

农一网进入放量期，期待龙头崛起

■ **事件：**公司发布15年一季报，实现营业收入6.63亿元、同比增长40.91%，实现归属于上市公司股东的净利润5286.5万元、同比增长5.17%，加权平均ROE为2.59%，同比下降0.04个百分点。公司预计15年1-6月净利润同比增长0-20%。

■ **公司业绩符合市场预期：**我们认为自公司去年11月开始大力推广农一网后，其对公司整体收入和业绩形成了一定的影响。收入端，农一网在Q1实现了约3500万的流水（70%的股权），同时在电商运营、推广和返利等花费较大（如定制1万台农一代购手机接近花费1000万，代购销售返利5%等）。同时目前处于推广期，农一网上线农药基本为远低于零售价格的出厂价格，销售端无利润，因此部分影响了公司业绩。

■ **农一网进入放量期，数据有望超市场预期：**农一网上线至今4个月不断快速前行，根据我们草根调研得到的数据表明农一网单日平均流水在1月以后出现了快速增长趋势，从1月的30万元提高至目前的100万左右，预计5月有望达到150-200万元/日。后续包括水溶肥板块的上线、代购人数的持续增加、农资旺季的逐步深入都将带来流水的快速增长。

我们认为农一网在过去4个月中积极试错积极调整，发展速度迅猛，团队执行力强，控股股东辉丰股份支持力度大。目前为了适应互联网的快速发展，辉丰董事长仲总将在短期内将100%的精力集中在农一网的推进过程中，而将事务性的工作转交其他职业经理人管理。同时农一网的团队是一个互联网+产业相结合的团队，执行力很强。

■ **农药新产品夯实主业，仓储业务带来巨大想象空间：分析见下页；**

■ **期待农资电商龙头崛起，维持买入评级：**公司农药业务未来新品不断并维持业绩高速增长，仓储业务将逐步延伸至供应链金融，同时关于公司控股的农一网，我们认为产业互联网并不是诞生就完美的，就算是BAT也要试错，传统产业转型互联网更要不断学习，不断试错，因此关键是看企业敏锐发现问题和纠错能力、强大的用户思维和坚定的执行力以及充足的资源。农一网成立4个月，在这个过程中辉丰和农一网团队的学习和纠错能力，以及集中资源投入的决心是我们持续看好的关键因素。我们认为未来辉丰股份在主营增长、农一网平台和电子化工仓储基地三块业务均存在很大的超预期空间，维持买入-A评级，维持目标价至45元。

■ **风险提示：**环保风险、农一网拓展慢于预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,085.8	2,429.1	2,961.0	3,676.6	4,522.3
净利润	163.1	201.3	310.6	421.2	550.5
每股收益(元)	0.41	0.51	0.78	1.06	1.39
每股净资产(元)	4.71	5.11	8.07	8.93	10.04
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	68.4	55.4	35.9	26.5	20.3
市净率(倍)	6.0	5.5	3.5	3.2	2.8
净利润率	7.8%	8.3%	10.5%	11.5%	12.2%
净资产收益率	8.7%	9.9%	9.7%	11.9%	13.8%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%
ROIC	11.4%	11.9%	11.4%	14.5%	19.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价 **45.00元**
股价(2015-04-20) **28.13元**

交易数据

总市值(百万元)	11,159.28
流通市值(百万元)	6,452.91
总股本(百万股)	396.70
流通股本(百万股)	229.40
12个月价格区间	12.10/33.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-13.13	-35.07	-38.10
绝对收益	3.04	-1.92	65.18

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

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

期待农资电商龙头崛起	2015-04-17
被低估的农村电商龙头	2015-03-25
主业高速增长，农一网平台价值显现	2014-11-27

■ **农药新产品夯实主业，仓储业务带来巨大想象空间：**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，公司后续将不断推出创新产品，15 年有望进入世界农药前 20 强。

公司仓储项目所在地大丰地处长三角，大丰在物流的区域和市场有较大的优势，有十多个化工园区和大量的下游用户，另一方面，国家出台相关政策，预计未来化学品在长江沿线的仓储都会受到限制。公司使用超募资金建设的 50 万立方化工仓储物流项目一期已于 14 年底验收并获准试运营。该项目实施后，公司仓储业务除了在产品价格波动时带来额外的超额收益，在更重要的是未来公司将基于本地仓储引入码头、物流、电子交易、抵押融资、供应链金融等，打造成为华东地区核心的电子交易平台和海上港口。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月21日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,085.8	2,429.1	2,961.0	3,676.6	4,522.3	成长性					
减:营业成本	1,549.7	1,813.9	2,149.7	2,681.7	3,264.2	营业收入增长率	25.1%	16.5%	21.9%	24.2%	23.0%
营业税费	2.6	2.6	3.3	4.0	5.0	营业利润增长率	33.3%	18.8%	63.7%	35.6%	30.7%
销售费用	70.2	74.2	91.8	111.0	136.6	净利润增长率	41.2%	23.4%	54.3%	35.6%	30.7%
管理费用	238.0	245.3	305.3	369.5	454.5	EBITDA 增长率	41.8%	31.7%	23.9%	18.7%	24.1%
财务费用	15.5	48.2	15.6	-25.8	-38.6	EBIT 增长率	41.8%	32.4%	41.9%	24.2%	29.7%
资产减值损失	7.0	11.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	39.5%	31.7%	43.4%	24.2%	29.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.0%	49.6%	-2.3%	-3.6%	3.1%
投资和汇兑收益	0.5	7.8	-	-	-	净资产增长率	5.6%	13.8%	51.0%	10.0%	11.9%
营业利润	203.4	241.5	395.3	536.1	700.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.9	2.9	-	-	-	毛利率	25.7%	25.3%	27.4%	27.1%	27.8%
利润总额	202.5	244.4	395.3	536.1	700.7	营业利润率	9.8%	9.9%	13.4%	14.6%	15.5%
减:所得税	39.4	48.6	75.1	101.9	133.1	净利润率	7.8%	8.3%	10.5%	11.5%	12.2%
净利润	163.1	201.3	310.6	421.2	550.5	EBITDA/营业收入	15.6%	17.6%	17.9%	17.1%	17.3%
						EBIT/营业收入	10.5%	11.9%	13.9%	13.9%	14.6%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	157	185	169	125	93
货币资金	764.2	495.0	602.4	1,055.7	1,429.4	流动营业资本周转天数	48	43	55	47	48
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	325	292	253	268	284
应收账款	413.7	499.6	587.0	773.6	904.2	应收账款周转天数	66	68	66	67	67
应收票据	5.8	29.6	1.9	37.4	16.7	存货周转天数	99	107	97	100	99
预付帐款	48.4	74.1	120.5	96.1	163.8	总资产周转天数	594	625	562	504	467
存货	614.1	833.0	758.1	1,277.4	1,221.8	投资资本周转天数	302	361	350	274	222
其他流动资产	77.0	89.8	77.0	81.3	82.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	14.9	5.0	6.6	8.8	ROE	8.7%	9.9%	9.7%	11.9%	13.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	4.2%	6.9%	7.7%	9.4%
长期股权投资	50.7	40.0	40.0	40.0	40.0	ROIC	11.4%	11.9%	11.4%	14.5%	19.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,047.1	1,445.7	1,335.6	1,225.6	1,115.5	销售费用率	3.4%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
在建工程	487.4	619.5	619.5	619.5	619.5	管理费用率	11.4%	10.1%	10.3%	10.1%	10.1%
无形资产	223.8	369.0	359.2	349.4	339.6	财务费用率	0.7%	2.0%	0.5%	-0.7%	-0.9%
其他非流动资产	79.6	113.4	108.5	108.1	109.0	三费/营业收入	15.5%	15.1%	13.9%	12.4%	12.2%
资产总额	3,811.7	4,623.5	4,614.6	5,670.5	6,050.9	偿债能力					
短期债务	725.0	1,152.5	-	-	-	资产负债率	46.5%	49.8%	24.0%	32.0%	28.7%
应付帐款	482.5	661.0	443.0	1,036.2	808.7	负债权益比	86.8%	99.1%	31.6%	47.0%	40.2%
应付票据	430.4	280.2	533.5	553.8	725.5	流动比率	1.11	0.90	2.00	1.87	2.25
其他流动负债	99.2	160.9	96.8	184.3	159.3	速动比率	0.75	0.53	1.29	1.15	1.53
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	14.16	6.02	26.27	-19.79	-17.13
其他非流动负债	34.0	47.0	35.5	38.8	40.4	分红指标					
负债总额	1,771.1	2,301.5	1,108.8	1,813.1	1,733.8	DPS(元)	0.08	-	0.16	0.21	0.28
少数股东权益	171.0	293.7	303.3	316.3	333.3	分红比率	20.3%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	245.0	318.6	396.7	396.7	396.7	股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%
留存收益	1,626.8	1,725.6	2,805.8	3,144.4	3,587.1						
股东权益	2,040.6	2,322.0	3,505.8	3,857.4	4,317.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.41	0.51	0.78	1.06	1.39
净利润	163.1	195.9	310.6	421.2	550.5	BVPS(元)	4.71	5.11	8.07	8.93	10.04
加:折旧和摊销	109.8	141.6	119.9	119.9	119.9	PE(X)	68.4	55.4	35.9	26.5	20.3
资产减值准备	7.0	11.0	-	-	-	PB(X)	6.0	5.5	3.5	3.2	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	957.0	-33.8	-14.3	21.3	23.9
财务费用	43.3	61.1	15.6	-25.8	-38.6	P/S	5.4	4.6	3.8	3.0	2.5
投资损失	-0.5	-7.8	-	-	-	EV/EBITDA	12.7	18.3	20.4	16.4	12.8
少数股东损益	-0.1	-5.4	9.6	13.0	17.0	CAGR(%)	38.6%	42.6%	34.5%	38.6%	42.6%
营运资金的变动	-34.1	-259.9	-48.7	-17.5	-204.7	PEG	1.8	1.3	1.0	0.7	0.5
经营活动产生现金流量	280.9	148.4	407.0	510.8	444.1	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.1	1.4	1.9
投资活动产生现金流量	-437.1	-396.1	9.9	-1.7	-2.2	REP	2.0	2.4	3.5	2.7	1.9
融资活动产生现金流量	51.6	207.5	-309.5	-55.9	-68.2						

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
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	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

