



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 连锁经营打造农资概念上市第一股

——辉隆股份（002556）

2011年2月21日

建议申购

辉隆股份

新股定价

## 摘要:

- **政策扶持, 农资概念腾飞。**2004年以来, 连续7年中央1号文件均围绕“三农”问题展开, 要求加强农资现代物流设施建设, 重点培育大型农资流通企业。国家对“三农”的财政投入也逐年增加, 农资连锁适应了我国农资消费地域性及分散性等诸多特点, 但行业排名前5的企业市场占有率合计不超过10%。填补市场空缺, 借助国家产业政策指导扶持的大型农资连锁集团销售模式是投资发展大势所趋
- **农资连锁行业巨擘。**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, 经过多年发展, 公司现已形成年180余万吨化肥的销售能力, 业务规模位居行业前列。根据中国农资流通协会和安徽省农资流通协会排名, 2009年公司位居全国同行业第4名, 安徽省第1。
- **连锁经营优势独具竞争优势, 高效节约。**公司利用“配送中心+加盟店”的成熟商业模式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。一站式销售模式连续3年位居安徽省内第1名, 打造出了“辉隆”系品牌和规模效应。2007-2009年, 公司化肥销售收入分别为343,385.14万元、371,257.20万元和380,954.04万元, 业务规模位居全国同行前列。
- **盈利预测与投资建议:**预计公司10-12年EPS分别为0.94、1.26和1.60元, 年均增速30.5%。公司作为国内农资连锁龙头企业, 10-12年净利润增长率为19.2%、34.1%、27.2%, 未来三年加盟店将在省内新增加600家, 省外300家, 扩大省外市场占有率。给予11年30倍市盈率, 公司合理股价应为37.8元。首日给予5-20%的新股溢价, 首日收盘价预计在39.7-45.4元。

## 财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	4,086.34	5,544.50	7,118.50	8,729.50
增长率(%)	-4.47%	35.68%	28.39%	22.63%
净利润(百万元)	117.76	140.30	188.09	239.20
增长率(%)	103.01%	19.15%	34.06%	27.17%
每股收益(全面摊薄 元)	1.470	0.938	1.258	1.600
净资产收益率(%)	30.05%	27.25%	10.04%	11.84%
PE	25.71	40.28	30.05	23.63
PB	10.80	10.97	3.02	2.80

## 杨若木

执业证书编号: S1480209110083

基础化工行业分析师

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

## 杨伟

联系人

010-66507317

yang\_wei@dxzq.net.cn

## 询价区间

上市首日定价区间

39.7-45.4

## 发行上市资料

总股本(万股)	14950
发行量(万股)	3750
发行日期	2011.02.21
发行方式	网上+往下
保荐机构	平安证券
预计上市日期	

## 发行前财务数据

(2010.09.30)

每股净资产(元)	4.14
净资产收益率(年化%)	20.89
资产负债率(%)	81.87

## 主要股东和持股比例

省供销社总公司	51.49%
李永东	1.88%
程书泉	1.25%
徐诗雅	1.25%
黄勇	1.25%
唐桂生	1.25%
魏翔	1.25%

## 目 录

1. 农资流通行业未来将成为市场热点 .....	4
1.1 农资流通保障农业生产资料供给 .....	4
1.2 惠农政策推动行业健康发展 .....	5
1.3 行业市场需求旺盛，消费量高速增长 .....	6
1.4 行业竞争激烈，农资连锁大势所趋 .....	7
2. 连锁经营打造国内农资巨头 .....	7
2.1 连锁经营，公司核心竞争优势 .....	8
2.2 连锁经营构建庞大销售网络 .....	9
2.3 公司凭借供销优势巩固市场地位 .....	11
3. 募投项目 .....	13
4. 盈利预测与投资建议 .....	14
5. 风险提示 .....	14

## 表格目录

表 1: 近年来中央农资综合补贴情况 .....	5
表 2: 财政补贴金额及所占当期利润比例 .....	5
表 3: 补贴金额及所占当期利润比例 .....	6
表 4: 09 年行业综合排名 .....	7
表 5: 目标市场主要竞争者对比 .....	7
表 6: 各省销售点分布情况 .....	9
表 7: 加盟店盈利统计 .....	10
表 8: 主营业务毛利分析 (万元) .....	11
表 9: 公司市场占有率及变化 (万吨) .....	12
表 10: 公司配送中心建设项目 (万元) .....	14

## 插图目录

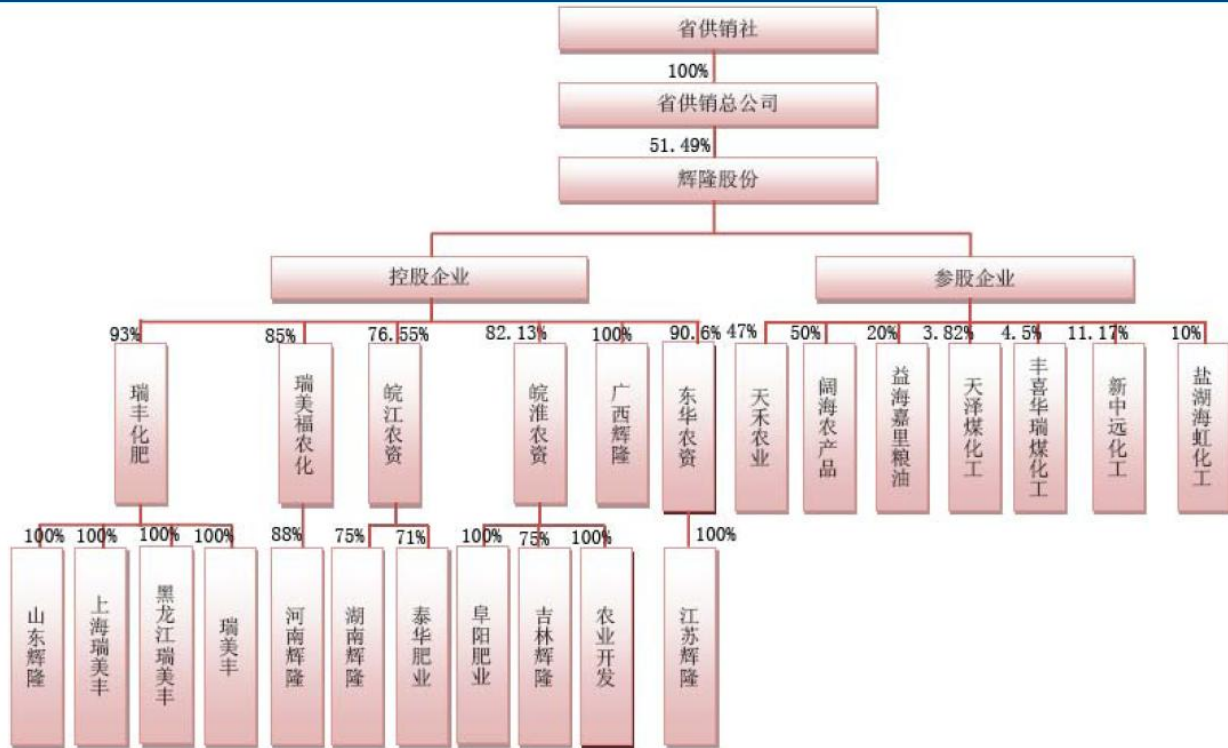
图 1: 公司股权结构示意 .....	4
图 2: 农资流通行业产业链条示意图 .....	5
图 3: 世界化肥消费量 (吨) .....	6
图 4: 04-08 年国内农用化肥施用量 (万吨) .....	6
图 5: 连锁经营业务流程图 .....	8
图 6: 拓展业务策略 .....	8
图 7: 公司投资配送中心示意图 .....	9
图 8: 配送中心+加盟店模式 .....	9
图 9: 配送中心及加盟店年增长统计图 .....	10
图 10: 主营业务收入结构 (万元) .....	11

图 11: 公司主要产品毛利率 .....	12
图 12: 化肥业务毛利率 .....	12
图 13: 全国钾肥进口量示意图 .....	12
图 14: 公司钾肥业务毛利率年增幅 .....	12
图 15: 销售服务模式 .....	13

公司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，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。公司已在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“立足安徽，辐射全国”的连锁经营网络。公司同国内100多家大中型化肥生产企业有战略合作伙伴关系，与30多个国家有贸易往来，实现年销售化肥180万吨。是安徽省最大、全国领先的农资商贸流通企业。

公司本次拟向社会公开发行3,750万股，发行后总股本将达到149,500万股。公司控股股东为省供销社总公司，持股比例为51.49%。系经安徽省人民政府文件批复同意，由全省供销社联合组织——省供销社投资成立的集体所有制企业，主要从事投资管理业务。

图 1：公司股权结构示意



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

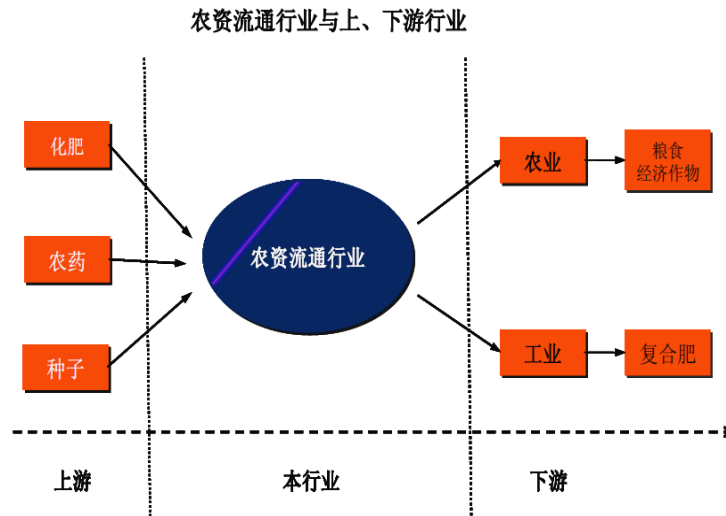
## 1. 农资流通行业未来将成为市场热点

### 1.1 农资流通保障农业生产资料供给

农资流通行业属于零售业中的其他零售业（行业代码为H1199），属于农业生产资料流通行业大类。行业的上游产业链条主要包括化肥、农药及种子等农资生产企业。近年来，上游农资生产行业发展较快，企业数量与规模迅速增加，总体产能特别是氮肥产能过剩，买方市场特征明显。下游行业主

要包括工业与农业，农业生产对农资的需求对农资流通行业的发展至关重要。在工业上的典型应用主要是将购入的生产资料加工制成复合肥或者复混肥。行业上下游概况如下图：

**图 2：农资流通行业产业链条示意图**



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 1.2 惠农政策推动行业健康发展

农资综合补贴，是我国农业补贴的主体。目前，中央财政对农业的补贴共有四类：农资综合补贴、粮食直补、良种补贴和农机具购置补贴（以下简称“四项补贴”）。2006-2009年，中央财政支付的四项补贴总额合计3,084.3亿元，而农资综合补贴则达1,907亿元，占四项补贴总额的60%以上。

**表 1：近年来中央农资综合补贴情况**

补贴种类	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年度
农资综合补贴金额（亿元）	120	276	716	795
“四项补贴”总额（亿元）	309.5	513.6	1,030.4	1,230.8

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

农资综合补贴政策是国家的一项重要支农惠农政策，其目的是为了减轻种粮农户负担，保护农户的种粮积极性，其直接受益者是广大种粮农户，对行业的供给销售起着间接的积极影响。公司受益于化肥淡储财政补贴、“万村千乡”市场工程、“新网工程”及安徽省省级农药储备财政补贴，占当期利润总额比例相当可观。

**表 2：财政补贴金额及所占当期利润比例**

	2010 年 1-9 月	2009 年	2008 年	2007 年
国储补贴（万元）	1,558.00	1,167.00	42.50	764.00
省储补贴（万元）	160.00	1,125.76	768.44	842.27
当期利润总额（万元）	12,955.83	15,503.17	10,545.53	8,836.50

占当期利润总额比例	13.26%	14.79%	7.69%	18.18%
-----------	--------	--------	-------	--------

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**表 3：补贴金额及所占当期利润比例**

	2010年1-9月	2009年	2008年	2007年
万村千乡补贴(万元)	221.37	216.30	108.48	466.35
新网工程补贴(万元)	481.54	589.50	93.85	---
农药省储补贴(万元)	200.00	200.00	200.00	200.00
当期利润总额(万元)	12,955.83	15,503.17	10,545.53	8,836.50
占当期利润总额比例	6.97%	6.49%	3.82%	7.54%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

综上财政补贴数据，分析认为公司07年至10年9月内共收到淡储财政补贴6,427.97万元，占同期利润总额的13.44%。共收到上述财政补贴2,977.39万元，占同期利润总额的比例为6.22%，占公司的营业利润总额的19.66%。这一系列国家财政优惠政策将对公司稳定发展和经营业绩起到积极推动作用。

### 1.3 行业市场需求旺盛，消费量高速增长

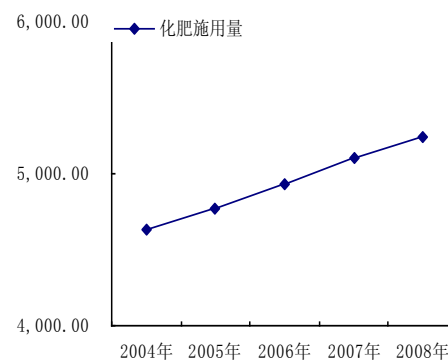
农资产品是农业发展不可或缺的重要资源。其中，化肥作为农业生产的重要战略物资，在保障粮食安全与人类生活健康方面起着举足轻重的作用。国际肥料工业协会(International Fertilizer Industry Association, IFA)统计数据显示，2001-2007年世界化肥施用量逐年缓慢递增，年均复合增长率2.7%。

**图 3：世界化肥消费量(吨)**



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**图 4：04-08 年国内农用化肥施用量(万吨)**



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

中国约占世界化肥消费量 30%，为世界第一大化肥消费国。国内化肥消费主要用于农业、工业、林业、草业和养殖业等领域，其中农业用肥是化肥消费的主要领域，2004-2008 年，国内农用化肥施用量逐年增长，从 4,636.58 万吨(折纯量，下同)增至 5,239.02 万吨，年复合增长率为 3.10%。

农业生产资料施用量中，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%。按照目前农业生产高速增长态势，预计到 2015 年和 2020 年，全国需新增化肥需求量分别增加约 1200 万吨和 1500 万吨，农资市场消费前景乐观。

#### 1.4 行业竞争激烈，农资连锁大势所趋

目前，国内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%。

**表 4：09 年行业综合排名**

排名	公司名称
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	辉隆股份
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	山东省农业生产资料集团有限公司
8	庆丰农业生产资料集团有限公司
9	江苏苏农农资连锁集团股份有限公司
10	四川开元集团

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**表 5：目标市场主要竞争者对比**

企业名称	国内排名	连锁经营主要区域	业务规模
浙江农资集团	3	13 个省市	50 家区域公司
黑龙江倍丰	5	黑龙江	黑龙江最大
九禾股份	-	17 个省市	30 个区域公司
四川开元	10	四川	24 个区域公司
天盟农资	-	云、贵、川等省	13 个分公司, 145 个加盟商
江苏苏农	9	江苏省	江苏最大

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

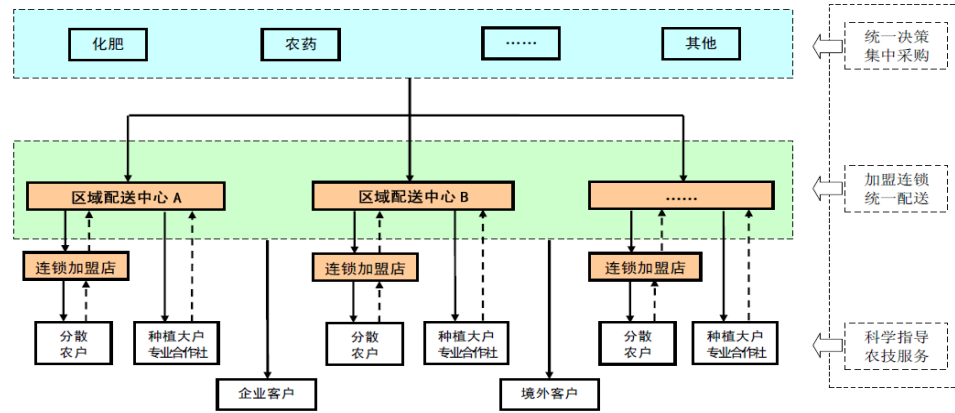
行业竞争呈现特点主要是区域性较强，一般本地农资需求基本由本地农资流通企业承担，跨区域开展业务情形较少。此外，经营主体多元化，竞争激烈，且市场占有率和企业影响力普遍比较小。因此连锁经营模式更适应我国农资消费地域性和分散性特点，也能最大程度满足政府规范农资市场导向需求，该模式将是公司未来保持长期盈利的重要支撑点。

## 2. 连锁经营打造国内农资巨头

## 2.1 连锁经营，公司核心竞争优势

农资连锁经营是辉隆公司保持快速发展的核心优势所在。农资连锁经营，即在公司的统一管理下，通过在县及县以下地区采取直营或吸收加盟等方式设立连锁经营网络，统一采购、统一服务、统一品牌、统一配送，实行规模化、标准化和规范化农资经营的新型业态。连锁经营由于统一采购、统一配送、实现了经营规模化和渠道扁平化，能有效降低物流成本费用，提升服务水平。

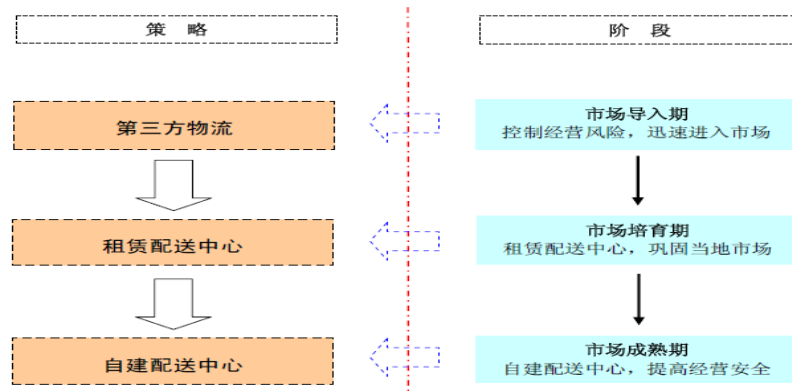
图 5：连锁经营业务流程图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

业务流程包括：1，采购环节，公司、各事业部及子公司根据各自实际经营情况制定采购需求计划，报公司统一审批实施。2，配送环节，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。3，农技服务，开展农技培训，设立800免费咨询电话，聘请农业专家指导农户选种、施肥。

图 6：拓展业务策略



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公

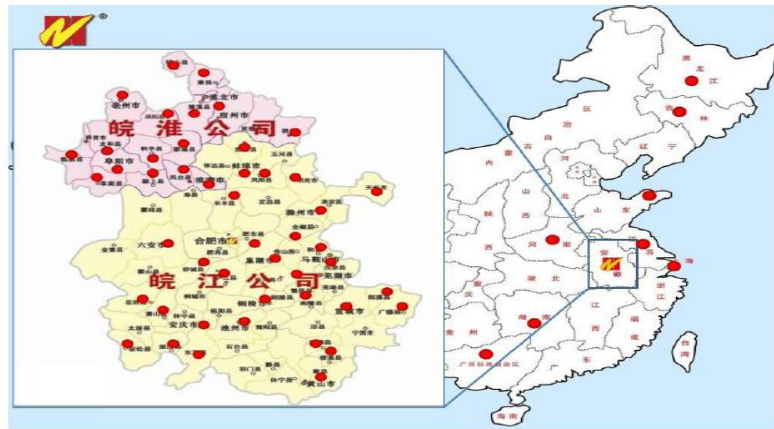
公司采用“配送中心+加盟店”连锁经营模式，一方面有效减少了中间流通环节，实现了流通渠道

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。

## 2.2 连锁经营构建庞大销售网络

公司以“配送中心+加盟店”连锁经营模式成功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，培养发展了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，为公司未来进一步拓展和巩固市场份额奠定了坚实的基础。

图 7：公司投资配送中心示意图



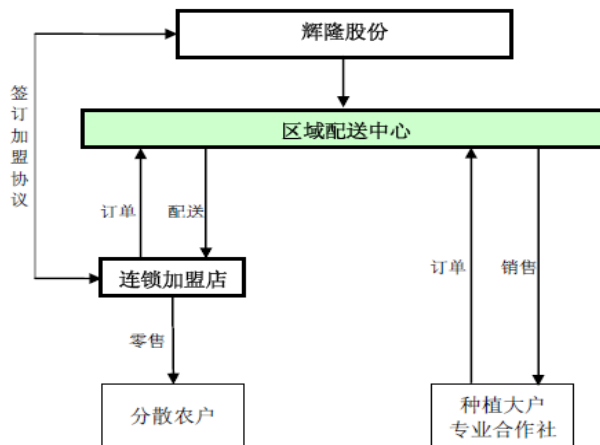
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 6：各省销售点分布情况

序号	分布区域	配送中心（个）	加盟店（个）
1	安徽省	47	2261
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	广西壮族区	1	9
8	上海市	1	0
9	山东省	1	1
	合计	56	2,315

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 8：配送中心+加盟店模式

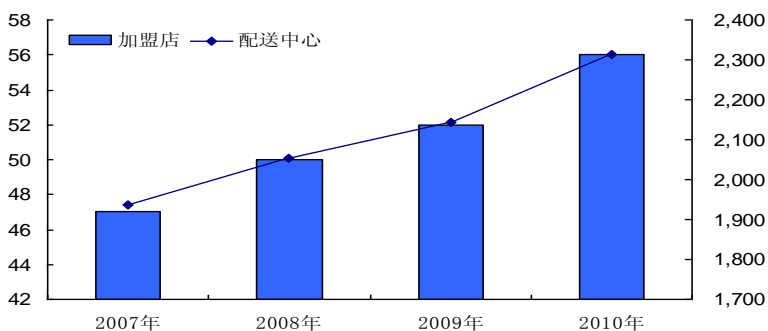


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

配送中心是公司开展连锁经营的核心模块，除主要负责发展、管理和服务辖区内连锁加盟店外，同时承担着向区域内种植大户、农民专业合作社等大客户直接销售并提供农技服务的任务；部分区域配送中心还承担着向辖区内企业客户及境外客户销售的任务。

公司通过复制“配送中心+加盟店”连锁经营模式，成功将销售网络进一步扩张至乡镇或乡村，公司配送中心及加盟店每年保持快速平稳增加，确保了公司最大程度在全国各农业大省都建立起销售基地和售后服务中心：

图 9：配送中心及加盟店年增长统计图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 7：加盟店盈利统计

年盈利总额	加盟店 (家)	占比
0 万元以下	13	0.81%
0 至 2 万元	757	47.31%
2 至 5 万元	435	27.19%
5 至 10 万元	267	16.69%

10 万元以上	128	8.00%
合计	1,600	100.00%

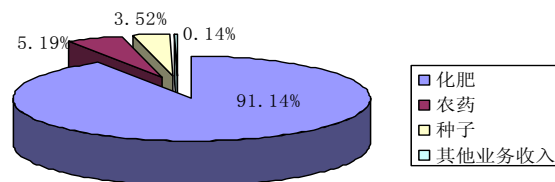
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2009年高达99.29%的加盟店实现盈利，仅有0.81%的加盟店小额亏损，单店最高亏损额仅为0.89万元。总体而言，辉隆连锁加盟店普遍具有低成本、低库存及低风险的特点，盈利状况较好。因此，我们认为公司在已具备市场规模效应前提下，未来配送中心和加盟店的数量会进一步扩大，高速增长前景比较乐观。

### 2.3 公司凭借供销优势巩固市场地位

公司营业收入主要由主营业务收入构成：

**图 10：主营业务收入结构（万元）**



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司主要从事化肥、农药、种子等农资产品的销售业务。其中，化肥销售收入占营业收入的比重达到了91.14%。07、08年公司存在少量化工产品业务；而2008年公司将其所持新力化工股权进行转让后，化工业务整体剥离，目前只占收入结构微量比重。

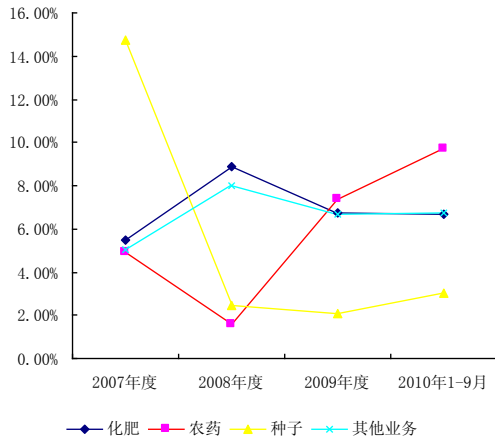
**表 8：主营业务毛利分析（万元）**

项目	2010 年 1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
化肥	25,670.39	90.93%	25,583.45	93.88%	32,958.69	96.97%	18,920.51	86.72%
化工	-	-	-	-	754.54	2.22%	1,672.04	7.66%
农药	2,113.18	7.49%	1,534.41	5.63%	316.90	0.93%	1,129.79	5.18%
种子及其他	447.60	1.59%	133.35	0.49%	20.16	0.06%	96.41	0.44%
合计	28,231.17	100%	27,251.31	100%	34,050.28	100%	21,818.76	100%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

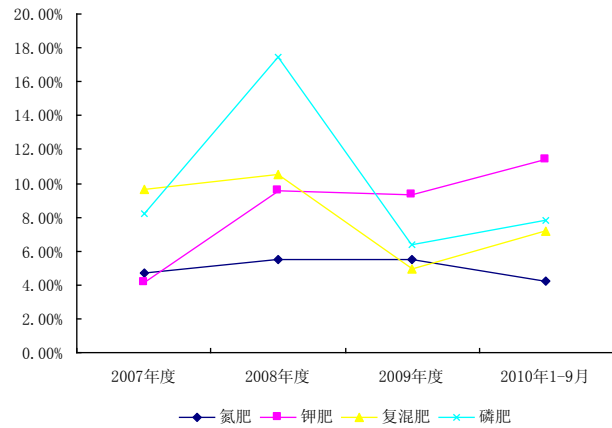
公司的毛利主要来源于化肥产品，其对主营业务毛利的贡献分别达到86.72%、96.79%、93.88%及90.93%。同时，公司积极拓展以农药、种子为代表的其他农资销售业务，其占主营业务毛利的比重亦呈上升趋势。

图 11: 公司主要产品毛利率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 12: 化肥业务毛利率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

2008年, 由于受各种大宗化学原料价格上涨因素影响, 公司化肥业务综合毛利率明显高于其他年度。2009年, 公司化肥业务综合毛利率较上年下降2.16%, 主要系由复混肥和磷肥业务毛利率下降幅度较大所致; 2010年1-9月, 公司化肥业务综合毛利率与前期基本保持稳定。

总体来说, 公司近三年氮磷钾肥在国内市场的占有率呈上升趋势。目前销售区域主要集中于安徽及国内部分重点农业省份, 规模因素制约公司毛利率水平的提高, 一旦全国销售网络搭建成熟, 市场占有率激增, 公司的毛利率可望持续上升。

表 9: 公司市场占有率及变化(万吨)

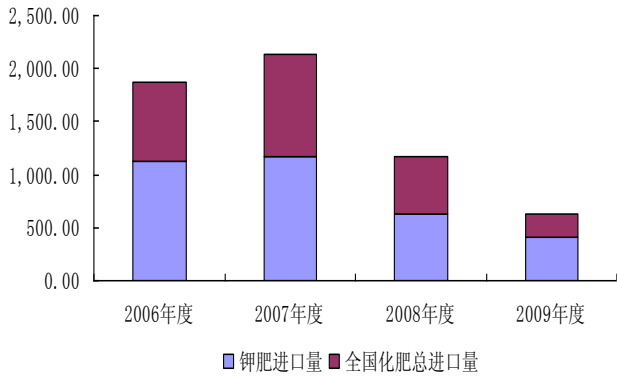
项目名称	2009 年度	2008 年度	2007 年度	
氮肥	公司内销量	35.55	32.08	33.83
	国内施用量	2,321.2	2,302.9	2,297.2
	国内市场占有率	1.53%	1.38%	1.47%
钾肥	公司内销量	24.12	15.84	28.99
	国内施用量	571.0	545.2	533.6
	国内市场占有率	4.22%	2.91%	5.43%
复混肥	公司内销量	15.40	6.16	10.45
	国内施用量	1,725.5	1,608.6	1,503.0
	国内市场占有率	0.89%	0.38%	0.70%

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

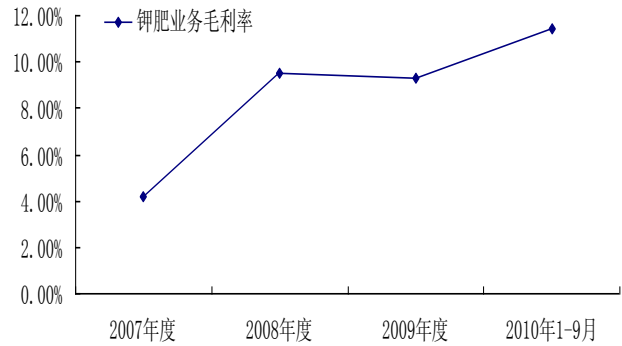
目前, 国内氮肥产量明显过剩, 而钾肥产量严重不足, 需要通过国际进口调剂余缺。海关总署统计数据, 2004-2009 年, 全国化肥进口中大部分为钾肥。

图 13: 全国钾肥进口量示意图

图 14: 公司钾肥业务毛利率年增幅



资料来源：海关总署

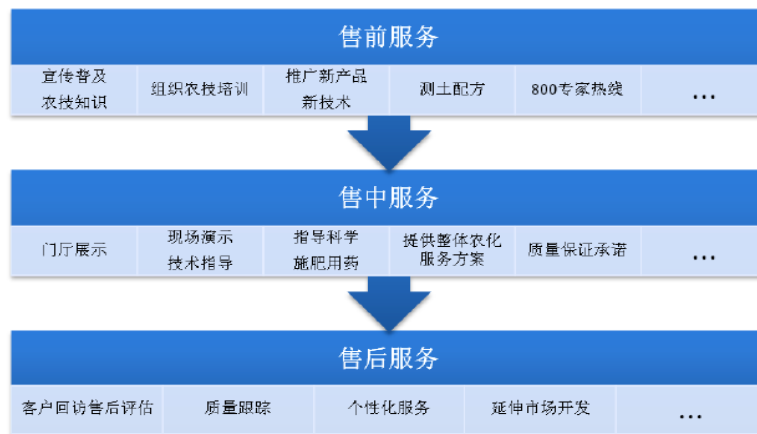


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

目前，公司掌握稀缺资源的区域总代理优势。是国产钾肥销售排名第一的销售商，是青海盐湖钾肥公司最大合作伙伴，华东地区总代理。公司07年度至10年9月，钾肥销量实现的毛利率分别为4.17%、9.54%、9.30%及11.40%，保持快速增长。随着工农业生产规模扩大化，化肥市场供不应求，预计公司钾肥业务仍将获得较高的盈利水平。

此外，公司的核心竞争优势还在于独特的“一体化农技服务”营销模式。公司建立完善的售前、售中和售后一体化服务体系，将农资销售与农技服务结合帮助实现农业增产、农民增收。我们认为公司的营销模式基本符合市场消费需求，增强了目标顾客的忠诚度和消费偏好，有利于树立公司良好形象，进一步拓展市场份额。

图 15：销售服务模式



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 3. 募投项目

公司本次募集资金主要投向配送中心建设项目和信息化系统建设项目。

表 10: 公司配送中心建设项目 (万元)

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	8400	16,800
安徽省内	自建 (改扩建)	8	8400	67,200
安徽省外	租赁	10	4250	42,500
合计		20		126,500

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

“配送中心建设项目”第一年预计达产50%，第二年达产80%，第三年及以后年份达产100%。“信息化系统建设项目”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。

整体项目财务效益评价: (1) 优化企业供应链运作; (2) 加强公司财务管理 (3) 实现可视化目标管理与可量化的绩效管理 (4) 利用管理信息系统, 优化资源配置。

## 4. 盈利预测与投资建议

预计公司10-12年EPS分别为0.94、1.26和1.60元，年均增速30.5%。公司作为国内农资连锁龙头企业，10-12年净利润增长率为19.2%、34.1%、27.2%，未来三年加盟店将在省内新增加600家，省外300家，扩大省外市场占有率。给予11年30倍市盈率，公司合理股价应为37.8元。首日给予5-20%的新股溢价，首日收盘价预计在39.7-45.4元。

## 5. 风险提示

1. 化肥市场供过于求或价格波动，导致公司销售收入、毛利水平受到受影响的风险
2. 省外业务开拓受阻，影响公司盈利预期的风险
3. 政府财政补贴政策调整，影响公司利润的风险

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4277.51	4086.34	5544.50	7118.50	8729.50
营业成本	3931.55	3809.79	5145.30	6605.97	8100.98
营业费用	166.06	109.35	166.34	213.56	261.89
管理费用	52.47	56.94	72.08	92.54	113.48
财务费用	66.28	33.46	31.20	8.62	(6.21)
投资收益	30.33	18.72	18.00	28.00	33.00
营业利润	89.14	92.25	147.04	225.11	291.50

利润总额	105.46	155.03	193.74	242.61	309.00
所得税	21.98	32.31	48.43	48.52	61.80
净利润	83.47	122.72	145.30	194.09	247.20
归属母公司所有者的净利润	58.01	117.76	140.30	188.09	239.20
NOPLAT	123.02	99.51	133.68	186.98	228.23
每股收益	0.97	1.47	0.94	1.26	1.60

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	575.73	632.74	859.40	1138.56	1353.07
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	0.02	10.05	13.67	17.55	21.52
预付款项	376.25	661.75	1021.92	1484.34	2051.41
存货	1115.83	826.97	1057.25	1357.39	1664.58
流动资产合计	2231.61	2179.06	3028.27	4095.46	5210.30
非流动资产	208.26	392.64	367.21	678.71	618.06
资产总计	2439.87	2571.70	3395.49	4774.16	5828.36
短期借款	1053.00	668.38	620.20	0.00	208.12
应付帐款	185.24	44.70	70.48	90.49	110.97
预收款项	403.36	511.07	677.41	890.96	1152.85
流动负债合计	2232.03	2149.90	2845.36	2859.11	3759.39
非流动负债	0.00	0.00	0.25	0.25	0.25
少数股东权益	20.36	29.92	34.92	40.92	48.92
母公司股东权益	187.47	391.88	514.96	1873.89	2019.80
净营运资本	(0.42)	29.16	182.91	1236.35	1450.91
投入资本 IC	511.21	284.79	138.68	604.25	903.77

现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	83.47	122.72	145.30	194.09	247.20
折旧摊销	7.84	8.53	0.00	70.90	71.56
净营运资金增加	35.53	29.58	153.75	1053.44	214.56
经营活动产生现金流	28.70	429.94	306.47	91.53	71.37
投资活动产生现金流	(34.05)	(97.06)	18.42	(354.40)	22.09
融资活动产生现金流	72.65	(354.39)	(98.23)	542.03	121.05
现金净增 (减)	67.30	(21.51)	226.65	279.16	214.51

### 分析师简介

---

#### 杨若木

工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

#### 杨伟

工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

### 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。