

# 辉隆股份 (002556)

## 并购海华科技，打开公司长期成长空间

### 买入 (首次)

2020年09月20日

证券分析师 柴沁虎

执业证号: S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号: S0600520020001  
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	18,626	17,995	18,405	19,234
同比 (%)	10.7%	-3.4%	2.3%	4.5%
归母净利润 (百万元)	193	307	494	714
同比 (%)	39.6%	58.6%	60.9%	44.7%
每股收益 (元/股)	0.23	0.36	0.58	0.83
P/E (倍)	43.31	27.31	16.97	11.73

#### 投资要点

- **公司控股股东为安徽省供销合作社，是中国农资流通领域第一家上市公司。**农业和农村问题一直是高层关注的焦点问题，目前我国的农业发展处于战略转型期，机会与挑战并存，公司依托供销社的庞大的分销网络体系，拥有民营的决策机制，可以在中国农业转型升级过程中有所作为。
- **公司农业板块还处于探索过程中。**辉隆的业务体系较为庞杂，也还在不断整合过程中，大致可归类为商业、工业、农业、投融资四大板块。辉隆农业最重要的任务应该是探索农业产业产前、产中、产后的服务新模式，比如，开展订单农业和大田托管业务，面向农业种植户提供产前优质农资供应、产中种植技术指导、产后粮食烘干收储销售全程系列化服务等。由于并无先例可循，目前处于业务摸索阶段。
- **辉隆商业板块的机遇挑战并存，潜力有待挖掘。**从政府层面看，供销社体系可能是最成本有效的解决中国农业问题的抓手，在目前的宏观环境中产业低位会不断强化。农产品价格低迷以及农药化肥减量增效使得商业板块整体承压。但是，去全球化倾向日益强化的背景下，政府对农业、农村关注的力度加大。电子商务、互联网等新事物的出现为农业农村的转型升级提供了抓手，农村年龄结构的演进为转型升级提供了可能。
- **工贸一体化是解决辉隆股份长期发展的重要突破口。**中国的农业正处于战略转型期，中间孕育的投资机会较多，目前辉隆股份的利润体量较小，无法支撑公司的一些战略设想落地。公司传统的工贸一体化主要是一些基于现有产业的适度延伸，最新的发展思路是接合安徽省的区位优势 and 长三角的产业发展趋势，适度发展一些高技术壁垒、大市场容量的特色产业，有一定的合理性，打开了长期发展的空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.07 亿元、4.94 亿元和 7.14 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.58 元和 0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 27X，17X 和 12X。考虑到公司并入海华科技后形成的业务协同性，盈利能力将取得显著增长，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**薄荷醇技术消化不及预期的风险，海华科技在建项目投产进度不及预期的风险。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	9.78
一年最低/最高价	4.64/10.38
市净率(倍)	3.00
流通 A 股市值(百万元)	6999.72

#### 基础数据

每股净资产(元)	3.26
资产负债率(%)	66.77
总股本(百万股)	856.62
流通 A 股(百万股)	715.72

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司是中国农资流通领域第一家上市公司</b> .....	<b>4</b>
1.1. 安徽省供销社是公司实际控制人 .....	4
1.2. 公司业务条线可按商业、农业、工业、投融资进行梳理 .....	5
1.3. 财务分析 .....	5
<b>2. 辉隆商业的潜力有待挖掘</b> .....	<b>6</b>
2.1. 公司有完善的连锁经营网络体系 .....	6
2.2. 供销社系统是解决中国三农问题的重要抓手 .....	7
2.3. 大股东层面仍有很多资源可以挖掘 .....	8
2.4. 商业板块的价值有待进一步挖掘 .....	8
<b>3. 适度工贸一体化提升企业的盈利水平有必要性</b> .....	<b>8</b>
3.1. 复合肥质量良莠不齐是公司工贸一体化的初衷 .....	8
3.2. 农药业务目前以制剂为主，存在上游延伸的可能 .....	9
3.3. 海华科技的业务有一定的必要性和协同性 .....	9
<b>4. 辉隆农业主要是为农村经济新模式进行探索</b> .....	<b>11</b>
4.1. 土地流转和互联网技术进步为农业产业新模式打开空间 .....	11
4.2. 农仁街带动相关板块线上线下融合 .....	12
4.3. 其他业务 .....	13
<b>5. 辉隆投融资</b> .....	<b>13</b>
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图 1: 公司的子公司和事业部之间的对应关系 (参考 2019 年年报)	4
图 2: 公司主营业务收入 (亿元)	6
图 3: 公司主要板块的毛利率 (%)	6
图 4: 配送中心+连锁店的经营模式示意图	7
图 5: 海华科技甲醚产业链	10
图 6: 海华科技的间甲酚产业链	10
图 7: 中国土地流转面积 (亿亩, %)	12
图 8: 2016 年家庭承包耕地流转去向 (%)	12
表 1: 农业发展有限责任公司部分下辖子公司	11
表 2: 长期股权投资明细 (参考 2020 年半年报)	13
表 3: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	14
表 4: 可比公司估值表 (参考 2020 年 9 月 18 日收盘价)	14

## 1. 公司是中国农资流通领域第一家上市公司

辉隆股份（002556）总部位于安徽合肥，公司前身为安徽辉隆农资集团有限公司，由安徽省供销总公司和公司管理层、员工等注册设立。2008年11月改制为股份有限公司，11年3月深交所上市。

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。

公司是安徽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。

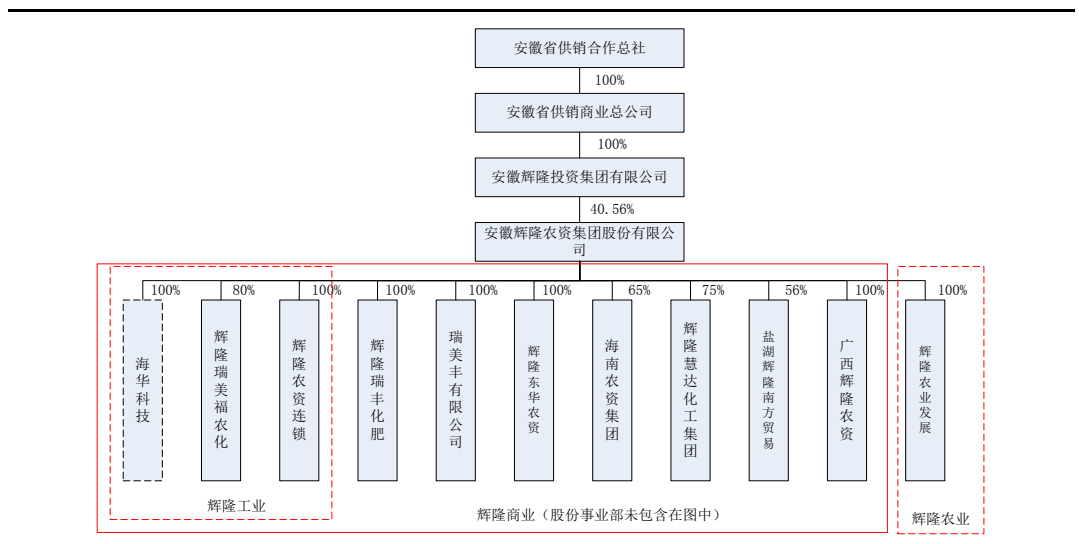
农业和农村问题一直是高层关注的焦点问题，党的十九大报告初步提出实施乡村振兴战略，国家的发展重心将逐步实质性的向农业和农村倾斜。目前我国的农业发展处于战略转型期，随着互联网技术的普及、居民收入的提升，未来农业、农村的生态模式会发生重大的变革。农村居民年龄结构的变化为农业、农村的改革提供了可能。

### 1.1. 安徽省供销合作社是公司实际控制人

安徽辉隆投资集团有限公司是公司的第一大股东，持股比例 40.56%。

安徽辉隆投资集团有限公司是安徽省供销合作社联合社的全资子公司，安徽省供销合作社联合社是公司实际控制人。

图 1: 公司的子公司和事业部之间的对应关系（参考 2019 年年报）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司是安徽省供销合作总社控股的企业，但是公司高管以及技术骨干大多在对应的子公司或者股份公司持股，双方利益诉求一致，公司的运营管理机制比较市场化。

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。

## 1.2. 公司业务条线可按商业、农业、工业、投融资进行梳理

上市前，公司的业务集中在农资流通领域，主要从事各类化肥、农药、化工及种子等重要农资的连锁经营业务。上市后，公司的业务进行了适度的延伸，一方面，传统的农资流通领域的内容进一步丰富，一方面，逐步把业务从传统的农资流通向农业、工业生产以及投融资领域延伸。

公司控股的子公司数量较多，纳入合并报表的二级公司就有10家，三级子公司加起来有54家企业，此外，还有若干事业部，梳理起来难度较大。为了简便分析，可以将上述子公司分别归类到**辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业、辉隆投融资**四大板块。分别对应农资流通上中下游全产业链。

**商业板块：**主要对应五大事业部、海南子公司、辉隆慧达等公司。

**工业板块：**主要对应辉隆农资连锁集团的复合肥业务、瑞美福的农药制剂业务以及海华科技。

**农业板块：**主要对应农业集团，承担了未来农业生产的新模式的探索任务。

**投融资板块：**主要负责公司的一些参股业务的归口管理。

实际运营过程中，比如辉隆连锁，部分业务归口商业板块，部分业务对口工业板块，这也一定程度反映出中国的中国农业、农村相关业务仍处在一个转型期。

## 1.3. 财务分析

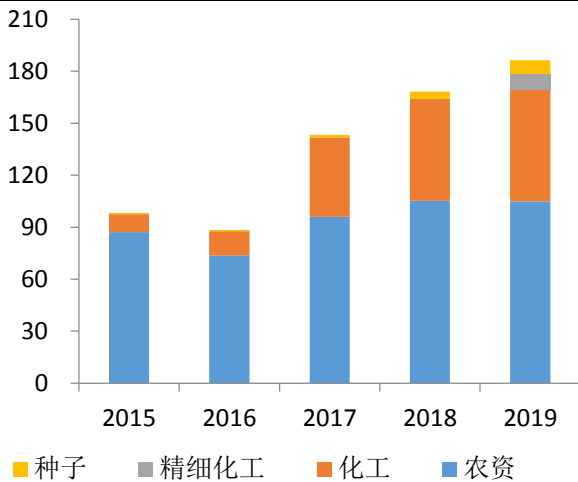
公司的主要收入来自农资、精细化工、化工和种子业务。

农资业务主要是农资贸易相关的业务，营收、毛利率较为平稳。

化工业务包含辉隆连锁旗下的复合肥业务和慧达化工旗下的化工贸易业务，由于有供销社背书，复合肥业务的盈利较为稳定，未来也有量的扩张。慧达化工的贸易业务体量较大，基本盈亏平衡。

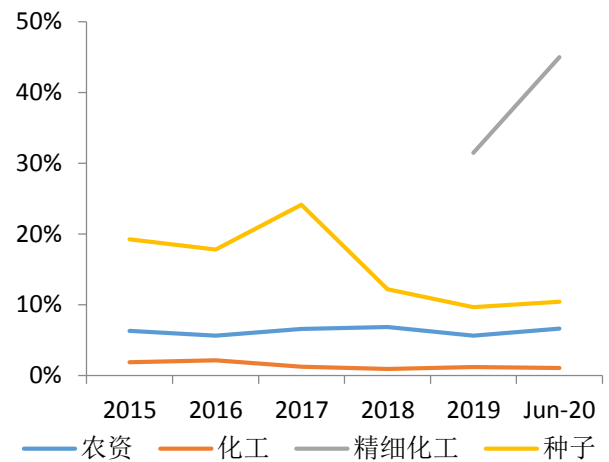
**精细化工业务主要是海华的相关业务，承担了未来公司的重要的盈利增长部分。**得益于沿海化工园区的综合整治，相关产品的毛利率也稳步向上。展望未来，公司的业务逐步进入门槛较高的香精等业务，预计毛利率可以再上一个台阶。

图 2: 公司主营业务收入 (亿元)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图 3: 公司主要板块的毛利率 (%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 2. 辉隆商业的潜力有待挖掘

辉隆商业是公司的起家业务, 主营化肥、化工、农药内外贸业务和产品分销。除了总部下属的事业部外, 连锁集团、瑞美福的部分业务, 海南农资集团以及慧达化工的全部业务基本都可以归类为辉隆商业板块。

从大的产业环境讲, 农业部制定实施《到 2020 年化肥、农药使用量零增长行动方案》, 推进化肥、农药的减量提效。进一步细分, 氮肥供给侧改革已经接近尾声, 磷肥供给侧改革正在稳步推进, 受盐湖股份的煤化工业务拖累, 国内钾肥贸易业务也整体承压。化肥、农药的贸易业务整体承压。

商业板块的机会主要在于三点。首先, 公司有完善的、辐射全国的农资连锁经营网络体系。其次, 农资产品质量良莠不齐, 公司有大股东的背景背书。近年来, 公司稳步推进化肥、农药的适度工贸一体化(工业业务在工业板块归口), 取得了较好的效果。最后, 农业、农村出现了一些新业态、新变化, 比如订单农业、农村土地流转等, 公司也敏锐抓住了相关机会, 依托互联网技术和其他现代农业技术, 提供产前、产中、产后服务, 探讨商业板块的新模式。

### 2.1. 公司有完善的连锁经营网络体系

安徽省供销社是公司实际控制人, 因此, 公司在获取政策支持方面有先天优势。

公司抓住商务部“万村千乡市场工程”和全国供销社“新网工程”的政策机遇, 按照“省内做连锁, 省外抓批发”和“走出去”的网络建设方针, 大力开展农资连锁经营。

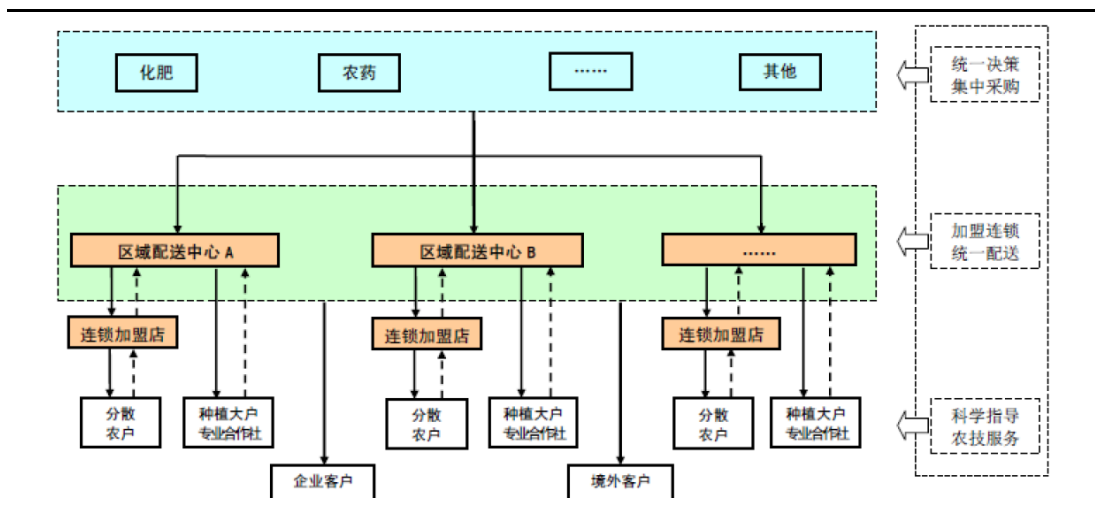
目前, 公司化肥业务遍及国内 17 个省区, 农药业务覆盖 10 省, 出口遍及 60 多个国家, 拥有强大的分销网络。

公司的农资连锁经营网络体系独具特色，以“配送中心+加盟店”为基础，初步构建起了辐射全国的以 60 多个配送中心、2,800 多个加盟店（2015 年数据）为基础的辉隆连锁网络，并顺应现代农业发展形势将其拓展至“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”的服务模式。

辉隆的配送中心大约 50% 为自建，自建的配送中心均可进行仓储和物流。省外市场先采取第三方物流形式开展经营，以求降低风险，快速进入市场。然后根据市场发展成熟程度，采取租赁或自建配送中心的模式。

“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”这种模式不仅较好解决了农村最后一公里的问题，而且有助于公司精准对接消费群体，在售前、售中及售后领域针对种植大户进行专业化服务。

图 4：配送中心+连锁店的经营模式示意图



数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

## 2.2. 供销社系统是解决中国三农问题的重要抓手

计划经济时代，中国农业生产实现条块管理，农资经营主体主要有农资公司、供销社、农业“三站”（农技推广站、植保站、土肥站）。改革开放后，这些职能部门的作用有所降低，诱发出一系列问题。

供销社是为农服务的合作经济组织，是党和政府做好“三农”工作的重要载体，是国家服务三农、引领农村发展的首选。经过多年的努力，也初步形成了一个较为完善的、自上而下的经营服务网络，积累了丰富的行业经验。

15 年 4 月，中共中央国务院正式公布《关于深化供销合作社综合改革的决定》。《决定》提出，要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。具体的措施包括推动农业规模化经营、加快发展农业电商、打造城乡社区综合服务平台、开展农村合作金融服务。

目前，部分基层社（社有企业）经营困难，核心问题是没有注意到农村、农业发展

的新形势，并据此进行相应的业务调整。

### 2.3. 大股东层面仍有很多资源可以挖掘

公司第一大股东为安徽省供销总公司，实际控制人为安徽省供销合作社。

截止 2016 年底，安徽省供销社全系统目前已建立各类连锁店 44113 个、配送中心 498 个、组建基层社 735 个、农民专业合作社 3491 个、综合服务社 16315 个，发展各类行业协会、农产品经纪人协会、合作经济联合会 360 个，入会会员达 16 万余人，全系统 60231 个“新网工程”经营服务网点遍布城乡。

### 2.4. 商业板块的价值有待进一步挖掘

公司的配送体系的潜在商业价值非常高，但是价值并未得到充分挖掘。

报表显示，辉隆商业板块盈利较弱，不过该板块承担着国家化肥及省级化肥储备任务，每年都会有一些相应的补贴收入，按照《会计准则》要求，这部分补贴不能直接冲减财务费用，必须确认为营业外收入。按照实质重于内容，进行修正，这个板块基本可以保证微利。

## 3. 适度工贸一体化提升企业的盈利水平有必要性

传统的辉隆工业板块主要是农药、复合肥的生产，属于传统农资业务的自然外延。项目主体主要是连锁集团旗下的复合肥业务以及瑞美福等一些三级子公司。

19 年 8 月，公司公告，计划斥资收购海华科技 100% 股权。海华科技的主营业务为对（邻）氨基苯甲醚、间氯苯胺、间甲酚等精细化工产品，远期规划了百里香酚、L-薄荷醇等产品。

表面看起来，海华科技的收购或有偏离主业的风险，和资本市场的期望也有偏差。不过，我们认为，农资流通行业目前机会、挑战并存，一方面，农资产业一直存在利润率低、需求疲软、政策补贴退出等问题，导致农资板块盈利偏薄。一方面，中国的农业产业目前处于战略转型期，中间孕育的机会，尤其是并购、整合的机会非常多，但是这些机会的把握需要以一定的盈利为支撑。

### 3.1. 复合肥质量良莠不齐是公司工贸一体化的初衷

随着土地流转的推进，农村收入的提升，复合肥成为农户种植的主要肥料，但是长期以来，复合肥质量良莠不齐一直困扰着相关产业，这是公司切入复合肥生产领域的重要出发点。

经过多年的发展，目前初步形成了五禾生态、阜阳、吉林辉隆、江西宜春复合肥等四个生产基地。

蚌埠五禾生态复合肥一期产能 47 万吨，阜阳 10 万吨。



江西宜春基地的产能 15 万吨。

吉林辉隆的产能 15 万吨，主要是氨酸法复合肥项目。

19 年 8 月，公司公告计划以 0 元对价受让新中远化工 100% 股权，同时以现金和债转股相结合的方式承接新中远化工的债务。新中远化工主要从事磷酸一铵的生产，产能 18 万吨。与公司现有业务高度协同，公司计划重整新中远化工后，进一步把这个基地打造成硫酸钾复合肥生产基地，复合肥业务也有一定的扩张计划。

### 3.2. 农药业务目前以制剂为主，存在上游延伸的可能

农药制剂业务的主要载体为银山药业，银山药业现有制剂产能 1 万吨，2017 年中国农药行业制剂销售 50 强中位居第 24 位。

需要强调，股份公司层面农药制剂分销不仅包括自营产品的分销，也包括股份公司，比如海南农资集团等子公司的制剂分销。

江苏、浙江以及山东是中国传统的农药原药集散地。近年来，这些地区持续进行化工园区的综合整治，给跨国的农药原药供应安全带来冲击。从区位优势、产业环境、环境容量等角度看，安徽都具备承接这些地区的产业转移的可能，值得公司重视。

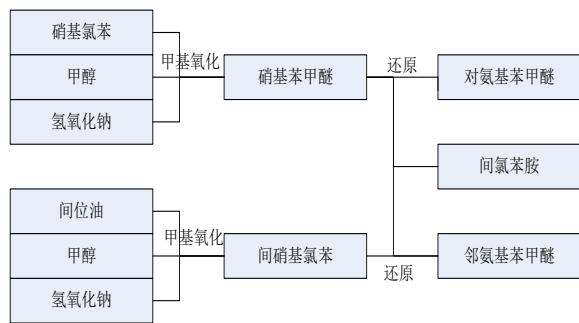
19 年 8 月，公司公告，拟由控股子公司瑞美福以自筹资金 6552 万元收购安徽美克思科技有限公司持有的安徽和美科创化工有限公司 90% 的股权。和美科创位于安徽蚌埠市淮上区沫河口工业园区，主要从事农药中间体、医药中间体的开发、生产和销售。公司也有计划在收购完成后，以和美科创为实施主体，新建农药中间体等项目。

### 3.3. 海华科技的业务有一定的必要性和协同性

19 年 8 月，公司公告，拟向辉隆投资、蚌埠隆海以及解凤贤等 40 名自然人发行股份、可转换公司债券及支付现金购买其持有的海华科技 100% 股权。同时，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份及可转换公司债券募集配套资金，用于向交易对方支付现金对价、海华科技项目建设等。

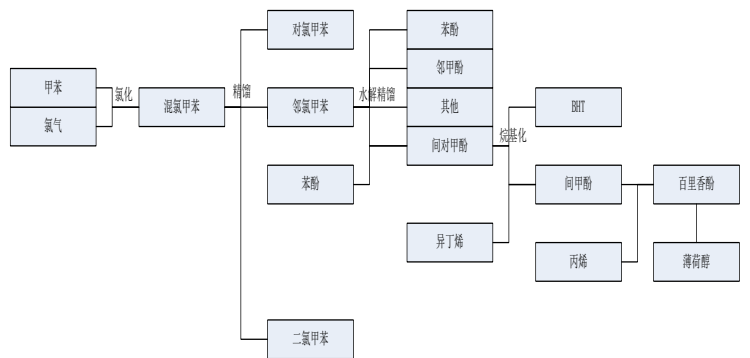
海华科技成立于 08 年 10 月，企业位于淮上区沫河口工业园区，目前现有的产品主要有 1 万吨对（邻）氨基苯甲醚、1500 吨间氯苯胺、1.5 万吨邻氯甲苯、1.5 万吨对氯甲苯、8000 吨间甲酚、3000 吨邻甲酚以及 8000 吨 BHT。公司计划重点发展的产品主要是 1000 吨百里香酚及 3000 吨合成 L-薄荷醇项目。

图 5: 海华科技甲醚产业链



数据来源: 公司公告, CNKI, 东吴证券研究所

图 6: 海华科技的间甲酚产业链



数据来源: 公司公告, CNKI, 东吴证券研究所

海华科技的现有产品大约可以分为甲醚、甲苯、甲酚三个业务方向, 公司的相关产品产能基本都是全球前列。甲醚、甲苯、甲酚等产品都具有较强的延伸可能, 但是受限于资金问题, 公司一直未能进行有效的产业延伸。

甲醚、甲苯、甲酚的生产难度不大, 但是近年来, 环保整治趋严, 氯化工艺受限, 产业环境较好。不仅如此, 相关产品较为小众, 需要运营者对相关产品的产供销有着精准的把握。

辉隆股份入主后, 海华科技短期计划沿着间甲酚向下延伸, 发展百里香酚和薄荷醇等产品, 相关产品投资强度较大, 技术壁垒较高, 市场较为广阔。

传统的动物饲料, 尤其是猪饲料, 往往会添加抗生素, 以提高猪的抗病率, 提升料肉比, 但过度使用抗生素的弊端也日益显现。欧洲从 2006 年就开始禁止抗生素添加到饲料中, 农业农村部也计划 2020 年开始全面推行饲料禁抗。目前的解决方案主要是在配方中的酸制剂里添加酶制剂、植物精油、纤维素等, 能达到替代抗生素的功效。牛至油是最常见的饲料用酚类精油, 牛至油的主要化学成分为香芹酚和百里香酚, 含量约占天然牛至油的 78%-82%, 具有强大的杀菌和抗氧化功效。酚类精油通过其强大的表面活性和脂溶性, 使细菌细胞壁结构蛋白的变性和凝固, 迅速穿透致病微生物的细胞膜, 使细胞内容物流失并组织线粒体吸取氧气, 导致细胞内关键过程受阻, 从而使细胞成分渗漏, 水分失去平衡, 最终使细菌死亡。一般的添加比例大约在 0.25-0.5%。

L-薄荷醇的产业空间更为广阔。薄荷醇属于体量较大的香料香精产品, 下游主要是洗发液, 沐浴液, 牙膏, 烟草, 花露水等。目前全球的市场容量 4 万吨, 其中天然薄荷醇约 3 万吨, 合成的薄荷醇技术目前为巴斯夫、德之馨、日本高砂垄断, 虽然国内有一些企业一直试图开发相关产品, 并未取得实质进展。

海华科技的业务本身具备一定的产业空间。首先, 海华科技在主要产品对(邻)氯

基苯甲醚、间氯苯胺、间甲酚、对（邻）氯甲苯等细分市场内均占据龙头地位，甲醚、甲苯等进行下游延伸都有广阔的市场空间。其次，2019年7月商务部对从美欧日进口的间甲酚进行反倾销调查，一旦属实，相关产品的产业环境有望迎来重大改善。最后，控股股东将旗下的优质资产注入上市公司，公司工业板块产品线将得以进一步完善，海华科技将为上市公司提供持续的业绩增长动力。

#### 4. 辉隆农业主要是为农村经济新模式进行探索

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。

2018年8月，公司全资子公司安徽辉隆集团农业发展有限责任公司拟以自有资金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。整合后的安徽辉隆集团农业发展有限责任公司是农业板块的项目主体。

辉隆农业最重要的任务是探索打造农业产业链服务闭环，实际上这个环节并无先例可循。目前的业务主要集中在打造农业产业链服务闭环，开展订单农业和大田托管业务，面向农业种植户提供产前优质农资供应、产中种植技术指导、产后粮食烘干收储销售全程系列化服务。

表1: 农业发展有限责任公司部分下辖子公司

子公司	权益(%)
安徽辉隆集团全椒生态农业发展有限公司	100.00
安徽辉隆农业开发有限责任公司	100.00
农仁街电子商务有限公司	75.10
农仁街（全椒）农业服务有限公司	95.00
寿县辉隆农业服务有限公司	100.00

数据来源：wind，东吴证券研究所

##### 4.1. 土地流转和互联网技术进步为农业产业新模式打开空间

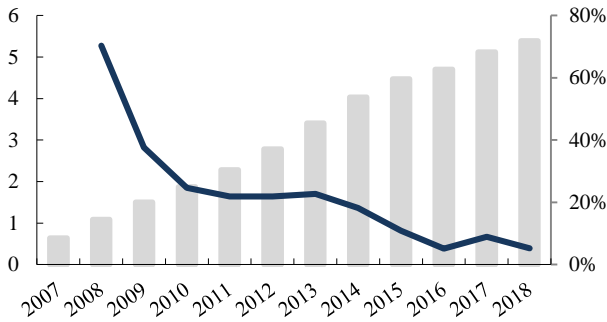
土地流转是指拥有土地承包经营权的农户保留承包权，将土地经营权（使用权）转让给其他农户或经济组织。具体转让方式可以通过转包、转让、入股、合作、租赁、互换等方式实现。土地流转有助于发展农业规模经营，受到国家政策的扶持、鼓励。

自2003年起，随着各项政策和法律法规的出台，我国土地流转的障碍逐步扫清，土地流转面积明显增加。据土流网统计，2016年全国土地流转面积4.7亿亩，占家庭承包耕地面积的34.5%。2010到2016年流转面积的年均复合增长率为16.6%。从流转去向来看，最主要流向农户（约58%），其次是专业合作社（22%），流向企业（10%）和

其他主体的面积较小。但是,在过去的六年间,流向专业合作社和企业的面积增速最快,CAGR 分别为 29%和 20.6%,流向农户的土地虽然面积大但是复合增速只有 13.8%。

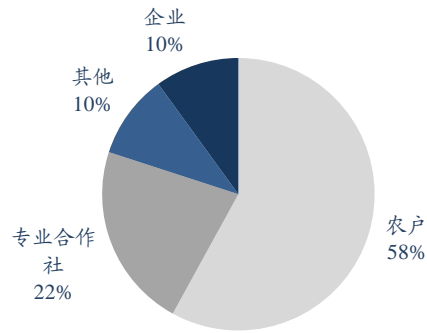
安徽的土地流转也是走在全国前列,截至 2017 年底,全省耕地流转面积 3636 万亩,流转率 45.1%。

图 7: 中国土地流转面积 (亿亩, %)



数据来源: 农业农村部、土流网, 东吴证券研究所

图 8: 2016 年家庭承包耕地流转去向 (%)



数据来源: 农业农村部、土流网, 东吴证券研究所

公司目前在安徽省的全椒县、临泉县共流转土地 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。目前, 初步形成园林苗木、大田作物、蔬菜瓜果、观光休闲农业四大发展方向, 全椒基地已成为省级农业示范区。

#### 4.2. 农仁街带动相关板块线上线下融合

2015 年 5 月, 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。

18 年 8 月公司发布公告, 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。

由于背靠安徽省供销合作总社, 农仁网推出的一些业务更能够找到相关领域的痛点, 从而效果更好。整体而言, 与普通电商不同的是, 农仁街更注重将线上与线下对接, 产前、产业、产后全流程服务。

线上与线下对接是其第一个优势。由于有庞大的连锁经营网络体系, 辉隆股份较好解决了最后一公里的问题。

其次, 随着土地确权、流转加快, 新型农业生产主体队伍日渐壮大, 同时, 农村老年化迹象明显, 粮食生产产前、产中、产后的专业化服务需求激增。这对这个问题, 公司一方面给农业大户提供技术、农资、疫病防治等服务, 一方面发展烘干仓储服务。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。

再次，目前中国农业种植的一个特点是果蔬产业发展迅速，公司抓住这一契机，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、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。

优质优价可能是解决目前农业可持续发展的最重要手段。公司通过发展订单农业，对特色农产品进行全程追踪，对种植基地进行规模化、标准化统防统治，从源头到运输全程控制农产品品质，逐步探索出一条发展道路。

#### 4.3. 其他业务

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。

公司从 2013 年开始进军无人机植保市场，与全丰飞防合作拓展无人机植保业务，分别于 2013 年和 2014 年初成立海南辉隆全丰航空植保公司和安徽全丰瑞美福航空植保公司，探索为种田种粮大户提供航空植保服务。

### 5. 辉隆投融资

15 年 4 月，中共中央国务院发布的《关于深化供销合作社综合改革的决定》，允许供销合作社创办中小型银行试点，而且鼓励供销合作社做小额信贷、融资租赁、信用担保等工作。

表 2：长期股权投资明细（参考 2020 年半年报）

	被投资企业	账面价值 (万元)	持股比例 (%)
	马鞍山德善小额贷款有限公司	3291.99	20.00%
	广德德善小额贷款有限公司	2324.41	20.00%
省供销社控制	合肥德善小额贷款股份有限公司	17329.38	29.69%
下类金融企业	安徽德润租赁股份有限公司	22723.38	20.20%
	德润融资租赁（深圳）有限公司	12642.57	25.00%
	小 计	<b>58,311.74</b>	
	安徽智益隆华投资管理合伙企业（有限合伙）	10,000.00	15.55%
	安徽省供销合作发展基金有限责任公司	3,000.00	11.76%
股权投资基金	宁波正通博源股权投资合伙企业	11,008.32	35.48%
	安徽金通安益投资管理合伙企业（有限合伙）	180.00	10.00%
	安徽高新投新材料产业基金合伙企业	12,000.00	6.19%
	小 计	<b>23,188.32</b>	

数据来源：wind，东吴证券研究所

考虑到集团存在其他主体专门从事农村金融业务，辉隆投融资业务作为现有业务的补充，主要的目的是借力资本市场，发掘投资机会，实施“主业经营+资本运作”双轮驱动战略，努力提高公司的综合竞争能力。

目前公司对外参股的投资业务大约分为两块，一部分是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，一部分是几个产业并购基金。

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 核心假设

**传统主业：**农资和种子业务板块作为公司的传统主业，行业格局和公司发展态势整体稳健，分别给予 0% 和 2% 的收入复合增速，毛利率维持稳定；化工业务中，化工贸易维持业绩稳定，考虑到蚌埠五禾的产能及产能利用率的提高，复合肥业务产销量对应提高，假设复合肥价格和毛利率维持稳定。

**精细化工：**公司未来业绩增长点主要在于 2019 年并入的海华科技，海华科技现有在建百里香酚和薄荷醇项目，假设 1000 吨百里香酚项目在 2021 年年初投产；假设间甲酚新增的 10000 吨产能和 3000 吨 L-薄荷醇项目 2021 年年底投产。

### 6.2. 盈利预测与评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.07 亿元、4.94 亿元和 7.14 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.58 元和 0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 27X，17X 和 12X。考虑到公司并入海华科技后形成的业务协同性，盈利能力将取得显著增长，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 3: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

业务拆分	科目	2019	2020E	2021E	2022E
农资	营业收入	10,490	10,490	10,490	10,490
	毛利	591	692	692	692
化工	营业收入	6,478	5,950	6,128	6,225
	毛利	77	124	143	145
精细化工	营业收入	861	741	956	1,673
	毛利	271	363	526	875
种子及其他	营业收入	798	814	830	847
	毛利	77	81	83	85

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 4: 可比公司估值表 (参考 2020 年 9 月 18 日收盘价)

公司	总市值	收盘价	EPS	P/E	P/B
----	-----	-----	-----	-----	-----

	(亿元)	(元)	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
辉隆股份	83.78	9.78	0.23	0.36	0.58	43.31	27.31	16.97	3.00
诺普信	59.14	6.47	0.26	0.30	0.35	25.06	21.28	18.49	2.38
安道麦 A	206.78	9.15	0.11	0.29	0.43	83.18	31.67	21.35	0.95
中旗股份	62.03	44.93	1.08	2.19	2.52	41.42	20.51	17.83	4.53

数据来源: Wind (除辉隆股份和中旗股份外为 Wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 7. 风险提示

油价低迷导致农资盈利能力下降的风险。油价持续低迷, 导致农产品价格低迷, 农资经营毛利下滑。

技术消化不及预期的风险。由于薄荷醇技术的不成熟, 导致薄荷醇业务的进展低于预期。

海华在建项目建设进度低于预期的风险。海华间甲酚项目是未来两年公司重要业绩增量, 项目建设进度不及预期将影响到公司短期业绩的释放。

辉隆股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>5,342</b>	<b>5,543</b>	<b>5,959</b>	<b>6,278</b>	<b>营业收入</b>	<b>18,626</b>	<b>17,995</b>	<b>18,405</b>	<b>19,234</b>
现金	1,586	936	2,024	1,353	减:营业成本	17,611	16,734	16,960	17,438
应收账款	253	278	306	336	营业税金及附加	25	24	25	26
存货	1,976	1,937	2,028	2,049	营业费用	356	391	347	381
其他流动资产	1,527	2,392	1,601	2,540	管理费用	310	338	314	339
<b>非流动资产</b>	<b>2,840</b>	<b>2,788</b>	<b>2,920</b>	<b>3,163</b>	财务费用	107	103	83	85
长期股权投资	787	939	1,013	1,088	资产减值损失	-94	80	90	100
固定资产	963	773	792	893	加:投资净收益	73	29	29	30
在建工程	43	17	36	66	其他收益	34	31	32	32
无形资产	349	371	399	436	<b>营业利润</b>	<b>226</b>	<b>385</b>	<b>646</b>	<b>927</b>
其他非流动资产	697	688	680	680	加:营业外净收支	21	19	12	13
<b>资产总计</b>	<b>8,182</b>	<b>8,331</b>	<b>8,879</b>	<b>9,441</b>	<b>利润总额</b>	<b>247</b>	<b>404</b>	<b>658</b>	<b>940</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,958</b>	<b>4,902</b>	<b>5,043</b>	<b>4,945</b>	减:所得税费用	29	58	102	136
短期借款	2,049	2,049	2,049	2,049	少数股东损益	24	39	62	90
应付账款	1,980	1,980	1,980	1,980	<b>归属母公司净利润</b>	<b>193</b>	<b>307</b>	<b>494</b>	<b>714</b>
其他流动负债	930	874	1,015	917	EBIT	346	500	745	1,019
<b>非流动负债</b>	<b>405</b>	<b>328</b>	<b>264</b>	<b>205</b>	EBITDA	467	590	841	1,117
长期借款	330	253	189	130					
其他非流动负债	75	75	75	75	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,364</b>	<b>5,230</b>	<b>5,307</b>	<b>5,150</b>	每股收益(元)	0.23	0.36	0.58	0.83
少数股东权益	242	281	343	434	每股净资产(元)	3.08	3.29	3.77	4.50
					发行在外股份(百万股)	718	857	857	857
归属母公司股东权益	2,577	2,820	3,228	3,857	ROIC(%)	14.6%	15.3%	31.8%	27.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,182</b>	<b>8,331</b>	<b>8,879</b>	<b>9,441</b>	ROE(%)	7.7%	11.2%	15.7%	18.8%
					毛利率(%)	5.4%	7.0%	7.9%	9.3%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	1.2%	1.9%	3.0%	4.2%
经营活动现金流	1,175	-462	1,519	-133	资产负债率(%)	65.6%	62.8%	59.8%	54.6%
投资活动现金流	-126	-10	-199	-311	收入增长率(%)	10.7%	-3.4%	2.3%	4.5%
筹资活动现金流	-755	-178	-232	-228	净利润增长率(%)	39.6%	58.6%	60.9%	44.7%
现金净增加额	300	-651	1,089	-672	P/E	43.31	27.31	16.97	11.73
折旧和摊销	121	90	95	98	P/B	3.18	2.97	2.60	2.17
资本开支	120	-204	58	167	EV/EBITDA	20.29	17.20	10.77	8.74
营运资本变动	730	-973	813	-1,091					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>