

日期: 2011年2月15日

行业: 农资流通业



刘丽
021-53519888-1923
liuli@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120018

农资流通领域巨头之一

IPO 报价区间 RMB 31.86~38.23 元
上市合理定价 RMB 35.40~42.48 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 37.50
发行后总股本 (百万股) 149.50
发行数量占发行后总股本 25.08%
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 平安证券

主要股东 (IPO 前)

安徽省供销社公司 51.49%
李永东等 191 名自然人 48.51%

收入结构 (2010Q3)

化肥 91.14%
农药 5.19%
种子及其他 3.52%

报告编号: LL11-NSP03

首次报告日期: 2011年2月15日

■ 投资要点:

农资流通领域巨头之一

辉隆股份专业从事农资流通业务, 主营各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务。公司以独特的“配送中心+加盟店”形式开展农资连锁经营, 配送中心是公司开展连锁经营的核心模块。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黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 个主要农业和农资消费大省建立了 56 个区域配送中心, 成功发展了 2,300 余家连锁加盟店, 初步形成了辐射全国的连锁经营网络。

规模优势及一体化农技服务优势

2007-2009 年度, 公司分别位居全国农资流通行业第 6 名、第 4 名和第 4 名, 连续 3 年位居安徽省内第 1 名。目前, 公司安徽省内市场占有率约为 15% 左右, 全国市场占有率约为 1%-1.5% 左右。同时公司依托自身农业技术优势, 建立了完善的售前、售中和售后一体化服务体系。

公司业绩将持续增长

我们初步预计公司 2010-2012 年营业收入年递增分别为 32.59%、26.17% 和 16.24%; 归属于母公司的净利润将实现年递增 12.14%、33.88% 和 22.47%, 相应的稀释后每股收益为 0.88 元、1.18 元和 1.45 元。

定价结论

综合考虑可比的连锁经营类及化肥类上市公司当前估值水平, 以及近期中小板新股发行情况, 我们认为给予辉隆股份 2011 年 30-36 倍市盈率较为合理, 对应的合理估值区间为 35.40—42.48 元; 建议以合理价值 10% 折价询价, 询价区间对应为 31.86—38.23 元, 对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 40.33 倍-48.39 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,277.51	4,086.34	5,418.12	6,836.22	7,946.34
年增长率 (%)	-0.97	-4.47	32.59	26.17	16.24
归属于母公司的净利润	58.01	117.76	132.05	176.78	216.50
年增长率 (%)	13.88	103.01	12.14	33.88	22.47
(发行后摊薄)每股收益(元)	4,277.51	4,086.34	5,418.12	6,836.22	7,946.34

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

一、行业背景

辉隆股份专业从事农资流通业务，主营各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务；所属行业为农资流通行业，属于零售业中的其他零售业。

● 农资流通行业简况

农资流通行业直接服务“三农”，是连接上游生产企业和下游农户的桥梁，肩负保障农业增产、农民增收的重大使命，历来受到国家高度重视。我国的化肥流通体制大概经历了以下三个阶段：完全计划管理阶段（上世纪50年代—80年代初）、计划管理与市场配置相结合阶段（80年代初—1998年）、市场配置阶段（1998年—至今），目前已完全市场化。在我国，成品包装农药流通环节和非分装种子流通环节目前也都已处于市场化平等竞争状态。目前，国内农资流通行业主要政策包括：农资综合补贴政策、化肥淡季商业储备制度、“万村千乡”市场工程及“新网工程”、增值税减免政策和化肥出口淡旺季差别关税政策。

在国家相关政策的大力支持下，具有规模化、规范化等诸多优势的农资连锁经营流通企业迅速崛起，逐步取代原有的“批发分销”经营模式。据不完全统计，目前我国开展连锁经营的农资流通企业超过4000多家；国内农资连锁经营企业实现销售额约占全国农资销售总额的20%左右。国内农资流通业的经营具有以下三个特征：（1）行业特有的“淡储旺销”经营模式：农资生产的常年性和农资消费的季节性矛盾，决定了行业内企业普遍采用“淡储旺销”的特殊经营模式；（2）区域型特征：目前国内农资流通型企业近万家，主要集中在华东地区（34.9%）和中南地区（24.6%）；（3）季节性特征：由农业生产和农资消费的季节性特征决定。

● 行业竞争结构及公司地位

1998年，国家进行化肥流通体制改革，拓宽了化肥流通渠道，大批经营主体纷纷涌现；2009年，国家取消化肥经营企业所有制性质限制后，国内化肥流通行业进入了完全市场化阶段，大批民营农资流通企业快速成长，初步形成了经济成分和销售渠道多样化的局面。国内农资流通领域市场化程度较高，市场竞争激烈，呈现以下特点：（1）行业集中度不高，整体呈现“大行业、小企业”的格局；（2）经营主体多元化，竞争激烈；（3）同质化竞争严重，竞争秩序混乱；（4）服务品牌建设滞后，农户认同度低；（5）终端销售渠道“小、弱、散”，农技服务水平低。未来我国农资流通行业的发展将呈现：行业集中度逐步提高、流通渠道扁平化、连锁经营将成为行业主导经营模式、销售网络将成为企业的核心竞争优势、销售与农技服务一体化、“一网多用，双向流通”等趋势。

根据中国农资网统计数据，目前我国各类农资流通企业已近万家。受历史政策因素影响，目前供销社系统所属农资公司在国内农资流通行业仍占主导地位。中国农资流通协会和安徽省农资流通协会资料显示，2007-2009年，公司化肥销售在安徽省内市场占有率约为15%左右，全国市场占有率约为1%-1.5%左右，基本保持稳定。根据中国农资流通协会统计，2009年辉隆股份在国内农资流通行业中排名第四。

目前，国内规模较大的农资流通企业中，按终端销售网络覆盖深度不同大致可以划分为两类：一类是以浙江农资集团有限公司、黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司、江苏苏农农资连锁集团股份有限公司、九禾股份有限公司、四川开元集团和本公司为代表的企业，终端销售网络大部分覆盖到乡镇甚至村一级；一类是以中国农业生产资料集团公司和中化化肥控股有限公司为代表的“国字号”企业，在全国范围内开展“批发分销”业务，其终端销售网络基本只覆盖到区县一级。由于两类企业终端销售网络深度不同，故市场上与本公司竞争的主要对手是浙江农资集团有限公司、黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司、江苏苏农农资连锁集团股份有限公司、九禾股份有限公司和四川开元集团等。

● 公司竞争优势

行业领先的规模优势：中国农资流通协会和安徽省农资流通协会统计资料显示，2007-2009年度，公司分别位居全国农资流通行业第6名、第4名和第4名，连续3年位居安徽省内第1名。目前，公司安徽省内市场占有率约为15%左右，全国市场占有率约为1%-1.5%左右；凭借行业领先的规模优势，多年来公司连续中标国家和安徽省化肥淡储任务，经营业绩保持了持续稳定增长态势。

独特的连锁经营模式优势：公司是国内较早开展农资连锁经营业务，并且取得初步成功的少数农资流通企业之一。公司独特的“配送中心+加盟店”连锁经营模式，一方面有效减少了中间流通环节，实现了流通渠道的扁平化，降低了流通成本；另一方面通过借助加盟商的人力、物力和财力，实现了终端销售网络的低成本快速扩张。

庞大的销售网络优势：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黑龙江、吉林、河南、江苏等9个主要农业和农资消费大省建立了56个区域配送中心，成功发展了2,300余家连锁加盟店，初步完成了销售网点的空间战略布局，同时实现了一定广度和深度的覆盖，为公司未来进一步拓展市场份额奠定了坚实的基础。

一体化农技服务优势：公司秉承“服务三农，奉献社会”的服务

宗旨，实行“销售服务型”经营战略，在向广大农户销售“放心农资”的同时，依托自身农业技术优势，建立了完善的售前、售中和售后一体化服务体系。

有效激励、执行到位的管理优势：公司制定了完善的且执行到位的“谁经营、谁负责”和“责、权、利高度统一”约束激励机制，对各事业部、子公司及员工实行严格的业绩考核；极大提高了部门和员工的责任感和积极性，实现了对 56 个区域配送中心和 2,300 余家连锁加盟店的有效控制。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司由辉隆有限整体变更设立。辉隆有限成立于 2004 年 4 月 8 日，系由安徽省农资公司整体改制；成立时注册资本 6,000 万元，其中：省供销总公司以其全资企业省农资公司经审计评估的部分净资产出资 3,300 万元，占注册资本的 55%，李永东等 38 名自然人以现金形式出资 2,700 万元，占注册资本的 45%。为符合相关规定，李永东等 38 名自然人的持股实际代表了 197 名实际出资人以及省农资公司工会。经 2004-2008 年 5 月历次股权转让及工会股权调整，截至整体变更前，辉隆有限股权结构为省供销总公司持股 55% 和 180 名自然人股东持股 45%。2008 年 10 月辉隆有限依法整体变更设立股份有限公司。股份有限公司设立后，经历 2008 年 12 月和 2009 年 12 月两次增资，公司注册资本增至 11,200 万元，股东人数增至 192 名，即形成公司此次公开发行前股权结构。

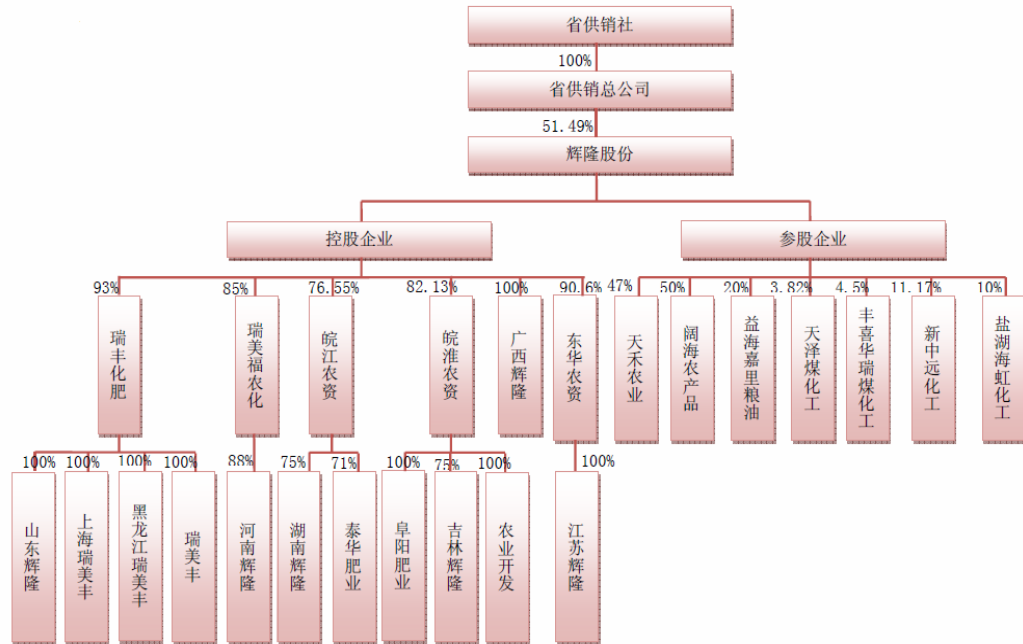
目前，安徽省供销总公司持有公司 51.49% 的股份，为公司的控股股东；省供销总公司由安徽省供销社投资成立，因此省供销社为公司实际控制人。

表 1 辉隆股份发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
一、有限售条件的流通股	11,200.00	100.00%	11,200.00	74.92%
安徽省供销总公司	5,767.18	51.49%	5,767.18	38.58%
李永东等 191 名自然人	5,432.82	48.51%	9,182.82	61.42%
二、本次发行流通股	—	—	3,750.00	25.08%
合 计	11,200.00	100%	14,950.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书

图 1 辉隆股份发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

辉隆股份专业从事农资流通业务，主营业务为各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务。公司以独特的“配送中心+加盟店”形式开展农资连锁经营，配送中心是公司开展连锁经营的核心模块，也是公司的直营示范店，除负责发展、管理区域内加盟店外，还承担着向区域内种植大户及企业等客户开展直接销售等业务；同时以配送中心为依托，在一定辐射半径范围内，通过签署连锁加盟合同的方式发展加盟店开展连锁经营，使终端销售网络下沉至乡镇甚至村一级，方便农户购买。公司对加盟店实行统一标识、统一配送、统一管理和服

务。辉隆股份遵循“立足安徽，辐射全国”的发展战略，目前已在安徽省内及黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 个主要农业和农资消费大省建立了 56 个区域配送中心，成功发展了 2,300 余家连锁加盟店，初步形成了辐射全国的连锁经营网络。根据中国农资流通协会和安徽省农资流通协会统计资料分析，2009 年辉隆股份的业务规模位居全国第四位、安徽省内第一位。

表 2 辉隆股份配送中心及加盟店分布 (截至 2010-9-30)

序号	分布区域	配送中心 (个)	加盟店 (个)
1	安徽省	47	2,261
2	江苏省	1	6
3	河南省	1	16
4	黑龙江省	1	12
5	吉林省	1	7
6	湖南省	2	3
7	广西壮族自治区	1	9
8	上海市	1	0
9	山东省	1	1
	合计	56	2,315

资料来源: 公司招股意向书

目前辉隆股份的经营品种包括氮肥、磷肥、钾肥、复混肥、各种中微量元素肥、国内外主要知名品牌农药及水稻、小麦、油菜种子等,最大限度满足了农户“一站式”农资购买需求;收入的最主要来源是化肥销售,占比 90%以上。另外,公司还依托自身网络优势,在继续做好农资连锁经营主业的同时,目前正积极尝试开展农产品收购业务,缓解农户卖粮难问题,力争做到“放心农资下乡,农产品进城”,最终实现“一网多用,双向流通”。

图 2 辉隆股份收入与净利润增长 (2007Y-2010Q3)

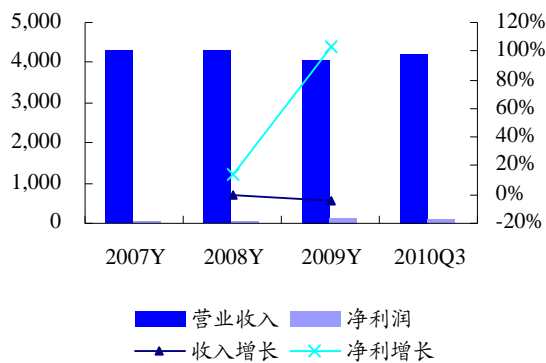
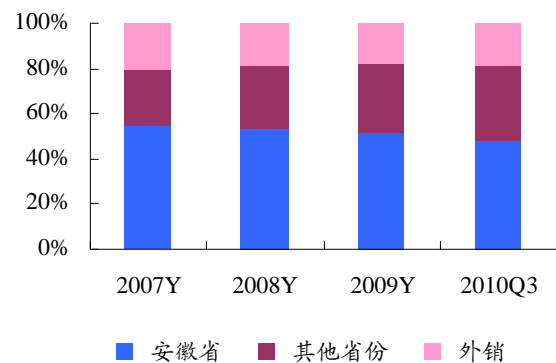


图 3 辉隆股份收入地区结构 (2007Y-2010Q3)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

图 4 辉隆股份经营品种收入结构 (2007Y-2010Q3)

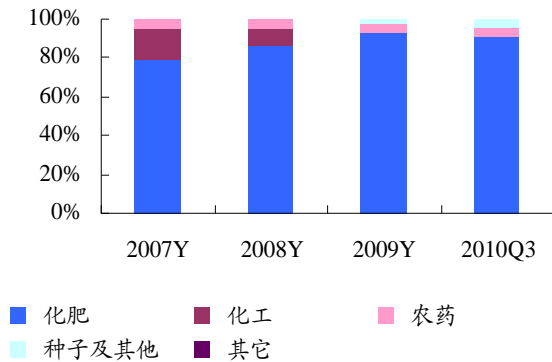
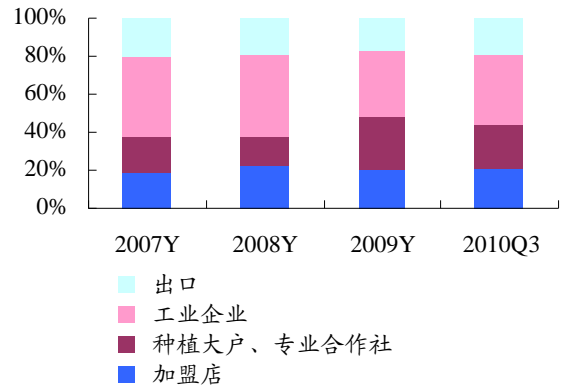


图 5 辉隆股份按客户类型收入结构 (2007Y-2010Q3)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 募资项目

辉隆股份本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 3,750 万股, 占发行后总股本的 25.08%。募集资金将用于配送中心建设和信息化系统建设等两个项目, 项目实施有利于扩大公司在主要市场区域的销售覆盖面和市场占有率。

表 3 辉隆股份 IPO 募投项目概况 (单位: 万元)

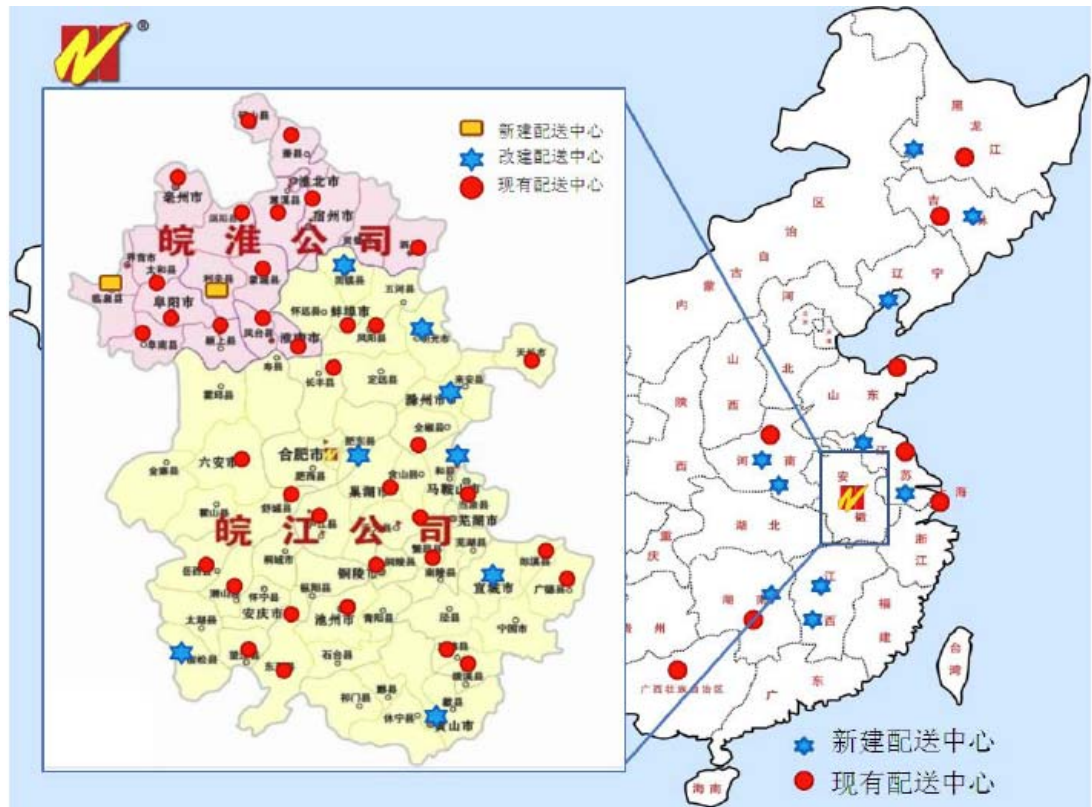
项目名称	投资总额
1 配送中心建设项目	37,149
2 信息系统改造升级项目	3,273
合计	40,422

资料来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

配送中心建设项目

结合公司目前区域配送中心网络分布现状的基础上, 配送中心建设项目计划采取自建和租赁的方式建设标准化配送中心 20 个, 其中: 安徽省内自建配送中心 10 个, 其中新建 2 个, 改扩建 8 个; 安徽省外租赁配送中心 10 个。新建设的 20 个配送中心将以农资仓储、物流配送、农技服务等功能与一体, 并在远期可实现农产品收储的“一网多用, 双向流通”功能。配送中心建设项目总投资概算 37,149 万元, 其中固定资产投资 9,708 万元, 流动资金 27,441 万元, 建设期为一年。建设期间即可配送, 第一年达产 50%, 第二年达产 80%, 第三年及以后年份进入正常运营状态, 达产 100%。项目建成达产后, 预计将形成年配送能力 75.43 万吨, 年新增销售收入 17.06 亿元, 利润总额 6,752.50 万元。

图 6 辉隆股份募投项目建成后配送中心分布



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 4 辉隆股份 IPO 配送中心建设项目

位置	产权来源	数量	建筑面积 (m ²)	建筑面积小计 (m ²)
安徽省内	自建(新建)	2	8,400	16,800
安徽省内	自建(改扩建)	8	8,400	67,200
安徽省外	租赁	10	4,250	42,500
合计		20		126,500

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

信息化系统建设项目

信息化系统建设项目将建成“三大平台，九个系统”。三大平台包括：展示呈现平台、应用系统平台和基础支撑平台；九个系统包括：企业门户系统、协同办公系统、决策支持系统、财务管理系统、供应链分销管理系统、门店零售管理系统、客户关系管理系统、人力资源管理系统和移动商务系统。项目总投资概算 3,273 万元，其中固定资产投资 748 万元，软件投资及相关费用 2,525 万元，建设期为三年。项目建成投入运行后，本身不直接产生经济效益，但可进一步优化公司业务流程，提高决策质量和运营管理效率。

三、公司财务状况及盈利预测

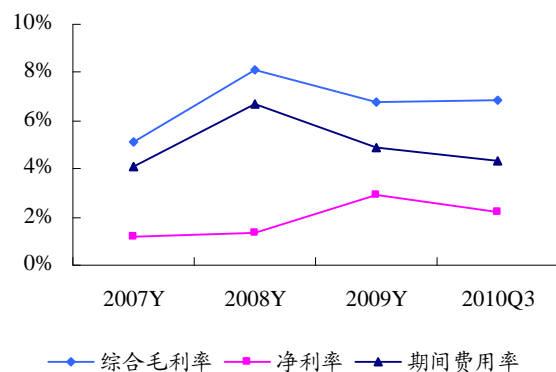
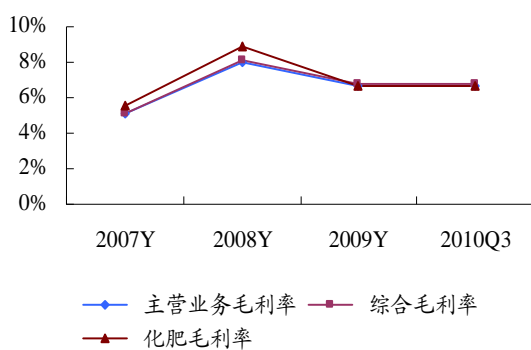
● 化肥业务稳定增长，净利润持续增长

辉隆股份 2007 年-2009 年及 2010 年前三季度分别实现营业收入 43.19 亿元、42.77 亿元、40.86 亿元和 42.06 亿元，2008 年、2009 年的同比增长率分别为-0.97%和-4.47%。公司营业收入出现下降，主要原因在于化工业务的剥离；剔除化工业务后，公司营业收入 2008 年和 2009 年的同比增长率分别为 6.95%和 3.98%，收入的增长主要得益于化肥业务的稳定增长，公司各类业务销售收入的变动受到价格变动和销量变动的综合影响。2007 年-2009 年及 2010 年前三季度公司分别实现归属于母公司所有者的净利润 5,093 万元、5,801 万元、11,776 万元和 9,427 万元，08 年、09 年的同比增长率分别为 13.88%和 103.01%；净利润增幅明显大于收入增幅，其主要原因在于投资收益与政府补助的波动以及期间费用的控制。

● 农资流通行业属性决定毛利率普遍较低

辉隆股份 2007 年-2009 年及 2010 年前三季度主营业务毛利率分别为 5.06%、7.97%、6.68%和 6.72%，综合毛利率分别为 5.14%、8.09%、6.77%和 6.83%。由于在公司营业收入中化肥销售收入占比最大，公司主营业务毛利率与化肥销售毛利率变动趋势基本保持一致。作为专业农资流通企业，公司利润主要来源于化肥产品的进销差价，其毛利率波动幅度小于同期化肥生产企业；与其他连锁经营类零售企业相比，公司所处的细分行业也决定了毛利率水平普遍较低，属微利行业。

图 7 辉隆股份主营及综合毛利率变化（2007Y-2010Q3） 图 8 辉隆股份净利率变化（2007Y-2010Q3）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 资产周转能力较强

辉隆股份 2007 年-2009 年及 2010 年前三季度，公司应收账款周转率分别为 54.15 次、73.63 次、812.33 次和 138.35 次；存货周转率分别为 9.56 次、4.69 次、3.92 次和 5.30 次；总资产周转率分别为 2.54

次、1.93次、1.63次和1.53次。公司内销商品一般不允许赊销，应收账款余额主要由已发出商品、开具发票，并收到信用证，但尚未完成结算的外销业务形成，与公司流动资产总额及营业收入规模相比，公司应收账款处于较低水平，因此应收账款周转率较高。公司存货主要是库存商品，“淡储旺销”为农资流通企业特有的经营模式，因此必须在淡季（主要是冬季）进行大量储备，同时公司各年度均中标承担30万吨以上国家及安徽省化肥淡储任务，因此公司各期末存货余额较大。2008年末由于国内化肥产品价格同比增幅较大且公司承担国储化肥量由15万吨增至25万吨，使得2008年末存货大幅增加，存货周转率出现下降；随着公司连锁规模扩大，需储备的周转库存商品亦不断增长，也造成存货周转率有所下降。

● 业绩预测

辉隆股份的收入主要来自于化肥的销售，我们基于如下假设对公司销售收入进行预测：（1）据相关预测，预计至2015年，国内农业化肥消费量年复合增长率将保持在3%以上。（2）根据公司的发展目标，将力争在2013年底实现销售化肥300万吨，实现销售收入70亿元，实现收购农产品20万吨、实现销售收入4.5亿元；（3）募集资金项目——配送中心建设，第一年达产50%，第二年达产80%，第三年及以后年份进入正常运营状态，达产100%。项目建成达产后，预计将形成年配送能力75.43万吨，年新增销售收入17.06亿元，利润总额6,752.50万元；（4）化肥价格稳定，政府补助持续；（5）仅考虑公司当前规划的配送中心建设项目。我们初步预计公司2010-2012年营业收入年递增分别为32.59%、26.17%和16.24%；归属于母公司的净利润将实现年递增12.14%、33.88%和22.47%，相应的稀释后每股收益为0.88元、1.18元和1.45元。政府补助金额的大小对公司业绩波动影响较大。

表 5 辉隆股份损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
营业收入	427,750.75	408,633.70	541,811.91	683,621.68	794,633.85
营业成本	393,155.33	380,978.62	505,514.49	637,193.54	739,926.97
营业税金及附加	50.81	47.58	54.18	68.36	79.46
销售费用	16,606.08	10,935.08	13,220.21	17,090.54	19,865.85
管理费用	5,247.25	5,693.52	6,501.74	9,570.70	11,124.87
财务费用	6,627.63	3,346.15	4,500.00	2,000.00	1,000.00
资产减值损失	182.43	279.46	400.00	500.00	500.00
投资收益	3,032.83	1,871.80	1,700.00	1,785.00	1,874.25
营业利润	8,914.06	9,225.09	13,321.29	18,983.54	24,010.94

营业外收入	1,884.07	6,570.19	4,000.00	4,000.00	4,000.00
营业外支出	252.61	292.11	100.00	100.00	100.00
利润总额	10,545.53	15,503.17	17,221.29	22,883.54	27,910.94
所得税费用	2,198.34	3,231.27	3,616.47	4,805.54	5,861.30
净利润	8,347.18	12,271.90	13,604.82	18,077.99	22,049.65
少数股东损益	2,546.64	496.28	400.00	400.00	400.00
归属于母公司所有者的净利润	5,800.54	11,775.62	13,204.82	17,677.99	21,649.65
摊薄 EPS (元)	0.39	0.79	0.88	1.18	1.45

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

政府补贴政策变化风险

政府近年来相继出台一系列相关法律法规并制定相关政策积极鼓励支持农资流通行业发展。公司作为农资流通企业，2007年-2009年收到政府补助资金分别为3,698.02万元、1,785.08万元和4,928.33万元，扣除通过公司直接补贴给农户的救灾肥补贴后，分别为2,301.82万元、1,262.18万元和3,428.33万元，占各期利润总额的比重分别为26.05%、11.97%和22.11%，公司业务结构对相关政府补助政策存在一定的依赖。随着农业经济的不断发展，未来不排除国家相关政策特别是财政补助政策调整的可能，将会对公司业务规模和经营业绩产生一定的影响。

化肥价格波动风险

公司主营业务收入和利润主要来源于化肥销售，化肥价格主要受煤炭、天然气、石油能源价格波动、下游农户农资消费需求、市场供求状况及国家进出口政策等因素影响。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。

省外扩张风险

在市场开拓初期，公司短期内在省外缺乏供应链和规模优势，并且当地消费者对公司品牌认知以及公司对该地区市场情况的熟悉都需要一定的时间，因此，省外新设区域配送中心的经营培育期较长，实现盈利所需时间也相对较长。

资产的流动性风险

农资流通行业特有的“淡储旺销”经营模式以及公司各年度均中标承担30万吨以上国家及安徽省化肥淡季商业储备任务，导致公司各期末存货余额较大。较多的存货储备，将会降低资产的周转能力，从而导致资产的流动性风险；如果出现化肥价格大幅波动（持续下跌），公司将面临计提大额存货跌价准备的风险，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

我们选取连锁经营类上市公司中与公司可比性较高的吉峰农机和苏宁电器，以及化肥类的 15 家上市公司作为辉隆股份相对估值参考。创业板的吉峰农机估值较高，2010 年、2011 年动态市盈率分别为 79.98 倍和 45.24 倍；苏宁电器 2010 年、2011 年动态市盈率目前较低，分别为 22.82 倍和 17.96 倍。十五家化肥类上市公司 2010 年、2011 年动态市盈率均值分别为 39.82 倍和 23.46 倍。最近上市十家中小板新股 2010 年、2011 年动态市盈率均值分别为 41.56 倍和 30.51 倍。

表 6 连锁经营类及化肥类可比上市公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
300022.SZ	吉峰农机	34.20	0.28	0.43	0.76	1.37	121.66	79.98	45.24	25.04
002024.SZ	苏宁电器	13.23	0.41	0.58	0.74	0.92	32.03	22.82	17.96	14.34
连锁经营类均值			0.35	0.50	0.75	1.14	76.85	51.40	31.60	19.69
000422.SZ	湖北宜化	19.37	0.44	1.07	1.46	1.91	44.20	18.02	13.28	10.13
000830.SZ	鲁西化工	6.30	0.13	0.19	0.61	0.75	47.01	33.05	10.33	8.40
000950.SZ	建峰化工	7.76	0.34	0.21	0.42	0.53	22.70	36.47	18.47	14.66
002170.SZ	芭田股份	16.36	0.04	0.29	0.53	1.00	414.18	55.91	30.91	16.37
002274.SZ	华昌化工	10.85	-0.38	0.24	0.50	0.46	—	44.74	21.92	23.63
002470.SZ	金正大	18.16	0.30	0.43	0.55	0.70	59.70	42.06	32.74	25.92
600096.SH	云天化	25.60	0.13	0.59	0.91	1.21	195.42	43.55	28.18	21.11
600227.SH	赤天化	6.10	0.14	0.13	0.30	0.52	42.19	45.86	20.03	11.62
600230.SH	沧州大化	12.95	0.26	0.72	0.99	0.90	50.15	17.93	13.06	14.39
600423.SH	柳化股份	10.90	0.05	0.26	0.50	0.60	211.65	41.43	21.83	18.03
600426.SH	华鲁恒升	14.06	0.67	0.43	0.63	0.93	21.03	32.84	22.16	15.04
600470.SH	六国化工	13.14	0.17	0.24	0.33	0.47	78.68	54.23	40.22	28.18
000792.SZ	盐湖钾肥	59.02	1.60	1.90	2.58	2.86	36.84	31.03	22.88	20.67
000839.SZ	中信国安	11.47	0.39	0.29	0.39	0.75	29.40	39.29	29.65	15.33
600251.SH	冠农股份	25.57	0.08	0.42	0.98	0.79	337.34	60.84	26.20	32.17
化肥类均值			0.29	0.50	0.78	0.96	113.61	39.82	23.46	18.38

数据来源: Wind 资讯; 股价以 2 月 11 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比的连锁经营类及化肥类上市公司当前估值水平，以及近期中小板新股发行情况，我们认为给予辉隆股份 2011 年 30-36 倍市盈率较为合理，对应的合理估值区间为 35.40—42.48 元；建议以合理价值 10% 折价询价，询价区间对应为 31.86—38.23 元，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 40.33 倍-48.39 倍。

表 7 最近上市（中小板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			首发 PE	首日涨 跌幅%	累计涨 幅%
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E			
002537.SZ	海立美达	36.13	0.62	0.93	1.29	57.86	38.78	27.96	67.34	-1.60%	-9.67%
002538.SZ	司尔特	24.80	0.44	0.58	0.74	56.58	42.47	33.50	63.41	-7.92%	-4.62%
002539.SZ	新都化工	30.59	0.58	0.85	1.15	53.16	36.14	26.52	76.13	-12.63%	-9.71%
002540.SZ	亚太科技	34.46	0.58	0.84	1.06	59.14	41.22	32.53	67.80	-13.75%	-13.85%
002541.SZ	鸿路钢构	41.28	0.61	1.13	1.67	68.07	36.56	24.72	68.75	-6.56%	0.68%
002542.SZ	中化岩土	42.80	0.49	0.65	1.06	86.76	65.68	40.56	77.08	-2.92%	15.68%
002543.SZ	万和电气	28.00	0.63	0.89	1.14	44.52	31.49	24.54	49.18	-6.57%	-6.67%
002544.SZ	杰赛科技	29.75	0.49	0.73	0.98	60.96	40.56	30.50	68.29	7.68%	6.25%
002545.SZ	东方铁塔	41.17	0.82	1.25	1.63	49.99	32.95	25.29	50.50	4.25%	4.25%
002546.SZ	新联电子	46.40	0.59	0.93	1.19	79.02	49.76	38.94	57.29	37.28%	37.28%
平均值			0.58	0.88	1.19	61.61	41.56	30.51	64.58	-0.27%	1.96%

数据来源：Wind 资讯；上海证券研究所整理；股价以 2 月 11 日收盘价计算

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。