

# 辉隆股份 (002556)

## —改革风起，业绩花开

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 30.31 元

### 投资要点:

- 公司是安徽农资供应龙头企业，行业综合竞争力排名全国第四，是省重点流通企业和省级农业产业化龙头企业，农业部确定的农资连锁经营重点企业，商务部“万村千乡市场工程”首批试点企业，全国供销总社“新网工程”示范企业，是省级化肥、农药储备和国家化肥淡季商业承储企业。公司以早期的农资连锁流通为基础，现已构建了辉隆商业（农资、化工产品连锁）、辉隆工业（自主品牌复合肥、农药生产）、辉隆农业（全椒和临泉农业生产基地）、辉隆投融资（参股融资租赁、小额贷款、创新投资等）四大板块。
- 2015年4月，中共中央和国务院发布《中共中央国务院关于深化供销合作社综合改革的决定》，提出到2020年，把供销合作社系统打造成为与农民联结更紧密、为农服务功能更完备、市场化运行更高效的合作经济组织体系，成为服务农民生产生活的生力军和综合平台，成为党和政府密切联系农民群众的桥梁纽带，切实在农业现代化建设中更好地发挥作用。公司作为第一家上市的社有企业，未来在农业综合服务、农产品流通网络、电子商务、农村金融等方面具有极大的发展空间。
- 公司电商平台具有技术和线下资源优势。公司电商平台除了拥有自有的线下网络外，还可以借助安徽省供销社现有的6万多个网点资源和由其兴办、领办的3400多家专业合作社提供系统内外服务。未来有望借助中科院在智慧农业领域的先进科研成果，打造智慧农业服务体系，增强客户对电商平台的认可度。
- 我们预计2015-2017年公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为2.1亿元、2.95亿元和3.91亿元，同比分别增长49%、41%和33%；对应每股收益分别为0.44元、0.62元和0.82元。公司处在供销社改革和农村电商发展的风口，未来具有巨大的市场空间，维持“增持”评级。
- 风险因素：农资市场低迷、电商推进缓慢等。

发布时间：2015 年 6 月 6 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	34.32/8.10
上证指数/深圳成指	5023.10/17649.09
50 日均成交额(百万元)	636.11
市净率(倍)	7.16
股息率	0.33%

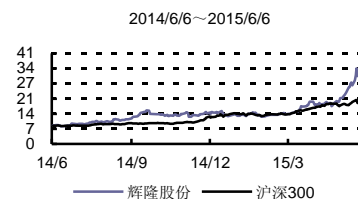
### 基础数据

流通股(百万股)	459.95
总股本(百万股)	478.40
流通市值(百万元)	13940.94
总市值(百万元)	14500.30
每股净资产(元)	4.23
净资产负债率	187.35%

### 股东信息

大股东名称	安徽省供销商业总公司
持股比例	38.58%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

《国元证券公司研究-辉隆股份（002556）：向农业服务转型，盈利改善空间大》，2015-2-12

### 联系方式

研究员：李朝松  
执业证书编号：S0020512080005  
电话：021-51097188-1929  
电邮：lichao.song@gyzq.com.cn  
地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券（230000）

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10109.31	9435.72	10574.62	11780.12	13052.38
营业收入增长率	-9.81%	-6.66%	12.07%	11.40%	10.80%
净利润(百万元)	90.28	140.32	209.55	294.56	390.61
净利润增长率	29.19%	55.44%	49.33%	40.57%	32.61%
EPS(元)	0.189	0.293	0.438	0.616	0.816
ROE	4.68%	6.93%	9.65%	12.39%	14.73%
P/E	160.62	103.34	69.20	49.23	37.12
P/B	7.52	7.16	6.68	6.10	5.47
EV/EBITDA	70.05	49.67	40.08	30.57	25.23

## 目 录

第 1 部分 公司概况 .....	3
1.1 以农资连锁为基础，构建农业综合服务平台 .....	3
1.2 公司股权结构.....	4
第 2 部分 农资流通为主，多元经营.....	5
2.1 渠道网络优势明显.....	5
2.2 工业板块放量可期.....	7
2.3 农业板块示范作用明显 .....	8
2.4 经营回顾 .....	9
第 3 部分 改革风口，新机遇来临 .....	10
3.1 供销社改革.....	10
3.2 电商平台有技术、接地气.....	12
第 4 部分 盈利预测与投资建议 .....	13
4.1 盈利预测 .....	13
4.2 投资建议 .....	14
第 5 部分 风险因素 .....	14

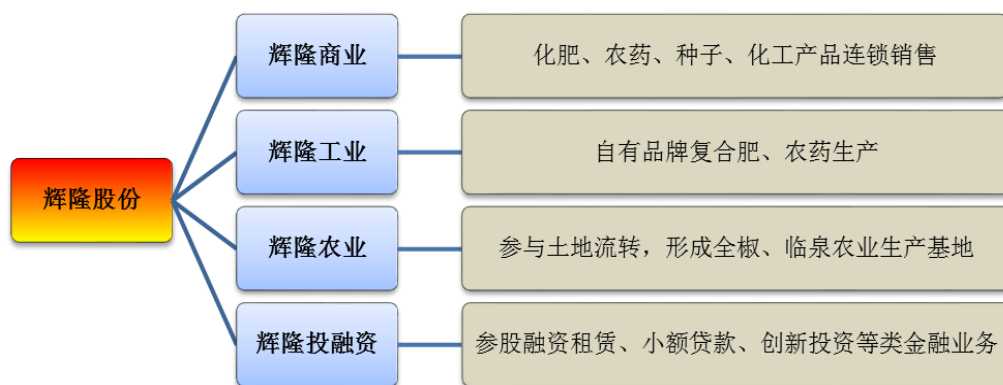
## 第 1 部分 公司概况

辉隆股份前身为安徽省农业生产资料公司，2003年改制以来，坚持“服务三农、奉献社会”宗旨，是农资连锁经营的倡导者和引领者，2011年3月公司成功登陆深交所中小板，开创了供销社流通企业上市的先河。公司顺应现代农业发展趋势，以“农”为中心，不断开拓农业服务经营范围和领域，形成辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业和辉隆投融资四大板块，并有望在农资电商、智慧农业中取得更大突破。

### 1.1 以农资连锁为基础，构建农业综合服务平台

公司是安徽农资供应龙头企业，行业综合竞争力排名全国第四，是省重点流通企业和省级农业产业化龙头企业，农业部确定的农资连锁经营重点企业，商务部“万村千乡市场工程”首批试点企业，全国供销社“新网工程”示范企业，是省级化肥、农药储备和国家化肥淡季商业承储企业。公司以早期的农资连锁流通为基础，现已构建了辉隆商业（农资、化工产品连锁）、辉隆工业（自主品牌复合肥、农药生产）、辉隆农业（全椒和临泉农业生产基地）、辉隆投融资（参股融资租赁、小额贷款、创新投资等）四大板块。

图表1 公司主要业务板块



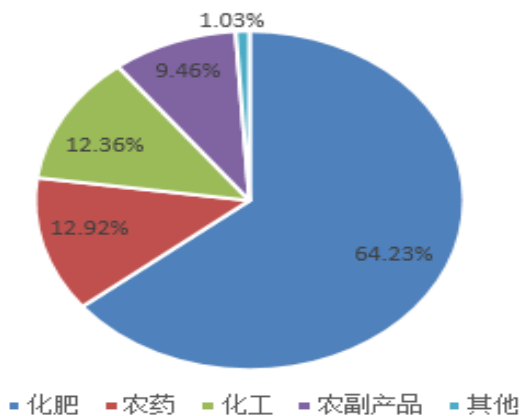
资料来源：国元证券研究中心

辉隆商业是公司传统优势板块。公司构建的“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”农资供应网络逐步强大，已具有70多个配送中心、2800多个加盟店为基础的辉隆连锁网络，化肥业务遍及国内15个省区、农药业务覆盖7个省，出口遍及20多个国家，已初步实现区域性农资流通企业向全国性大型农资流通企业的转变。2014年公司实现各类化肥销量340万吨，农药销售12亿元。

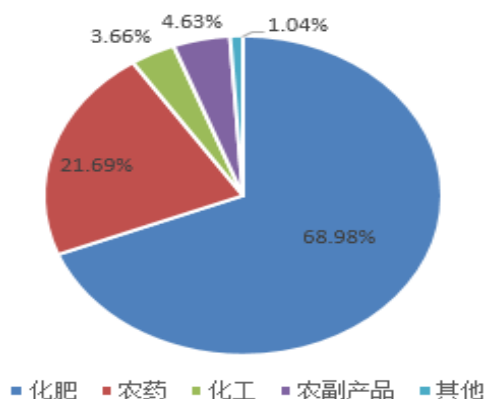
目前，公司主要收入来自商业业务，其中化肥、农药是主要收入和利润来源，化肥业务收入和毛利占比均在60%以上。近年来农药业务增长较快，2014年农药业务收入达到12.2亿元，同比增长50%。工业板块处于起步阶段，未来几年自有品牌复合肥和农药将快速增长；农业板块经过前几年的培育，已建成现代农业示范区，经济效益和社会效益逐步显现；投融资板块贡献稳定的投资收益。公司正在搭建农资电商平台，并计划通过现有平台+技术服务将公司打造成现代农业服务商。

图表 2. 2014 年公司营业收入构成

图表 3. 2014 年公司毛利构成



资料来源：wind、国元证券研究中心

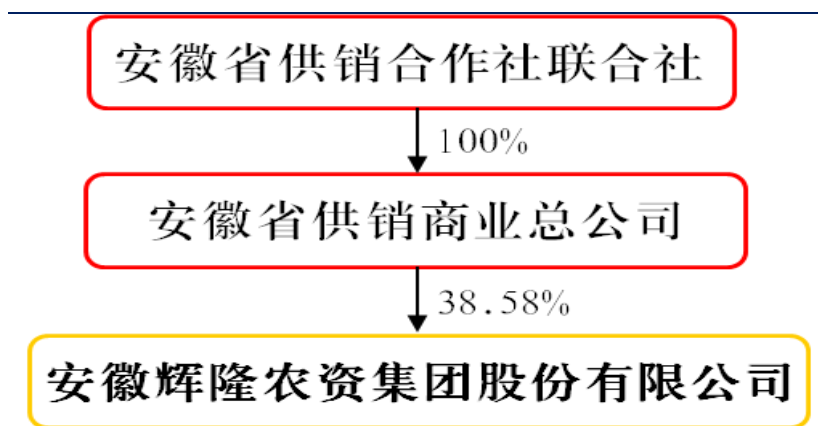


资料来源：wind、国元证券研究中心

## 1.2 公司股权结构

辉隆股份是2004年安徽省农资公司整体改制而来，由安徽省供销总公司和公司管理层、员工等注册设立；2008年整体变更为股份有限公司；2011年登陆深交所中小板。公司控股股东为安徽省供销商业总公司，持有公司38.58%的股份；实际控制人为安徽省供销合作社联合社。

图表4 公司实际控制人为安徽省供销合作社



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司控股、参股子公司较多，2014年末超过60家，其中纳入合并财务报表范围42家，经营范围主要集中在四大板块。

图表5 公司部分子公司情况

序号	公司名称	持股比例	注册资本 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
----	------	------	--------------	--------------	-------------	------

1	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	95.5%	20,220	166,306	2,082	农资连锁
2	安徽辉隆集团瑞丰化肥有限公司	98.7%	15,000	171,559	598	农资连锁
3	海南省农业生产资料集团有限公司	60.0%	10,000	55,000	668	农资连锁
4	安徽辉隆集团五禾丰生态肥业有限公司	65.8%	6,000	29,729	2	复合肥生产
5	安徽辉隆集团东华农资有限责任公司	96.7%	3,500	44,508	-107	农资连锁
6	安徽辉隆集团瑞美福农化有限公司	80.0%	3,500	80,251	1,855	农资连锁
7	陕西辉隆农资有限公司	70.0%	3,000	28,900	-36	农资连锁
8	安徽盐湖辉隆南方贸易有限公司	51.0%	3,000	94,658	838	农资连锁
9	安徽辉隆农资集团农业科技有限公司	70.0%	2,000	11,185	-1,655	农业科技
10	广东辉隆农资有限公司	60.0%	1,500	25,274	267	农资连锁
11	安徽辉隆集团新力化工有限公司	74.3%	1,200	116,225	774	化工销售
12	广西辉隆农资有限公司	100.0%	1,000	5,442	196	农资连锁
13	江西辉隆农资有限责任公司	100.0%	1,000			农资连锁
14	江苏辉隆化肥有限公司	100.0%	1,000			农资连锁
15	安徽辉隆阔海农产品有限公司	51.0%	500	84,091	-1,833	农产品收购
16	安徽德润融资租赁股份有限公司	33.3%	50,000	15,942	7,950	融资租赁
17	山西天泽煤化工集团股份公司	3.8%	45,107	359,616	25,032	化肥化工
18	上海隆华汇股权投资基金合伙企业(有限合伙)	33.3%	45,000		146	金融投资
19	合肥德善小额贷款股份有限公司	29.7%	33,000	10,914	5,444	小额贷款
20	山西丰喜华瑞煤化工有限公司	4.5%	30,000	49,931	-4,675	化肥生产
21	德润融资租赁(深圳)有限公司		30,000	1,014	715	融资租赁
22	安徽德合典当有限公司	8.0%	22,000	10,510	4,289	典当
23	马鞍山德善小额贷款有限公司	20.0%	15,000	5,404	2,911	小额贷款
24	广德德善小额贷款有限公司	20.0%	10,000	3,315	1,699	小额贷款
25	天禾农业科技集团股份有限公司	15.4%	10,000	25,588	1,538	种业
26	安徽辉隆生资建材大市场管理有限公司	15.0%	9,750	3,027	-564	农资市场
27	益海嘉里(安徽)粮油工业有限公司	20.0%	9,715	217,272	1,297	油脂
28	安徽帝元全银农业股份有限公司	10.0%	1,300	63	5	农业
29	上海隆华汇投资管理有限公司	35.0%	1,000		34	投资
30	安徽辉隆集团泰华肥业有限公司	15.0%	1,000	5,005	18	化肥
31	吉林辉润化肥销售有限公司	34.0%	500	11,858	91	农资连锁
32	巢湖市巢联民爆物品有限公司	14.3%	210	11,315	142	民爆销售
33	安徽全丰瑞美福航空植保科技有限公司		200	100	-38	航空植保

资料来源：公司年报，wind，国元证券研究中心

## 第2部分 农资流通为主，多元经营

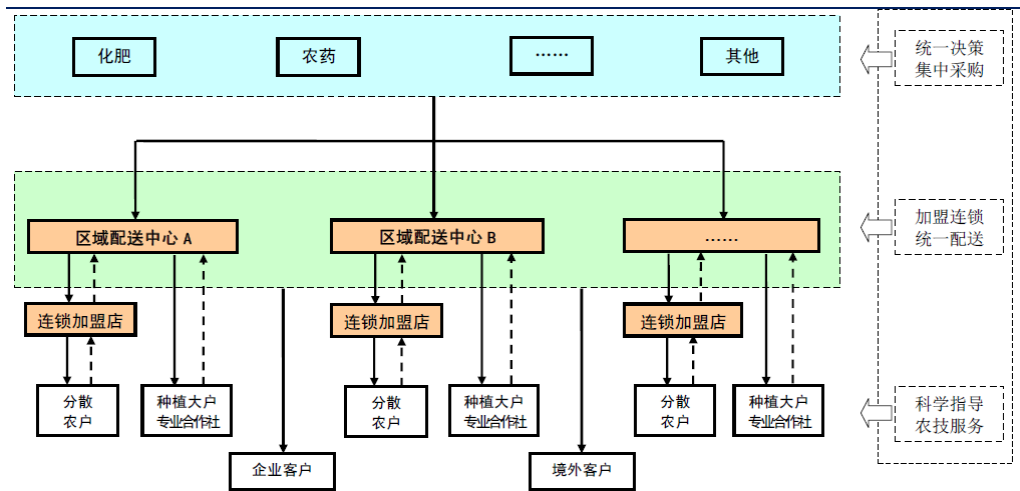
### 2.1 渠道网络优势明显

公司秉承“服务三农，奉献社会”的服务宗旨，以独特的“配送中心+加盟店”、“配送中心+农村新型经营主体”形式开展农资连锁经营，零距离服务“三农”。公司主要网络结构包括配送中心直营连锁经营，和以配送中心为核心发展起来的加盟店连锁经营两种形式。配送中心是公司连锁经营的核心环节，公司对配送中心的管理主抓3条线。一是配送中心经理，负责整个配送中心的运营管理；二是委派会计，由公司财务部指派，对配送中心的账目、资金安全负责；三是物流人员（仓库保管员），由公司物流部指派，对配送中心



货品负责。三者相互管理、相互监督。加盟店实际是公司的客户之一，选取的标准是懂经营、善管理、会技术、绝不卖假货。公司每年会考核加盟店的配送率，优胜劣汰。

图表6 公司连锁网络业务流程图



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

对于农资流通企业来说,销售网络是确保企业在市场竞争中把握主动权的关键。一方面,目前国内化肥等农资生产行业产能日益过剩,竞争非常激烈,且产品高度同质化,买方市场特征明显。在这种情形下,拥有庞大销售网络的流通企业将是上游生产企业竞相争取的对象,拥有更多的发展机遇和更大的话语权。另一方面,销售网络直接面对下游农资消费群体,庞大的销售网络意味着拥有更大的消费群体和更广阔的市场空间,同时也是企业进行宣传的重要方式,有助于提高农户对企业品牌的认知度。

公司遵循“立足安徽，辐射全国”的发展战略，目前已在安徽省内及海南、黑龙江、吉林、河南、江苏等主要农业和农资消费大省建立了70多个区域配送中心，成功发展了2,800余家连锁加盟店，化肥业务拓展到15个省，农药业务覆盖7个省，形成了辐射全国的连锁经营网络。公司在中国农资流通企业综合竞争力排名中稳居第四位。

**图表 7. 公司已形成辐射全国的销售网络**



### 图表 8. 省内网络图



资料来源：公司网站、国元证券研究中心

资料来源：公司网站、国元证券研究中心

图表9 2013年中国农资流通企业综合竞争力排名

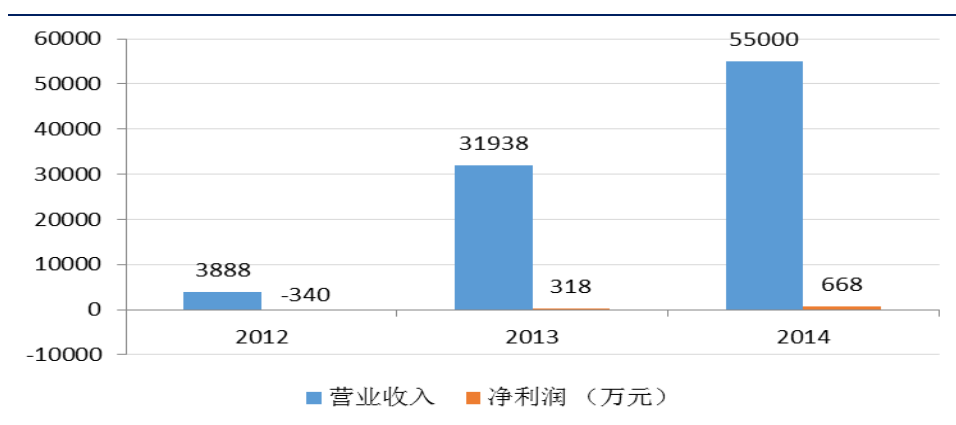
排名	企业名称
1	中国农业生产资料集团公司
2	中化化肥控股有限公司
3	浙江农资集团有限公司

4	安徽辉隆农资集团
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司
6	四川省农业生产资料集团有限公司
7	四川汇力农资连锁股份有限公司
8	广东天禾农资股份有限公司
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司
10	河北省农业生产资料有限公司

资料来源：中国农资流通协会、国元证券研究中心

省外拓展稳步推进。为降低经营风险，公司开拓安徽省外市场时仍由点及面、分步实施的推进原则。在市场开拓初期，公司主要通过第三方物流的方式进行试点经营或通过整合重组具有资格的现有经销商，快速进入当地市场，后再根据市场成熟度依次以租赁或自建的方式在省外重点市场建立区域配送中心。2011年公司上市时农资连锁业务覆盖9个省，2014年底公司业务已拓展到15个省。公司省外业务收入快速增长，其中2012年收购的海南农资借助农药特许经营权的优势，取得了快速的发展，营业收入由2012年的不到4000万元上升至2014年的5.5亿元。海南已成为公司省外重点市场，还收购了海南奥普尔公司，新设海南辉隆全丰航空植保科技有限公司，在发展连锁经营的同时，还加强了农业服务的投入力度，海南市场3-5年内营业收入有望突破10亿元。

图表10 海南农资增长迅速



资料来源：公司年报、国元证券研究中心

农资流通行业将迎来变革。目前国内农资流通行业集中度低，整体呈现“大行业、小企业”的局面。绝大部分中小农资流通企业规模偏小，资金实力和抗风险能力较弱，难以适应行业未来发展趋势。随着农村土地流转的加速，新型农村生产经营主体的出现，农村经营主体从一家一户演变成农业大户，专业合作社等；传统的一买一卖已不能满足农业大户、专业合作社的需求，农资流通渠道未来必须向着提供一站式、保姆式的服务方向发展，要具备丰富的产品线、强大的物流仓储能力、优质的农技服务、农产品收储、农村金融等综合实力。公司已经意识到传统的加盟店已不能满足需求，所以未在省外盲目扩张配送中心及加盟店，未来将借助社会资源和电子商务平台加快省外网点的拓展。

## 2.2 工业板块放量可期

公司工业板块主要为自主品牌复合肥和农药生产、销售。复合肥业务：公司在原有大团结、辉隆复合肥基础上，近年来通过新投入建设五禾生态肥业（规划100万吨/年复合肥，一期30万吨/年产能2014年投产）、吉林辉隆（15万吨/年氨酸法复合肥）、租用外部产

能等方式快速扩大自有复合肥产能，预计2015年公司自主品牌复合肥有望达到50万吨。

图表11 公司自主品牌复合肥将放量增长

	复合肥产能	建设/生产进度
五禾生态肥业	规划 100 万吨，一期 30 万吨	2014 年 3 月投产，2015 年放量
吉林辉隆	15 万吨氨酸法复合肥	2014 年销量 6.5 万吨
大团结复合肥		年销售约 3.5 万吨
阜阳肥业	10 万吨	产销量约 3 万吨
南京基地	30 万吨	租用
海南奥普尔	新型肥料	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

农药业务：公司控股的安徽省银山药业有限公司（持股 53%）是国家定点农药生产企业，年生产能力 1 万吨以上，产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列二十多个品种。银山药业被中国化工情报信息协会评为“中国农药企业最具成长性 100 强”。

公司发展自主品牌农化产品优势显著，具备丰富的供应商资源和成熟的销售网络，而自主品牌农化产品毛利率较高，上市农化企业年报显示，国内复合肥平均毛利率在 10% 以上，农药毛利率在 20% 以上，远高于公司农资流通业务。

### 2.3 农业板块示范作用明显

公司农业板块主要在土地流转基础上建立起来，2010 年后公司分别在全椒和临泉流转土地 2 万亩，建立现代农业示范区，并成立了全椒农业生态发展有限公司、辉隆集团生态园林有限公司。经过 3-4 年的培育，农业示范区已形成园林苗木、大田作物、蔬菜瓜果、观光休闲农业四大发展方向目前，全椒基地已成为省级农业示范区，受到各级政府和社会广泛关注。

全椒基地位于襄河镇八波村，共 1.4 万亩土地，地理位置优越，距南京、合肥、马鞍山、芜湖等几大城市距离均很近。已初步形成优质粮食生产及加工、良种繁育、休闲旅游、精品苗木四大功能区并进的发展格局。建成优质粮食生产基地 6000 亩，葡萄采摘、野外垂钓等农家乐休闲旅游基地 1000 亩，火龙果设施大棚栽培 20 亩，栀子、北美海棠等六大精品苗木展示园 7000 亩，并着力打造栀子色素提取产业园和华东最大的北美海棠种植研究基地，北美海棠艾瑞斯品种获第十二届中国合肥苗木花卉交易大会林产品展销金奖和特装展金奖。2014 年全椒基地已实现盈利，园林苗木开始实现销售，预计后续将实现稳定盈利。临泉基地目前还处于建设培育期，预计也将很快实现盈利。

图表 12. 全椒农业示范区经济作物

图表 13. 全椒农业示范区大田作物





资料来源：互联网资料、国元证券研究中心

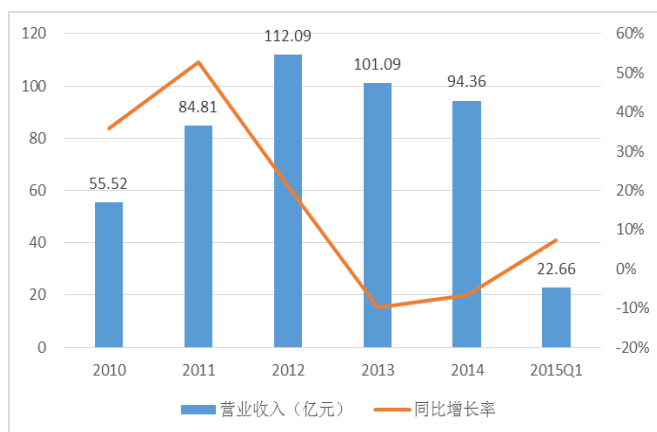


资料来源：公司网站、国元证券研究中心

## 2.4 经营回顾

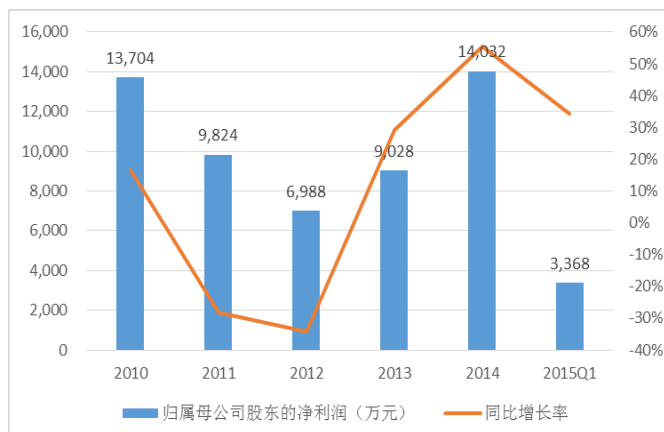
营业收入和净利润。2013—2014年受国内化肥市场低迷、出口受阻影响，公司营业收入出现下降，但公司销售量保持增长，收入结构持续优化，盈利较好的农药产品收入占比提升。从上市前后表现来看，公司营业收入由上市前的55.5亿元已经增长至百亿级别，省外扩张效果明显。

图表 14. 公司营业收入及增速



资料来源：wind、国元证券研究中心

图表 15. 归属母公司所有者净利润及增速



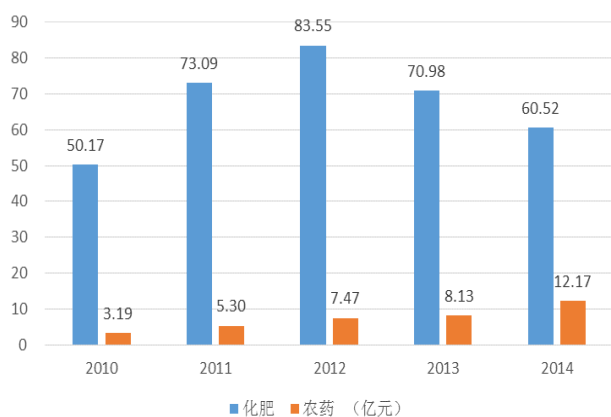
资料来源：wind、国元证券研究中心

近两年，农资市场竞争激烈，公司主营业务盈利下滑。公司在农资市场低迷时期，进行了有效的结构调整，适当进行了多元化的拓展，小额贷款、典当、委托贷款等产生的投资收益是公司净利润保持增长的重要贡献力量。

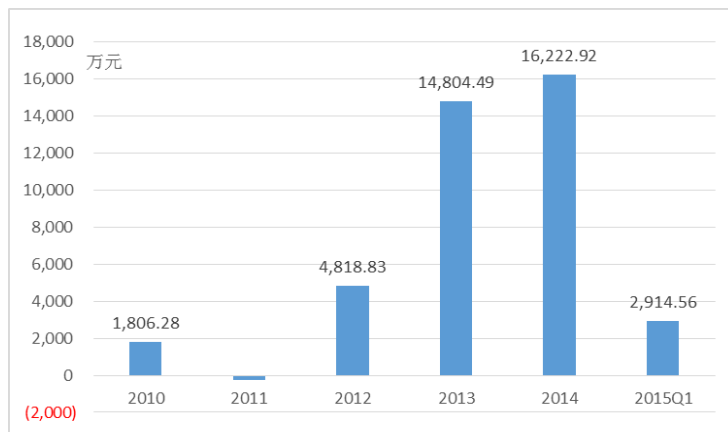
毛利率偏低，后续改善空间大。近四年公司销售毛利率均低于6%，低于2008—2010年6%—8%的毛利率水平，目前的毛利率水平已经处于底部。我们看好未来毛利率将持续提升：1) 市场最差的时期已经过去，从尿素、钾肥和磷肥市场来看，底部企稳回升的概率较大；2) 农药占比不断提升，农药业务毛利率在10%左右，高于化肥业务毛利率；3) 自有品牌复合肥、农药销售占比上升，自有品牌复合肥和农药毛利率分别有望达到10%和20%以上；4) 农业服务和品牌有望带来销售溢价。

图表 16. 公司收入结构逐步优化

图表 17. 公司投资收益

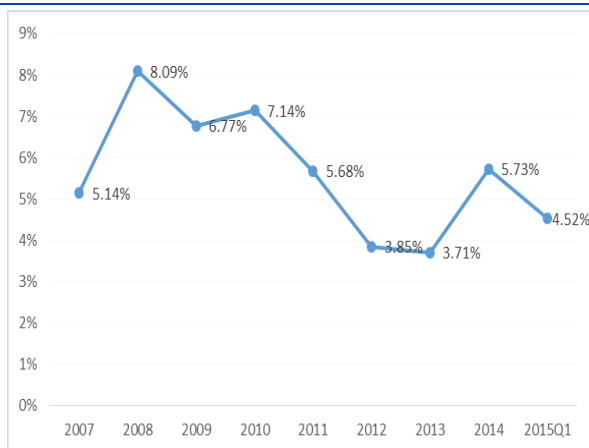


资料来源：wind、国元证券研究中心



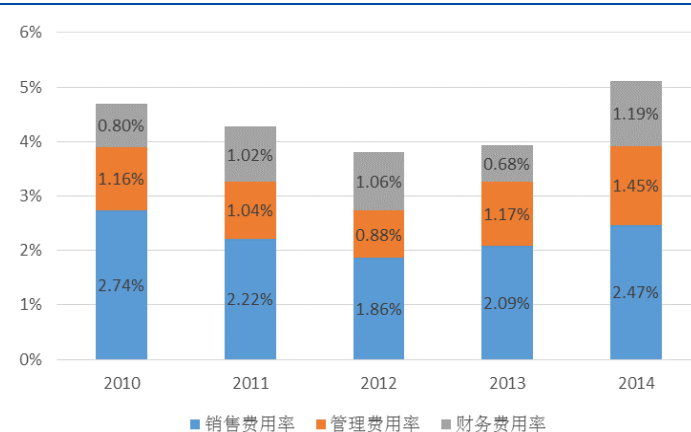
资料来源：wind、国元证券研究中心

图表 18. 公司毛利率有望企稳回升



资料来源：wind、国元证券研究中心

图表 19. 公司期间费用率较低



资料来源：wind、国元证券研究中心

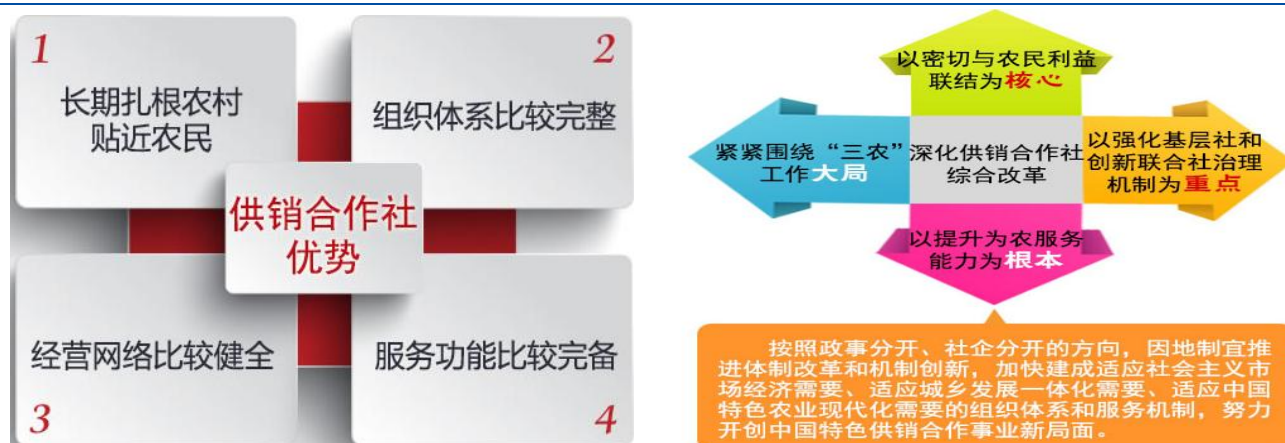
## 第 3 部分 改革风口，新机遇来临

### 3.1 供销社改革

2015年4月，中共中央和国务院发布《中共中央国务院关于深化供销合作社综合改革的决定》。决定指出：供销合作社要把为农服务放在首位。面向农业现代化、面向农民生产生活，推动供销合作社由流通服务向全程农业社会化服务延伸、向全方位城乡社区服务拓展，加快形成综合性、规模化、可持续的为农服务体系，在农资供应、农产品流通、农村服务等重点领域和环节为农民提供便利实惠、安全优质的服务。供销社改革的主要任务包括：拓展供销合作社经营服务领域、推进供销社基层社改造、创新供销社联合社治理机制、加强对供销社综合改革的领导。

图表 20. 供销社的优势

图表 21. 供销社改革总体要求



资料来源：中华全国供销合作总社、国元证券研究中心

资料来源：中华全国供销合作总社、国元证券研究中心

供销社系统将在“三农”中发挥更重要的作用。2014年全年供销社系统实现销售总额37646亿元，同比增长17.2%。其中，农业生产资料类销售额6941.1亿元，增长4.2%；日用消费品类销售额11392.8亿元，同比增长23.3%；主要农副产品销售额6591.9亿元，增长4.7%；再生资源类销售额2299.1亿元，增长4.4%。全系统连锁企业销售额7627.9亿元，同比增长18.6%。其中，农业生产资料类连锁经营销售额2712.1亿元，同比增长12.6%。全系统有县及县以上供销合作社机关2771个，其中，省社32个，省辖市社335个，县社2403个。全系统连锁企业6732家；拥有配送中心12397个；发展连锁、配送网点105.5万个。其中：农业生产资料连锁经营企业2484家；配送中心6318个；连锁、配送网点37.3万个，其中，县及县以下网点36.5万个。

长期以来，供销社系统一直为我国农资流通的主要渠道，形成了较为完善的、自上而下的经营服务网络，积累了丰富的行业经验。目前部分基层社（社有企业）经营困难，但整体而言，供销社系统仍是国家服务三农、引领农村发展的首选。

图表22 拓宽供销社服务领域是供销社改革重要任务

服务领域	主要内容
创新农业生产服务方式和手段	采取大田托管、代耕代种等多种方式，为农民和各类农业经营主体提供系列化服务，推动农业适度规模经营； <b>创新农资服务方式</b> ；加快农资物联网应用与示范项目建设；充分发挥供销合作社科研院所、庄稼医院等在 <b>农业技术推广</b> 和农民技能培训中的积极作用；积极承担政府向社会力量购买的公共服务。
提升农产品流通服务水平	加强供销合作社 <b>农产品流通网络</b> 建设，创新流通方式，推进多种形式的产销对接；继续实施“新网工程”建设，健全农资、农副产品、日用消费品、再生资源回收等网络； <b>加快发展供销合作社电子商务，实现线上线下融合发展。</b>
打造城乡综合服务平台	加快建设农村综合服务社和城乡社区服务中心；发展城市商贸中心和经营服务综合体； <b>大力发展生态养生、休闲观光、乡村旅游等新兴服务业</b> ；积极参与美丽乡村建设，规范建设再生资源回收网点，改善城乡生态环境。
稳步开展农村金融合作	有条件的供销合作社在不对外吸储放贷、不支付规定回报的前提下，发展农村资金互助工作；有条件的供销合作社可依法设立农村互助合作保险组织，开展互助保险业务；符合条件的供销合作社企业可依照法定程序开展 <b>发起设立中小银行试点</b> ；鼓励有条件的供销合作社设立 <b>融资租赁公司、小额贷款公司</b> 等，与地方财政共同设立担保公司。

资料来源：中华全国供销合作总社、国元证券研究中心

公司作为第一家上市的社有企业，未来在农业综合服务、农产品流通网络、电子商务、农村金融等方面具有极大的发展空间。2014年4月，山东、河北、浙江、广东开启了供销



社综合改革试点，改革形成了较大的影响力和示范效应，未来全国有望全面推开综合改革。在上市企业中，港股的国农控股（01236.HK）自2013年底河北供销社入主后，推进改革力度较大，得到了市场的认可。

图表23 供销社改革试点省份上市平台国农控股快速推进改革

时间	主要事项
2015年5月	与中国供销集团-大连再生资源交易所签署合作协议，全权管理及经营交易所资金池
2015年4月	与中国农业生产资料集团签署买卖协议，进军农机市场
2015年1月	旗下中国农业交易平台正式上线运营
2014年12月	与广东新供销天成投资有限公司签署合作协议，正式部署茶叶交易平台
2014年9月	与中农集团签订合作备忘录，推广「农汇通」一卡双户创新交易平台，加强全国化渗透
2014年8月	拟收购河北中农博远农业装备，与供销社合作总社齐开拓农机业务 与广州交易所集团签署联合运营合作合同，开展全方位化经营的农业产品交易平台和农村土地
2014年6月	产权流转业务
2014年4月	与银联网络支付有限公司签署联合运营合作合同，进军资金归集业务
2014年3月	成立两间新合资企业，提供农村金融服务及融资租赁服务，正式进军中国农业金融领域
2013年11月	河北省供销社合作总社入主国农控股

资料来源：国农控股网站、国元证券研究中心

### 3.2 电商平台有技术、接地气

农村电商大势所趋。近期国家出台多项农村电商扶持政策，包括国务院发布的《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》中提出要积极发展农村电子商务，出台支持政策措施，鼓励农业生产资料企业发展电子商务。《“互联网+流通”行动计划》提出未来1-2年，将培育200个电子商务进农村综合示范县，财政部拨20亿元专项资金扶持中西部地区农村电商的物流、服务中心等基础设施建设。农村电商市场具有万亿级的市场规模，目前国内很多农资企业和电子商务巨头已开始布局农村电商业务。

图表24 近期部分支持农村电商发展政策

时间	政策名称	主要内容
2015年2月	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	支持电商、物流、商贸、金融等企业参与涉农电子商务平台建设，开展电子商务进农村综合示范
2015年4月	《关于深化供销社合作总社改革的决定》	加快发展供销社合作总社电子商务，形成网上交易、仓储物流、终端配送一体化经营，实现线上线下融合发展
2015年5月	《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	积极发展农村电子商务，出台支持政策措施，鼓励农业生产资料企业发展电子商务
2015年5月	《“互联网+流通”行动计划》	未来1-2年内，将培育200个电子商务进农村综合示范县，财政部拨款20亿元进行支持。

资料来源：国元证券研究中心

2015年5月底，公司与安徽省供销商业总公司（控股股东）、中国科学院合肥物质科学研究院、中科院技术创新工程院有限公司共同投资3000万元设立安徽辉隆电子商务有限公司；其中公司出资1800万元，持股60%；安徽省供销商业总公司出资600万元，持股20%；中国科学院合肥物质科学研究院以技术形式入股450万元，持股15%，中科院(合肥)技术创新工程院有限公司出资150万元，持股5%。公司将电商公司定位于：以新农人、新型农业生产主体和城乡居民为重点目标客户，以物联网、云计算、大数据等尖端信息技术为基础，建立集互联网+农资供应、互联网+农产品购销、互联网+农技服务、互联网+金融

服务、互联网+新供销等为一体的农业综合服务电商平台。

公司作为供销社旗下的农资流通资本平台，发展农资（农村）电商具有先天优势，在政策扶持、线上线下融合等方面优于同类电商平台。公司电商平台除了拥有自有的线下网络外，还可以借助安徽省供销社现有的6万多个网点资源和由其兴办、领办的3,400多家专业合作社提供系统内外服务。同时，公司技术服务领域积累较多，现已提供种子包衣、测土配方、大包装农药、航空植保、田间管理、技术指导等系列化服务，未来有望转化中科院在智慧农业领域的先进科研成果，打造智慧农业服务体系，增强客户对电商平台的粘性。

## 第 4 部分 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

公司未来几年经营业绩有望稳步提升：1) 产品结构继续优化，高毛利率的自主品牌复合肥、农药占比提升；2) 农资市场底部企稳的概率较大；3) 投融资板块依旧具有较强的盈利能力。

我们预计2015–2017年公司实现营业收入分别为105.7亿元、117.8亿元和130.5亿元，同比分别增长12.1%、11.4%和10.8%；实现归属于上市公司股东的净利润分别为2.1亿元、2.95亿元和3.91亿元，同比分别增长49%、41%和33%；对应每股收益分别为0.44元、0.62元和0.82元。公司的商业板块和投融资板块均有超预期的可能，商业板块来自规模带来的业绩弹性，投资板块潜在利好在于参股的隆华汇（投资收益有望大幅增加）和天禾种业（拟IPO）。

图表 25. 利润预测表

单位：百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	10109.31	9435.72	10574.62	11780.12	13052.38
减：营业成本	9734.04	8895.34	9918.99	10982.61	12134.79
营业税金及附加	9.10	7.80	7.13	7.94	8.80
营业费用	211.43	233.51	242.16	272.12	297.59
管理费用	118.33	136.67	172.37	195.55	215.36
财务费用	68.92	112.02	102.36	107.55	101.72
资产减值损失	59.19	59.57	71.30	56.20	37.65
加：投资收益	148.04	162.23	145.24	150.32	166.35
公允价值变动损益	-0.05	0.14	0.16	0.08	0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	56.31	153.19	205.72	308.55	422.93
加：其他非经营损益	69.34	24.03	22.39	34.26	42.39
利润总额	125.64	177.22	228.11	342.81	465.32
减：所得税	43.23	41.47	20.68	48.10	74.71
净利润	82.42	135.75	207.43	294.71	390.61
减：少数股东损益	-7.86	-4.57	-2.12	0.15	0.00
归属母公司股东净利润	90.28	140.32	209.55	294.56	390.61
每股收益(EPS)	0.189	0.293	0.438	0.616	0.816



资料来源：国元证券研究中心

#### 4.2 投资建议

公司处在供销社改革和农村电商发展的风口，未来具有巨大的市场空间。从过去的发展历程来看，公司抓住了供销社有企业改制（实现管理层和员工持股）、IPO（供销社系统第一家上市公司）、省外网络扩张（收购海南农资等）、参与土地流转、发展农村金融等一系列重要发展机会，并构建了四大业务板块，在农资流通市场低迷时期仍保持业绩稳定。公司发展电商业务优势明显，我们看好公司在未来发展前景，维持“增持”评级。

## 第 5 部分 风险因素

- 农资市场低迷，商业板块毛利率下滑
- 自有品牌复合肥、农药盈利不及预期
- 电商业务推进缓慢

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	<b>推荐</b>	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
<b>买入</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	<b>中性</b>	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
<b>增持</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	<b>回避</b>	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
<b>持有</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
<b>卖出</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn