



辉隆股份 (002556)

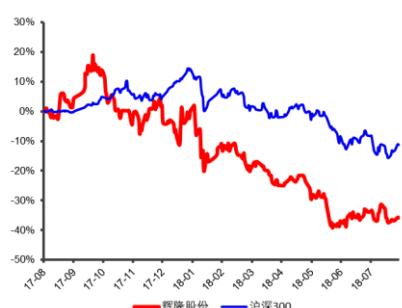
目标价：8.05

前一收盘：4.98

农林牧渔

辉隆股份：深耕三农服务，订单农业发力

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股): 717.60/700.51
 总市值/流通(百万元): 3652.58/3559.11
 12个月最高/最低(元): 10.02/4.74

相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

报告摘要

- 自有品牌复合肥产能释放，供销两旺。自有品牌复合肥产量今年预计达到62万吨，同比增长24%。预计2020年生产量达到100万吨，同比2017年增长100%。银山药业的农药制剂增速快，2017年营收同比增长35%，整个农药制剂板块2018年预计营收和利润同比增速超20%。
- 农资流通领域多年深耕，龙头优势突显。公司在农资流通领域深耕多年，是安徽省绝对龙头，化肥的总分销量在国内排名前三位。公司依托供销系统强大的“配送中心+加盟站+新型农业经营主体”线下网点和农技服务优势厚积薄发，预计2018年商业板块营收160亿，同比增长13.47%。
- “双农”合并做强做大，订单农业全面发力。农业发展公司和“农仁街”合并后，瞄准新型农业经营主体，打通线上线下，布局粮食烘干仓储，以产后带动产前的订单农业形成闭环。预计2018年底将以托管和半托管的方式服务省内10~20万亩土地，首年即可盈利，后续将快速复制。公司流转了超过20000亩土地种植园林苗木和大田作物，并配套休闲旅游观光功能，是安徽省内“三产融合”的典范。经过多年摸索，农业板块运营模式逐渐成熟，预计2018年将扭亏为盈。
- “农垦+供销社”改革双受益，想象空间巨大。公司作为供销社系统第一家上市公司，具有得天独厚的资源优势。换届后管理层年轻化进一步激发活力，投资集团的设立和上市公司的股权划转打开资本运作空间。农垦和土地改革大幕开启，土地流转进度将大大加快，农业综合服务的广阔空间为辉隆提供了绝佳的发展机遇。

盈利预测

我们预计公司2018~2020年归母净利分别为1.66亿/2.04亿/2.49亿，同比增长21.20%、23.40%/22.00%，对应EPS为0.23/0.28/0.35。基于公司在农业综合服务领域的竞争优势突显，在农资流通和工业领域的稳定增长以及农垦+供销社改革的强烈预期，给予公司2018年35倍PE，对应目标价8.05元，以2018/8/30日收盘价4.98元计算，当前股价上涨空间61%，给予“买入”评级。

风险提示

1.农资流通具有明显的季节性。农资常年化生产与季节性消费的矛盾，需要农资流通企业具备很强的仓储调配能力。因此，公司如果

不能根据季节性因素及时、合理调整农资产品结构和存货储备量，将对公司经营产生不利影响。

2. 公司主营业务收入和利润主要来源于化肥销售，因此，若公司主要经营品种价格受国际经济形势及大宗商品价格影响出现大幅波动，将对公司业绩产生一定影响。

盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,329.25	18,639.49	23,468.98	28,963.07
(+/-%)	61.96%	30.08%	25.91%	23.41%
净利润(百万元)	136.62	165.58	204.33	249.28
(+/-%)	33.15%	21.20%	23.40%	22.00%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.23	0.28	0.35
市盈率(PE)	40	22	18	14

资料来源：Wind, 太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司介绍：中国农资流通企业第一家上市公司	5
二、转型背景介绍	6
三、四大板块转型农业综合服务商	9
四、供销社+农垦，内外改革双获利	20
五、盈利预测	21
六、风险提示	21

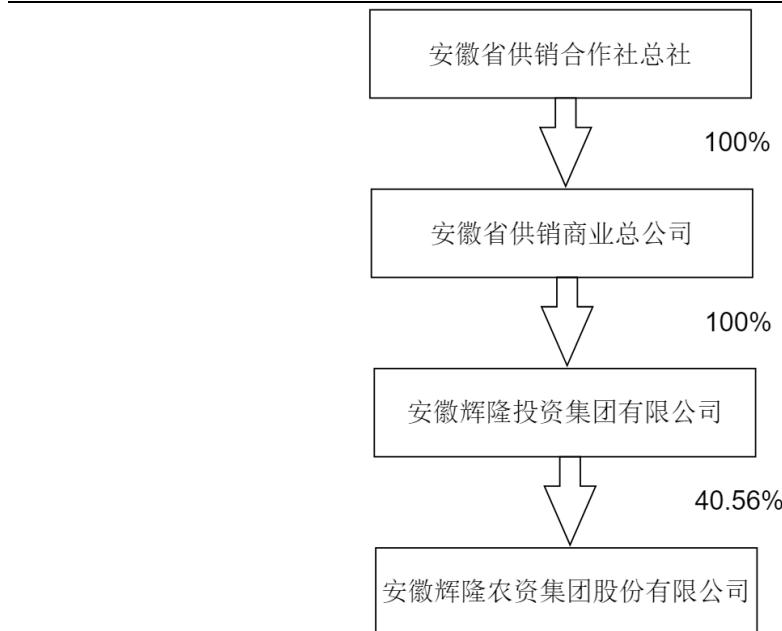
图表目录

图表 1 公司股权结构图	5
图表 2 2013~2018H1 公司各主营业务营收（亿元）	6
图表 3 2013~2018H1 公司各主营业务营收占比情况	6
图表 4 2013~2018H1 营收与同比增长	6
图表 5 2013~2018H1 归母净利及同比增长	6
图表 6 中国农资流通体制改革的重要文件	7
图表 7 中国农资流通市场经济改革相关文件	7
图表 8 2008 年以来全国供销社系统内农资经营情况	8
图表 9 2017 年化肥产业市场集中度情况	8
图表 10 2013~2014 年中国供销社全系统毛利率水平	9
图表 11 2013~2014 年中国供销社全系统利润水平	9
图表 12 农资流通上中下游产业链	10
图表 13 市场发展与物流配送策略	11
图表 14 辉隆配送销售模式	11
图表 15 辉隆连锁安徽布局	12
图表 16 辉隆连锁全国布局	12
图表 17 农资流通收入及同比情况	12
图表 18 化工贸易营收 CAGR33.19%	12
图表 19 化肥流通营收 CAGR8.78%	13
图表 20 农药流通营收 CAGR26.57%	13
图表 21 公司 IPO 以来的内部架构调整动作	13
图表 22 辉隆农业板块主要公司	14
图表 23 农仁街运营模式图	15
图表 24 农仁街业务展示	16
图表 25 公司砀山梨品牌“种个梨”	17
图表 26 公司长丰草莓品牌“唯莓主义”	17
图表 27 公司农产品品牌可实现安全生产数据全溯源	17
图表 28 公司苗木种植基地	18
图表 29 公司苗木种植基地	18
图表 30 公司收购的部分小贷公司的投资收益	19
图表 31 公司参与的部分基金及收益	19
图表 32 2013~2018H1 公司投资净收益（亿）	19
图表 33 农垦改革政策和改革动作	20
图表 34 2018 年公司高管增持情况	21

一、中国农资流通领域第一家上市公司

2008年，安徽辉隆农资集团有限公司整体股份变更，成立安徽辉隆农资集团股份有限公司，并于2011年成功上市。公司是中国农资流通领域第一家上市公司，行业综合竞争力排名省内第一、全国第三。2017年安徽辉隆投资集团有限公司成为公司第一大股东，持股比例40.56%，公司实际控制人是安徽省供销合作社联合社，持有公司40.56%股权。

图表1 公司股权结构图



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

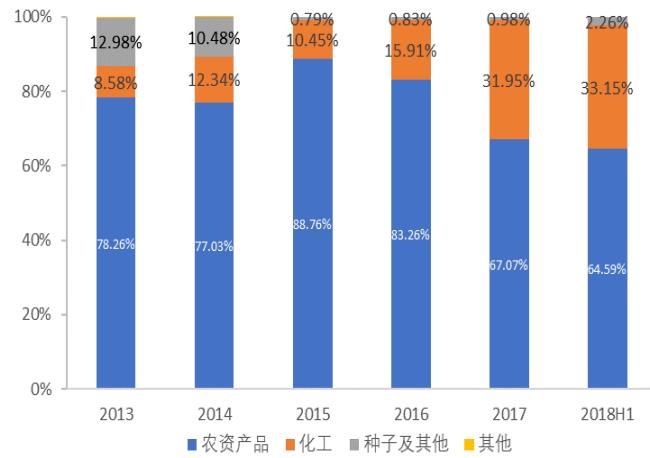
公司营收主要来自农资产品和化工产品。2013~2018H1年，农资产品营收份额保持在60%~80%，占公司营收大部；化工业务发展速度加快，占据总营收1/3的份额。种子业务在订单农业和土地托管业务下，2018H1营收占比进一步提高。

图表 2 2013~2018H1 公司各主营业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 3 2013~2018H1 公司各主营业务营收占比情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司从农资贸易流通商发展成贸工农一体化的综合服务商。经过多年农资供应的渠道经营，形成以农资供应为核心的辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业及辉隆投融资四大板块，从流通商转为综合服务商。公司 2017 年营收同比大增 61.95%，归母净利同比增长 33.01%，2018H1 归母净利同比增长 14.75%，扣非后归母净利同比增长 45%。

图表 4 2013~2018H1 营收与同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5 2013~2018H1 归母净利及同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、由农资流通向工贸一体化转型成功

(一) 90 年代农资流通从计划转向市场

改革开放前，我国农资流通主要依靠供销社运营。1989 年农资流通体制开始改革，农

资流通进入了以供销社为主、农业三站和各类农资企业为辅的“一主两辅”的阶段，此阶段农资流通体制仍以计划为主。1998年的《国务院关于深化化肥流通体制改革的通知》标志着我国农资市场开始放开，连锁经营模式开始应用于农资流通领域。2002年以来，国家经贸委、农业部先后颁布了促进连锁经营发展的相关文件，并实施了“万村千乡”市场工程等具有实质性推动作用的措施，促进了农资连锁经营的快速发展。

图表6 中国农资流通体制改革的重要文件

年份	颁发单位	文件名称	对农资连锁经营的影响
1989	国务院	关于化肥、农药、农膜实行专营的决定	农资流通进入“一主两辅”的阶段
1998	国务院	关于深化化肥流通体制改革的通知	连锁经营开始应用于农资流通领域
2002	国家经贸委	全国连锁经营十五发展规划	加快推进连锁经营的发展，改善流通结构
2002	国务院	关于促进连锁经营发展的若干意见	连锁经营模式在全国商品流通领域得到确立和规范发展
2003	农业部	关于发展农产品和农资连锁经营的意见	农资连锁经营模式得以真正确立
2003	农业部、工商总局、全国供销总社	关于推进农资连锁经营发展的意见	提出了发展农资连锁经营具体意见
2005	国务院	关于促进流通业发展的若干意见	要建立和完善农村流通体系
2005	商务部	“万村千乡”市场工程	大力推动了农资连锁经营
2009	国务院	关于加快供销合作社改革发展的若干意见	进一步推动农资流通体制改革
2009	商务部、发改委 农业部等八部委	关于完善农业生产资料流通体系的意见	依托农资连锁网络优势，促进农资连锁经营跨区域发展连锁经营范围进一步扩大

资料来源：互联网 太平洋证券

2010年后农资流通的市场化进程加快，行业进入调整期。针对产能过剩，国家提出化肥使用零增长，行业增长速度放慢；同时取消部分补贴和优惠政策，如铁路货运优惠、用电优惠、恢复征收增值税，增加企业的运营成本；同时鼓励企业和地区间的兼并重组，强化资本运作。当前，农资流通领域在市场化改革下进入调整期。

图表7 中国农资流通市场经济改革相关文件

年份	颁发单位	文件名称	对农资连锁经营的影响
2012	国务院	关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见	积极培育大型流通企业，支持有实力的流通企业跨行业、跨地区兼并重组。
2014	中华全国供销合作总社	关于大力推进农资经营服务创新工作的通知	强化资本运作，在引进社会资本、吸引战略投资者、IPO 上市等投融资及资本运作方面进行探索尝试
2015	国家发改委	国家发展改革委关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知	将提高国家铁路货物统一运价，由平均每吨公里 14.51 分钱提高到 15.51 分钱，并作为基准价，允许适当上浮，上浮幅度最高不超过 10%，下浮仍不限。
2015	农业部	<到 2020 年化肥使用量零增	实现化肥使用量“零增长”目标，进一步分解目标任

		长行动方案>推进落实方案	务，细化技术路径，率先开展玉米、蔬菜、苹果化肥减量增效试点
2015	发改委	国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知	自 2015 年 4 月 20 日起，各地取消化肥生产优惠电价
2015	财政部、税务总局	关于对化肥恢复征收增值税政策的补充通知	增值税一般纳税人销售的库存化肥，允许选择按照简易计税方法依照 3% 征收率征收增值税。

资料来源：互联网 太平洋证券

(二) 市场参与个体发展情况不乐观

农资流通企业数量多、规模小，市场竞争激烈。供销社系统下的农资经营企业、连锁企业的数量众多，其中连锁及配送网点数量在 2016 年末达到 34.40 万家，市场竞争日趋激烈，已经形成了一个庞大的、多层次的农资经营网络。由于企业众多，绝大部分农资经营企业（含个体门店）存在经营规模小、综合服务能力弱、经营不稳定的特点。

图表 8 2008 年以来全国供销社系统内农资经营情况

年份	农资经营企业个数/个	农资连锁企业个数/个	发展连锁、配送网点/万个	农资销售额/亿元	连锁经营农资销售额/亿元
2008	7944	1947	22.96	-	1936.87
2009	8113	2107	25.59	-	2063.14
2012	3361	2118	31.80	5892.50	2365.60
2013	3594	2410	35.50	6664.60	2409.50
2014	3700	2484	37.30	6941.10	2712.10
2015	3775	2500	37.00	7274.40	2958.10
2016	3687	2354	34.40	7986.70	-
2017	3873	-	-	8831.80	-

资料来源：中国供销合作网 太平洋证券

农资流通领域行业集中度低，龙头企业市占率低。以化肥产业为例，五大化肥流通销售企业销量占总化肥施用量的 39%，中化化肥作为化肥流通领域的龙头，占比仅为 11%，各企业对市场的掌控能力很低。

图表 9 2017 年化肥产业市场集中度情况

公司	2017 年销量（万吨）	占比
中化化肥	702	11%
辉隆股份	350	6%
金正大	700	11%
天禾农资	200	3%
新洋丰	500	8%
合计		39%

资料来源：各公司 2017 年报 太平洋证券 注：占比为各公司化肥销量占全国化肥总施用量比重
竞争激烈，进入壁垒不高，农资流通行业整体处于微利状态。化肥流通体制改革以来，我国农资流通市场竞争激烈，行业毛利率整体处于较低水平。供销社系统在我国农资流通

体系中占据主导地位，2013~2014年供销社系统毛利率约7%，各级销售利润率除市级社外均不到3%，农资流通行业的整体盈利能力较差。

图表 10 2013~2014年中国供销社全系统毛利率水平

年份	毛利率
2013年	7.53%
2014年1~11月	7.56%

资料来源：中国供销合作网 注：该数据仅公布至2014年11月份，此后未更新

图表 11 2013~2014年中国供销社全系统利润水平

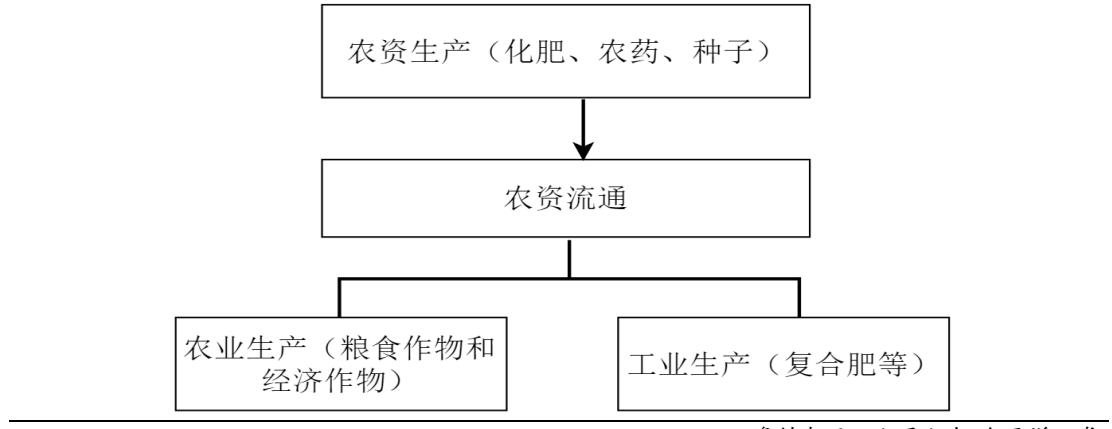
年份	层级	销售利润率
2013年	中国供销集团	1.14%
	省级社	1.53%
	市级社	3.09%
	县级社	2.31%
2014年1~11月	基层社	1.21%
	中国供销集团	0.72%
	省级社	0.82%
	市级社	3.14%
	县级社	2.30%
	基层社	1.30%

资料来源：中国供销合作网 注：该数据仅公布至2014年11月份，此后未更新

三、四大业务协同，转型农业综合服务商

借力转型，业务覆盖农资流通上下游。农资流通行业由于存在利润率低、竞争激烈、政策补贴退出等问题，公司由此扩充业务，打通上下游产业链。公司当前业务分为辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业、辉隆投融资四大板块；其中上游自有品牌复合肥、化工板块迅猛发展；中游继续深耕农资流通行业，创新流通方式；下游渗透种植业和产后烘干存储领域。当前四大板块基本覆盖农资流通上中下游全产业链。

图表 12 农资流通上中下游产业链



资料来源：公司公告 太平洋证券

(一) 上游：辉隆工业

辉隆工业板块主要是指农药化肥的生产。公司先后投资建设五个新型肥药生产加工基地，积极研发生产自主品牌系列复合肥、农药产品。五禾生态复合肥蚌埠一期有 47 万吨产能，二期 40 万吨产能正在建设中，预计 2018 年下半年和 2019 年将陆续达产，蚌埠总产能 87 万吨，实际生产量约 60 万吨；江西宜春 15 万吨产能布局，加上吉林辉隆年产 15 万吨氨酸法复合肥项目，2020 年预计化肥实际生产量将达到 100 万吨。假设蚌埠二期有 20 万吨产能在 2018H2 达产，以 60% 的产能利用率计，则 2018 全年化肥生产量 62 万吨，与 2017 年的 50 万吨相比同比增长 24%。

银山药业主要生产农药制剂，在 2017 年中国农药行业制剂销售 50 强中位居第 24 位，年生产能力 10000 吨。银山药业 2017 年营业收入达到 2.5 亿元，同比增长 35%。去年农药制剂分销总营业收入 17 亿，利润大概 4000 多万；今年预计营收 20 亿，利润超 5000 万，2020 年预计营收达 30 亿，利润超 1 亿元。

(二) 中游：辉隆商业

辉隆商业主营化肥、化工、农药内外贸业务和产品分销，属于公司深耕多年的农资流通领域。公司立足安徽，化肥业务遍布国内 17 省区，农药业务覆盖十多个省区，是安徽省的绝对龙头，化肥的总分销量在全国排名前三。

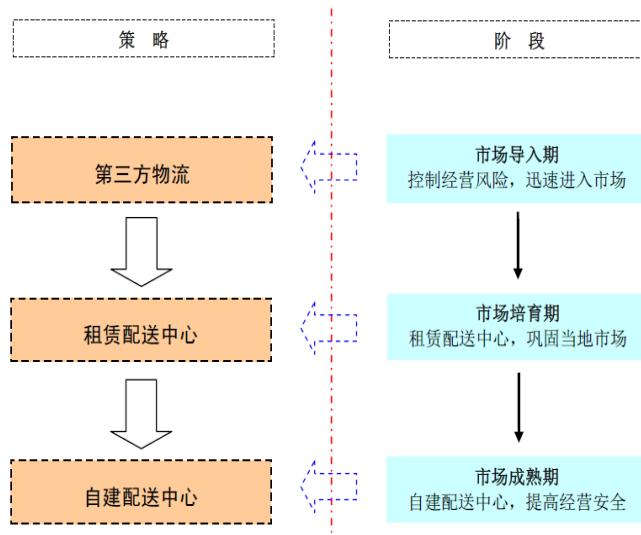
“配送中心+加盟站”方式扩展业务区域。截至 2016 年底辉隆股份建立了连锁配送中心 57 家，其中 50% 为自建，每一个配送中心均可进行仓储和物流。加盟店超过 2900 家，业务覆盖了安徽省内 93 个县（市、区）和 787 个乡镇（街道）。在省外市场，为降低经

营风险，采取第三方物流形式开展经营，快速进入重点市场；经过持续经营与培育，视市场发展成熟程度，分别采取租赁或自建配送中心，进一步加强对当地市场的业务渗透。

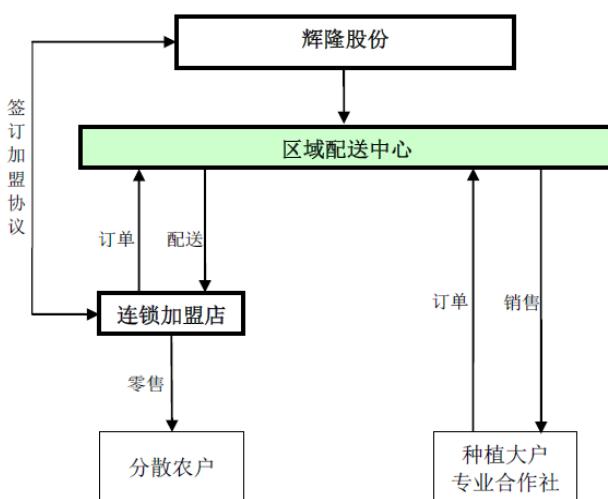
“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”，精准对接消费群体。各事业部及子公司将集中采购的货物统一配送至各区域配送中心。各配送中心根据加盟协议和各加盟店的订单，向辖区内各加盟连锁店配送供货。同时，区域配送中心还根据各自配送区域实际情况，对配送区域内种植大户、专业合作社及加盟连锁店覆盖盲区进行直接销售。

销售+服务，由经营服务型向服务经营型转变。公司利用自身农业技术优势，建立了较为完善的售前、售中及售后一体化农技服务体系。广泛开展连锁加盟店、种植大户及农民培训，推广农业新技术与农资新产品；宣传普及农技知识，聘请农业专家指导农户选择种植品种、科学施肥用药等。

图表 13 市场发展与物流配送策略



图表 14 辉隆配送销售模式



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

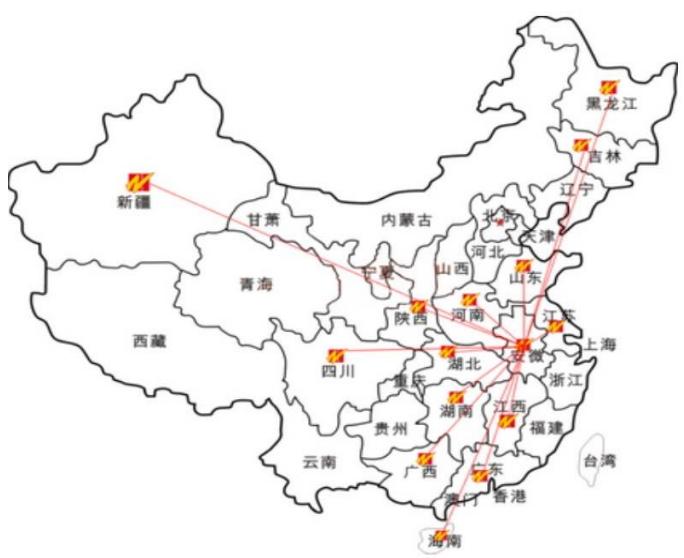
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 15 辉隆连锁安徽布局



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

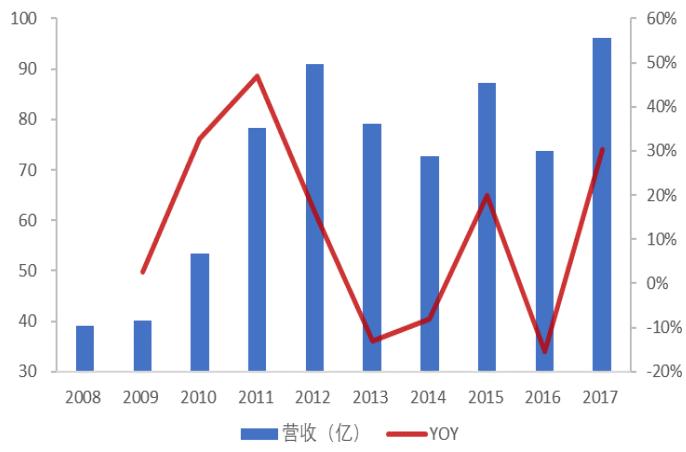
图表 16 辉隆连锁全国布局



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

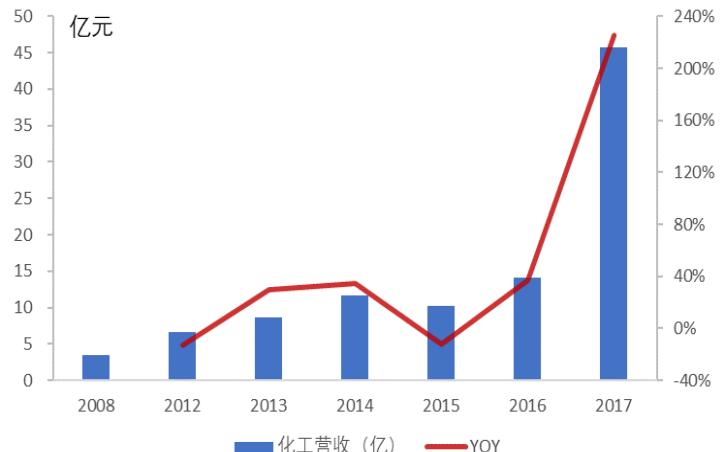
农资流通业务重回快车道。公司在销售渠道的布局和销售模式的转型方面成效明显，2017年农资流通营收同比增长30%，是继2012年后首次增速达到30%以上。2008~2017年间化肥流通营收CAGR8.78%，农药营收CAGR26.57%，化工贸易的营收CAGR33.19%。

图表 17 农资流通收入及同比情况



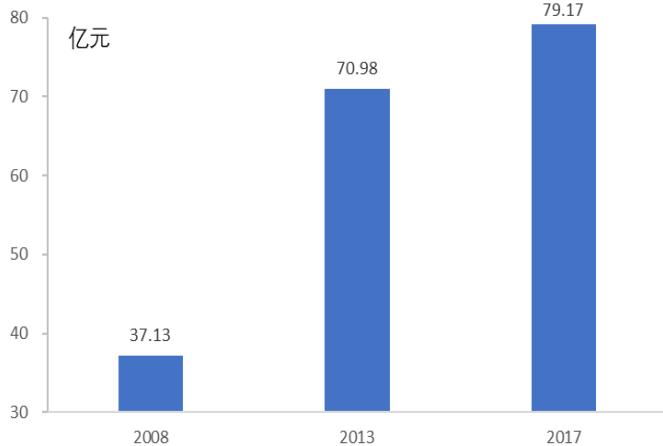
资料来源：wind, 太平洋证券整理

图表 18 化工贸易营收 CAGR33.19%



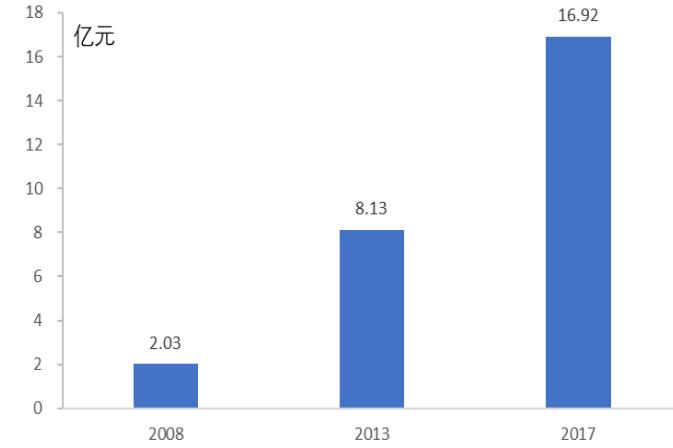
资料来源：wind, 太平洋证券整理

图表 19 化肥流通营收 CAGR8.78%



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 20 农药流通营收 CAGR26.57%



资料来源：wind，太平洋证券整理

2018H1 化肥分銷營收 40 多億，農藥制剂分銷營收約 10 億。化肥細分種類看，2018H1 氮肥分銷量 100 多萬噸，磷肥 20 多萬噸，鉀肥 50~60 萬噸。化工貿易板塊從 16 年開始放量，16 年營收 14 億，17 年近 46 億，2018H1 营收到 27.11 億，2018 年全年營收預計突破 60 億。2018H1 辉隆商業板塊營收 79.93 億，同比增長 11%。從全年看，農資產品分銷營收約 100 億，化工貿易按 60 億計，2018 年輝隆商業板塊營收約 160 億，預計同比增長 13.47%。

(三) 下游：輝隆農業

1. 內部調整，資源整合

时隔 4 年重新调整农业板块，发挥合力做强做大。8 月 28 日公司发布公告，全资子公司安徽辉隆集团农业发展有限责任公司收购辉隆股份持有的农仁街电子商务有限公司 75.10% 的股权。两个农业公司合并在一个农业控股子公司旗下，更加有利于公司发挥合力把农业板块做强做大。从历史的内部调整动作看，公司的内部调整基本集中在辉隆商业和辉隆工业板块，农业板块时隔 4 年的调整突显了公司大力发展农业板块的决心。

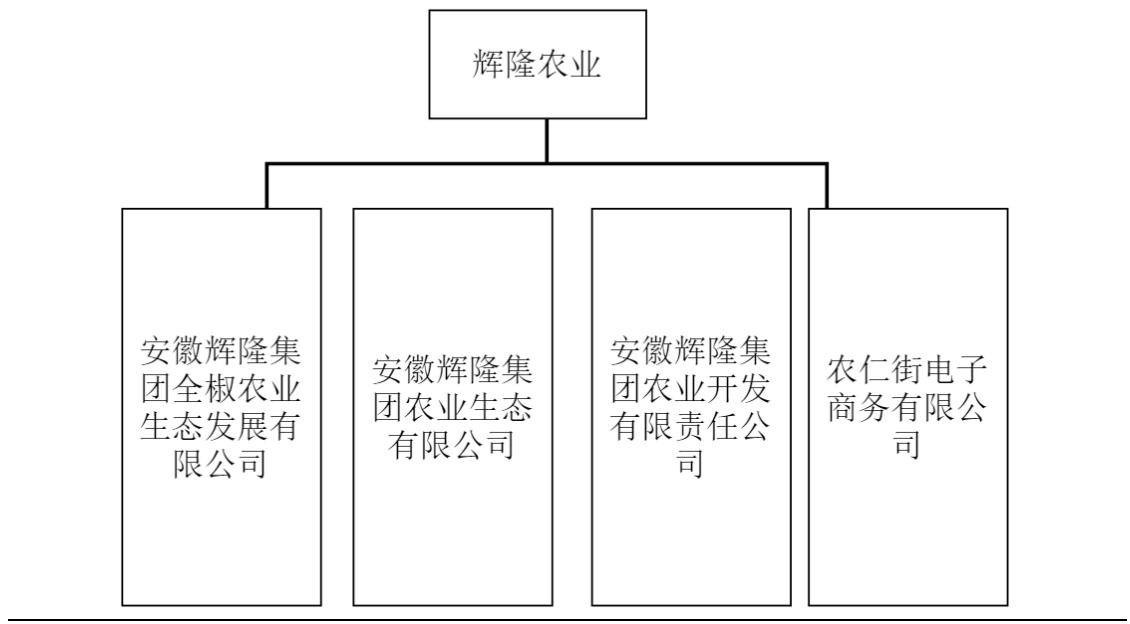
图表 21 公司 IPO 以来的内部架构调整动作

时间	调整内容
2011 年 4 月 22 日	安徽辉隆农资集团股份有限公司收购控股子公司安徽辉隆集团皖江农资有限公司所持安徽辉隆集团全椒生态农业发展有限公司 100% 股权。
2012 年 6 月 11 日	安徽辉隆农资集团股份有限公司收购海南省供销合作联社所持的海南省农业生产资料有限公司 16% 股权和海南绿宝龙生物科技肥料有限公司所持的海南农资 44% 股权
2014 年 8 月 26 日	辉隆股份收购农资连锁持有的安徽辉隆农业开发有限责任公司 60% 的股权。

2015年9月11日	辉隆股份收购安徽辉隆集团瑞丰化肥有限公司所持有的瑞美丰有限公司100%的股权。
2015年9月11日	海南省农业生产资料集团有限公司收购辉隆股份持有的广东辉隆农资有限公司60%的股权。
2016年5月13日	辉隆股份将持有的陕西辉隆农资有限公司70%的股权转让给安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司
2018年8月28日	安徽辉隆集团农业发展有限责任公司收购辉隆股份持有的农仁街电子商务有限公司75.10%的股权

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 22 辉隆农业板块主要公司



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2015年5月底，辉隆股份与控股股东安徽省供销商业总公司、中国科学院合肥物质科学研究院、中科院（合肥）技术创新工程院有限公司签约，组建农仁街电子商务有限公司，增资后注册资本达到5000万元，辉隆股份持有其60%股份。

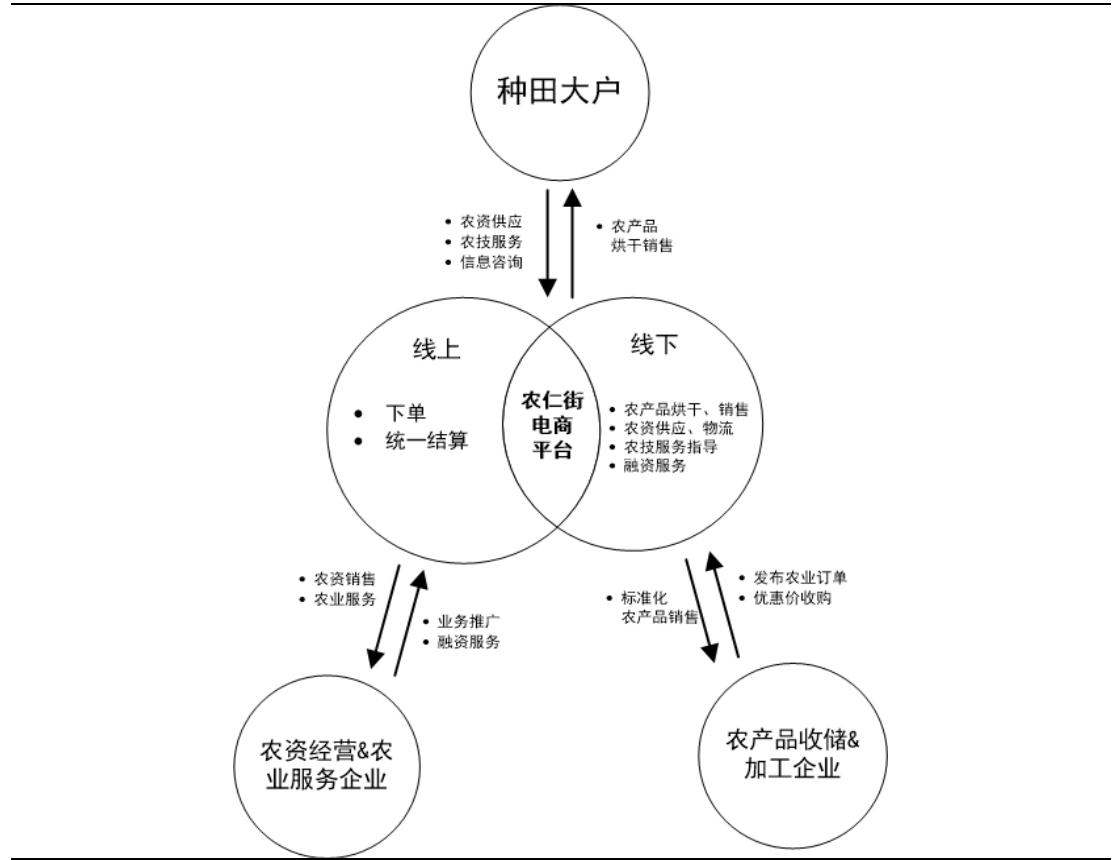
与普通电商不同的是，农仁街更注重将线上与线下对接，现已形成粮食烘干仓储、供应链金融、农特产品贸易三大核心业务。随着土地确权、流转加快，新型农业生产主体队伍日渐壮大，粮食规模化生产增速强劲、粮食产后服务需求激增，因此农业电子商务的功能已经不局限于农资产品销售，更应该落在解决种植大户卖粮难的产后对接服务上。

农仁街精准对接农业大户、农资/农业服务企业和农业企业等新型农业经营主体。对种田大户，线上农仁街发挥传统电商的下单和结算功能，提供农资和农产品的买卖服务；线

下提供信息咨询、农技服务、烘干仓储服务等。对农资经营&农业服务企业提供农资销售和业务推广服务；对农产品收储加工企业，将公司收储来的粮食与企业对接，进行订单采购。

粮食烘干仓储项目是农仁街探索“互联网+农业”新路径，2016年底农仁街已建设年烘干规模20000吨、仓储规模4000吨的仓储中心一座，年服务种植面积5万亩。2017年，农仁街实现营业收入7239.57万元，比上年同期4048.89万元增加3190.68万元，同比增长78.80%。

图表 23 农仁街运营模式图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 24 农仁街业务展示



The screenshot shows the homepage of Nongrenjie (农仁街). At the top, there is a navigation bar with links: 首页 (Home), 商城 (Commerce), 蜀品徽韵 (Sichuan Products of Huiyuan), 烘干仓储 (Drying Storage), 农仁邦 (Nongrenbang), 信息化建设 (Information Construction), 供销e家安徽馆 (Supply and Marketing e-family Anhui Store), and 安徽供销特产馆 (Anhui Supply and Marketing Special Products Store). Below the navigation bar, there is a sidebar with icons and text: 采购农资 (Purchase Agricultural Inputs), 买农产品 (Buy Agricultural Products), 烘干仓储 (Drying Storage), 委托采购 (Commission Purchase), and 农技服务 (Agricultural Technical Services). To the right of the sidebar, there is a section titled '核心优势' (Core Advantages) with four hexagonal icons: 产地直销一手货源 (Direct sales from origin, first-hand goods), 自有基地品质保障 (Quality assurance from our own bases), 质量标准严格把控 (Strict quality control standards), and 线上线下同步销售 (Sync online and offline sales). Further to the right is a colorful 3D-style illustration of a market scene with a sign that says '招募' (Recruitment) and '农仁街等你来' (Waiting for you at Nongrenjie).

资料来源：农仁街网站，太平洋证券整理

2. 订单农业，从源头管理农业生产

农仁街在海南、安徽、广西等省份，与大型农业生产企业、种植大户、专业合作社、特色家庭农场等新型农业经营主体合作，建设数万亩果蔬、粮食生产合作基地和多个海鲜、水产养殖合作基地，与各类农批市场共同打造门店进行线上线下一体化销售，实现产销闭环，延伸构建涵括智慧订单农业、仓储物流整合服务、优质农产品溯源认证、大数据分析应用等为一体的产业发展生态圈，共同打造具有标杆意义的“互联网+农业”模式。

公司在进行订单农业时，为客户提供技术、农资、疫病防治等服务，从源头对农产品进行管控，保障订单农业产品的全程可溯。

3. 农产品贸易，发掘地方特色产品

借助农仁街的“供销e家”，建立以县域为基础，全国互通的农村电商生态。农仁街互联网平台向招募认养人，采取“企业+农户”的全产业链服务模式，公司对特色农产品进行全程追踪，重塑品牌，以农仁街为载体进行特色农产品贸易，以差异化产品取胜。

图表 25 公司砀山梨品牌“种个梨”



资料来源：互联网，太平洋证券整理

“种个梨”和“唯莓主义”项目是公司开发的两个主要特色农产品项目。种植基地经规模化、标准化统防统治和精细化管理养护，公司从源头到运输全程控制农产品品质，产品质量可追根溯源。重塑砀山酥梨和长丰草莓的品质口碑，将地方产品打造成高端生鲜品牌。

图表 26 公司长丰草莓品牌“唯莓主义”



资料来源：互联网，太平洋证券整理

图表 27 公司农产品品牌可实现安全生产数据全溯源



资料来源：互联网，太平洋证券整理

3. 精品园林苗木产业

安徽辉隆集团生态园林有限公司成立于 2011 年，2012 年正式建圃。截至目前，辉隆园林已建成安徽全椒县与临泉县 11000 余亩的大型苗圃。当前公司有 13000 亩精品地栽苗圃，200 亩高档容器苗圃，套种 1300 亩精品桶苗圃。

针对当前我国绿化苗木行业进入门槛低，缺乏精细化和专业化管理的情况，公司为苗木基地提供“苗圃规划+苗木药肥管理+专业技术+全面的农资产品”一站式服务。同时公司自主经营的苗木肥料“辉隆·大团结”，形成完整的苗木种植产业链。

图表 28 公司苗木种植基地



图表 29 公司苗木种植基地



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

依托园林苗木和观赏花卉的种植基地，配套观光旅游功能，目前坝上草原、农业科普馆景点已建成，未来公司还将开放更多农业生态旅游项目。

4. 其他业务

1) 社会化服务。2017 年 8 月，公司与荃银高科签订合作协议，双方将在农业社会化服务展开合作，共同打造粮食种植基地。当前公司为合作社、种田大户开展测土配方施肥、节水灌溉机械作业、统防统治等服务。目前公司年耕 5 万亩次，机械化育插秧 2 万亩次，统防统治 5 万亩次，粮食烘干 2 万吨。

2) 进行土地流转服务。公司在安徽省的全椒县、临泉县共流转土地超 20000 亩，以精品园林苗木种植。公司未来将进一步扩展土地流转面积，为公司未来进行现代农业提供支撑。

3) 大田作物种植业的土地托管服务。公司有 2 万亩流转土地进行大田作物种植，当前在安徽省内试点全托管和半托管的服务模式，现已带动周边 5~10 万亩的种植大户的托管合作。公司统一提供种子、化肥、农药，再把种粮大户的粮食收购上来。土地托管业务将带动公司种子、农资流通、粮食烘干仓储等业务的发展，公司土地托管服务的短期目标是 2~3 年在安徽省服务面积拓展到 50~100 万亩。

2018 年农业板块预计实现盈利。公司农业板块经过多年摸索，发展曲折，今年走上正轨，预计 2018 年农业板块能够实现盈利。

(四) 辉隆投融资

对外参股投资在 9 个亿左右，分为三部分：

- 1) 参股上游的一些化肥厂商，参股投资额占比不大，不到 1 亿；
- 2) 参股供销社旗下类金融上市公司新力金融控股的小贷、融资租赁公司，投资额约 5 亿；

图表 30 公司收购的部分小贷公司的投资收益

公司名称	股权比例	2017 年获取投资收益（亿）
广德德善小额贷款有限公司	20%	-
合肥德善小额贷款股份有限公司	18.48%	0.13
马鞍山德善小额贷款有限公司	10%	-
安徽德润融资租赁股份有限公司	8.40%	

资料来源：wind，太平洋证券整理

- 3) 参股 3 个并购基金，投资额约 3 亿。

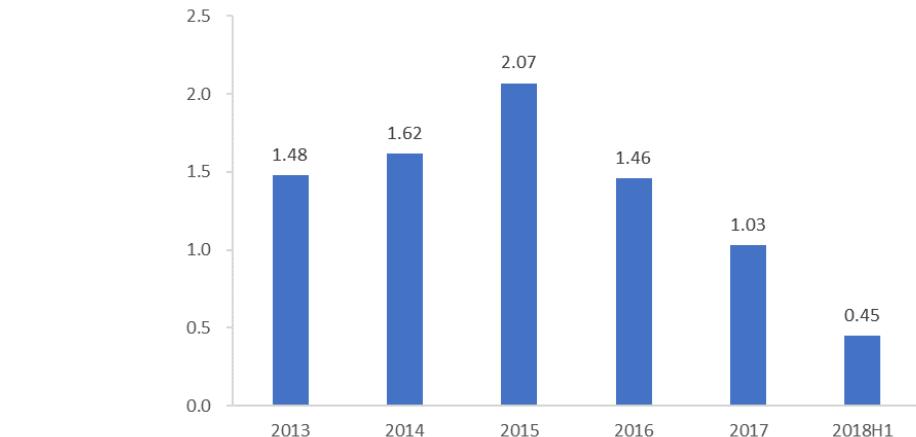
图表 31 公司参与的部分基金及收益

公司名称	股权比例	2017 年获取投资收益（亿）
安徽智益隆华投资管理合伙企业	49.95%	-
安徽省供销合作发展基金有限责任公司	6%	-
上海隆华汇并购基金合伙企业	33.33%	0.138

资料来源：wind，太平洋证券整理

投资收益为公司净利润贡献较大。2013~2017 年投资收益基本稳定在 1 亿以上，2017 年投资净收益 1.03 亿，占公司归母净利的 75%。

图表 32 2013~2018H1 公司投资净收益（亿）



资料来源：wind，太平洋证券整理

四、供销社+农垦，内外改革双获利

农垦改革预期强烈。2018年2月，财政部牵头筹建中国农垦产业发展基金。农垦基金的设立，将为农垦改革提供资金支持，通过盘活存量资产，整合垦区重要农产品的生产、加工和流通，推进资源优化配置，推动一二三产业融合发展，培育具有国际竞争力的大企业大集团，充分发挥农垦在推进农业农村现代化和实施乡村振兴战略中的骨干作用。

图表 33 农垦改革政策和改革动作

日期	政策
2015/2/1	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》
2015/11/27	《中国中央国务院关于进一步推进农垦改革发展的意见》
2016/6/14	《深化农垦改革专项试点工作方案》
2017	广西、湖南、福建等地陆续出台地方农垦改革方案
2018/2/3	财政部牵头筹建中国农垦产业发展基金。基金计划规模500亿元左右，首期规模100亿元，其中中央财政出资20亿元，其他社会资本80亿元。

资料来源：太平洋证券整理

公司将收益于农垦改革，土地流转进度加快。公司流转土地32000亩，其中2万亩进行大田作物种植。公司的农业板块将充分受益于农垦改革，土地流转的进度和面积将大大加快。

2015年4月颁布《中共中央国务院关于深化供销合作社综合改革的决定》，拉开了供销社改革的序幕。《决定》提出，拓展供销合作社经营服务领域；推进供销合作社基层社改造，密切与农民的利益联结；创新供销合作社联合社治理机制，增强服务“三农”的综合实力。

公司作为安徽省供销社旗下企业，是首家供销社系统上市公司，受益于供销社综合改革。安徽省供销社全系统目前已建立配送中心 571 个、批发市场 66 个，组建基层社 1132 个、农民专业合作社 5338 个、综合服务社 15987 个，发展各类行业协会、农产品经纪人协会、合作经济联合会 385 个，入会会员达 18 万余人。全系统 65855 个“新网工程”经营服务网点遍布城乡。未来一旦开启供销社改革，安徽省供销社系统的部分资源有可能注入上市公司，促进公司在商业、农业板块的快速发展。

五、盈利预测

公司高管在 6 月集中增持，共增持 79 万股，金额 449.47 万。2017 年 10 月公司发布员工持股计划，行权价格每股 7.85 元，激励人数 345 人，共计 2851 股。员工持股计划和公司高管连续增持都展现出公司上下对未来发展有足够信心。

图表 34 2018 年公司高管增持情况

日期	增持情况
2018 年 6 月 6 日	董事长、副总经理增持 17.2 万股，金额共计 99.16 万
2018 年 6 月 6 日	监事、副总经理增持 10.5 万股，金额共计 59.61 万。
2018 年 6 月 6 日	董事、副总经理增持 19.3 万股，金额共计 110.43 万
2018 年 6 月 7 日	董事长、副总经理增持 22 万股，金额共计 129.32 万
2018 年 6 月 29 日	董秘增持 10 万股，金额共计 49.95 万
共计	金额共计 448.47 万

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

我们预计公司 2018~2020 年归母净利分别为 1.66 亿/2.04 亿/2.49 亿，同比增长 21.20%/23.40%/22.00%，对应 EPS 为 0.23/0.28/0.35 元。基于公司在农业板块产前-产中-产后服务完善，在农资流通和工业生产的持续放量以及农垦+供销社改革的强烈预期，给予公司 2018 年 35 倍 PE，对应目标价 8.05 元，以 2018/8/30 日收盘价 4.98 元计算，当前股价上涨空间 61%，给予“买入”评级。

六、风险提示

1. 农资流通具有明显的季节性。农资常年化生产与季节性消费的矛盾，需要农资流通企业具备很强的仓储调配能力。因此，公司如果不能根据季节性因素及时、合理调整农资产品结构和存货储备量，将对公司经营产生不利影响。
2. 公司主营业务收入和利润主要来源于化肥销售，因此，若公司主要经营品种价格受国际经济形势及大宗商品价格影响出现大幅波动，将对公司业绩产生一定影响。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。



投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.c
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyiing@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.co
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。