

2014年11月27日

辉丰股份 (002496.SZ)

## 主业高速增长，农一网平台价值显现

■事件：农一网于11月22-23日举办了首届中国农药电商“光棍节”，近50款“特价农药产品”血拼48小时。我们了解到农药品牌商与农一网的合作意向大幅超预期（百强里面的80%的企业有合作意愿），县域工作站原计划今年100家，目前来看能大幅增加至500家，2天订单已过亿元，农资电商大爆发和对传统模式的颠覆时代已经到来。

■农药品牌商和县域工作站进展严重超预期，上线一个月已完成一年目标，表明模式受普遍认可：农一网主要解决的是网购最难的一个环节——县城到农村，主要方式是在县城设立农一网工作站，之后以此为据点向村庄建设农村植保信息服务站，网上交易、农药厂商配送至农一网工作站，之后再向村庄信息服务站转送。农一网电子商务平台11月初正式上线，14年力争做到入驻知名农药企业不少于50家、县域工作站不低于50个，15年力争做到农药企业不少于100家、县域工作站不低于800个。上线仅不到一个月时间已完成未来一年的目标，进展严重超预期，表明农药厂商和下游经销商对农一网模式的认可。

■农村互联网化势不可挡：我们认为农村互联网化是大势所趋，农资电商大风将持续刮起，站在农村互联网兴起的起点，强烈建议投资者关注整个涉农板块（复合肥、农药、种子、农机等等）在这个大浪潮之中的巨大变革机遇。互联网巨头和农资企业的互信分工合作，建立产业链生态圈将是未来最有可能的发展趋势，通过搭建线上（互联网巨头）及线下（农资企业）之间进行平台搭建，通过渠道及物流配送能力最强的农资企业实现城市快消品、工业品、农产品的下乡以及农产品的进城。

■农药不断有新产品带来惊喜，仓储业务将成为又一重要增长点：公司与巴斯夫、拜耳和FMC的合作在加快，未来也将与先正达、陶氏、科麦隆等逐步展开合作，随着合作的加深，将会不断有新品种带来惊喜。公司仓储的优势在于产品价格波动时赚取价格差，具有危险品运输资质，可以协助客户进行运输；其次还可以为客户提供小额金融业务，提供部分融资需求。

■主业快速增长，农一网平台价值突出：我们预计公司14-16年EPS为0.73、1.10和1.48元，公司农药业务将迎来春天，仓储业务成为新的收入和利润增长点，未来2年业绩快速增长。农一网正以惊人的速度成为新型农资平台，未来新产品导入继续提升平台价值，农资电商爆发和颠覆时代到来。因此，我们维持公司买入-A评级，上调目标价至27.5元。

■风险提示：环保风险、农一网拓展慢于预期的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,667.2	2,085.8	2,395.9	3,012.9	3,741.1
净利润	115.5	163.1	231.2	348.9	471.5
每股收益(元)	0.36	0.51	0.73	1.10	1.48
每股净资产(元)	5.49	5.87	6.46	7.33	8.52

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	50.8	36.0	25.4	16.8	12.5
市净率(倍)	3.4	3.1	2.9	2.5	2.2
净利润率	6.9%	7.8%	9.7%	11.6%	12.6%
净资产收益率	6.6%	8.7%	11.2%	14.9%	17.4%
股息收益率	1.1%	0.6%	0.8%	1.2%	1.6%
ROIC	12.2%	11.4%	13.0%	14.9%	24.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 公司快报

证券研究报告

农药

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

27.50元

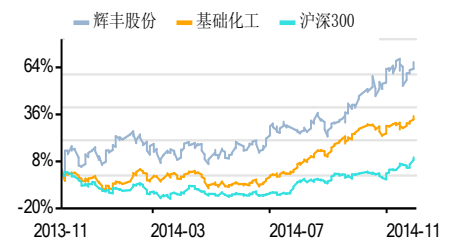
股价(2014-11-26)

20.27元

交易数据

总市值(百万元)	6,457.01
流通市值(百万元)	3,741.19
总股本(百万股)	318.55
流通股本(百万股)	184.57
12个月价格区间	12.10/20.27元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.34	27.52	30.21
绝对收益	19.24	44.68	44.27

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003  
wangxx@essence.com.cn  
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001  
sunqx@essence.com.cn  
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002  
yuansc@essence.com.cn  
021-68765906

相关报告

盈利持续高增长，投资农一 2014-10-15  
网意图颠覆农药传统销售模式

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月26日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1,667.2</b>	<b>2,085.8</b>	<b>2,395.9</b>	<b>3,012.9</b>	<b>3,741.1</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,272.5	1,549.7	1,758.4	2,160.4	2,651.2	营业收入增长率	59.1%	25.1%	14.9%	25.8%	24.2%
营业税费	1.7	2.6	2.6	3.3	4.1	营业利润增长率	103.0%	33.3%	44.7%	50.9%	35.1%
销售费用	46.7	70.2	74.3	93.4	116.0	净利润增长率	85.3%	41.2%	41.7%	50.9%	35.1%
管理费用	183.8	238.0	247.0	310.6	385.7	EBITDA 增长率	101.8%	41.8%	24.6%	32.5%	25.8%
财务费用	1.7	15.5	19.3	1.1	-16.0	EBIT 增长率	147.0%	41.8%	43.3%	42.0%	31.2%
资产减值损失	8.8	7.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	144.8%	39.5%	44.1%	42.0%	31.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.6%	26.0%	24.1%	-19.5%	22.2%
投资和汇兑收益	0.7	0.5	-	-	-	净资产增长率	12.0%	5.6%	9.4%	13.0%	15.5%
<b>营业利润</b>	<b>152.6</b>	<b>203.4</b>	<b>294.3</b>	<b>444.1</b>	<b>600.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	8.1	-0.9	-	-	-	毛利率	23.7%	25.7%	26.6%	28.3%	29.1%
<b>利润总额</b>	<b>160.7</b>	<b>202.5</b>	<b>294.3</b>	<b>444.1</b>	<b>600.1</b>	营业利润率	9.2%	9.8%	12.3%	14.7%	16.0%
减:所得税	29.1	39.4	55.9	84.4	114.0	净利润率	6.9%	7.8%	9.7%	11.6%	12.6%
<b>净利润</b>	<b>115.5</b>	<b>163.1</b>	<b>231.2</b>	<b>348.9</b>	<b>471.5</b>	EBITDA/营业收入	13.8%	15.6%	16.9%	17.8%	18.1%
						EBIT/营业收入	9.3%	10.5%	13.1%	14.8%	15.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	137	157	151	110	81
货币资金	803.6	764.2	191.7	530.1	491.9	流动营业资本周转天数	76	48	64	61	56
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	373	325	252	220	225
应收帐款	352.2	413.7	431.4	650.9	694.8	应收帐款周转天数	64	66	63	65	65
应收票据	8.6	5.8	15.2	11.0	19.3	存货周转天数	94	99	92	91	91
预付帐款	82.1	48.4	144.9	81.2	182.9	总资产周转天数	587	594	528	428	384
存货	531.3	614.1	604.5	919.1	969.8	投资资本周转天数	279	302	328	261	208
其他流动资产	64.2	77.0	47.7	63.0	62.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.6%	8.7%	11.2%	14.9%	17.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	4.3%	7.4%	9.1%	12.1%
长期股权投资	14.7	50.7	50.7	50.7	50.7	ROIC	12.2%	11.4%	13.0%	14.9%	24.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	767.8	1,047.1	963.1	879.2	795.2	销售费用率	2.8%	3.4%	3.1%	3.1%	3.1%
在建工程	176.7	487.4	487.4	487.4	487.4	管理费用率	11.0%	11.4%	10.3%	10.3%	10.3%
无形资产	189.5	223.8	215.7	207.6	199.5	财务费用率	0.1%	0.7%	0.8%	0.0%	-0.4%
其他非流动资产	75.3	79.6	64.0	72.5	70.5	三费/营业收入	13.9%	15.5%	14.2%	13.4%	13.0%
<b>资产总额</b>	<b>3,065.8</b>	<b>3,811.7</b>	<b>3,216.3</b>	<b>3,952.6</b>	<b>4,024.6</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	474.6	725.0	413.7	-	-	资产负债率	37.0%	46.5%	30.6%	36.2%	27.6%
应付帐款	309.1	482.5	264.3	697.1	523.0	负债权益比	58.7%	86.8%	44.0%	56.7%	38.1%
应付票据	261.0	430.4	178.6	606.5	415.0	流动比率	1.66	1.11	1.50	1.61	2.24
其他流动负债	63.9	99.2	102.1	98.2	143.0	速动比率	1.18	0.75	0.87	0.95	1.34
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	91.84	14.16	16.28	394.98	-36.46
其他非流动负债	25.4	34.0	24.8	28.1	29.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,133.9</b>	<b>1,771.1</b>	<b>983.4</b>	<b>1,429.8</b>	<b>1,109.9</b>	DPS(元)	0.21	0.10	0.15	0.22	0.30
<b>少数股东权益</b>	<b>184.5</b>	<b>171.0</b>	<b>176.0</b>	<b>186.8</b>	<b>201.4</b>	分红比率	56.6%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	163.4	245.0	318.6	318.6	318.6	股息收益率	1.1%	0.6%	0.8%	1.2%	1.6%
留存收益	1,584.4	1,626.8	1,738.3	2,017.4	2,394.7						
<b>股东权益</b>	<b>1,931.9</b>	<b>2,040.6</b>	<b>2,232.9</b>	<b>2,522.8</b>	<b>2,914.6</b>						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.36	0.51	0.73	1.10	1.48
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	BVPS(元)	5.49	5.87	6.46	7.33	8.52
净利润	131.6	163.1	231.2	348.9	471.5	PE(X)	50.8	36.0	25.4	16.8	12.5
加:折旧和摊销	78.3	109.8	92.0	92.0	92.0	PB(X)	3.4	3.1	2.9	2.5	2.2
资产减值准备	8.8	7.0	-	-	-	P/FCF	-30.6	503.5	-10.7	14.5	149.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.5	2.8	2.5	1.9	1.6
财务费用	21.3	43.3	19.3	1.1	-16.0	EV/EBITDA	10.1	12.7	15.4	10.2	8.2
投资损失	-0.7	-0.5	-	-	-	CAGR(%)	39.8%	43.9%	52.6%	39.8%	43.9%
少数股东损益	16.0	-0.1	7.2	10.8	14.6	PEG	1.3	0.8	0.5	0.4	0.3
营运资金的变动	-386.6	-34.1	-545.1	370.1	-522.2	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.3	1.5	2.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-77.9</b>	<b>280.9</b>	<b>-195.4</b>	<b>823.0</b>	<b>39.9</b>	REP	1.2	1.9	2.0	1.9	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-737.1</b>	<b>-437.1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>246.6</b>	<b>51.6</b>	<b>-377.1</b>	<b>-484.5</b>	<b>-78.2</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

