

辉隆股份(002556)

化学制品/化工

发布时间: 2021-07-10

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

募投项目稳定推进, 进军医美未来可期

报告摘要:

四大业务板块稳定发展, 2021年上半年业绩超预期。公司主营业务可划分为辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业、辉隆投融资四大板块。近年来, 辉隆商业着力打造“一站式”为农服务平台, 建立“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”全方位服务网络; 辉隆工业强势崛起, 6大肥药生产基地产销两旺, 通过并购整合打通全产业链, 进军精细化工; 辉隆农业积极探索打造农业产业链服务闭环, 开展订单农业和大田托管业务, 构建综合性为农服务体系 and 为农服务平台; 辉隆投融资围绕主营业务投资上游企业延伸产业链、发起设立产业基金, 实施“主业经营+资本运作”双轮驱动战略, 提升公司综合竞争力。近日公司发布 2021 年半年报预告, 上半年共实现归母净利润 3.28-3.62 亿元, 同比大增 90-110%。

收购海华科技, 募投项目稳定推进。2019 年公司宣布收购海华科技, 海华科技主要从事甲醚系列、甲酚系列等精细化工产品研发、生产和销售, 拥有先进工艺合成技术和稳定的产品生产能力, 目前拥有 8 项发明专利, 18 项实用新型专利, 技术水平国内领先, 主要产品的产能及年产量位居行业内细分市场领先地位。公司年产 4000 吨百里香酚及 3000 吨合成 L-薄荷醇募投项目稳步推进, 2021 年 3 月, 公司发布公告宣布年产 4000 吨百里香酚项目试车成功并已经产出合格产品, 产能正在逐渐释放过程中, 同时, 公司薄荷醇项目稳步推进, 目前尚未投产。

进军医美行业, 市场空间广阔。2021 年 6 月 9 日, 公司公告宣布拟出资 6600 万元与公司管理层及核心骨干成员共同出资设立“安徽韶美生物科技有限公司”, 拟以透明质酸和弹性蛋白作为研发起点, 通过生物提取、微生物发酵、交联等多种活性生物材料技术, 研制相关多糖类和生物蛋白类的生物制品目前相关技术实验室已投入使用, 技术员正在研发化妆品、医美产品技术等。根据公司投资者关系活动中的答复, 海华科技长期关注玻尿酸产品生产, 并已中试生产相关产品。

投资建议:我们预计公司 2021-2023 年实现营收 190.51、224.85、266.59 亿元, 实现归母净利润 6.61、8.53、13.05 亿元, PE 14.85/11.5/7.52X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

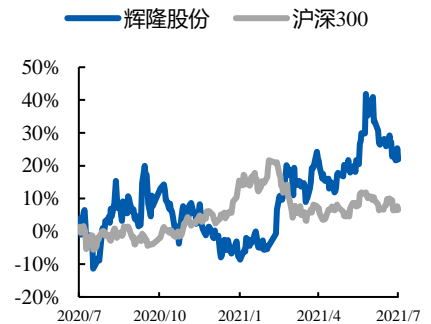
风险提示:薄荷醇项目进度不及预期、医美技术研发不及预期

股票数据

2021/07/08

6 个月目标价 (元)	13
收盘价 (元)	10.40
12 个月股价区间 (元)	7.56-12.10
总市值 (百万元)	9,805.29
总股本 (百万股)	943
A 股 (百万股)	943
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	9

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-13%	0%	22%
相对收益	-10%	1%	15%

相关报告

《草甘膦行业深度: 需求超预期、格局寡头化, 看好此轮草甘膦景气》

--20210513

《从量到质, 功能性硅烷国内崛起》

--20210407

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,626	16,102	19,051	22,485	26,659
(+/-)%	6.82%	-13.55%	18.31%	18.03%	18.56%
归属母公司净利润	193	225	661	853	1,305
(+/-)%	-1.78%	16.14%	194.11%	29.04%	53.08%
每股收益 (元)	0.21	0.24	0.70	0.90	1.38
市盈率	27.69	33.63	14.85	11.50	7.52
市净率	2.08	2.38	2.53	2.08	1.63
净资产收益率 (%)	7.51%	7.09%	17.08%	18.06%	21.65%
总股本 (百万股)	836	903	943	943	943

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

010-68573163 wangfh@nesc.cn

目 录

1.	公司概况	3
1.1.	公司简介	3
1.2.	股权结构	3
1.3.	经营情况	3
1.4.	主营业务	4
2.	收购海华科技，具备核心产业链优势	4
2.1.	海华科技技术优势明显	4
2.2.	募投项目稳步推进，产业链优势进一步放大	5
3.	进军医美行业，市场空间广阔	6
4.	盈利预测	6
5.	风险提示	6

图表目录

图 1:	公司股权结构	3
图 2:	公司历年营收构成（亿元）及增速	4
图 3:	公司各业务毛利率水平	4
图 4:	甲酚车间水解精馏流程	5
图 5:	甲酚车间间甲酚分离流程	5
表 1:	项目达产后的年销售收入测算	5

1. 公司概况

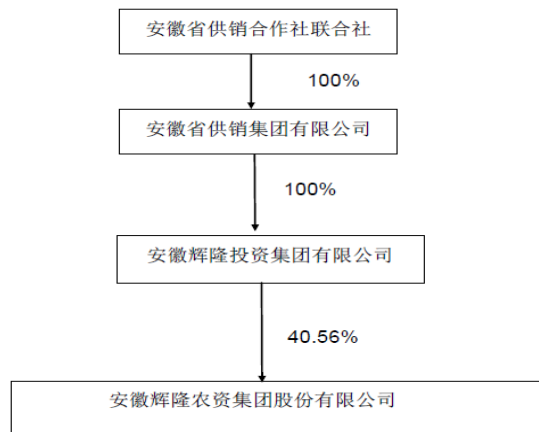
1.1. 公司简介

安徽辉隆农资集团股份有限公司（股票代码：002556）位列中国农资流通企业综合竞争力百强第4位，是安徽省农资供应龙头企业，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。“辉隆”商标获国家工商总局“中国驰名商标”认定。公司不断推进体制创新、机制创新和管理创新，加强品牌建设、网络建设和文化建设，化肥、农药、化工业务基本遍及全国，出口遍及60多个国家和地区。2011年3月2日，公司在深交所中小板成功上市，开创了全国供销社系统农资流通企业上市先河。

1.2. 股权结构

公司实际控制人为安徽省供销合作社联合社，为公司带来明显政策优势。安徽省供销合作社联合社作为安徽省政府直属事业单位，主要通过安徽省供销集团有限公司对直属企事业单位行使出资人的职责。作为公司安徽省供销合作社联合社的控股企业，公司政策优势明显，抓住商务部“万村千乡市场工程”和全国供销总社“新网工程”政策机遇构建了以“配送中心+加盟店”为基础的辉隆连锁网络，并将其拓展至“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”的服务模式。目前，公司化肥业务遍及国内17个省区，农药业务覆盖10多个省，出口遍及60多个国家，拥有强大的分销网络。

图 1：公司股权结构

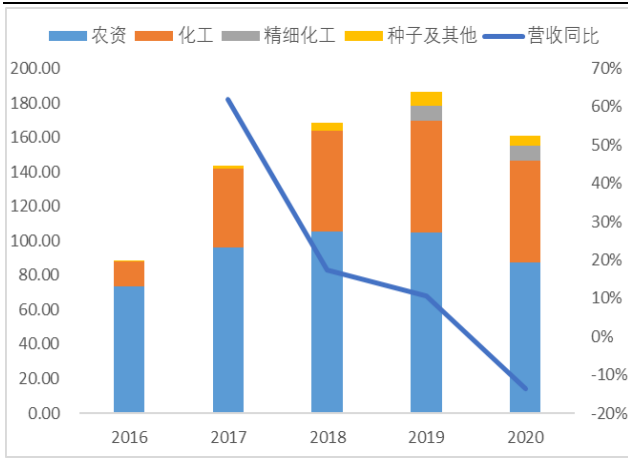


数据来源：公司公告，东北证券

1.3. 经营情况

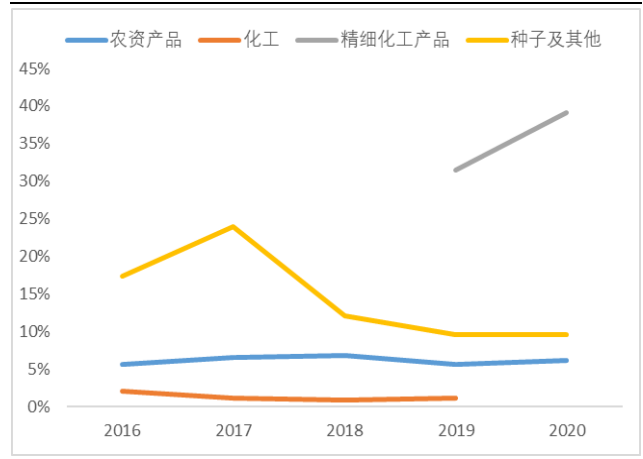
公司经营情况稳定，精细化工业务盈利能力较强。2016-2019 年公司营业收入稳定增长，其中农资产品和化工产品占营收的绝大部分，2020 年公司实现营业收入161.02 亿元，同比下降 13.55%，实现净利润 2.25 亿元，同比增长 16.14%。公司盈利能力保持增长趋势，2020 年毛利率、净利率分别为 5.72%、1.15%，2021 年一季度分别增长至 8.96%、5.17%，分业务来看，精细化工产品毛利率最高，维持在 30% 以上，其他几类业务毛利率相对稳定。

图 2：公司历年营收构成（亿元）及增速



数据来源：Wind，东北证券

图 3：公司各业务毛利率水平



数据来源：Wind，东北证券

1.4. 主营业务

公司主营业务可划分为辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业、辉隆投融资四大板块。近年来，辉隆商业着力打造“一站式”为农服务平台，建立“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”全方位服务网络，构建全产业链服务模式，科技服务成为辉隆核心竞争力。辉隆工业强势崛起，五禾生态肥业、银山药业、中成科技、吉林辉隆肥业、江西生态肥业、阜阳肥业等 6 大肥药生产基地产销两旺，全力打造辉隆肥药自主品牌；收购海华科技，打通从“化工原料—农药中间体—农药制剂—农资服务”全产业链，进军精细化工领域。辉隆农业积极探索打造农业产业链服务闭环，开展订单农业和大田托管业务，实施产前优质农资供应、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，构建综合性为农服务体系 and 为农服务平台。辉隆投融资在做优做强农资主业的同时，有效发掘投资机会，先后参股省供销社旗下类金融企业、围绕主营业务投资上游企业延伸产业链、发起设立产业基金，实施“主业经营+资本运作”双轮驱动战略，提升公司的综合竞争能力。

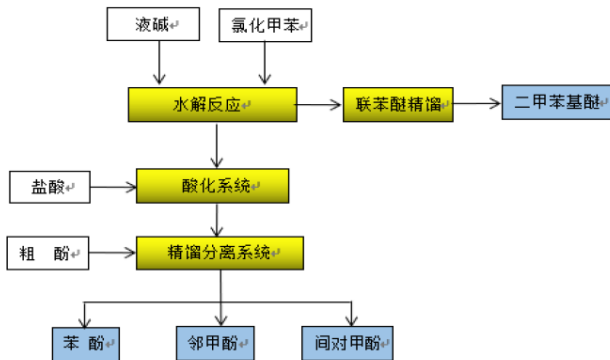
2. 收购海华科技，具备核心产业链优势

2019 年 11 月，公司宣布向辉隆投资、蚌埠隆海以及解凤贤、解凤苗、解凤祥等 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，交易价为 8.28 亿元。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、支付本次交易的中介机构费用、偿还债务及补充流动资金。

2.1. 海华科技技术优势明显

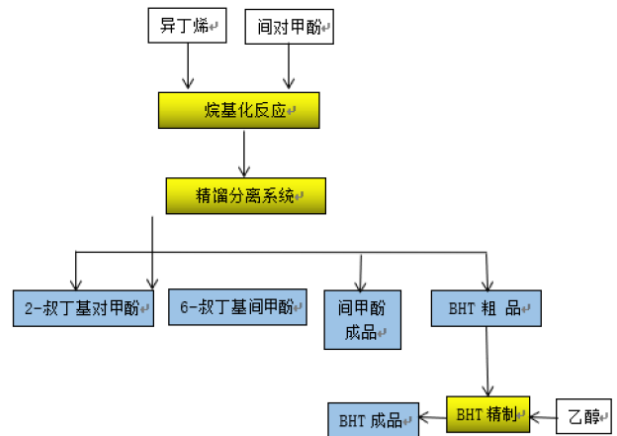
海华科技的主营业务是从事染料中间体、医药及农药中间体、食品添加剂中间体等精细化工产品研发、生产和销售。主要产品包括：甲醚系列产品、甲酚系列产品、氯化甲苯系列产品等。海华科技拥有先进工艺合成技术和稳定的产品生产能力，目前拥有 8 项发明专利，18 项实用新型专利，形成稳产、低耗、节能、环保、安全的生产工艺，技术水平国内领先。近年来，对（邻）氨基苯甲醚、间氯苯胺、间甲酚、对（邻）氯甲苯等主要产品的产能及年产量位居行业内细分市场领先地位。

图 4：甲酚车间水解精馏流程



数据来源：公司公告，东北证券

图 5：甲酚车间间甲酚分离流程



数据来源：公司公告，东北证券

2.2. 募投项目稳步推进，产业链优势进一步放大

2019 年 11 月，公司公告宣布募集资金 6.44 亿元，并将其中的 2.77 亿元用于投资 1000t/a 百里香酚及 3000t/a 合成 L-薄荷醇项目。项目总投资 4.03 亿元，实施主体为海华科技，建设内容包括新建百里香酚合成车间、L-薄荷醇合成车间、百里香酚和 L-薄荷醇精制烘干车间、循环水站、冷冻机组、制氮装置、空压机组、配电室等，项目建成后将形成年产 1000 吨百里香酚及 3000 吨合成 L-薄荷醇的生产能力，其中百里香酚项目设计产能为年产 4000 吨，其中 3000 吨产能可用于下游薄荷醇项目，募投项目的 1000 吨指剔除未来将用于生产薄荷醇的产量。

表 1：项目达产后的年销售收入测算

项目	数量 (吨)	单价 (元/吨)	销售收入 (万元)
百里香酚	1000	60000	6000
L-薄荷醇	3000	120000	36000
甲醇	251	2700	67.77
合计	-	-	42067.77

数据来源：公司公告，东北证券

2021 年 3 月，公司发布公告宣布募集资金投资建设的年产 4000 吨百里香酚项目试车成功并已经产出合格产品，项目投入运行到全面达产尚需一定时间，产能正在逐渐释放过程中，同时，公司薄荷醇项目稳步推进，目前尚未投产。

公司已经形成“甲苯—氯化甲苯—间甲酚—L 薄荷醇”的核心产业链，随着百里香酚、薄荷醇等项目稳步推进，产业链进一步向下游及分支延伸拓展，通过做精、做细、做全产业结构，实现原料多元化、可替代化，产品多元化、组合化、可变换化，形成以甲醚系列、甲基苯酚系列、氯甲苯系列、香精香料系列为四大核心主打产品系列的精细化工生产龙头企业，公司将成为辉隆精细化工板块的领军者，国内一流的精细化工企业，国际一流的香精香料供应商。

3. 进军医美行业，市场空间广阔

天眼查资料显示，海华科技于2021年5月21日设立上海韶华生物科技发展有限公司，主要负责公司未来医美产品的推广、销售以及技术研发，注册资本5000万元；2021年6月9日，公司公告宣布拟出资6600万元与公司管理层及核心骨干成员共同出资设立“安徽韶美生物科技有限公司”，拟以透明质酸和弹性蛋白为作为研发起点，通过生物提取、微生物发酵、交联等多种活性生物材料技术，研制相关多糖类和生物蛋白类的生物制品，韶美生物注册资本1.2亿元。

公司对进军医美产业信心十足，目前相关技术实验室已投入使用。根据公司投资者关系活动中的答复，海华科技长期关注玻尿酸产品生产技术，并已中试生产相关产品，此次对生物制品领域的投资，海华科技创始人家族和上市公司管理层团队持股比例均为10%，同时给予外部引入专家团队部分股权，彰显公司对涉入生物科技领域的信心和决心，更是助力公司打造具有高科技产业集群、高质量发展的企业集团的重要举措。根据公司官方公众号近期发布，海华科技集团生物技术实验室已投入使用，技术员正在研发化妆品、医美产品技术等。

4. 盈利预测

我们预计公司2021-2023年实现营收190.51、224.85、266.59亿元，实现归母净利润6.61、8.53、13.05亿元，PE 14.85/11.5/7.52X，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

薄荷醇项目进度不及预期、医美技术研发不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,015	1,805	2,237	3,144
交易性金融资产	4	4	4	4
应收款项	273	590	671	767
存货	1,699	1,461	1,358	1,322
其他流动资产	1,574	1,967	2,302	2,766
流动资产合计	5,565	5,827	6,573	8,003
可供出售金融资产				
长期投资净额	812	812	812	812
固定资产	1,396	1,861	2,296	2,742
无形资产	400	534	646	745
商誉	132	178	217	264
非流动资产合计	3,548	4,267	4,920	5,600
资产总计	9,113	10,095	11,492	13,603
短期借款	1,988	1,988	1,988	1,988
应付款项	1,905	2,163	2,395	2,800
预收款项	1	408	355	331
一年内到期的非流动负债	120	120	120	120
流动负债合计	5,205	5,418	5,842	6,522
长期借款	200	267	356	365
其他长期负债	361	361	361	361
长期负债合计	562	629	718	727
负债合计	5,767	6,046	6,560	7,248
归属于母公司股东权益合计	3,169	3,870	4,722	6,027
少数股东权益	177	179	210	327
负债和股东权益总计	9,113	10,095	11,492	13,603

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,102	19,051	22,485	26,659
营业成本	15,181	17,373	19,830	22,653
营业税金及附加	29	27	34	42
资产减值损失	-51	-14	-18	-21
销售费用	160	318	528	952
管理费用	315	448	850	1,106
财务费用	86	71	76	70
公允价值变动净收益	3	0	0	0
投资净收益	78	89	101	124
营业利润	298	821	1,103	1,842
营业外收支净额	-36	-5	3	1
利润总额	263	816	1,106	1,844
所得税	78	154	222	422
净利润	185	662	884	1,422
归属于母公司净利润	225	661	853	1,305
少数股东损益	-40	2	31	117

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	185	662	884	1,422
资产减值准备	89	14	18	21
折旧及摊销	157	321	329	357
公允价值变动损失	-3	0	0	0
财务费用	115	106	108	109
投资损失	-78	-89	-101	-124
运营资本变动	31	-259	111	156
其他	5	-8	-22	-20
经营活动净现金流量	501	746	1,327	1,921
投资活动净现金流量	-442	-956	-877	-914
融资活动净现金流量	357	1	-19	-100
企业自由现金流	-280	209	103	550

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.24	0.70	0.90	1.38
每股净资产 (元)	3.36	4.10	5.01	6.39
每股经营性现金流量	0.53	0.79	1.41	2.04
成长性指标				
营业收入增长率	-13.5%	18.3%	18.0%	18.6%
净利润增长率	16.1%	194.1%	29.0%	53.1%
盈利能力指标				
毛利率	5.7%	8.8%	11.8%	15.0%
净利润率	1.4%	3.5%	3.8%	4.9%
运营效率指标				
应收账款周转天数	6.18	6.80	6.90	7.00
存货周转天数	40.85	30.70	25.00	21.30
偿债能力指标				
资产负债率	63.3%	59.9%	57.1%	53.3%
流动比率	1.07	1.08	1.12	1.23
速动比率	0.51	0.51	0.56	0.66
费用率指标				
销售费用率	1.0%	1.7%	2.4%	3.6%
管理费用率	2.0%	2.4%	3.8%	4.2%
财务费用率	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	33.63	14.85	11.50	7.52
P/B (倍)	2.38	2.53	2.08	1.63
P/S (倍)	0.61	0.53	0.45	0.38
净资产收益率	7.1%	17.1%	18.1%	21.7%

资料来源：东北证券

研究团队简介：

王凤华：东北证券研究所绝对收益组组长、绝对收益首席分析师，兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 23 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过 500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyig@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn