

第一创业研究所  
 吕丽华 S1030207080530

 电 话: 0755-82485024  
 邮 件: lvlihua@fcsc.cn

## 辉隆股份 (002556)

### ——区域农资连锁龙头, 全国扩张始发力

#### 发行数据

 发行股本 (万股) 3,750  
 发行后总股本 (万股) 14,950

#### 资产负债表摘要(09/10)

 股东权益 (万股) 49,216.35  
 资产负债率 81.87%

#### 摘要:

- 安徽省最大, 全国列四的农资流通连锁经营商** 公司专业从事各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务, 凭借独特的、成熟可复制的“配送中心+加盟店”的经营模式, 快速实现低成本扩张。截止 2010 年 9 月 31 日, 公司已在省内及黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 个主要农业和农资消费大省建立了 56 个区域的配送中心 (其中安徽省达 47 个), 发展了 2315 家连锁加盟店 (其中安徽省达 2,261 个)。
- 连锁经营将主导农资流通行业** 由于农资连锁经营具有规模化、规范化等诸多优势, 适合了我国农资消费分散性、季节性、种植结构差异性、地域性等鲜明特点, 政策支持力度大。预计未来 5 年农资需求仍保持稳定增长, 年复合增长率在 3% 以上。而且, 国内农资行业集中度较低, 目前尚无一家企业市场占有率超过 5%, 前 5 名企业的市场占有率合计不超过 10%, 未来行业整合空间大, 将呈现强者恒强的竞争格局。
- 募投项目有利于公司主业进一步发展** 此次募集资金拟用于“10 家配送中心建设项目”和“信息化系统建设项目”, 总投资额 4.04 亿元。项目的实施, 有助于公司进一步深耕安徽本地市场、渗透省外市场, 优化供应链运作, 从而增强公司核心综合竞争力。
- 盈利预测及估值** 预计 2010 年~2012 年, 公司每股收益分别为 0.90 元、1.24 元和 1.64 元。目前 4 家可比公司 2011 年的动态市盈率均值为 30.37 倍。虑及公司具有显著的区域垄断优势, 又是 A 股首家农资连锁上市公司, 我们认为应享有一定估值溢价, 给予 2011 年 30~35 倍 PE, 则公司合理价值区间为 37.2 元~43.4 元。
- 风险提示** 农资补贴政策变化、农资销售季节性、化肥价格波动、跨区域扩张等风险。

#### 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4086	5351	7282	8636
收入同比 (%)	-4.47%	30.96%	36.07%	18.59%
归属母公司净利润	118	135	186	245
净利润同比 (%)	103.01%	14.61%	37.68%	31.94%
毛利率 (%)	6.8%	7.3%	7.4%	7.5%
ROE (%)	30.0%	25.6%	26.1%	25.6%
每股收益 (元)	0.79	0.90	1.24	1.64



## 目 录

<b>1、公司基本情况</b>	<b>3</b>
1.1、公司概况：国内农资流通连锁经营强者	3
1.2、股权结构：省供销社为实际控制人	3
<b>2、连锁经营将主导农资流通行业</b>	<b>5</b>
2.1、农资供需状况：农资需求稳定增长	5
2.2、农资流通属微利行业：平均利润水平 4%~6%	7
2.3、农资流通行业整合空间大：强者更强	7
<b>3、公司主营业务分析</b>	<b>8</b>
3.1、成功复制连锁经营模式，实现低成本快速扩张	8
3.2、氮肥是最重要的业务，钾肥是快速发展的业务单元	9
3.3、国内三类客户均衡发展，外销收入贡献呈下降态势	11
3.4、二、三季度是终端化肥销售旺季	11
<b>4、财务指标分析</b>	<b>12</b>
4.1、盈利能力分析：上升态势	12
4.2、偿债能力分析：短期偿债压力大	14
4.3、营运能力分析：存货周转率趋于下降	15
4.4、现金流量分析：波动性较大	16
<b>5、募集资金项目分析</b>	<b>16</b>
5.1、配送中心建设项目：进一步深耕安徽本地市场	17
5.3、信息化系统建设项目：优化供应链运作	18
<b>6、盈利预测及估值</b>	<b>18</b>
5.1、盈利预测	18
5.2、合理估值：37.2 元~43.4 元	20
<b>7、风险因素</b>	<b>20</b>



## 1、公司基本情况

### 1.1、公司概况：国内农资流通连锁经营强者

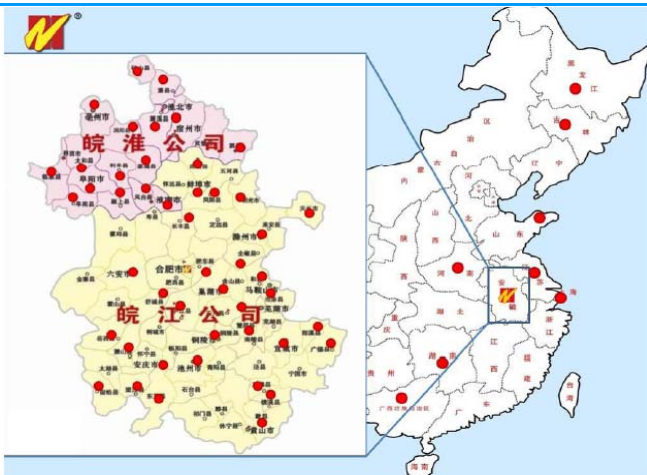
公司前身为 2004 年 4 月成立的安徽辉隆农资集团有限公司，2008 年 10 月整体变更为股份有限公司。

公司专业从事各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务，是安徽省政府重点培育的流通企业之一，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”首批优秀试点企业，国家和省级化肥淡季商业储备单位。

公司主要销售产品为氮肥、钾肥和复混肥，2009 年，公司年销售化肥达 180 余万吨，在安徽省内市场占有率约 15% 左右，居第 1 名；在全国市场占有率约为 1%-1.5% 左右，居全国同行业第 4 名。

公司已经形成独特的、成熟可复制的“配送中心+加盟店”农资连锁经营模式，其中“配送中心直营连锁经营”是公司连锁经营的核心模块，“加盟连锁经营”有利于公司终端销售网络下沉至乡镇甚至村一级。截止 2010 年 9 月 31 日，公司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 个区域的配送中心（其中安徽省达 47 个），发展了 2315 家连锁加盟店（其中安徽省达 2,261 个）。

Figure 1 公司现有配送中心分布区域



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 2 公司加盟店风采



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

### 1.2、股权结构：省供销社为实际控制人

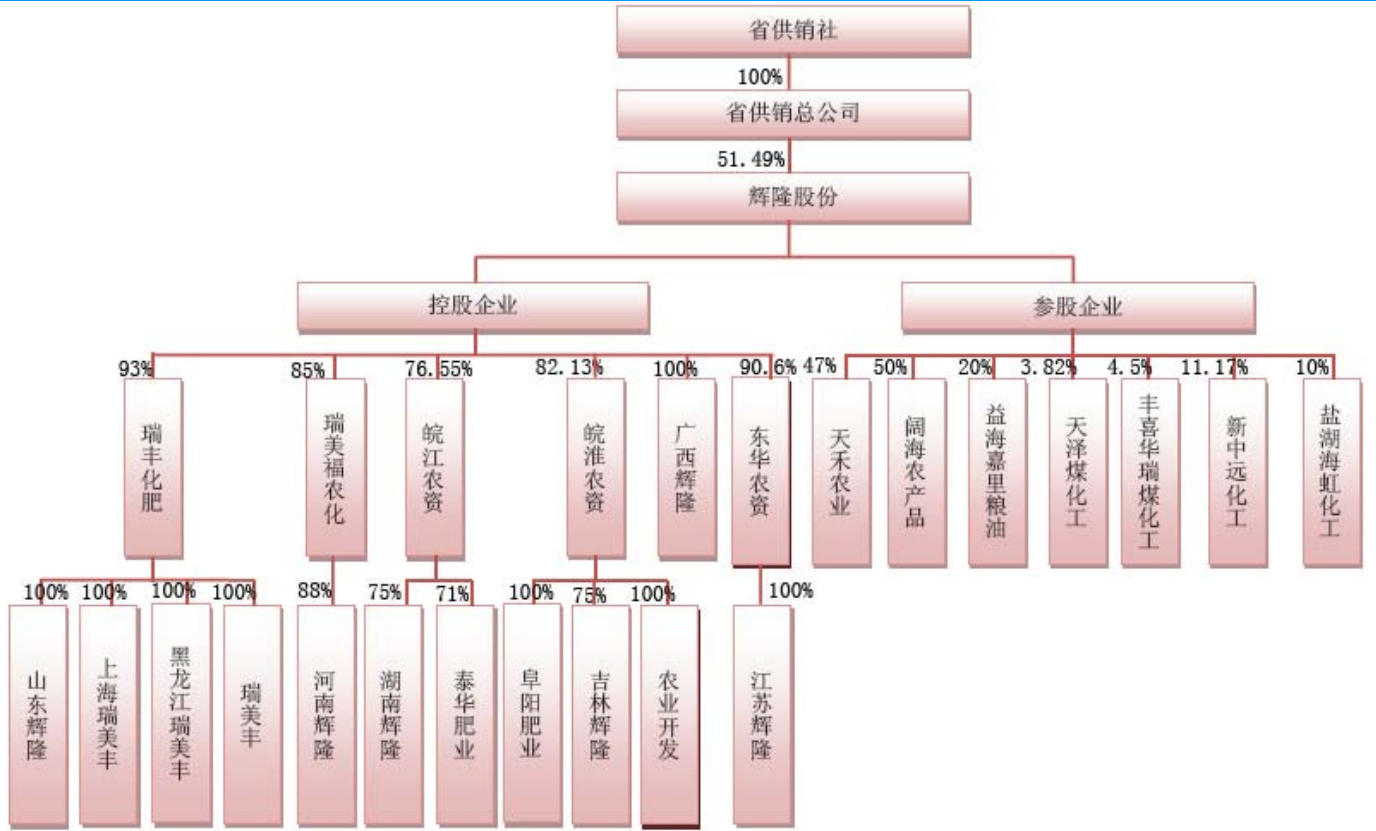
公司本次拟发行 3,750 万股，发行后总股本不超过 14,950 万股，本次发行股份占发行后总股本的比例为 25.08%。

公司控股股东为安徽省供销社总公司，属于投资管理型公司，其主要业务由控股子公司完成，主营业务包括农业生产资料、农副产品、干鲜果品、日用杂品、日用百货、五金、建材、普通机械销售等，其持有公司发行前 51.49% 的股份、发行后 38.58% 的股份。公司实际控制人为安徽省供销社，属于



省政府直属事业单位。同时，公司经营管理团队作为自然人持有公司股份，充分的激励机制激活了公司的发展活力。

Figure 3 公司股权结构图



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 4 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股量	持股比例	持股量	持股比例
省供销总公司	5,767	51.49%	5,767	38.58%
李永东	210	1.88%	210	1.40%
程书泉	140	1.25%	140	0.94%
徐诗雅	140	1.25%	140	0.94%
黄勇	140	1.25%	140	0.94%
唐桂生	140	1.25%	140	0.94%
魏翔	140	1.25%	140	0.94%
李振民	105	0.94%	105	0.70%
李锐	98	0.88%	98	0.66%
王传友	98	0.88%	98	0.66%
其他股东小计	4,222	37.69%	4,222	28.24%
社会公众股			3,750	25.08%
合计	11,200	100%	14,950	100%

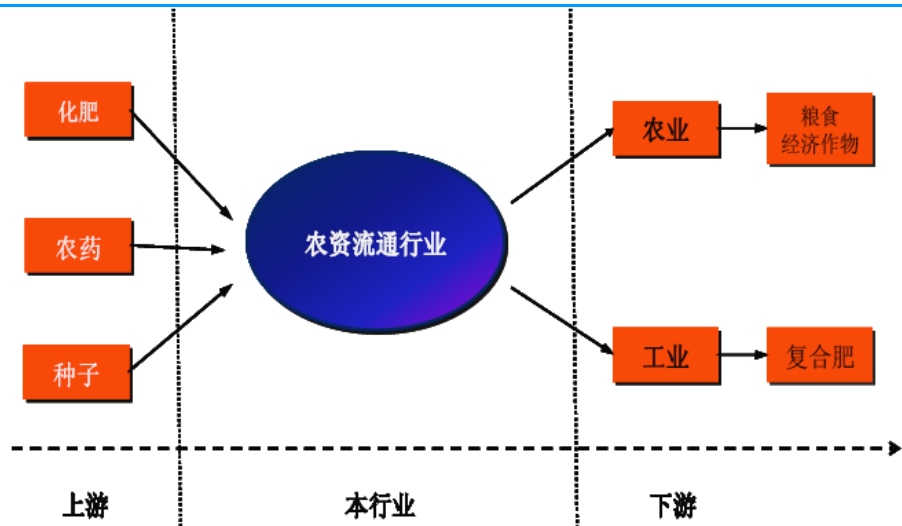
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所



## 2、连锁经营将主导农资流通行业

农资流通行业直接服务于“三农”，是连接上游生产企业和下游农户的桥梁，肩负着保障农业增产、农民增收的重大使命。而且，农资连锁经营由于具有规模化、规范化等诸多优势，适合了我国农资消费分散性、季节性、种植结构差异性、地域性等鲜明特点，近年来国家陆续出台政策大力支持其发展，明确提出要大力培育大型农资流通企业，发展农资连锁经营。

Figure 5 农资流通行业与上、下游行业的关系

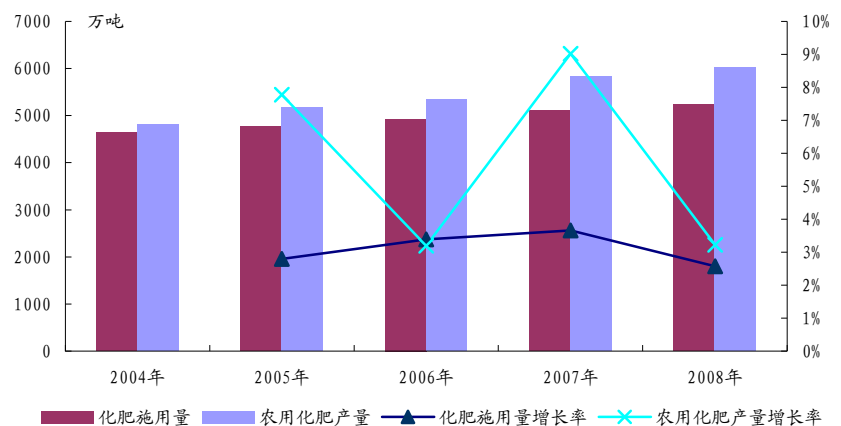


资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

### 2.1、农资供需状况：农资需求稳定增长

化肥行业：品种结构失衡，生产地与消费地分离

Figure 6 国内农用化肥施用量和产量情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

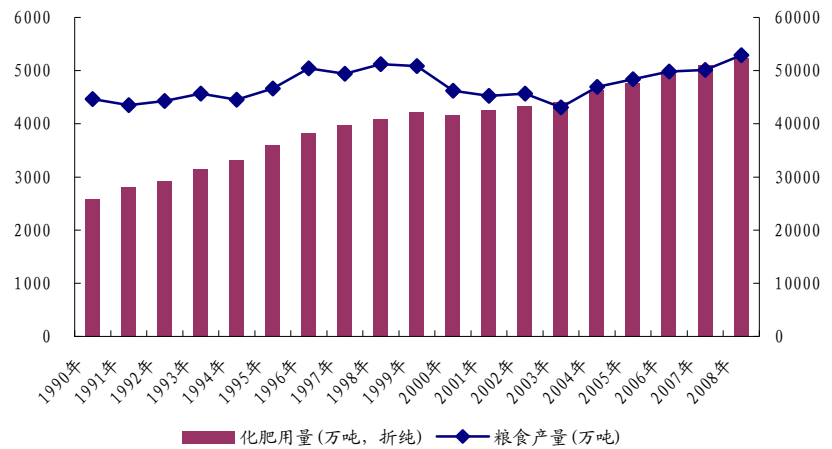
我国是世界上最大的化肥消费国，农用化肥占化肥消费量在90%左右。从消费量上看，2004年~2008年，国内农用化肥施用量逐年增长，年复合增长率为3.1%。从消费结构上看，氮肥、磷肥、钾肥和复合肥平均施用量约占农用化肥施用总量的46%、16%、10%、28%。从消费地域上看，国



内农用化肥消费主要集中在东北、华中及华东等粮食主产区，2008年河南、山东等11省区的化肥施用量占全国化肥施用量总量的66.09%。

化肥对我国粮食单产增长的贡献率高达40%~50%，对提高总产的贡献率约30%，与农机水利等技术进步因素相比，化肥在其中贡献率高达52%。根据农业部预测，到2015年，国内农业化肥消费量将增加1,500万吨以上，年复合增长率将保持3%以上。为保证粮食产量需继续保持稳产增产态势，化肥需求量也将保持持续增长态势。另外，农业生产结构进一步改变和施肥领域的不断扩大，带动了化肥需求量的增长，成为化肥需求新的增长点。同时，农民收入的增加及科技文化素质的提高，也成为农资需求增长的重要推动力。

Figure 7 农用化肥对粮食增产贡献大



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

但从化肥的供给上看，品种结构失衡较为严重，2004年~2008年，国内氮肥、磷肥、钾肥等品种分别约占农用化肥总产量的73%、22%、5%，氮肥产量明显过剩，钾肥产量严重不足。从产地看，化肥产业布局正逐渐向资源产地集中，生产地和消费分离，2008年国内化肥供大于求的省份共有13个，主要位于农业不发达的中西部地区；而农业发达地区，尤其是东北、华中及华东地区部分省份的化肥供应缺口日益增大，供不应求的省份共有18个。

Figure 8 化肥生产、消费区域不对称



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

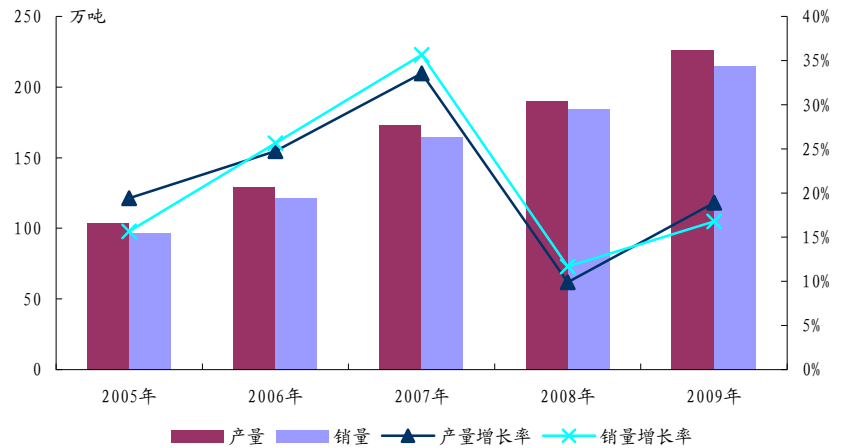


### 农药及种子：供需基本平衡

近年来，我国农药呈加速增长的势头，2004年~2009年，国内农药产量从87万吨(折纯100%，下同)增至226.2万吨，年复合增长率为21.06%；销量从83.6万吨增至214.9万吨，年复合增长率为20.78%。

种子属于农业生产链条最上端，随着种子商品化程度的不断提高，我国种子市场容量已从2000年的约250亿元增加到2008年的约550亿元。据专家分析，我国种业市场潜在市场容量约900亿元。

Figure 9 国内农药产销量情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

## 2.2、农资流通属微利行业：平均利润水平 4%~6%

由于农资流通直接为“三农”服务，行业毛利率整体上处于较低的水平，且行业内企业普遍资本积累少，抗风险能力较弱。中国农资流通协会对全国前100强农资流通企业统计数据显示，2007~2009年，行业平均毛利率水平基本维持在4%-6%左右。

## 2.3、农资流通行业整合空间大：强者更强

目前，国内农资行业集中度较低，整体呈现“大行业，小企业”的局面，拥有农资流通企业近万家，其中开展连锁经营的超过4,000家。据中国农资流通协会统计，除中国农业生产资料集团公司和中化化肥控股有限公司两家中央大型企业外，目前尚无一家企业市场占有率超过5%，前5名企业的市场占有率合计不超过10%，绝大部分企业规模偏小。

Figure 10 2009年国内农资流通行业前十名

排名	公司名称	企业性质	经营模式
1	中国农业生产资料集团公司	供销社系统农资企业	批发分销
2	中化化肥控股有限公司	产供销一体化经营企业	批发分销
3	浙江农资集团有限公司	供销社系统农资企业	农资连锁
4	辉隆股份	供销社系统农资企业	农资连锁
5	黑龙江信丰农业生产资料集团有限公司	供销社系统农资企业	农资连锁



6	四川省农业生产资料集团有限公司	供销社系统农资企业	农资连锁
7	山东省农业生产资料有限责任公司	供销社系统农资企业	农资连锁
8	庆丰农业生产资料集团有限公司	民营企业	农资连锁
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司	供销社系统农资企业	农资连锁
10	四川开元集团	民营企业	农资连锁

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

从农资各产品的流通环节看，目前化肥行业完全市场化，成品包装农药和非分装种子已处于市场化平等竞争状态，这也形成了国内农资流通领域市场化程度较高，市场竞争较为激烈，呈现出行业集中度不高、经营主体多元化、同质化竞争严重、服务品牌建设滞后、农户认同度低、终端销售渠道“小、弱、散”，农技服务水平低等市场竞争特点。

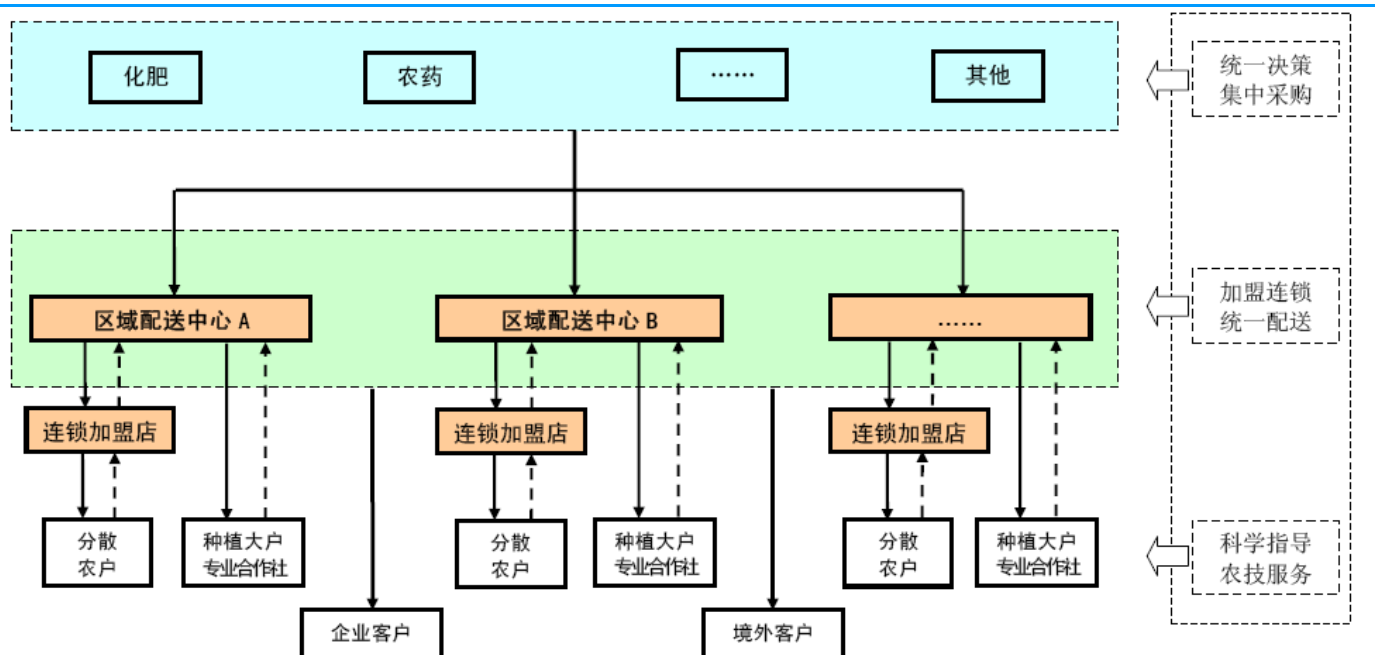
为优化资源配置，引导行业健康发展，国家要求坚决破除地方保护主义，鼓励通过股权置换、资产收购等方式，支持流通企业跨区域兼并重组，做大做强，尽快形成若干家有较强竞争力的大型流通企业和企业集团，且明确提出鼓励具备条件的企业在境内外资本市场上市。“国六条”亦明确提出，推进化肥流通体制改革，允许各类投资者进入化肥流通领域，鼓励和扶持发展大型化肥流通企业。这意味着我国农资流通优势企业将获得更多的政策性支持，强者更强，充分发挥农资流通的主渠道作用。

### 3、公司主营业务分析

#### 3.1、成功复制连锁经营模式，实现低成本快速扩张

公司已形成独特的、可复制的“配送中心+加盟店”连锁经营模式，通过该模式，公司实现了低成本快速扩张。

Figure 11 公司独特的“配送中心+加盟店”经营模式



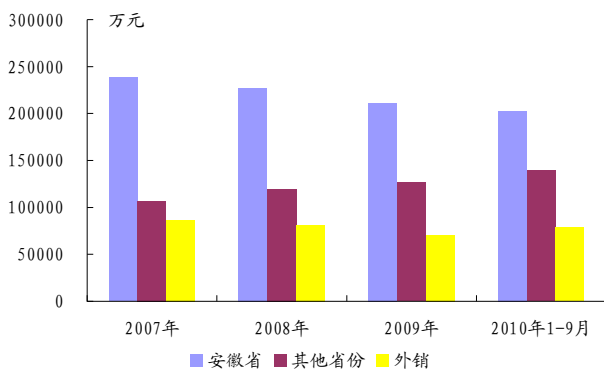
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所



安徽省是公司的重点业务区域，目前已建成 47 个区域配送中心（自建 10 个，租赁 37 个），发展了 2,200 多个加盟店，业务覆盖了省内 93 个县（市、区）和 787 个乡镇（镇、街道）。此次募集资金项目中包括在安徽省内新建和改扩建增加 10 个自建配送中心，项目的实施有助于进一步深耕省内市场，提升网络密度。

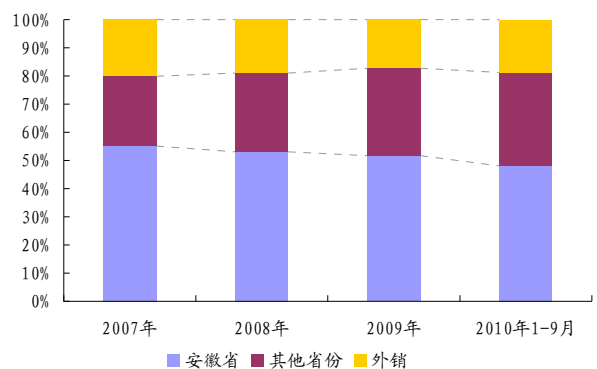
省外市场，主要在黑龙江、吉林、河南、江苏等 8 个主要农资消费大省，已建立了 9 个区域配送中心，初步发展了 54 个加盟店。未来，公司本着稳步推进原则，选择部分发展较为成熟的市场，采取租赁方式建设一批配送中心，通过复制“配送中心+加盟店”连锁经营模式，使销售网络进一步下沉至乡镇或乡村，扎根当地市场。此次募集资金项目中包括在黑龙江、吉林、辽宁、河南、江苏、江西和湖南等省新建 10 个自建配送中心，将进一步加强对当地市场渗透，平滑经营季节性波动。

Figure 12 分地区销售收入情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 13 分地区销售收入占比情况

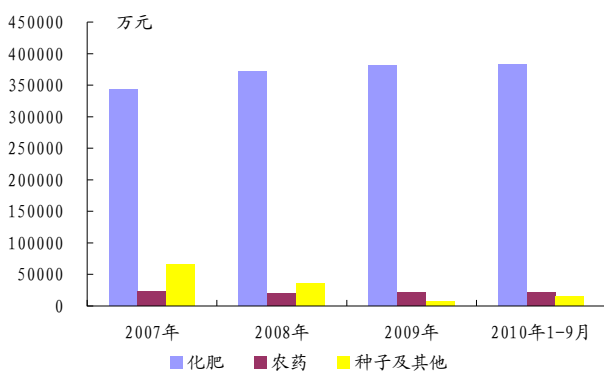


资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

此外，公司还积极尝试开展农产品收购业务，缓解农户卖粮难问题，已于 2010 年初成立了农产品事业部，未来将紧密依托农资连锁经营网络，开展水稻、小麦、大豆、油菜籽等农产品收购业务，力争 3 年内突破 20 万吨，实现“一网多用，双向流通”。

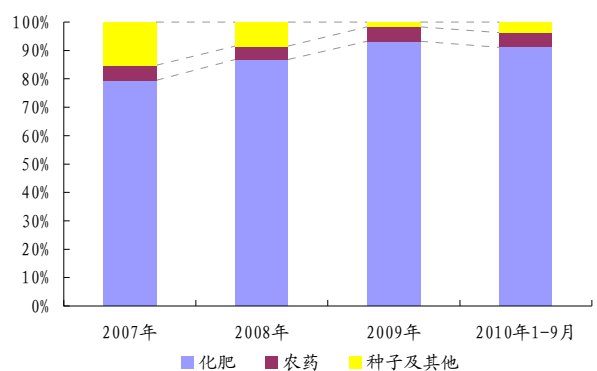
### 3.2、氮肥是最重要的业务，钾肥是快速发展的业务单元

Figure 14 分产品销售收入情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 15 分产品销售收入占比情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

化肥是公司主导产品，2007 年至 2009 年前三季度销售收入分别为

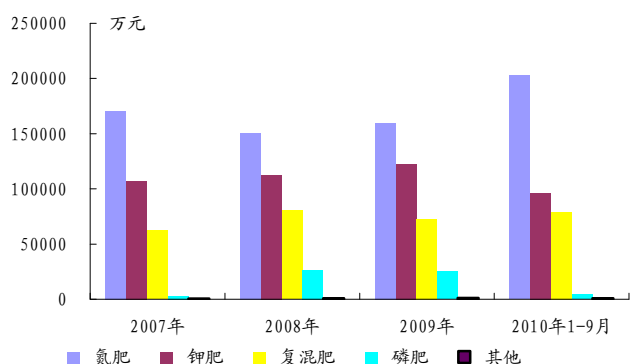


34.34 亿元、37.13 亿元、39.1 亿元、38.34 亿元，2008、2009 年增速分别为 8.12%、2.61%，保持稳定增长；化肥占总销售收入比亦呈逐年上升态势，2010 年 1~9 月占比达 91.14%，其中氮肥、钾肥、复混肥对化肥销售收入贡献依次为 48.23%、22.88%、18.8%。农药和种子占比较低，2010 年 1~9 月占比分别为 5.19%、3.67%。

从化肥各产品销售情况看，公司氮肥销售相对稳定，钾肥呈稳定增长态势，是公司主要的收入和利润来源，2010 年前三季度，两者收入占总收入比达 71.11%；两者毛利占总毛利比 74.15%。

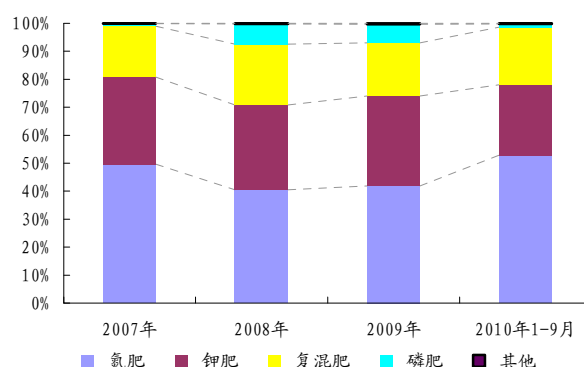
氮肥是国内消费量最大的化肥品种，国内产量严重供过于求，而国内钾肥产量仍处于供不应求的状态，70%以上需要进口，是国内最为稀缺的关键原料。公司凭借庞大的销售网络及仓储能力优势，与上游氮肥、磷肥、钾肥生产如青海盐湖钾肥、山西兰花科创、青海中信国安等国内主要化肥生产企业建立了长期稳定的合作关系。同时，凭借关键资源的区域总代理优势，加大单价较高的钾肥的销售规模，公司是国产钾肥销售排名第一的销售商，也是国内最大钾肥生产商青海盐湖钾肥最大的客户，是“盐桥”牌钾肥华东地区的总代理。借助渠道优势和产品优势，报告期内公司钾肥销售收入持续增长，2008 年、2009 年销售收入增速分别为 5.13%、9.02%，为公司化肥品种中唯一持续上升者，其收入占化肥总收入比由 07 年的 31.15% 上升至 09 年的 32.19%，毛利率由 07 年 4.17% 上升至 09 年的 9.3%，10 年前三季度持续升至 11.4%。

Figure 16 化肥产品分品种销售收入情况



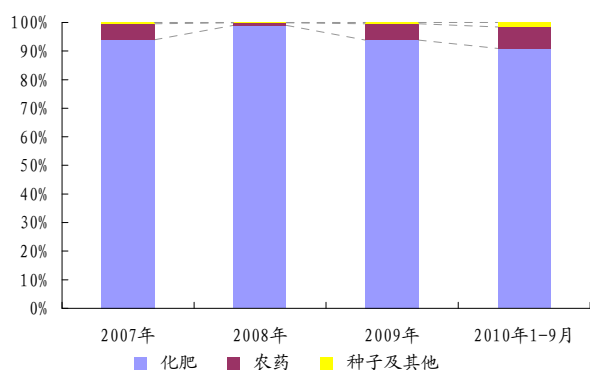
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 17 化肥产品分品种销售收入占比情况



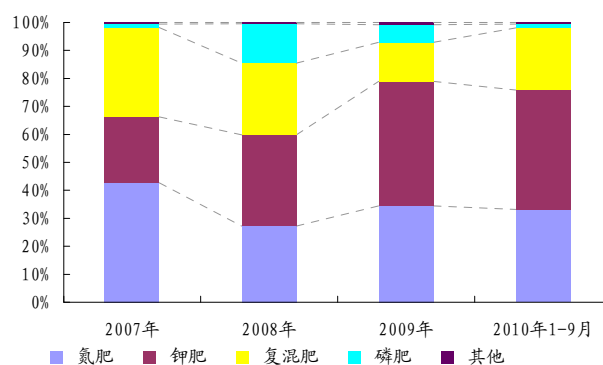
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 18 分产品销售毛利情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 19 化肥产品分品种销售毛利占比情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所



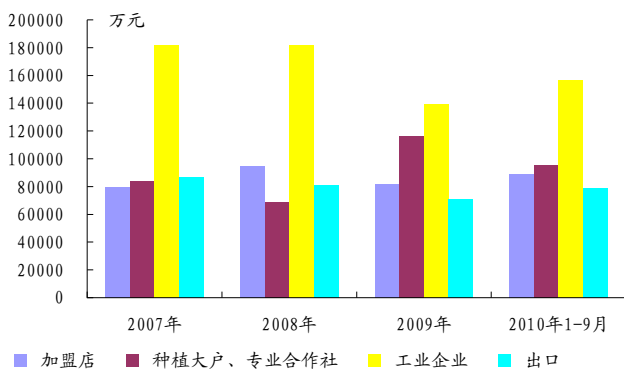
### 3.3、国内三类客户均衡发展，外销收入贡献呈下降态势

公司产品通过区域配送中心主要向三类客户进行直接销售：一类是销售给统一管理的连锁加盟店，由连锁加盟店实现对农户的销售，加盟店主要为村级加盟店、乡镇加盟店，一般是夫妻店、个体经营户，具有低成本、低库存及低风险的特点，2009 年约 99.29% 的加盟店实现盈利，仅有 0.81% 的加盟店小额亏损，单店亏损额仅 8900 元，盈利状况较好；一类是销售给部分较大规模的种植专业户；一类是销售给部分复合肥生产企业客户，通过进一步加工成复合肥，最终实现对广大农户及种植专业户的销售。

从收入贡献比看，工业企业贡献最大，2010 年前三季度达到 37.37%；其次为种植大户及专业合作社，贡献比达 22.66%；加盟店贡献比为 21.23%。

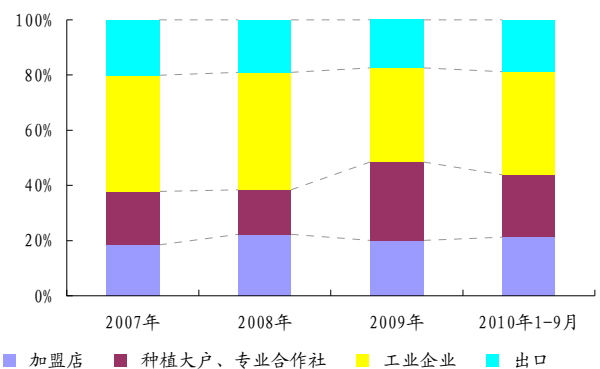
此外，公司产品亦有部分出口，其收入贡献略呈下降趋势，2010 年前三季度出口贡献为 18.74%。

Figure 30 化肥产品分客户类型销售收入情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 41 化肥产品分客户类型销售收入占比情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

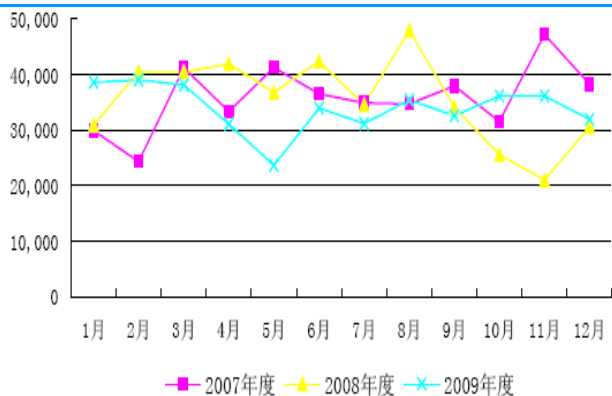
### 3.4、二、三季度是终端化肥销售旺季

化肥产品是典型的季节性消费产品，就国内来讲，一般每年 3-5 月、8-10 月是化肥产品的消费旺季，11 月至次年 2 月为消费淡季。近年来，公司通过加大工业肥业务及海外市场的开拓力度、经营适应不同农业区域和反季节作物用肥等方式，进一步平滑销售收入在年内各月之间的分布，提高经营效率。目前，公司主营业务收入的季节性波动已不是十分明显。2008 年下半年起，受全球金融危机的影响，公司营业收入、营业毛利降幅较大，随着全球经济的触底反弹，公司的营业收入及毛利水平亦恢复至正常水平。

同时，公司对加盟商及种植大户、专业合作社的销售呈现较为明显的季节性，由于化肥终端消费具有典型的季节性，就国内来讲，一般每年 3-5 月、8-10 月是化肥产品的消费旺季，11 月至次年 2 月为消费淡季，因而公司每年二、三季度是终端化肥的销售旺季。

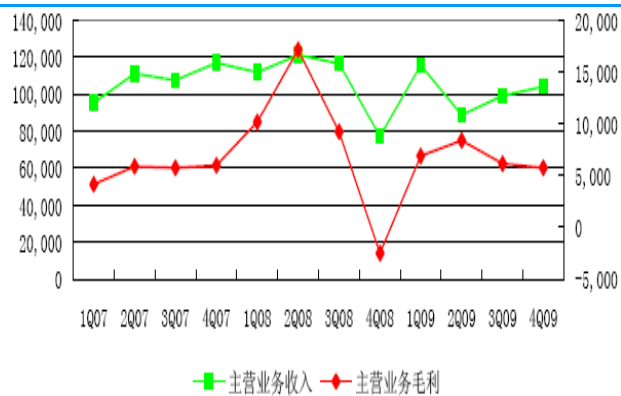


Figure 52 公司营业收入季节变化情况



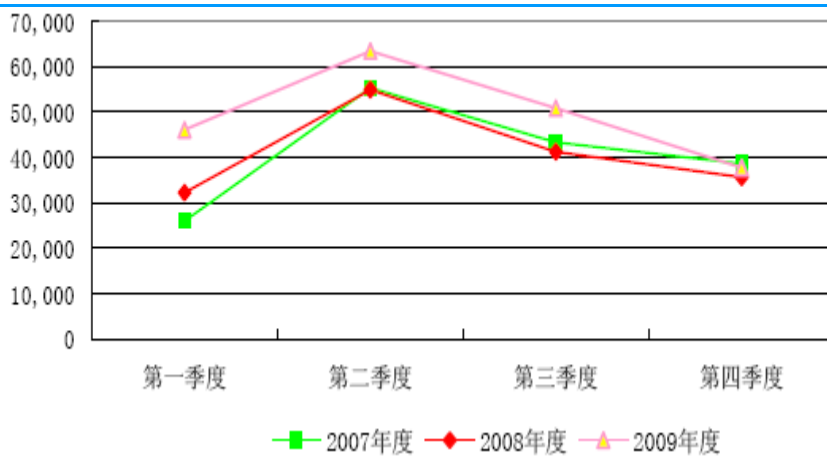
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 63 公司主营业务收入、毛利季节变化情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

Figure 74 公司终端化肥销售收入季节变化情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

## 4、财务指标分析

### 4.1、盈利能力分析：上升态势

#### 主营业务收入稳定增长

2007年至2010年前三季度，公司分别实现主营业务收入36.7亿元、39.23亿元、40.81亿元、42.03亿元。

Figure 85 剔除化工业务后的主营业务收入稳定增长

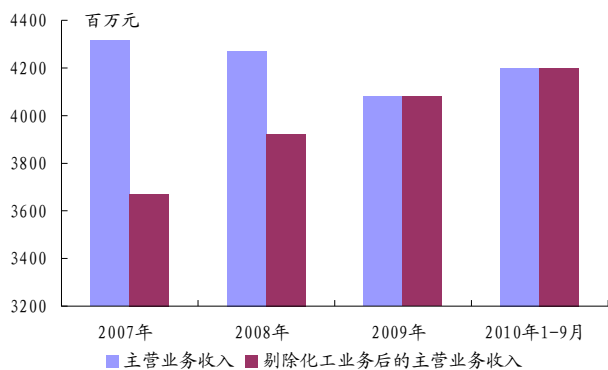
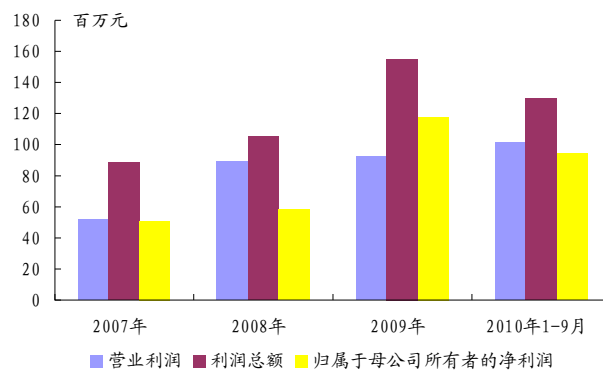


Figure 96 公司利润稳步增长





资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

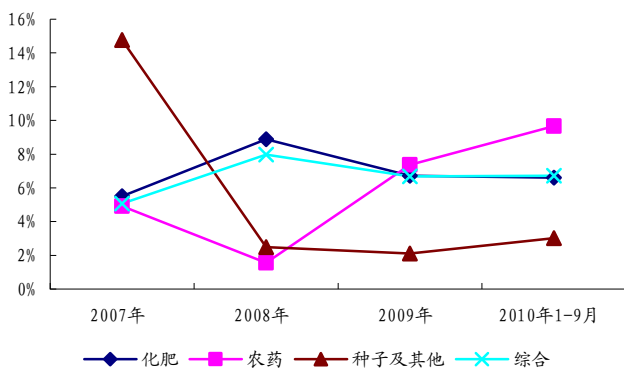
2008、2009 年的收入增速分别为 6.91%、4.02%，呈稳定增长态势，这主要得益于：（1）成功复制连锁经营模式，销售区域得到扩展；（2）根据市场需求及时调整产品结构，其中钾肥、磷肥等单价较高的化肥产品销售规模实现较快增速；（3）发挥渠道优势，提供综合农资服务，在集中主要资源开展化肥业务的同时，还拓展农药、种子等其他农资业务，向客户提供“一站式农资服务”，网络经营效率提高。

### 主营业务毛利率基本保持稳定

2007 年至 2010 年前三季度，占主营毛利达 90% 之多的化肥产品的毛利率分别为 5.51%、8.88%、6.72% 和 6.7%，综合毛利率分别为 5.06%、7.97%、6.68% 和 6.72%。

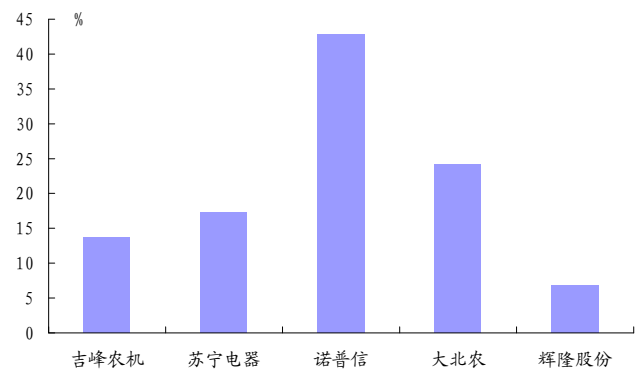
与化肥生产类上市公司相比，公司化肥产品的毛利率远低于 16 家化肥生产类上市公司综合毛利率，这主要由于公司是专业的农资流通企业，主要利润来源于化学产品的进销差价，毛利率水平亦受到产品价格变动的影响，而化学生产企业可以享受到因原材料购进与产品销售时间差所带来的超额利润。

Figure 107 公司各产品毛利率及综合毛利率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 118 2009 年可比公司综合毛利率比较



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

与连锁流通类上市公司相比，公司综合毛利率低于苏宁电器及吉峰农机，主要原因是：（1）行业及产品差异。公司主营化肥及相关农资产品，属于消耗性物资，且消费量大；苏宁电器和吉峰农机的主营产品分别为家用电器和农用生产机械，属于耐用品；另外，相比农用生产机械而言，化肥等农资与农业生产的密切程度更高，决定了农资流通行业的毛利率普遍较低。（2）销售模式差异。公司目前主要依靠配送中心，通过与各经销商进行合作，以实现销售区域的扩张；而苏宁电器和吉峰农机均主要通过直营店运行，直接面对消费者，单个客户的消费金额小，毛利率相对高。

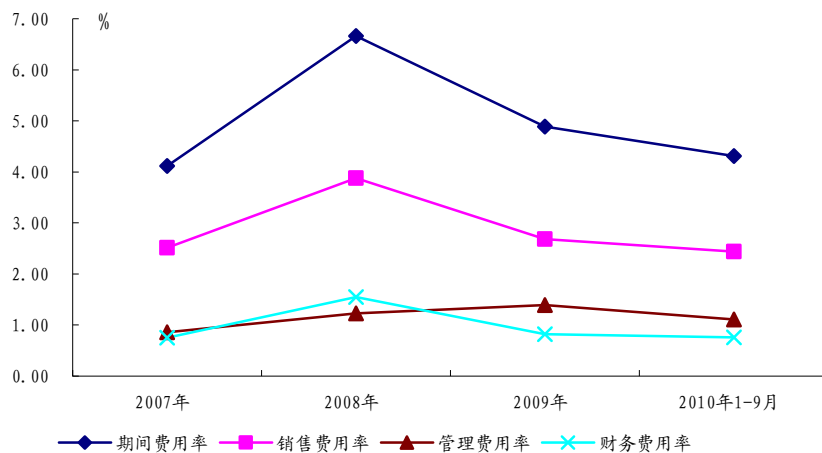
### 期间费用率持续下降

2007 年至 2010 年前三季度，公司的期间费用率分别为 4.12%、6.66%、4.89% 和 4.31%。期间费用率在 2008 年陡然升高，主要是 2008 年全球经济过热导致海运费增加、经济效益提升兑现超额绩效奖金、短期贷款增加及贷款利率上调等影响，期间费用较 2007 年增长 60.06%；而 2009 年由于海运费标准下降、国内运杂费下降、票据结算规模加大及贷款利率下降等影



响，期间费用较 2008 年减少 29.87%。总体看，公司期间费用率持续下降态势较显，且处于可比公司较低水平。

Figure 129 公司期间费用率及构成



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 30 2009 年可比公司期间费用率比较

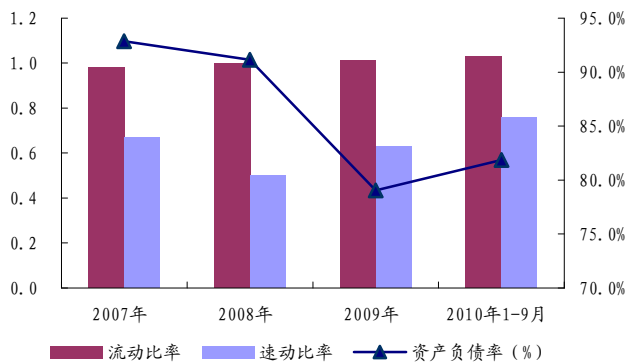
可比公司	期间费用率	营业费用率	管理费用率	财务费用率
吉峰农机	9.21%	6.38%	2.73%	0.10%
苏宁电器	10.17%	8.91%	1.56%	-0.30%
诺普信	30.77%	17.72%	12.97%	0.08%
大北农	15.93%	9.48%	5.81%	0.64%
辉隆股份	4.89%	2.68%	1.39%	0.82%

资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

## 4.2、偿债能力分析：短期偿债压力大

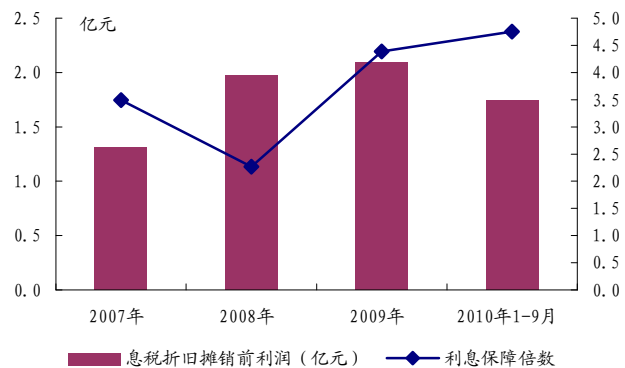
2007 年至 2010 年前三季度，公司流动比率和速动比率均较低，且资产负债率较高，这主要是公司所处行农资流通行业的特点决定的。

Figure 31 公司流动比率、速动比率和资产负债率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 132 公司息税折旧摊销前利润和利息保障倍数



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

化肥产品为典型的全年生产、季节性消费的农资产品，公司需要保持一定的存货储备以应对市场需求，加之公司每年均承担大量国储、省储任务，



亦导致各期末公司存货余额较大；同时根据行业特点，公司需要向上游厂商预付部分货款，都需要通过短期借款等形式补充流动资金，使公司存在一定的短偿债能力。不过，公司利息保障倍数一直保持在较高水平，息税折旧摊销前利润保持快速增长，预计随着募集资金到位，公司资产负债结构将得到进一步改善，财务风险将有所降低。

与可比公司比较，农资流通行业的特性亦决定公司的偿债能力指标低于吉峰农机、苏宁电器及诺普信、大北农。

Figure 33 2009 年可比公司偿债能力指标比较

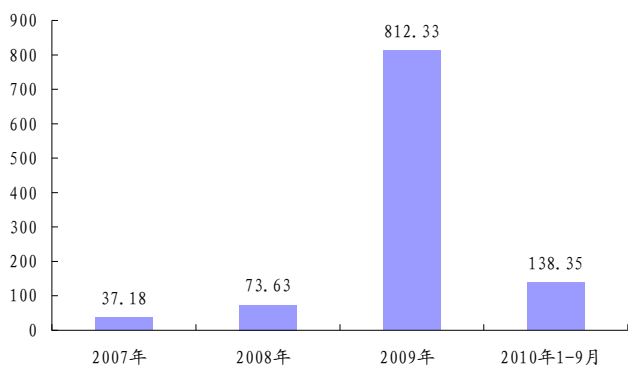
可比公司	资产负债率（合并）	流动比率（倍）	速动比率（倍）	已获利息倍数
吉峰农机	42.68%	2.27	1.76	96.27
苏宁电器	58.36%	1.46	1.15	N.A
诺普信	32.22%	2.12	1.17	428.20
大北农	53.79%	1.24	0.53	16.08
辉隆股份	83.60%	1.01	0.63	5.72

资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

### 4.3、营运能力分析：存货周转率趋于下降

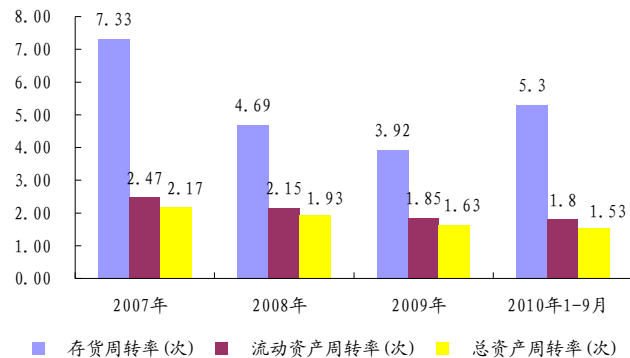
2007 年至 2010 年前三季度，公司应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率指标处于较高水平，特别是存货周转率呈现一定下降的态势，这主要是“淡季旺储”是农资流通行业特有的经营模式，农资流通企业必须在淡季（主要是冬季）进行大量储备。行业特性也决定公司除应收账款周转率外，存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均低于苏宁电器和吉峰农机。

Figure 34 公司应收账款周转率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 35 公司存货周转率、流动资产周转率、总资产周转率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 36 2009 年可比公司营运能力指标比较

可比公司	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	流动资产周转率（次）	总资产周转率（次）
吉峰农机	22.13	8.80	2.77	2.64
苏宁电器	255.06	8.58	2.46	2.03
诺普信	27.08	3.08	2.18	1.54
大北农	105.64	4.83	3.54	2.28
辉隆股份	812.33	3.92	1.85	1.63



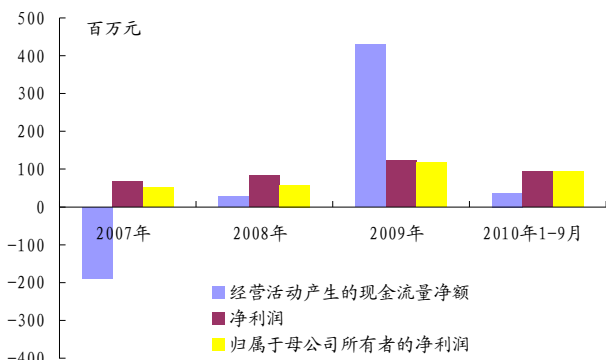
资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

#### 4.4、现金流量分析：波动性较大

2007 年至 2010 年前三季度，公司经营活动净现金流量与同期净利润之比分别为-4.83、0.34、3.5 和 0.39，与归属于母公司股东的净利润之比分别为-6.43、0.49、3.65 和 0.39。综合来看，公司的经营现金净流量反应了公司在行业发展周期性阶段内的经营策略，处于较为合理的水平。

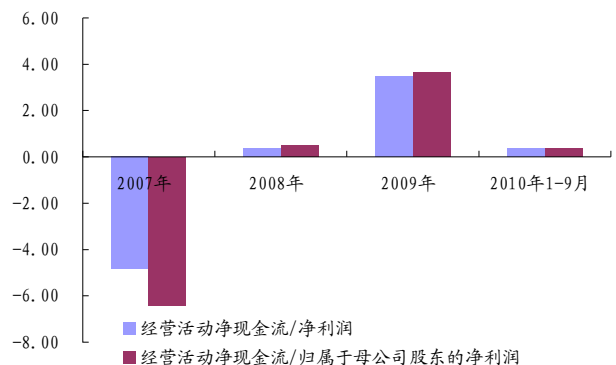
相对于稳定增长的净利润，同期的经营活动现金流量净额存在一定的波动。2007 年两比值为负，主要原因是 2007 年国内化肥价格处于上升通道，公司加大了存货的储备力度以避免化肥产品持续大幅上涨而带来的经营风险；同时为确保能够保证及时获得货源，公司支付给各化肥生产厂商的预付账款大幅增加。2008 年两比值较低，主要原因是公司承担的国储化肥任务由 15 万吨增长至 25 万吨，公司加大存货储备量，同时国内化肥价格较 2007 年末涨幅较大，导致期末存货余额大幅增加。2009 年两比值上升较快，主要原因是公司大幅采用票据进行结算，减少了现金支出，同时国内各化肥价格较 08 年大幅下降，致使期末存货余额下降。2010 年前三季度两比值再度走低，主要原因是 9 月底的销售旺季，使库存化肥量减少，同时加大化肥的采购力度，预付账款增加所致。

Figure 37 公司经营活动现金净流量与净利润变动情况



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 38 公司经营活动现金净流量与净利润比值



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

### 5、募集资金项目分析

本次募集资金将投资于“配送中心建设项目”和“信息化系统建设项目”，总投资额 4.04 亿元。

Figure 39 公司本次募集资金项目

序号	项目名称	总投资 (万元)	项目建设期
1	配送中心建设项目	37,149	1 年
2	信息化系统建设项目	3,273	3 年
合计		40,422	

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所



我们认为，本次募集资金两项目的成功实施，公司区域配送中心数量将明显增加，区域分布更为优化，更有利于公司“配送中心+加盟店”连锁经营模式在全国范围内低成本标准化复制扩张；同时公司信息化水平将显著提高，公司核心竞争力将进一步增强。

## 5.1、配送中心建设项目：进一步深耕安徽本地市场

该项目拟投资 3.71 亿元，建设期 1 年。公司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：在安徽省内自建配送中心 10 个，其中新建 2 个，改扩建 8 个；在安徽省外租赁配送中心 10 个。总建筑面积为 12.65 万 m<sup>2</sup>。目前，安徽省内自建配送中心建设用地约 200 亩，均已落实；省外配送中心的租赁场所均已签署 10 年以上长期租赁合同。

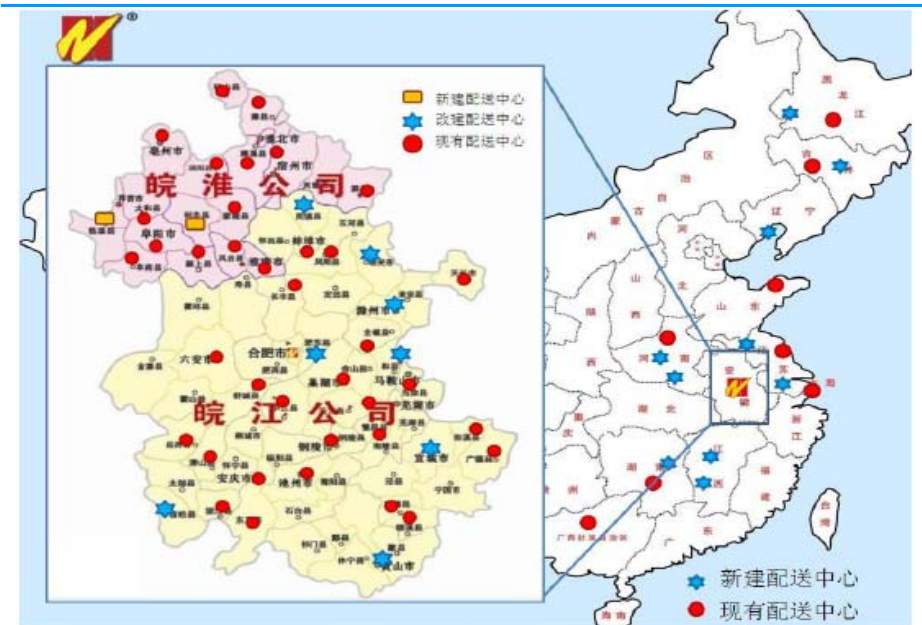
Figure 40 配送中心建设项目

位置	产权来源	数量	建筑面积 (m <sup>2</sup> )	建筑面积小计 (m <sup>2</sup> )
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		10		126,500

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

本项目建成后，将预计形成年配送能力 75.43 万吨，年均新增销售收入 (不含税) 17.06 亿元，年均利润总额 6,752.5 万元，年均税后利润 5,064.38 万元。

Figure 41 配送中心项目建成后配送中心分布情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所



### 5.3、信息化系统建设项目：优化供应链运作

该项目投资 3,273 亿元，将建“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。

该项目建成后，在未来 3 到 5 年内，公司的信息化程序和管理水平，将处于国内同行业先进水平。

## 6、盈利预测及估值

### 5.1、盈利预测

假设条件：

- 1、国内农用化肥消费量年复合增长率仍保持 3%以上；
- 2、本次募集资金项目实施顺利；
- 3、农资价格运行稳定，政府补贴持续；
- 4、综合毛利率保持稳定，费用率稳中有降；
- 5、所得税率为 25%。

Figure 42 公司营业收入预测

产品	收入预测项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
氮肥	单价 (元/吨)	1,684.80	1,694.28	1,529.26	1800.00	2200.00	2200.00
	销售量 (万吨)	101.20	88.87	104.23	135.50	162.60	186.99
	YOY		-12.18%	17.28%	30.00%	20.00%	15.00%
	销售收入 (万元)	170,494.34	150,573.85	159,389.95	243,898.20	357,717.36	411,374.96
	YOY		-11.68%	5.86%	53.02%	46.67%	15.00%
	销售毛利 (万元)	8,075.61	8,973.60	8,808.49	11,707.11	18,601.30	21,802.87
	毛利率	4.74%	5.96%	5.53%	4.80%	5.20%	5.30%
钾肥	单价 (元/吨)	2,027.33	3,853.20	2,780.70	2350.00	2550.00	2750.00
	销售量 (万吨)	52.77	29.19	44.09	59.52	68.45	75.29
	YOY		-44.68%	51.04%	35.00%	15.00%	10.00%
	销售收入 (万元)	106,978.15	112,466.03	122,614.06	139,875.53	174,546.80	207,060.42
	YOY		5.13%	9.02%	14.08%	24.79%	18.63%
	销售毛利 (万元)	4,464.90	10,730.87	11,399.62	16,085.69	20,072.88	23,811.95
	毛利率	4.17%	9.54%	9.30%	11.50%	11.50%	11.50%
复混肥	单价 (元/吨)	2,145.54	3,684.83	2,197.12	2250.00	2500.00	2650.00
	销售量 (万吨)	29.10	21.92	33.03	41.29	49.55	59.45
	YOY		-24.67%	50.68%	25.00%	20.00%	20.00%
	销售收入 (万元)	62,436.52	80,765.36	72,561.93	92,896.88	123,862.50	157,553.10
	YOY		29.36%	-10.16%	28.02%	33.33%	27.20%



	销售毛利 (万元)	6,043.31	8,473.62	3,569.62	6,827.92	9,537.41	12,289.14
	毛利率	9.68%	10.49%	4.92%	7.35%	7.70%	7.80%
	单价 (元/吨)	1,080.99	3,627.30	4,372.04	1400.00	1800.00	2000.00
	销售量 (万吨)	2.68	7.32	5.77	7.50	9.00	10.80
	YOY		173.13%	-21.17%	30.00%	20.00%	20.00%
磷肥	销售收入 (万元)	2,892.42	26,563.30	25,211.95	10,501.40	16,202.16	21,602.88
	YOY		818.38%	-5.09%	-58.35%	54.29%	33.33%
	销售毛利 (万元)	238.21	4626.79	1609.84	808.61	1,296.17	1,771.44
	毛利率	8.24%	17.42%	6.39%	7.70%	8.00%	8.20%
	销售收入 (万元)	583.7	888.65	1176.15	1200.00	1500.00	2000.00
其他	销售毛利 (万元)	98.48	153.81	195.89	240.00	330.00	500.00
	毛利率	16.87%	17.31%	16.66%	20.00%	22.00%	25.00%
	销售收入 (万元)	343,385.14	371,257.20	380,954.04	488,372.00	673,828.82	799,591.36
化肥综合	销售毛利 (万元)	18,920.51	32,958.69	25,583.45	35,669.33	49,837.77	60,175.40
	毛利率	5.51%	8.88%	6.72%	7.30%	7.40%	7.53%
	单价 (元/吨)	32,459.63	33,724.31	34,264.96	33,000.00	34000.00	35000.00
	销售量 (万吨)	0.71	0.60	0.61	0.79	0.95	1.14
	YOY		-15.49%	1.67%	30.00%	20.00%	20.00%
农药	销售收入 (万元)	22,952.76	20,274.74	20,838.47	26,169.00	32,354.40	39,967.20
	YOY		-11.67%	2.78%	25.58%	23.64%	23.53%
	销售毛利 (万元)	1,129.79	316.90	1,534.41	2,538.39	3,073.67	3,676.98
	毛利率	4.92%	1.56%	7.36%	9.70%	9.50%	9.20%
种子	销售收入 (万元)	652.77	813.28	6,311.17	20,000.00	22,000.00	24,000.00
及	销售毛利 (万元)	96.41	20.16	133.35	600.00	660.00	720.00
其他	毛利率	14.77%	2.48%	2.11%	3.00%	3.00%	3.00%
	销售收入 (万元)	64,491.22	34,749.86	-	-	-	-
化工	销售毛利 (万元)	1,672.04	754.54	-	-	-	-
	毛利率	2.59%	2.17%	-	-	-	-
	主营业务收入	431,481.89	427,095.07	408,104.22	534,541.00	728,183.22	863,558.56
主营业务	主营业务毛利	21,818.75	34,050.29	27,251.21	38,807.72	53,571.44	64,572.38
	主营业务毛利率	5.06%	7.97%	6.68%	7.26%	7.36%	7.48%
	其他业务收入	467.59	655.68	529.48	600.00	-	-
其他业务	其他业务毛利	383.45	554.75	413.29	468.00	-	-
	其他业务毛利率	82.01%	84.61%	78.06%	78.00%	-	-
	营业总收入	431,949.48	427,750.75	408,633.70	535,141.00	728,183.22	863,558.56
	YOY		-0.97%	-4.47%	30.96%	36.07%	18.59%
合计	营业总毛利	22,202.20	34,605.04	27,664.50	39,275.72	53,571.44	64,572.38
	综合毛利率	5.14%	8.09%	6.77%	7.34%	7.36%	7.48%

资料来源: 公司招股意向书、第一创业证券研究所

我们预计 2010 年~2012 年, 公司实现营业收入分别为 53.51 亿元、72.82 亿元和 86.36 亿元, 增长率分别为 30.96%、36.07%和 18.59%; 实现归属于母公司股东的净利润分别为 1.35 亿元、1.86 亿元和 2.45 亿元, 增长率分别为 14.61%、37.68%和 31.94%; 每股收益分别为 0.90 元、1.24 元和 1.64 元。



## 5.2、合理估值：37.2 元 ~ 43.4 元

我们选取 A 股中的吉峰农机、苏宁电器、诺普信和大北农等四家公司作为估值的参照标的，吉峰农机是国内最大的农机连锁经营企业，苏宁电器是国内家电连锁龙头企业，诺普信是拥有较为成熟销售网络的农药制剂企业，大北农是销售网络成熟的预混料龙头企业。

2011 年 2 月 16 日收盘价对应的 4 家可比公司 2011 年的动态市盈率均值为 30.37 倍。虑及公司具有显著的区域垄断优势，又是 A 股首家农资连锁上市公司，我们认为公司应享有一定估值溢价，给予 2011 年 30 ~ 35 倍 PE，则公司合理价值区间为 37.2 元 ~ 43.4 元。

Figure 43 可比公司估值水平

证券简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
吉峰农机	34.58	0.42	0.77	1.39	82.27	44.74	24.85
苏宁电器	13.18	0.58	0.74	0.92	22.73	17.89	14.29
诺普信	27.9	0.54	1.00	1.47	52.13	27.89	18.97
大北农	40.53	0.88	1.31	1.78	46.07	30.96	22.73
<b>均值</b>					50.80	30.37	20.21
<b>中值</b>					49.10	29.43	20.85

资料来源：第一创业证券研究所

## 7、风险因素

### 政府补贴政策变化的风险

公司业务结构对相关政府补助政策存在一定的依赖，2007 年-2009 年政府补助资金分别占各期利润总额的比重为 26.05%、11.97%和 22.11%。若国家相关政策特别是财政补助政策调整，将对公司业务规模和经营业绩产生一定的影响。

### 农资销售的季节性风险

农资流通具有明显的季节性和地域性，若公司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，将对公司经营产生不利影响。

### 化肥价格波动风险

若公司主要经营品种价格受煤炭、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，将对公司业绩产生一定影响。

### 省外扩张的风险

尽管报告期内公司在承担跨省发展所带来的子公司亏损后仍保持了业绩的持续增长，但若省外新设区域配送中心的经营培育期较长，实现盈利所需的时间也相对较长，将给公司的经营发展带来一定的风险。



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2179	2450	3310	3773
现金	633	526	578	579
应收账款	10	52	30	47
其他应收款	22	111	147	134
预付账款	662	681	915	1190
存货	827	1054	1604	1777
其他流动资产	25	26	36	46
<b>非流动资产</b>	393	459	465	471
长期投资	152	119	122	131
固定资产	66	208	231	236
无形资产	53	58	63	68
其他非流动资产	122	73	48	36
<b>资产总计</b>	2572	2909	3775	4244
<b>流动负债</b>	2150	2332	2983	3169
短期借款	668	463	418	172
应付账款	45	132	192	178
其他流动负债	1437	1737	2373	2819
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	2150	2332	2983	3169
少数股东权益	30	51	79	117
股本	112	112	150	150
资本公积	125	125	87	87
留存收益	155	290	476	721
归属母公司股东权益	392	527	713	958
<b>负债和股东权益</b>	2572	2909	3775	4244

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	430	182	122	249
净利润	123	156	214	283
折旧摊销	0	7	12	13
财务费用	33	28	22	14
投资损失	-19	-18	-15	-30
营运资金变动	0	9	-111	-30
其他经营现金流	292	0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-97	-56	-2	11

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	4086	5351	7282	8636
营业成本	3810	4959	6746	7990
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	109	139	186	216
管理费用	57	64	84	95
财务费用	33	28	22	14
资产减值损失	3	18	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	18	15	30
<b>营业利润</b>	92	161	259	350
营业外收入	66	50	30	30
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	155	208	286	377
所得税	32	52	71	94
<b>净利润</b>	123	156	214	283
少数股东损益	5	21	29	38
<b>归属母公司净利润</b>	118	135	186	245
<b>EBITDA</b>	126	196	292	377
<b>EPS (元)</b>	0.79	0.90	1.24	1.64

**主要财务比率**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-4.5%	31.0%	36.1%	18.6%
营业利润	3.5%	74.1%	61.2%	35.3%
归属于母公司净利润	103.0%	14.6%	37.7%	31.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	6.8%	7.3%	7.4%	7.5%
净利率(%)	2.9%	2.5%	2.6%	2.8%
ROE(%)	30.0%	25.6%	26.1%	25.6%
ROIC(%)	35.0%	37.9%	43.1%	52.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	83.6%	80.2%	79.0%	74.7%
净负债比率(%)	31.09%	19.87%	14.00%	5.43%
流动比率	1.01	1.05	1.11	1.19
速动比率	0.63	0.60	0.57	0.63
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.63	1.95	2.18	2.15

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。

本报告未经授权不得复印、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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120