料价格波动带来的不利影响。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 14-16 年公司 EPS 分别为 0.72、1.01 和 1.34 元，对应当前的股价 16.2 元，PE 分别为 22.5X、16.0X、12.1X。公司未来 3 年业绩增长确定性较强，产业链一体化优势将继续发力，与国际巨头的合作存在进一步拓展的空间，江苏嘉隆、仓储项目、小额信贷业务及电商业务都是未来公司的看点和潜在超预期因素，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；与国际巨头合作出现问题。

利润表						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,667.16	2,085.85	2,401.13	3,348.68	4,060.69	现金	803.57	764.19	800.00	800.00	800.00
YOY(%)	59.1%	25.1%	15.1%	39.5%	21.3%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,272.55	1,549.69	1,763.34	2,457.05	2,940.82	应收款项净额	360.75	419.48	482.88	673.44	816.63
营业税金及附加	1.73	2.63	3.02	4.22	5.11	存货	531.31	614.13	714.72	1,004.00	1,204.11
销售费用	46.73	70.17	62.43	90.41	109.64	其他流动资产	146.32	125.34	144.29	201.23	244.01
占营业收入比(%)	2.8%	3.4%	2.6%	2.7%	2.7%	流动资产总额	1,841.94	1,923.15	2,141.89	2,678.67	3,064.76
管理费用	172.95	230.56	240.11	334.87	406.07	固定资产净值	776.60	1,054.07	1,158.86	1,268.18	1,379.20
占营业收入比(%)	10.4%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%	减: 资产减值准备	(8.83)	(7.00)	(7.70)	(8.43)	(9.17)
EBIT	162.40	225.33	323.54	453.44	590.37	固定资产净额	767.77	1,047.06	1,151.16	1,259.75	1,370.03
财务费用	1.68	15.46	44.14	55.40	62.26	工程物资	9.82	14.36	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.1%	0.7%	1.8%	1.7%	1.5%	在建工程	176.69	487.43	571.72	626.71	668.81
资产减值损失	(8.83)	(7.00)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.74	0.53	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	954.27	1,548.85	1,722.88	1,886.46	2,038.84
营业利润	152.63	203.40	279.40	398.05	528.11	无形资产	189.47	217.08	208.40	199.71	191.03
营业外净收入	8.11	(0.87)	4.00	0.00	0.00	长期股权投资	14.66	50.71	86.76	122.81	158.86
利润总额	160.74	202.53	283.40	398.05	528.11	其他长期资产	65.49	71.92	71.92	71.92	71.92
所得税	29.15	39.44	53.85	75.63	100.34	资产总额	3,065.84	3,811.71	4,231.85	4,959.58	5,525.41
所得税率(%)	18.1%	19.5%	19.0%	19.0%	19.0%	循环贷款	474.56	724.96	964.03	1,132.28	1,210.89
净利润	131.59	163.09	229.56	322.42	427.77	应付款项	539.73	862.65	1,003.93	1,410.29	1,691.37
占营业收入比(%)	7.9%	7.8%	9.6%	9.6%	10.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(16.05)	0.05	0.07	0.10	0.13	其他流动负债	94.25	149.44	169.87	238.65	286.70
归属母公司净利润	115.54	163.14	229.63	322.52	427.90	流动负债	1,108.54	1,737.04	2,137.83	2,781.22	3,188.95
YOY(%)	85.3%	41.2%	40.8%	40.5%	32.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.71	0.67	0.72	1.01	1.34	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	25.37	34.03	42.69	51.35	60.01
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	1,133.92	1,771.07	2,180.52	2,832.57	3,248.96
成长能力						少数股东权益	184.48	171.02	170.97	170.90	170.81
营业收入	59.1%	25.1%	15.1%	39.5%	21.3%	股东权益	1,747.44	1,869.61	2,030.35	2,256.11	2,555.64
营业利润	103.0%	33.3%	37.4%	42.5%	32.7%	负债和股东权益	3,065.84	3,811.71	4,381.85	5,259.58	5,975.41
净利润	85.3%	41.2%	40.8%	40.5%	32.7%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	23.7%	25.7%	26.6%	26.6%	27.6%	税后利润	115.54	163.14	229.63	322.52	427.90
净利率(%)	7.9%	7.8%	9.6%	9.6%	10.5%	加: 少数股东损益	10.27	-0.02	-0.05	-0.07	-0.09
ROE(%)	6.6%	8.7%	11.3%	14.3%	16.7%	公允价值变动	8.83	7.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	3.8%	4.3%	5.4%	6.5%	7.7%	折旧和摊销	75.22	106.68	83.96	94.37	105.57
偿债能力						营运资金的变动	-142.23	257.92	-11.86	-52.27	-47.56
流动比率	1.66	1.11	1.00	0.96	0.96	经营活动现金流	67.63	534.73	301.67	364.55	485.82
速动比率	1.18	0.75	0.67	0.60	0.58	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	37.0%	46.5%	51.5%	57.1%	58.8%	长期股权投资	4.38	-36.05	-36.05	-36.05	-36.05
营运能力						固定资产投资	0.00	-684.96	-400.00	-400.00	-400.00
总资产周转率	54.4%	54.7%	56.7%	67.5%	73.5%	投资活动现金流	4.38	-721.01	-436.05	-436.05	-436.05
应收账款周转天数	78.98	73.40	73.40	73.40	73.40	股权融资	-1.06	0.75	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	160.29	154.26	154.26	154.26	154.26	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.71	0.67	0.72	1.01	1.34	股利分配	-41.58	-84.70	-68.89	-96.76	-128.37
每股净资产	10.72	7.63	6.36	7.07	8.01	计入循环贷款前	-42.64	-83.95	-68.89	-96.76	-128.37
估值比率						循环贷款的增加	-136.06	315.56	239.07	168.25	78.60
P/E	22.9	24.3	22.5	16.0	12.1	融资活动现金流	-220.29	146.91	170.19	71.50	-49.77
P/B	1.5	2.1	2.5	2.3	2.0	现金净变动额	-148.27	-39.38	35.81	0.00	0.00

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。