

供销社为农服务任重道远,中特估重审社会价值

优于大势

上次评级:优于大势

报告摘要:

提出中国特色估值体系, 国企迎来价值重塑。国有企业对我国的经济发展起到支柱作用, 同时承担着社会责任, 在民生保障、社会稳定等方面发挥着举足轻重的作用。尽管经历多轮改革之后, 国有企业平均资产经营效率和分红率均优于民营企业, 但在传统的以股东价值为核心、未充分考量企业所承担的社会责任和所创造社会价值的估值体系下估值明显偏低, 尤其 2020 年后相较于行业整体其估值折价进一步扩大。中国特色估值体系的提出则是要建立与我国的国情相符的估值体系, 更多考量有助于我国经济长期高质量发展的因素, 通过引导资金的选择偏好实现更符合我国长期高质量发展目标的资源配置。国企长期的估值水平与其所处的国民经济地位和所发挥的社会作用不相匹配的情况有望得到扭转。

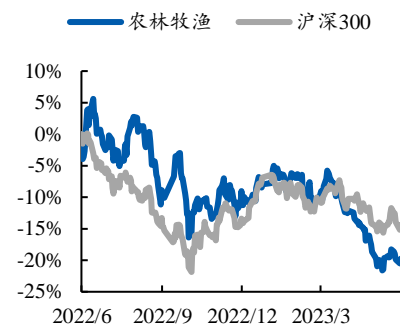
正视供销社社会价值, 新时代迎发展大机遇。供销社在农资流通领域占据着主导地位, 长期以来承担着为农服务的核心使命, 在促进共同富裕和保障粮食安全方面发挥着重要作用。社有企业是支撑供销社系统为农服务的主体, 依托供销社的庞大体系, 其在农资流通等多个领域稳居行业头部地位。2015 年全面深化改革之后, 供销社控股上市公司经营情况持续优化, 2015-2022 年社有上市企业营收和利润年复合增速分别为 20.6%和 11.1%, 资产经营效率同样逐年提升, 均优于国企同期表现。随着农业现代化进程加快, 农资流通行业持续向统一化、集中化、综合化方向发展。供销社作为农资流通主渠道, 未来有望在政策的推动下不断强化该核心功能, 助力乡村振兴。而社有企业作为供销社的主要抓手, 未来有望依托供销社网络不断扩大经营规模, 创造更大的社会价值。

社有农资流通企业兼备修复空间和长期价值。从经营层面来看, 2015 年深化改革以来农资流通企业营收和净利润复合年增速明显高于其他社有上市企业, 并在资产效益和股东回报方面同样表现得更为优异。未来在加快推进农业现代化的发展愿景下, 目前零散的农资流通渠道将持续集中化发展, 社有企业依托于供销社体系必将拥有长期广阔的成长空间; 从估值表现来看, 农资流通企业市盈率水平处于 10x-25x 区间, 远低于供销社整体板块的 46.8x。去年底中特估提出以来, 国企经历了明显的估值提升阶段, 而同样作为国家领导下、复合国家长期发展战略、创造社会价值、拥有行业龙头地位的社有企业, 其内在价值也应得到充分认知。当前央企的市盈率处于近三年 60.6%的分位点, 而农资流通企业分位点均低于央企, 并且多数都在 30%以下, 尚有一定的估值修复空间。

相关标的: 1) 中农立华: 供销渠道资源丰富, 品牌竞争优势突出; 2) 浙农股份: 浙江省社唯一上市平台, 员工持股焕发二次创业热情; 3) 辉隆股份: 农资流通领域社有企业第一股, 大力推进自主生产业务发展, 助力“工贸一体化”转型升级。; 4) 天禾股份: 打破传统分销模式, 构建新型可复制经营模式, 大力推进省外扩张。

风险提示: 供销社发展不及预期, 内外部资源协同效应不及预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	-11%	-20%
相对收益	-1%	-7%	-7%

行业数据

成分股数量 (只)	99
总市值 (亿)	13,422
流通市值 (亿)	5954
市盈率 (倍)	82.41
市净率 (倍)	2.64
成分股总营收 (亿)	12373
成分股总净利润 (亿)	164
成分股资产负债率 (%)	57.09

相关报告

《一文读懂供销社: 肩负时代使命, 寻求共同发展》

--20230401

证券分析师: 王玮

执业证书编号: S0550521100003

021-61001524 wangwei_7781@nesc.cn

研究助理: 陈科诺

执业证书编号: S0550122020016

18382023603 chenkn@nesc.cn

目录

1.	提出中国特色估值体系，国企迎来价值重塑	4
1.1.	传统估值体系侧重股东价值，经济外部性逐渐开始受重视	4
1.2.	国企价值未得充分认知，估值表现明显偏低	5
1.3.	提出中国特色估值体系，国企迎来价值重塑	8
2.	正视供销社社会价值，新时代迎发展大机遇	10
2.1.	理清供销社的性质和作用	10
2.2.	正视供销社的社会价值	12
2.3.	经营效率大幅提升，迎来新时代大机遇	13
3.	资本市场理应助力供销社，践行金融行业社会责任	17
3.1.	社有企业发挥主体作用，稳居农资流通头部地位	17
3.2.	社有企业上市后股权融资匮乏，资本市场亟需给予支持	19
3.3.	相关标的：兼备修复空间和长期价值的农资流通企业	19
3.3.1.	中农立华：供销渠道资源丰富，品牌竞争优势突出	21
3.3.2.	浙农股份：浙江省社唯一上市平台，员工持股焕发二次创业热情	21
3.3.3.	辉隆股份：农资流通领域社有企业第一股，“工贸一体化”升级转型	23
3.3.4.	天禾股份：构建新型经营模式，大力推进省外扩张	24
4.	风险提示	26

图表目录

图 1：全球龙头企业 ESG 报告披露率	4
图 2：UN PRI 签署机构和规模	4
图 3：上市公司 ESG 信息披露情况	5
图 4：我国 ESG 基金数量和规模	5
图 5：国企收入与 GDP 比值	5
图 6：《财富》中国 500 强企业性质构成	5
图 7：国有企业 ROE 超过非国有企业	7
图 8：国企保持着领先的高分红率	7
图 9：我国上市企业数量分布（2023/5/30）	7
图 10：我国上市企业市值分布（2023/5/30）	7
图 11：央企 PE 估值低于行业平均水平	8
图 12：央企 PB 估值低于行业平均水平	8
图 13：A 股流通股持仓结构（2022 年末）	9
图 14：居民金融资产占比保持增长	9
图 15：供销社系统构成情况（2020）	10
图 16：中华全国供销合作总社机构设置情况	10
图 17：不同时期供销社的时代任务	11
图 18：供销社规模庞大，流通领域绝对主导	11
图 19：中国供销冷链物流有限公司仓储设施分布	13
图 20：中国供销粮油有限公司业务分布	13
图 21：2000 年以来供销社深化改革的路径	14
图 22：2013-2022 年供销社上市企业整体营收 YoY	15
图 23：2013-2022 年供销社上市企业整体利润 YoY	15
图 24：供销社上市企业平均 ROE 优于国企	15
图 25：供销社上市企业平均分红率保持上升趋势	15
图 26：2012 年以来供销社系统企业数量保持增长	18

图 27: 供销社系统企业结构情况 (2020)	18
图 28: 2015-22 年各社有企业利润和收入 CAGR	20
图 29: 各社有企业过去三年平均分红率和 ROE	20
图 30: 各社有企业市盈率和股息率	20
图 31: 各社有企业和央企 PE 和 PB 分位点	20
图 32: 2018-22 年中农立华收入情况	21
图 33: 2018-22 年中农立华净利润情况	21
图 34: 2018-22 年浙农股份收入情况	22
图 35: 2018-22 年浙农股份净利润情况	22
图 36: 省外收入占比逐年提升	22
图 37: 培育新型农业服务业态	22
图 38: 2018-22 年辉隆股份收入情况	24
图 39: 2018-22 年辉隆股份利润情况	24
图 40: 2018-22 年天禾股份收入情况	25
图 41: 2018-22 年天禾股份利润情况	25
图 42: 2018-2022 年公司收入分区域情况	25
图 43: 公司配送中心数量持续扩张	25
表 1: 四轮国企改革相关情况	6
表 2: 中央企业考核指标变化情况	9
表 3: 2016-2020 年供销社综合服务实施情况	13
表 4: 2014 年以来一号文件中指导供销社的内容	16
表 5: 2022 年以来部分省份所出台推动供销社和社有企业发展的相关政策	17
表 6: 供销社所控股的上市公司一览	19
表 7: 供销社上市公司历年股权融资情况统计	19
表 8: 公司限制性股票激励计划情况	23
表 9: 截至 2022 年公司在建工程变动情况	24

1. 提出中国特色估值体系，国企迎来价值重塑

1.1. 传统估值体系侧重股东价值，经济外部性逐渐开始受重视

当前主流估值方式侧重于股东价值。经济学上讲“价格围绕价值上下波动”，股票价格的锚定物则是公司的内在价值，而估值本质上是给上市公司的内在价值定价，给与其市场价格的“锚”。但由于判断企业价值所涉及的维度较多，并且参杂大量对未来的预期，市场难以找到一个完全合理且一致认可的估值方法。目前主流的估值方法主要分为两大类，一类是绝对估值法，包括 DDM、DCF 等模型，核心思想是企业/股权价值来源于未来流入的净现金流现值之和，另一类是相对估值法，包括 PE、PB 等倍数法，主要是通过选择相应的估值指标并以可比公司定价为基础估计标的的市场价格。不同的估值方法都具有其相对的优缺点，适用于不同的行业和公司，但无论是绝对估值法还是相对估值法，其强调的均为为股东创造价值，即以企业现在和未来的盈利水平作为价值评判的核心因素。

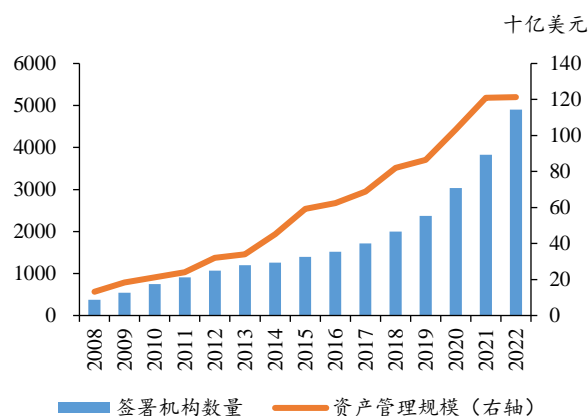
经济外部性在评估企业价值中的重要性不断拔高。传统估值方法以股东价值为核心，并未充分考量企业所承担的社会责任和所创造社会价值，而后者对社会经济的长久健康发展的起着关键作用，是商业文明的进步方向。而近年来外部性指标在西方投资体系中的权重逐渐增长，例如 ESG（环境、社会和公司治理）越来越受到西方政府的推崇，逐渐成为国际市场的主流投资策略之一。从公司治理角度来看，ESG 已融入全球各大企业的经营理念之中。根据 KPMG 报告，2022 年全球龙头企业(G250)和各国家或地区头部企业(N100) ESG 报告披露率分别为 96%和 79%，较 20 年前实现了大幅提升，而 ESG 评级机构目前也已达到数百家；从投资者角度来看，ESG 投资逐渐得到重视，其所对应的决策权重不断上升。根据联合国责任投资原则组织（UNPRI）报告，全球 UNPRI 签署机构（承诺将 ESG 纳入投资决策，推动经济的可持续发展）数量保持快速增长，2022 年已经接近 5000 家，其所管理的资产规模增至 121 亿美元。

图 1：全球龙头企业 ESG 报告披露率



数据来源：KPMG，东北证券，注：N100 指各样本国家中最大的 100 家企业；G250 指《财富》500 强榜单中前 250 名企业

图 2：UN PRI 签署机构和规模

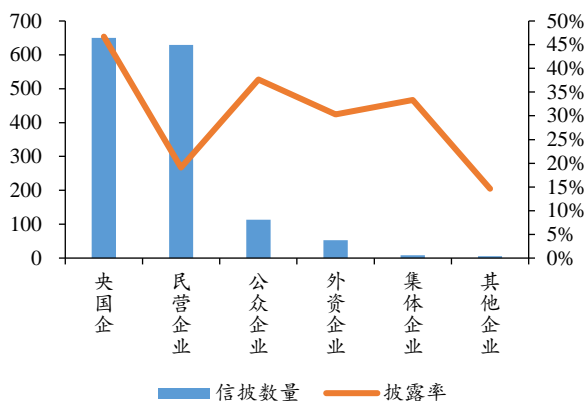


数据来源：UN PRI，东北证券

我国 ESG 投资快速兴起，央国企 ESG 披露率显著高于民营企业。ESG 投资近年来

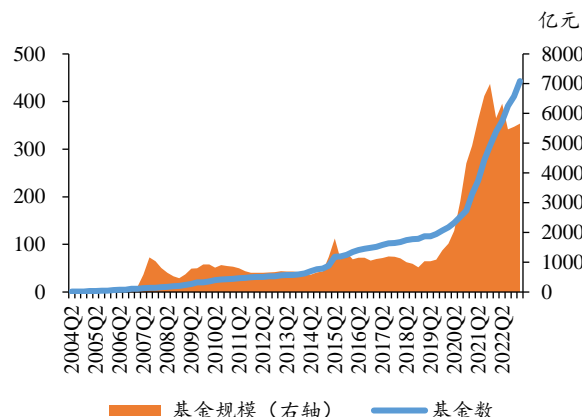
在我国快速兴起，截至 2023 年一季度，我国 ESG 基金数量和规模分别达到 443 个和 5658.6 亿元，其中 2020 年来两者增速尤其明显。而从上市公司 ESG 信息披露情况来看，央国企披露率显著高于民营企业。根据《2022 中国 ESG 发展创新白皮书》，2022 年前三季发布 ESG 报告的机构中央国企数量最多，达到 650 家，并且 ESG 披露率为 46.7%，相比之下民营企业披露率仅为 19.1%。

图 3：上市公司 ESG 信息披露情况



数据来源：社会价值投资联盟 CASVI，东北证券

图 4：我国 ESG 基金数量和规模

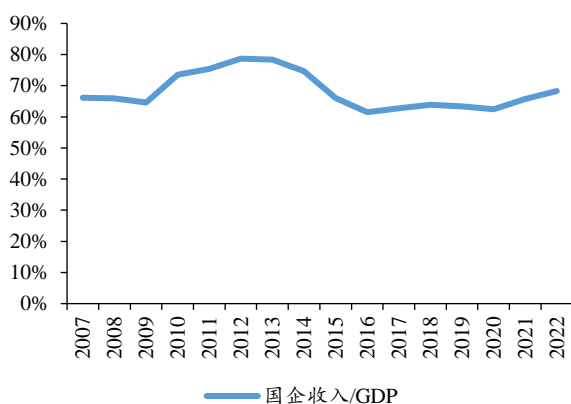


数据来源：Wind，东北证券

1.2. 国企价值未得充分认知，估值表现明显偏低

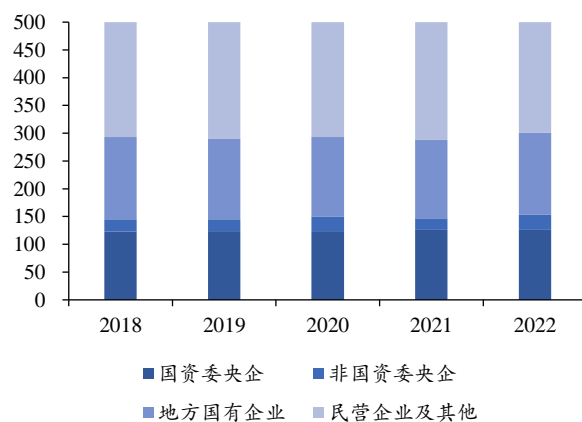
国有企业是国民经济支柱，践行高标准社会责任。国有企业指国务院和地方人民政府分别代表国家履行出资人职责的国有独资企业、国有独资公司以及国有资本控股公司。国企在我国各个行业都占据着重要的领头地位，根据《财富》中国 500 强榜单，国企占有 60% 的比例，并且从 2007 年以来国企整体收入占比 GDP 的比重基本在 70% 左右，对我国的经济发展起到支柱作用。而不同于民营企业，国企作为国家资本的代表，其经营目标不仅是盈利，而需更多地承担社会责任，在民生保障、社会稳定等方面发挥着举足轻重的作用。

图 5：国企收入与 GDP 比值



数据来源：Wind，东北证券

图 6：《财富》中国 500 强企业性质构成



数据来源：国资智库，东北证券

国企改革后经营效率大幅提升。改革开放之后国企经历了四轮改革，优化了其监管

体制和运营体系，大幅提高了其经营效率：1）第一轮改革（1978 年-1991 年）：十一届三中全会后国有企业开启“放权让利”的改革之路，使其由政府直接管理经营转变成为独立经营和自负盈亏的管理形式，激发了国企的经营效率；2）第二轮改革（1992 年-2002 年）：中共十四届三中全会提出了建立现代企业制度的国有企业改革方向，并通过“三年脱困”行动实现了国有企业利润大幅增长、大多数亏损企业摆脱困境、多数国有中大型企业均初步建立现代企业制度等目标；3）第三轮改革（2003 年-2012 年）：国有资产监督管理体制改革期，国务院国有资产监督管理委员会正式成立，代表国家履行出资人的职责，建立起了一个集中高效的国有资产监督管理体制；4）第四轮改革（2013 年-2022 年）：国有企业深化改革期，进一步强化了国有企业的运作活力和经营效率，国有经济的竞争力、创新力和影响力均得到强化。

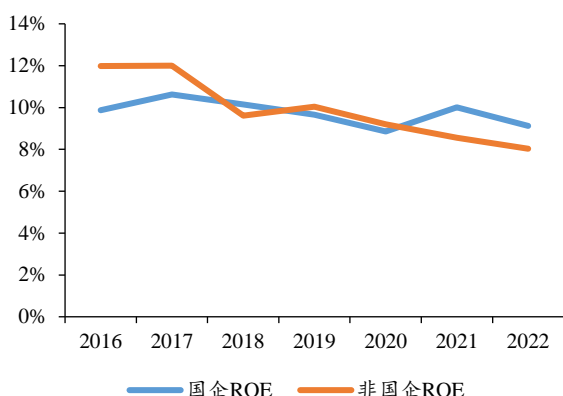
表 1：四轮国企改革相关情况

	时间	主要改革内容
第一轮	1978 年-1991 年	十一届三中全会后国有企业开启“放权让利”的改革之路，通过扩大企业自主权、利改税、拨改贷等举措，逐步实现企业所有权和经营权两权分离，使其由政府直接管理经营转变成为独立经营和自负盈亏的管理形式，激发了国企的经营效率。
第二轮	1992 年-2002 年	中共十四届三中全会提出建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”现代企业制度的国有企业改革方向，而 1993 年《公司法》的颁布标志着国企改革拉开建立现代企业制度的序幕。为加快摆脱国企亏损困境，1998 年开启国企改革“三年脱困”行动，三年时间内实现了国有企业利润大幅增长、大多数亏损企业摆脱困境、多数国有中大型企业均初步建立现代企业制度等目标。
第三轮	2003 年-2012 年	国有资产监督管理体制改革期，2003 年国务院国有资产监督管理委员会正式成立，代表国家履行出资人的职责，负责指导推进国有企业改革和重组、监督实现国有企业的保值增值等工作，一改过去分散监管的治理框架，建立起一个集中高效的国有资产监督管理体制。
第四轮	2013 年-2022 年	党的十八大以来开启了国有企业深化改革期。2015 年中共中央国务院发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，指出要分类推进国有企业改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制等改革方向；为更好推动国企改革“1+N”政策体系落地落实，解决顽疾且补齐短板，2020 年我国开启了国企改革三年行动，对十八大以来各项国企改革重大举措进行再深化，进一步强化了国有企业的运作活力和经营效率，在国有经济布局优化和结构调整方面取得明显成效，国有经济的竞争力、创新力和影响力均得到强化。

数据来源：中国政府网，国资委官网，东北证券

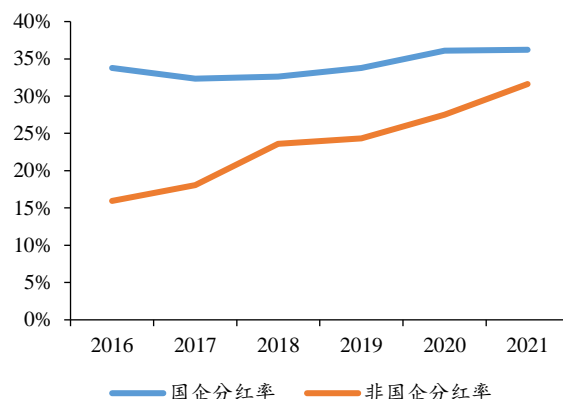
国企的资产经营效率和分红率表现更优。并非传统认知上国企由于机制僵化、缺乏竞争并且大量承担社会责任而导致其经营效率表现相对民营企业较差，2015 年深化改革之后国有企业的平均 ROE 逐渐超过了非国有企业，印证了目前上市国企的资产经营效率表现并不差于上市的非国有企业。另外，国企长期保持稳定较高水平的分红率以回报股东，过去几年平均分红率基本处于 32%-36% 区间，明显高于非国有企业。

图 7：国有企业 ROE 超过非国有企业



数据来源：Wind，东北证券

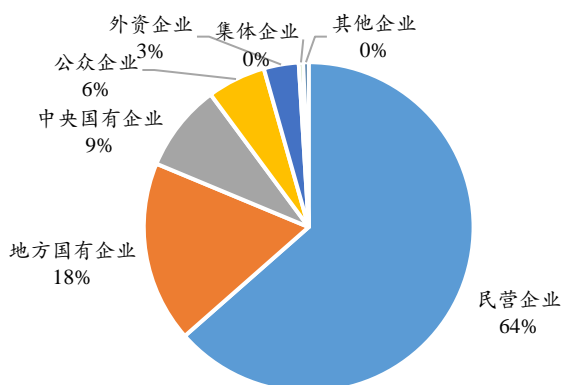
图 8：国企保持着领先的高分红率



数据来源：Wind，东北证券

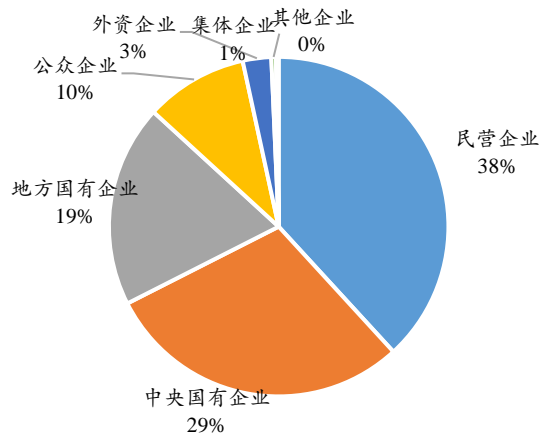
国企资本市场地位颇高，但估值明显偏低。从我国上市公司数量分布上来看，国企占比为 26%，远不及民营企业 64% 的比例，但却占据着接近一半的市值，尤其是在煤炭、钢铁、军工、金融、公用事业等传统行业里，国企占据着绝对的话语权，因此在资本市场上，国企依然有着较高的市场地位。但在估值表现上，国企估值明显偏低。根据 Wind 数据，央企过去五年的 PE 和 PB 均明显低于行业平均，尤其在 2020 年以来折价程度进一步加大。

图 9：我国上市企业数量分布（2023/5/30）



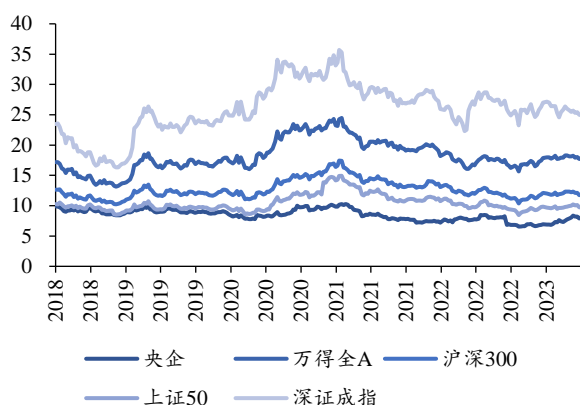
数据来源：Wind，东北证券

图 10：我国上市企业市值分布（2023/5/30）



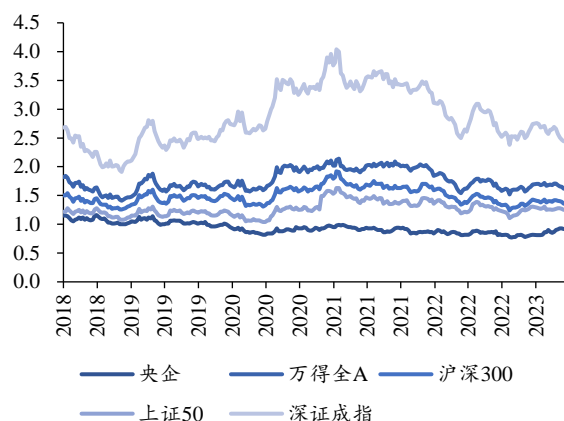
数据来源：Wind，东北证券

图 11：央企 PE 估值低于行业平均水平



数据来源：Wind，东北证券

图 12：央企 PB 估值低于行业平均水平



数据来源：Wind，东北证券

1.3. 提出中国特色估值体系，国企迎来价值重塑

构造中国特色估值体系，国企迎来价值重塑。2022 年 11 月中国证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上提出要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。我们认为中国特色的估值体系关键在于估值方式应与我国的国情相符，不应按照西方传统估值方法完全以股东回报作为估值核心点，而是更多考量有助于我国经济长期高质量发展的因素，如所承担的社会责任、国家长期战略方向的匹配度等，通过引导资金的选择偏好实现更符合我国长期高质量发展目标的资源配置。在此框架下，国企长期估值水平与其所处的国民经济地位和所发挥的社会作用并不匹配，其内在价值有待市场重估。另外，持续改善的经营效率将有助于国企长期估值中枢的提升。2020 年以来国资委逐年优化央企的考核指标，从 2019 年的“两利一率”到 2023 年的“一利五率”，并且近两年进一步细化了年度经营目标，体现了政府部门加快推进中央企业高质量发展的决心。

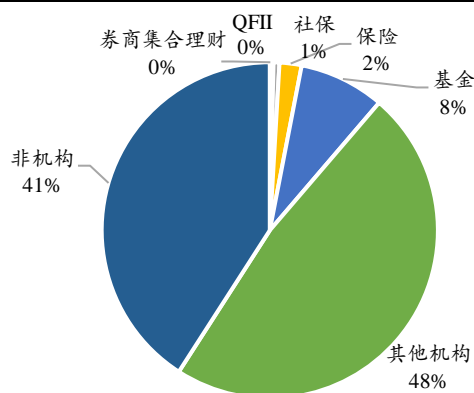
表 2：中央企业考核指标变化情况

考核时间	考核指标和年度经营目标	优化考核指标的主要考量
2019 年	“两利一率”：净利润、利润总额，资产负债率	
2020 年	“两利三率”：净利润、利润总额，资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度	关注经营效率，加大科技创新投入力度
2021 年	“两利四率”：净利润、利润总额，资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率	引导企业关注改善经营效率和发展质量，强化员工管理，增强劳动积极性
2022 年	“两利四率”：净利润、利润总额，资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率 & “两增一控三提高”：利润总额和净利润增速高于国民经济增速；控制资产负债率在 65% 以内；营收利润率提高 0.1 个百分点，全员劳动生产率提高 5%，研发经费投入强度要进一步提高	细化考核指标，稳增长和高质量发展相结合
2023 年	“一利五率”：利润总额，资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率、净资产收益率、营业现金比率 & “一增一稳四提升”：“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升	稳增长和高质量发展基础上强调投资回报率和现金流风险控制，加快推进中央企业高质量发展

数据来源：国资委，东北证券

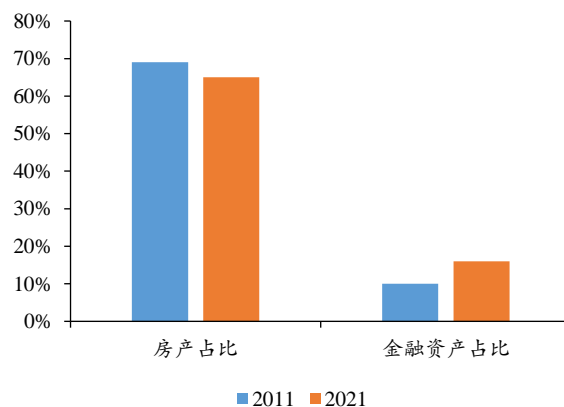
A 股生态的长期变化有望助推国企重估。一方面，A 股长期投资者持仓占比有望持续提升。截至 2022 年末，机构投资者共持有 A 股市场 59% 流通股，但基金、保险、社保等中长期资金的代表机构占比还相对较低。近年来证监会等政府机构多次强调引导长期资本入市，并且已开始实施相关措施，未来有望带动 A 股市场长期投资者占比提升，而国企长期稳定的经营特征和高分红率更受长期资金的青睐，其市场估值水平有望提升；另一方面，我国居民金融资产配置比例将保持增长，2021 年金融资产占居民资产比例为 16%，相较于 2011 年提升 5 个百分点，而房产占比下降 4 个百分点，但依然高居 65%，随着未来居民投资意识趋于多元，金融资产占比有望持续提升，而国企的高安全边际和高分红率同样是居民财富的流入选择。

图 11：A 股流通股持仓结构（2022 年末）



数据来源：Wind，东北证券

图 12：居民金融资产占比保持增长



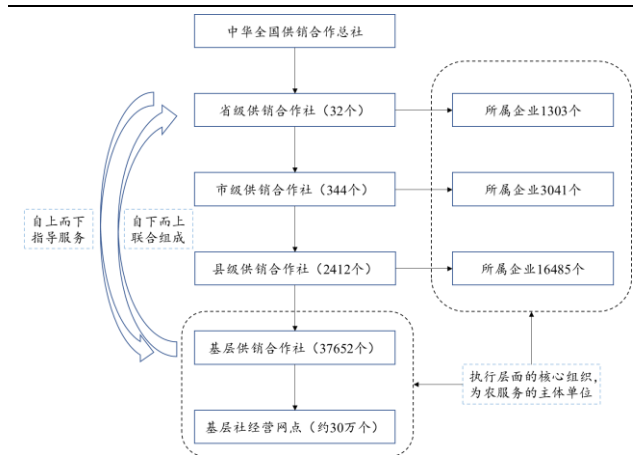
数据来源：《中国家庭风险保障体系白皮书》，东北证券

2. 正视供销社社会价值，新时代迎发展大机遇

2.1. 理清供销社的性质和作用

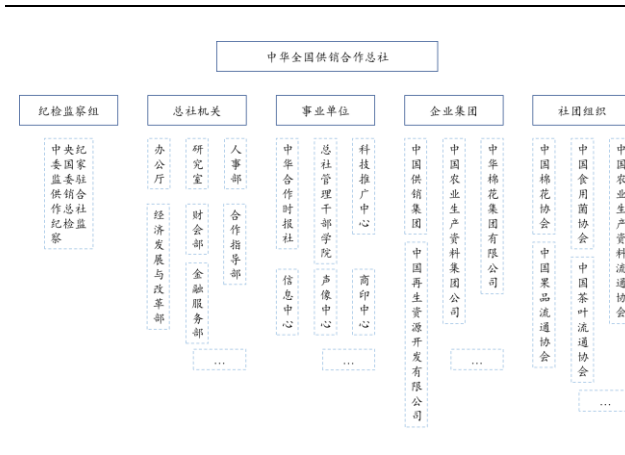
社有资产拥有特殊的集体性质，全国供销合作事业受国务院指导。供销社系统是由最高领导单位中华全国供销合作总社，各层级供销合作社及和社有企业所构成。各级供销合作联合社是由下层级供销社按自下而上、自愿联合的原则组成，并负责该层级合作事业的发展，最高层级的中华全国供销合作总社是国务院领导下的全国供销合作社的联合组织，负责领导全国的合作事业发展。社有企业则是指供销合作社拥有控制权的出资企业，包括供销合作社全资、控股或实际控制的企业及其子企业。从性质上来说，供销社资产属于集体所有，因此社有企业理论上为集体企业，供销社资产最终归属为入社社员集体所有，但由于历史上的种种原因，社有资产所有者实际上长期缺位，社有资产来源既有国有成分又有集体成分，再经历长期的经营积累形成了目前不可分割的集体资产，而各级供销合作社理事会为本级社属资产和所属企事业单位资产长期的所有权代表和管理者。

图 15: 供销社系统构成情况 (2020)



数据来源：中国供销合作社网，东北证券

图 16: 中华全国供销合作总社机构设置情况



数据来源：中国供销合作社网，东北证券

为农服务一直是供销社贯穿始终的核心使命，新时代将承担更重大的任务。供销社系统自设立至今，一直承担着不同时代背景下的国家发展任务，并不断在体制、模式等各方面自我革新顺应以时代发展。新中国成立之初，我国农业生产力相对不足，解决温饱问题是核心诉求，因此供销社得以设立，发挥着统筹生产流通、缓解物资短缺、稳定物价体系的重要作用。从改革开放到全面深化改革几十年的高速发展期后，我国综合国力实现跨越式增长，供销社体系也在不断探索、改革中日渐成熟完备，形成以商品流通核心功能为根基，集生产、加工、信用等功能为一体的综合为农服务体系。展望未来，在全面建成小康社会之后，我国处在朝着全面建设社会主义现代化国家迈进的大道上，城乡经济失衡是制约共同富裕终极目标的一大瓶颈，而作为为农服务的核心主体，供销社理应肩负起建设农业强国的时代任务。

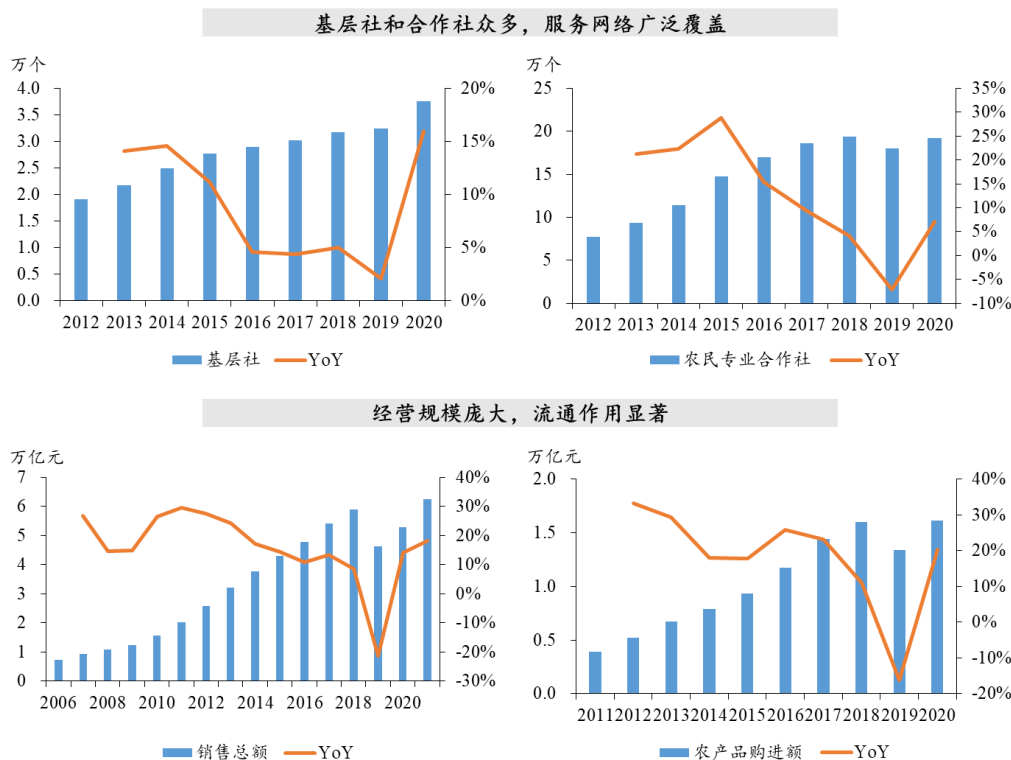
图 17：不同时期供销社的时代任务

发展背景	计划经济时期	改革开放时期	新世纪的全面深化改革	迈向社会主义现代化
客观条件	农业生产不足，商品流通不畅，物价稳定性偏弱	生产力快速提高，市场经济日益活跃，个体户和私营企业话语权逐渐增强	改革开放后经济社会经历了快速发展，综合国力实现跨越式增强，经济社会发展面临新的矛盾和问题	朝着全面建设社会主义现代化国家迈进的过程中面临着乡村发展的挑战、外部环境的波动等
时代任务	疏通商品流通渠道，构建全国大市场，在国家规划下统筹购销，缓解物资短缺、稳定物价体系。	落实体制改革以适应农村经济新模式，切实解决从“官办”到“民办”的核心问题，建立起完备农村商品生产服务体系。	深化供销合作社综合改革，加快建成适应社会主义市场经济需要、适应城乡发展一体化需要、适应中国特色农业现代化需要的组织体系和服务机制	加强为农综合服务能力，持续推动乡村振兴；加强在流通端统筹能力，保障粮食供应稳定

数据来源：东北证券

供销社系统庞大，流通领域绝对主导。供销社拥有基本全面覆盖全国乡镇的基层社网络，截至 2020 年，全系统基层社数量达到 3.77 万个，较 2012 年接近翻倍增长，同期内全系统组织农民兴办的以农产品类合作社为主的各类专业合作社同期内也从 7.71 万个增长到 19.25 万个，形成“基层社+专业合作社+农户”连结模式有助于促进农业生产向规模化、专业化、合作化进步。依托于庞大统一的供销体系，供销社再流通领域占据着主导地位，2021 年全国供销合作社系统销售规模达到 6.26 万亿元，为同期社会消费品零售总额的 14.2%，影响力颇为可观；同时，供销社系统提供了重要的农产品销售渠道，2020 年从农业生产者购进的农产品规模为 1.61 万亿元，占我国农业产值的 22.5%。

图 18：供销社规模庞大，流通领域绝对主导



数据来源：中国供销合作社网，东北证券

2.2. 正视供销社的社会价值

全流程为农服务，切实保障粮食安全。我国农业生产整体上表现为零散低效的经营特征，供销社拥有基本全覆盖涉农乡镇的庞大体系，能够实现直接对接广大零散的农户，是承担为农服务重任的主要抓手。目前，供销社系统已构造了全产业链服务体系，提供从农资供应到收获烘干的全面生产服务，在粮食收储和粮食供应方面同样发挥着核心作用，多措并举筑牢粮食安全“压舱石”。

1) 生产端。供销社为广大农业生产者提供了最为主要的农资供应渠道，保障了农业生产开展的基础。同时，供销社不断强化的综合为农服务能力有助于农业生产效率提升。2020年供销社全系统共建立农村综合服务社、生产线为农服务中心和庄稼医院分别44.8万、1.8万和7.5万个，同比分别增长5.4%、38.3%和5.6%，提供从耕种到田间管理再到收获烘干的全方面服务，保障粮食的平稳高效生产，2020年实现配方施肥服务、统防统治服务和农机作业服务分别1.2万、1.1万和0.8万亩次，同比分别增长53.0%、59.0%和60.1%。另外，供销社积极推动着土地托管和土地流转，以提升土地资源利用率，推进农业生产规模化、机械化和现代化发展，2020年供销社实现全系统土地全托管面积和土地流转面积分别3701.3万和3923.2万亩。

2) 收储端。供销社发挥着重要的代收代储作用。总社全资企业中国供销集团旗下全资子公司中国供销粮油有限公司主要从事政策性粮食收储业务、市场化粮食收购以及交易业务，服务于国家粮食安全战略。作为纳入国家政策性粮食收储体系的骨干企业，公司在东北地区、河南、河北、江苏等粮食主产区开展政策性粮食收储，保障国家粮食安全，并积极响应国家粮食最低收购价政策，为种粮农民提供托底保障，解决农民卖粮难问题。根据公司官网显示，供销粮油公司共管理各类粮库79个，总仓容1300余万吨，累计保存国家政策粮1200余万吨，国内外粮食贸易年经营量800余万吨，期间收购、保管、出库、生产安全等环节均做到零事故，有效保障了国家粮食储存管理安全。

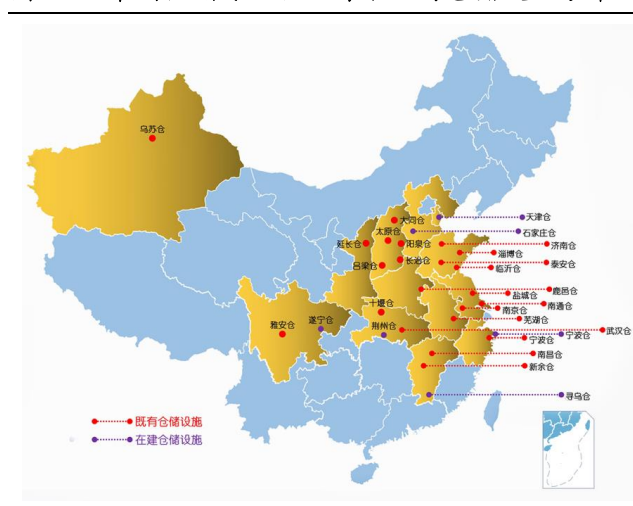
3) 供应端。全国遍布的供销社网络为保障粮食供应提供了坚实支柱。与此同时，供销社打造了覆盖全国多个人口聚集省份的仓储物流运输体系，保障粮食从农村到城市、从产粮大省到耗粮大省的调配，守护着全国范围的粮食安全底线。中国供销集团旗下全资子公司中国供销冷链物流有限公司自2019年成立以来连续三年营收超百亿元，现有仓储基地32个，覆盖全国13个省、27个地市。根据发展规划，公司总仓储面积到2025年将达到200万平米，静态总库容将超过300万吨，其中冷库库容可达150万吨，有望逐步成长为国内冷链物流行业的领先企业，进一步强化供销社的粮食调配能力，保障粮食终端供应环节。

表 3：2016-2020 年供销社综合服务实施情况

		2016	2017	2018	2019	2020
综合服务平台	综合服务社（万）	37.4	39.6	42.2	42.5	44.8
	生产性为农服务中心（个）	6529	9103	11503	13042	18041
	庄稼医院（个）	59595	64320	70042	70767	74733
土地服务	土地托管（万亩）		7315.7	9167.1	10059.7	3701.3
	土地流转（万亩）		2003.9	2470.6	3075.2	3923.2
	配方施肥面积（万亩次）	3758			8073.4	12350.4
	统防统治面积（万亩次）	2812.4			7201.2	11448.9
	农机作业面积（万亩次）	2527			5281.8	8454.3
技术培训	培训农村实用人才（万人次）	333.9	205.1	167.6	202.4	182.4
	发放科技资料（万份）	1920.7	1255.5	829.4	745.3	775.1

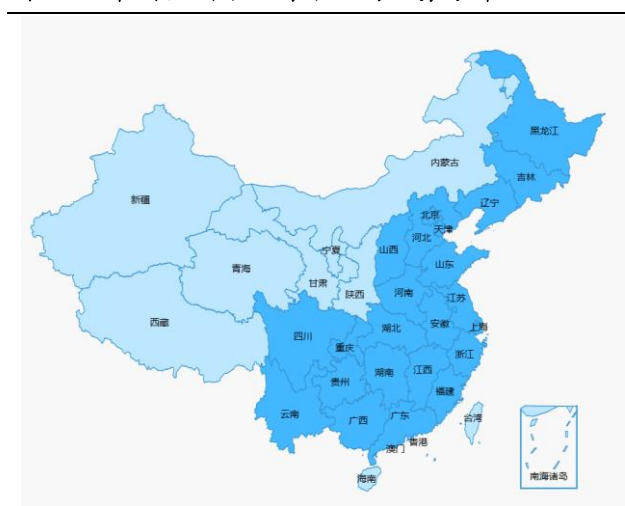
数据来源：中国供销合作网，东北证券，注：2020 年土地托管口径调整为土地全托管

图 19：中国供销冷链物流有限公司仓储设施分布



数据来源：中国供销冷链物流有限公司，东北证券

图 20：中国供销粮油有限公司业务分布



数据来源：中国供销粮油有限公司官网，东北证券

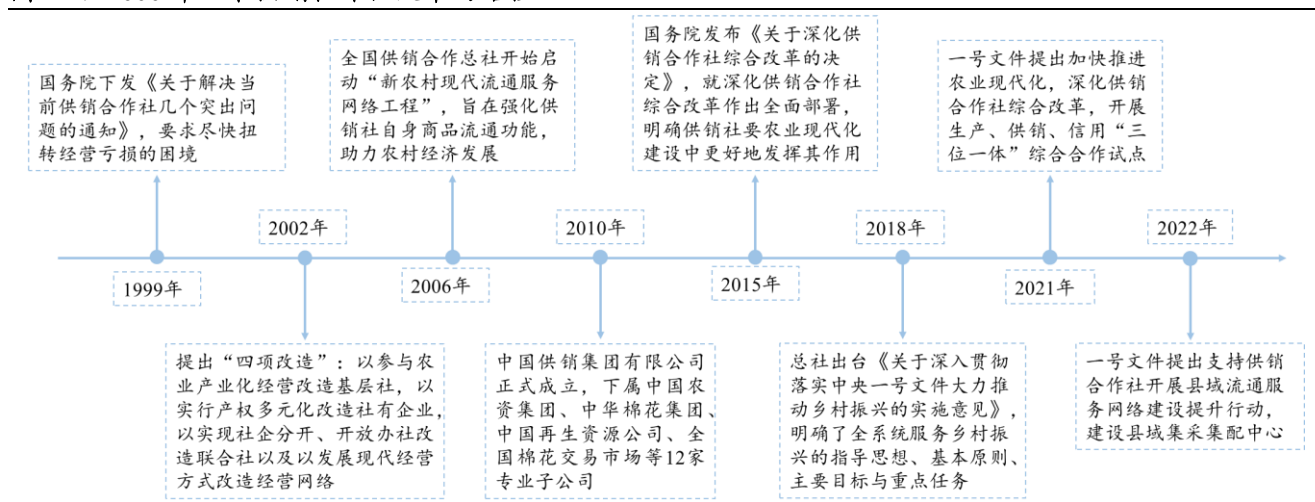
实现助农增收，促进共同富裕。一方面，供销社通过为农户供应种子、化肥、农药等农资产品，同时提供技术服务、土地管理等综合服务方式，为农业生产保驾护航，保障土地产出；另一方面，供销社借助基层社对农产品的收购功能提供稳定的销售渠道，解决农产品销路不畅难题。2020 年，全国供销合作社系统实现农产品类销售额 22205.3 亿元，同比增长 19.5%。在持续拓展传统线下销售渠道的同时，供销社也在加大电商等新兴渠道假设，建设拓宽销售途径。供销社在 2015 年便成立了中国供销电子商务有限公司主导电子商务板块，搭建了脱贫地区农副产品网络销售平台（即“832 平台”）和供销 e 家平台。截至今年一季度末，“832 平台”累计销售额突破 350 亿元，入驻供应商超 2 万家，在售农副产品超 30 万款，采购单位逾 60 万家，助力 832 个脱贫县近 300 万农户巩固脱贫成果，对推进农民农村共同富裕起到重要作用。

2.3. 经营效率大幅提升，迎来新时代大机遇

历经多轮改革，解决低效发展问题，承担新时代使命。供销社的经营效益问题是长期以来的发展难题，尤其在改革开放之后，彼时供销社的运作模式受到了市场经济

发展的冲击，亏损经营问题亟待解决。1999年1月国务院下发《关于解决当前供销合作社几个突出问题的通知》，明确当前最重要的是针对供销合作社存在的突出问题，尽快扭转效益下滑、亏损增加、经营萎缩的被动局面，清理整顿社员股金，防范和化解金融风险，并且要通过改革使供销合作社建立起自主经营，自负盈亏的经营机制。通知下发后迅速见效，2000年全系统便实现了扭亏为盈，实现利润13.8亿元，并且效率逐步提升，2001年和2002年分别实现汇总利润16.4和28.6亿元。此后十余年间，供销社经历了多轮改革，逐渐强化自身竞争力，步入健康发展通道。直到2015年，供销社开启了全面深化改革之路，中共中央、国务院在当年发布《关于深化供销合作社综合改革的决定》，就深化供销合作社综合改革作出全面部署，明确供销社要农业现代化建设中更好地发挥其作用。

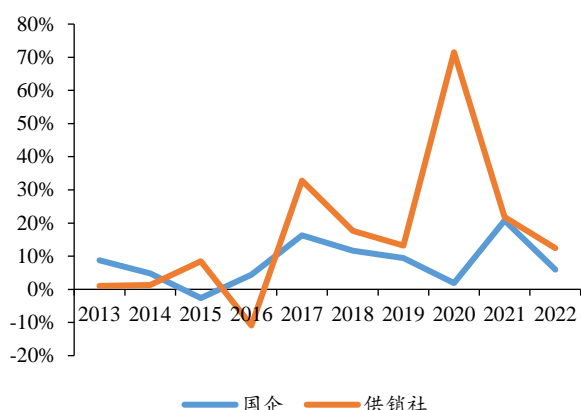
图 21：2000 年以来供销社深化改革的路径



数据来源：中国政府网，东北证券

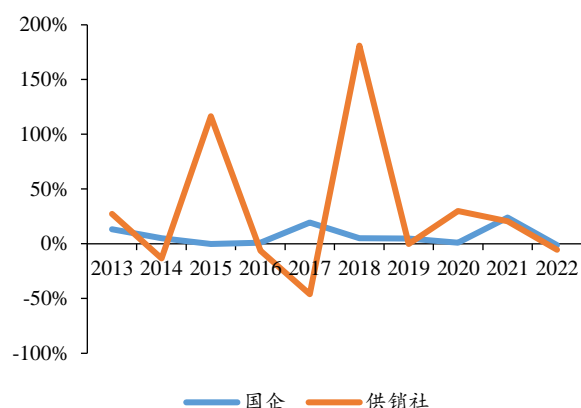
供销社全面深化改革以来各项经营指标快速提升。2015年全面深化改革之后供销社控股上市公司经营情况持续优化，2015-2022年社有上市企业营收和利润实现年复合增速分别为20.6%和11.1%，高于同期国企的9.9%和7.4%。另外，与国企平均ROE所呈现出的下降走势相比，社有企业资产经营效率逐渐提升，2018年后ROE基本稳定在10%-12%，均高于同期国企表现。同时，社有企业为股东创造了稳定增长的分红回报，2015年以来社有企业分红率展现出增长趋势，并且于2021年显著超过了国企的分红水平。

图 22：2013-2022 年供销社上市企业整体营收 YoY



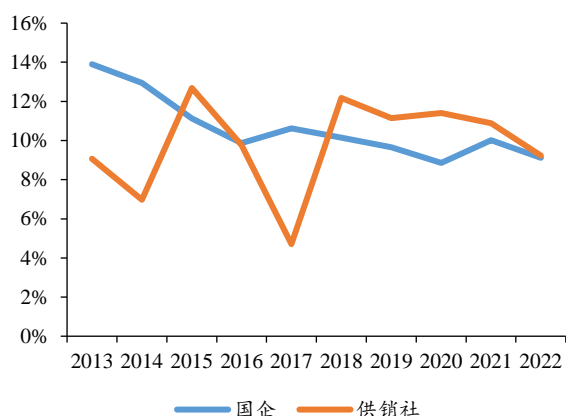
数据来源：Wind，东北证券

图 23：2013-2022 年供销社上市企业整体利润 YoY



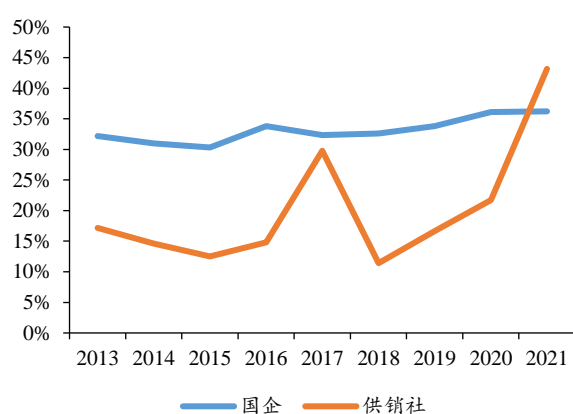
数据来源：Wind，东北证券

图 24：供销社上市企业平均 ROE 优于国企



数据来源：Wind，东北证券

图 25：供销社上市企业平均分红率保持上升趋势



数据来源：Wind，东北证券

供销社加快现代化建设进程，社有企业将持续增强龙头作用。目前农资流通行业呈现出“大行业、小企业”的格局，2021 年社有控股上市企业整体收入与供销社系统销售额的比值仅为 1.3%，行业内依然存在着大量小规模、零散的农资经营户，在商品流通效率、农资供应保障、综合为农服务能力等方面相对较弱。随着农业现代化进程加快，构建农村现代流通网络、强化农资保障能力将是未来的发展趋势，农资流通行业持续向统一化、集中化、综合化方向发展。供销社作为农资流通主渠道，未来有望在政策的推动下不断强化该核心功能，助力乡村振兴。而社有企业作为供销社的主要抓手，未来有望依托供销社网络不断提升经营规模，持续提升市场份额。近两年来多个省份政府均出台具体政策推动供销社事业发展，并且发挥龙头企业的带动作用。因此在社内社外的支持下，社有企业未来将迎来蓬勃发展期。

表 4：2014 年以来一号文件中指导供销社的内容

中央一号文件发布时间	核心内容
2014 年	加快供销合作社改革发展。发挥供销合作社扎根农村、联系农民、点多面广的优势，积极稳妥开展供销合作社综合改革试点。按照改造自我、服务农民的要求，创新组织体系和服务机制，努力把供销合作社打造成为农民生产生活服务的生力军和综合平台。支持供销合作社加强新农村现代流通网络和农产品批发市场建设。
2015 年	加快供销合作社和农垦改革发展。全面深化供销合作社综合改革，坚持为农服务方向，着力推进基层社改造，创新联合社治理机制，拓展为农服务领域，把供销合作社打造成全国性为“三农”提供综合服务的骨干力量。抓紧制定供销合作社条例。
2016 年	支持供销合作社创办领办农民合作社，引领农民参与农村产业融合发展、分享产业链收益；深入推进供销合作社综合改革，提升为农服务能力。
2017 年	继续深化供销合作社综合改革，增强为农服务能力。
2018 年	全面深化供销合作社综合改革，深入推进集体林权、水利设施产权等领域改革，做好农村综合改革、农村改革试验区等工作。
2019 年	继续深化供销合作社综合改革，制定供销合作社条例。
2020 年	有效开发农村市场，扩大电子商务进农村覆盖面，支持供销合作社、邮政快递企业等延伸乡村物流服务网络，加强村级电商服务站点建设，推动农产品进城、工业品下乡双向流通。强化全过程农产品质量安全和食品安全监管，建立健全追溯体系，确保人民群众“舌尖上的安全”；继续深化供销合作社综合改革，提高为农服务能力。
2021 年	深化供销合作社综合改革，开展生产、供销、信用“三位一体”综合合作试点，健全服务农民生产生活综合平台。
2022 年	加快发展农业社会化服务，支持农业服务公司、农民合作社、农村集体经济组织、基层供销合作社等各类主体大力发展单环节、多环节、全程生产托管服务，开展订单农业、加工物流、产品营销等，提高种粮综合效益；支持供销合作社开展县域流通服务网络建设提升行动，建设县域集采集配中心。
2023 年	坚持为农服务和政事分开、社企分开，持续深化供销合作社综合改革。

数据来源：中国供销合作社网，东北证券

表 5：2022 年以来部分省份所出台推动供销社和社有企业发展的相关政策

省份	发布时间	发布部门	文件	相关内容
江苏省	2023-02	省人民政府	《江苏省供销合作社管理规定》	县级以上地方人民政府及其有关部门应当重视发挥供销合作社的作用，鼓励、支持供销合作社在农资供应、农产品流通、农村服务等重点领域和环节为农民提供便利实惠、安全优质的服务；县级供销合作社应当加强基层社建设，强化市场运营，完善直接面向农民的生产生活服务网络；供销合作社出资设立的从事为农服务事业的经营服务组织按照有关规定享受国家和地方的扶持政策。
浙江省	2022-11	省政府办公厅	《浙江省人民政府办公厅关于推进现代农资经营服务高质量发展的意见》	加快构建供销社主导、龙头企业牵引、各类农资经营服务主体联合合作的现代农资经营服务体系。力争经过 5-10 年发展，全省农资经营服务专业化体系化数字化水平显著提升，农资仓储物流配送一体化取得实质性进展，一批创新型农资“链长”企业发展壮大，与保障粮食安全、发展现代农业需求相匹配的农资产业和供应链体系基本形成。
河南省	2022-08	省政府办公厅	《河南省人民政府办公厅关于印发河南省发挥供销合作社主渠道作用运用综合手段建立化肥保供稳价市场调节机制工作方案的通知》	力争经过 3-5 年努力，在全省供销合作社系统构建上下贯通、层级紧密、协同运转、一体发展的化肥等农资经营服务网络体系，健全我省化肥保供稳价市场调节机制，在平抑农资价格方面发挥供销合作社主渠道作用，探索化肥保供稳价新路子。
湖北省	2022-04	省政府办公厅	《关于持续深化供销合作社综合改革 推进供销合作事业高质量发展的实施意见》	到 2025 年，生产、供销、信用“三位一体”综合合作广泛开展，农业社会化服务、农产品现代流通、综合性合作经济组织、服务美丽乡村建设体系基本形成，供销合作社现代治理新机制基本完善。全省供销合作社系统销售总额达到 7000 亿元，农业社会化服务面积达到 5000 万亩次，再生资源销售额超过 600 亿元。
安徽省	2022-02	省政府办公厅	《关于持续深化供销合作社综合改革服务乡村振兴的实施方案》	到 2025 年供销合作社在农业生产、农产品流通、城乡环境等方面服务质量全面提升，社有企业高质量发展对为农服务的带动和支撑作用显著提高；并提出优化社有资本为农服务布局，培育壮大为农服务龙头企业，健全风险防控机制，促进供销合作社社有企业高质量发展，构建社有资产和社会资本支持为农服务的长效机制。

数据来源：各政府网站，东北证券

3. 资本市场理应助力供销社，践行金融行业社会责任

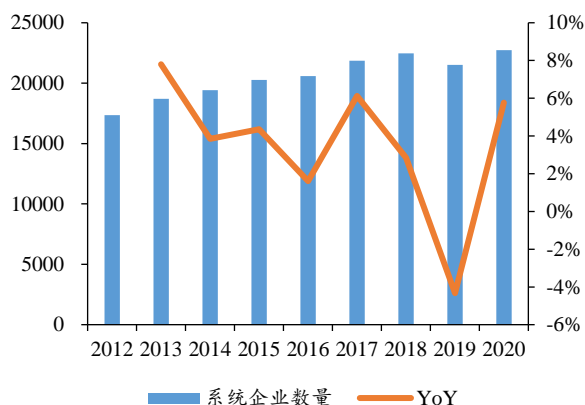
3.1. 社有企业发挥主体作用，稳居农资流通头部地位

社有企业是支撑供销社系统为农服务的主体。截止 2020 年年末，供销社全系统共有各类法人企业 22739 个，较 2012 年增长 5393 家，全资或控股企业占 55.4%，另外开放办社吸纳的有业务指导但无资产关系的企业为 5836 个，较 2012 增长 76.9%，占比 25.7%，供销社企业队伍持续丰富壮大。从企业类别来看，批发零售贸易业企

业为主要类型，体现了供销社商品流通的主要作用，2020 年数量达到 16219 家，包括了农副产品经营企业、农业生产资料经营企业、日用消费品经营企业等细分类别；另外，在加工服务领域供销社系统同样发挥着重要作用，所属各类生产加工企业和其他服务业企业的数量分别为 2083 家和 4599 家。

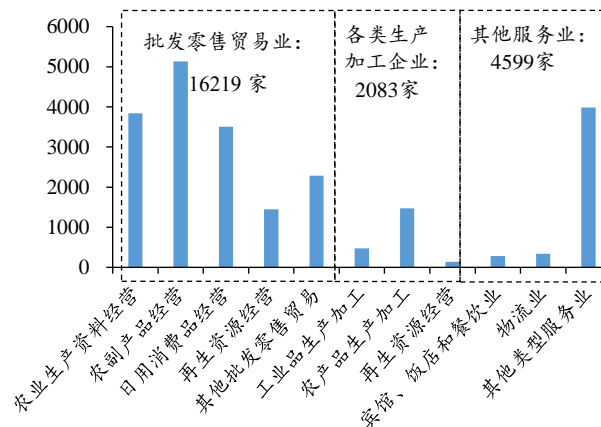
供销社旗下拥有 8 家控股上市企业，长期位于农资流通领域头部地位。目前供销社体系下的上市公司包括 3 家中华全国供销合作总社控股公司和 5 家地方供销社控股公司，业务范围涵盖了农资、设备、材料等商品的生产流通，以及农技服务、金融产品、信息技术等综合产品的提供，其中在农资流通领域，供销社旗下的几个上市公司均是长年处于行业头部地位。根据《2021/2022 中国农资流通行业发展报告》，供销总社下属中国农业生产资料集团有限公司在农资流通企业综合竞争力排名第一，省供销社下属的浙农股份、辉隆股份和天禾股份分别为位于第二、三、五名。

图 26：2012 年来供销社系统企业数量保持增长



数据来源：中国供销合作网，东北证券

图 27：供销社系统企业结构情况（2020）



数据来源：中国供销合作网，东北证券

表 6：供销社所控股的上市公司一览

企业名称	成立/上市年份	公司地址	实际控制人	主营业务
隶属供销社总社				
中农联合	2006--2021	山东省	中华全国供销合作总社	从事农药中间体、原药及制剂产品的研发、生产和销售
中再资环	1996--1999	陕西省	中华全国供销合作总社	废电的回收与拆解处理和产业园区固体废弃物一体化处置
中农立华	2009--2017	北京市	中华全国供销合作总社	农药流通服务、植保技术服务和植保机械供应业务
隶属地方供销社				
天鹄股份	2002--2016	山东省	山东省供销合作社联合社	棉花采摘及棉花加工机械成套设备的研发、生产及销售
浙农股份	1999--2015	浙江省	浙江省供销合作社联合社	涵盖农资、汽车,同时经营医药的城乡一体化商贸流通与综合服务
新力金融	1999--2000	安徽省	安徽省供销集团有限公司	融资担保、小额贷款、典当、融资租赁、软件和信息技术服务等
天禾股份	2009--2020	广东省	广东省供销合作联社	从事化肥、农药等农资产品的销售并提供专业农技服务
辉隆股份	1990--2011	安徽省	安徽省供销集团有限公司	化肥、化工和农药产品的内外贸分销业务

数据来源：Wind，东北证券

3.2. 社有企业上市后股权融资匮乏，资本市场亟需给予支持

资本市场理应支持社有企业高质量发展，创造更大社会价值。多数供销社控股上市公司自上市以来少有股权融资，并且募资金额通常较小，在资本市场上获得的资金帮助相对有限。随着我国步入农业现代化发展阶段，供销社将发挥更大的为农服务作用，而社有上市企业也将迎来广阔的发展机遇，同时也带来了更大资金需求。未来，供销社上市企业如能获得资本市场的资金支持，将有助于加强渠道建设、覆盖更多下沉市场，同时扩大经营范围、进一步延伸产业链条，实现更好为农服务、助力乡村振兴，创造更大的社会价值。

表 7：供销社上市公司历年股权融资情况统计

	首发上市日期	首发募集资金（亿元）	IPO 后股权融资
中农联合	2021-04-06	5.91	无
中再资环	1999-12-16	4.13	1) 2015-05-13 定增募资 18.7 亿元；2) 2017-04-26 定增募资 4.6 亿元
中农立华	2017-11-16	4.16	无
天鹄股份	2016-04-27	2.08	无
浙农股份	2015-05-27	2.53	1) 2020-11-27 定增募资 26.7 亿元
新力金融	2000-12-08	4.08	1) 2019-06-05 定增募资 2.0 亿元
天禾股份	2020-09-03	4.11	无
辉隆股份	2011-03-02	14.06	1) 2020-04-23 定增募资 1.3 亿元

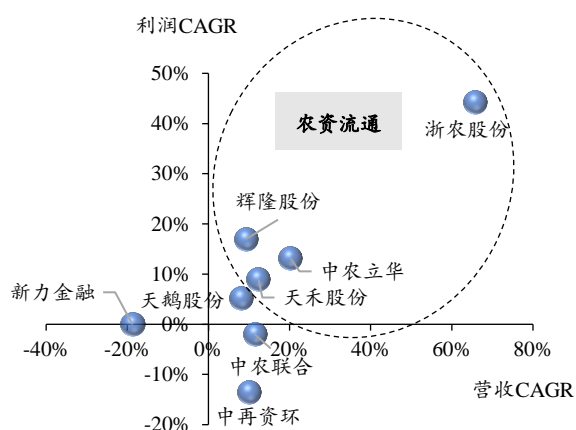
数据来源：Wind，东北证券

3.3. 相关标的：兼备修复空间和长期价值的农资流通企业

结合业绩和估值表现，农资流通企业价值凸显。1、从经营层面来看，农资流通企业

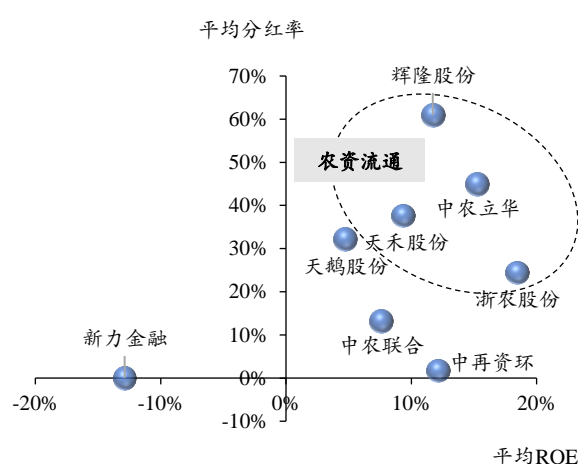
业绩表现突出，发展空间广阔。2015 年供销社深化改革以来，农资流通主渠道作用持续扩大，相关社有企业表现最为突出。2015-2022 年农资流通企业营收和净利润复合年增速明显高于其他社有企业。同时，从资产效益和股东回报来看，农资流通企业过去三年平均分红率和 ROE 均表现更为优异。未来在加快推进农业现代化的发展愿景下，目前零散的农资流通渠道将不断集中化，供销社作为流通主渠道将承担更大的农资流通任务，而社有企业作为核心抓手，未来必将发挥更大的龙头作用，拥有长期广阔的发展空间；2、从估值表现来看，农资流通企业投资价值突出。农资流通企业市盈率水平处于 10x-25x 区间，远低于供销社整体板块的 46.8x(2023/6/17)，而其股息率位于板块前列，凸显投资价值。去年底中特估提出以来，国企经历了明显的估值提升阶段，而同样作为国家领导下、复合国家长期发展战略、创造社会价值、拥有行业龙头地位的社有企业，其内在价值也应得到充分认知。当前央企的市盈率处于近三年 60.6%的分位点，而农资流通企业分位点均低于央企，其中除浙农股份外都在 30%以下，尚有一定估值修复空间。

图 28：2015-22 年各社有企业利润和收入 CAGR



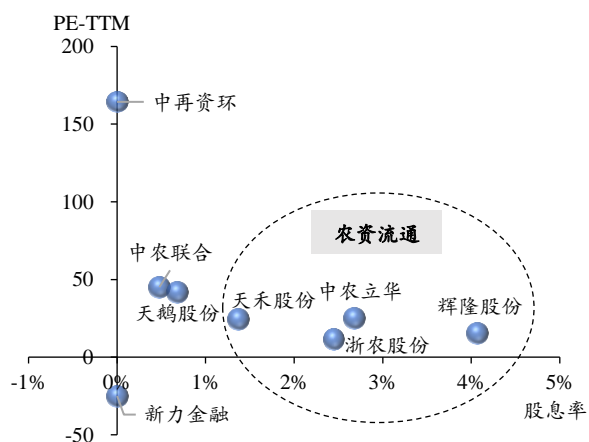
数据来源：Wind，东北证券，注：2022 年新力金融净利润为负值，不能计算其利润 CAGR，仅将其置于横轴位置

图 29：各社有企业过去三年平均分红率和 ROE



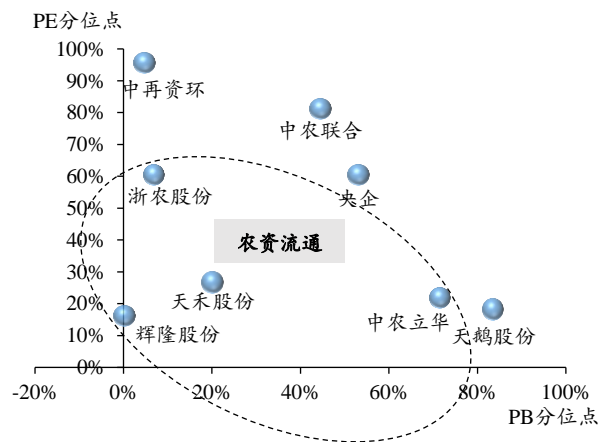
数据来源：Wind，东北证券

图 30：各社有企业市盈率和股息率



数据来源：Wind，东北证券，注：数据日期为 2023/6/16；新力金融 22 年利润为负值，因此 PE 录得负值

图 31：各社有企业和央企 PE 和 PB 分位点



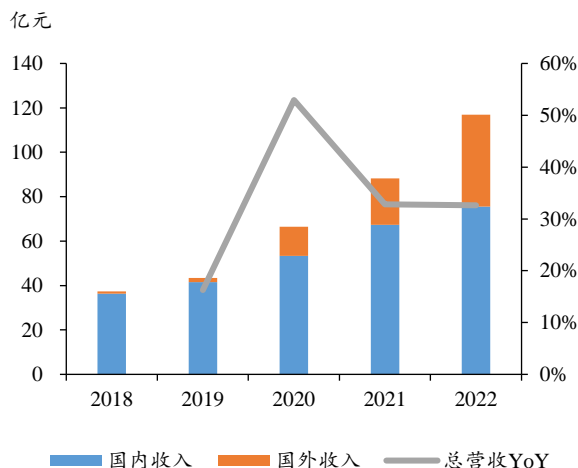
数据来源：Wind，东北证券，注：数据日期为 2023/6/16

3.3.1. 中农立华：供销渠道资源丰富，品牌竞争优势突出

海外业务驱动收入增长，利润稳步提升。中农立华是在完整承继中农集团农药流通平台资源的基础上，于 2009 年发起设立的专业从事农药流通及植保技术服务的股份公司。农药流通是公司的主导业务，通过整合上游国内外知名农药制剂厂商产品资源为农户优质的农药原药、制剂及相关产品，其中农药原药和农药制剂 2022 年分别贡献 54%和 46%的收入，另外公司开展了植保技术服务业务和植保机械供应业务，多方面保障为农服务。2018 年以来公司营收规模保持高速增长，CAGR 达 33%，其中海外业务在公司的推动下迅速发展，成为了重要的业绩抓手，2018 年来海外营收复合增速高达 154%，占总收入比例也由 2.7%提升至 35.4%。业绩规模逐步扩大的同时公司净利润同样保持增势，2018 年来复合增速为 16.2%。

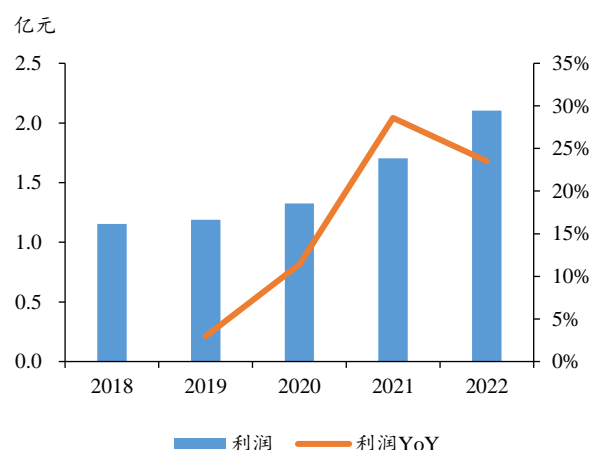
供销渠道资源丰富，品牌竞争优势突出。公司拥有丰富的农药供销资源：在供应端，公司构建了品种齐全、结构合理的“一站式”农药供应平台，与国内外众多著名农药企业建立了长期稳定的合作关系，包括巴斯夫、先正达、拜耳、科迪华、安道麦等海外著名企业以及扬农化工、南京红太阳、海利尔、贝斯美等国内知名厂商；在销售端，公司在国内外建立了农化流通服务网络，国外设有 5 个子公司，渠道网络已遍布 90 多个国家和地区，而国内则是编织了由 31 个仓储配送中心和 3000 余家主要渠道合作伙伴组成的服务网络，覆盖了全国主要农业县市。依托于优质丰富的产品矩阵和多年的行业深耕，公司在农资流通领域享有较高的品牌知名度和美誉度，累积荣获“2022 全国农药行业销售 TOP100”第 4 名、“2021 全国农药行业销售 TOP100”第 4 名、“2020 年度中国农资最佳渠道品牌”等农资行业多项荣誉。

图 32：2018-22 年中农立华收入情况



数据来源：Wind，东北证券

图 33：2018-22 年中农立华净利润情况



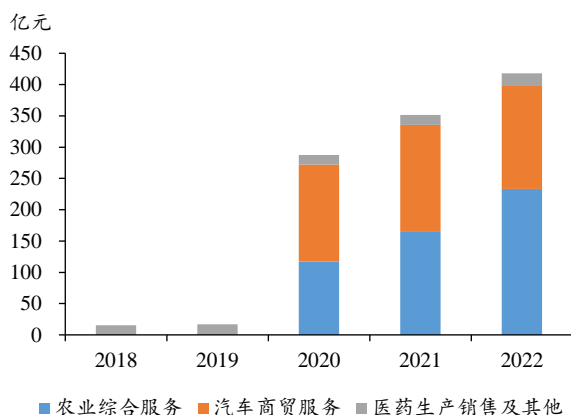
数据来源：Wind，东北证券

3.3.2. 浙农股份：浙江省社唯一上市平台，员工持股焕发二次创业热情

内部整合重组上市，农资流通头部企业。浙农股份前身为始创于 1952 年的浙江省农业生产资料公司，2020 年由浙江省供销社旗下的浙江农资集团有限公司和浙江华通医药股份有限公司重组设立而来。重大资产重组后，公司主营业务拓展到农业综合服务、汽车商贸服务和医药生产销售等，与此同时公司的收入规模也实现了跨越式增长，2022 年实现营业收入和归母净利润分别 418.1 亿元和 6.1 亿元。公司的农业综合服务以化肥流通业务为主，农药流通为辅，依托于国内外优质化肥、农药厂

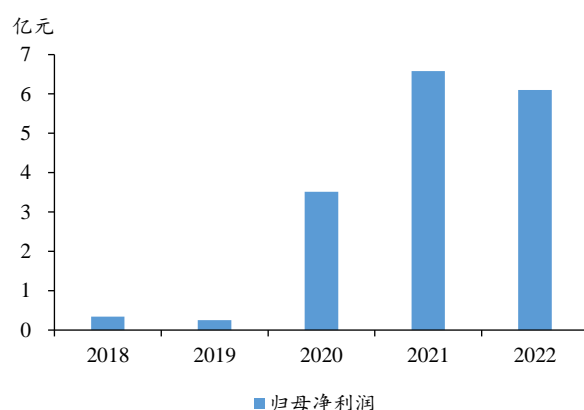
商资源，公司在省内外构建了完善的农资销售渠道和农业服务体系，拥有近 3000 个基层农资经销网点，农资商品销售覆盖全国 30 余个省市。根据中国农业生产资料流通协会发布的“年度中国农资流通企业综合竞争力百强”榜单中，公司的农资流通服务已连续 13 年位列榜单前三，近两年进入前二，在农资流通领域具备较强的竞争优势及较高的行业地位。

图 34：2018-22 年浙农股份收入情况



数据来源：Wind，东北证券

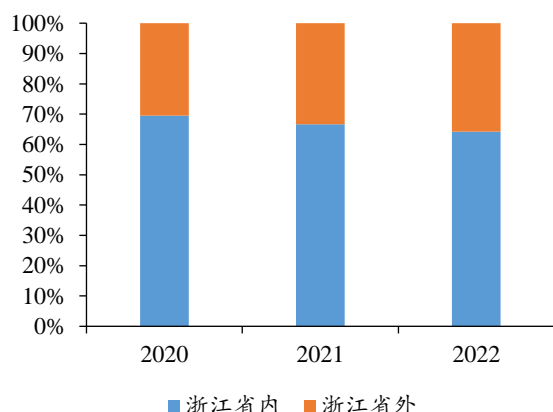
图 35：2018-22 年浙农股份净利润情况



数据来源：Wind，东北证券

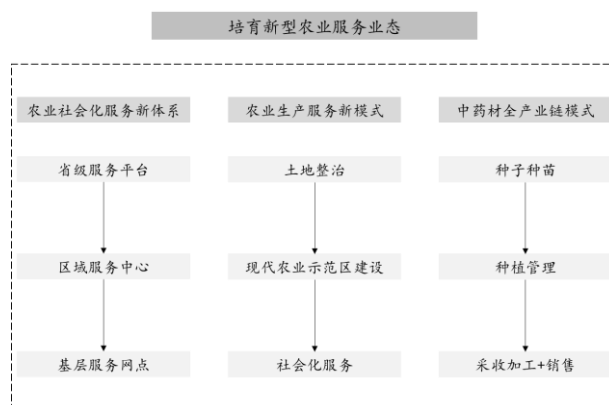
深耕省内拓展省外，培育新型农业服务业态。浙江省在去年 11 月发布的《关于推进现代农资经营服务高质量发展的意见》中提出要加快构建供销社主导、龙头企业牵引、各类农资经营服务主体联合合作的现代农资经营服务体系，公司作为浙江省供销社旗下唯一上市平台，将迎来更大的发展机遇。公司近年来积极培育新型农业服务业态，并在省内开展服务体系建设和服务模式创新试点，构建了“省级服务平台+区域服务中心+基层服务网点”的农业社会化服务新体系、打造了“土地整治+现代农业示范区建设+社会化服务”的农业生产服务新模式，并且积极探索中药材全产业链模式。同时，公司省外业务开展成效显著，2020 年重组以来省外收入占比逐渐增长，未来将在西南、东北、西北等农业主产区市场新建区域公司，持续推动省外业务发展，并有望逐步将省内成熟的农业服务模式迁移至省外，构建全国化渠道网络。

图 36：省外收入占比逐年提升



数据来源：Wind，东北证券

图 37：培育新型农业服务业态



数据来源：Wind，东北证券

骨干员工持股经营，焕发二次创业热情。公司是全国供销社农资系统首家改制公司，在上世纪九十年代便推行骨干员工持股经营机制，以激发骨干员工创业奋进的积极性，并以此建立了一只专业的有拼劲的核心团队。上市后，公司在保留员工持股经营传统的基础上，结合资本市场情况持续细化和完善相关激励机制，提升和保持公司的核心竞争力。2022 年初公司通过了限制性股票激励计划，拟向董事、高级管理人员、中层管理人员、核心业务(管理)人员等 446 人授予的限制性股票数量为 1251.5 万股，以激励公司核心经营管理团队和骨干员工创新奋进，焕发二次创业热情。目前，公司层面三个业绩考核指标第一个解除限售期的考核均已达标。

表 8：公司限制性股票激励计划情况

解除限售期	考核年度	业绩考核指标 1	业绩考核指标 2	业绩考核指标 3
第一个	2022 年	以 2020 年净利润为基数， 2021-2022 年累计净利润增长率不低于 230%	2021-2022 年加权平均净资产收益率的平均值不低于 12%	2022 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%，其中农业综合服务业务营业收入较 2020 年增长率不低于 10%
第二个	2023 年	以 2020 年净利润为基数， 2021-2023 年累计净利润增长率不低于 380%	2021-2023 年加权平均净资产收益率的平均值不低于 12.5%	2023 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%，其中农业综合服务业务营业收入较 2020 年增长率不低于 20%
第三个	2024 年	以 2020 年净利润为基数， 2021-2024 年累计净利润增长率不低于 540%	2021-2024 年加权平均净资产收益率的平均值不低于 13%	2024 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%，其中农业综合服务业务营业收入较 2020 年增长率不低于 30%

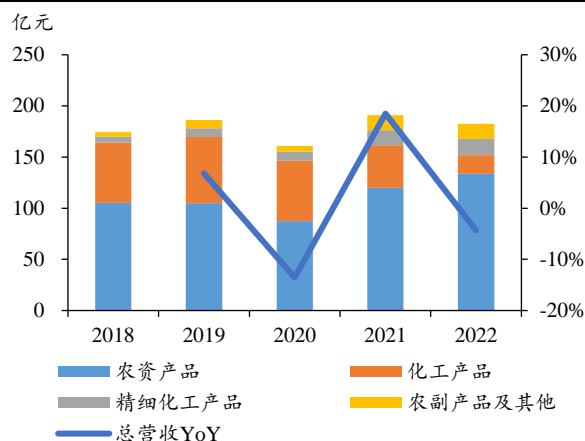
数据来源：公司公告，东北证券

3.3.3. 辉隆股份：农资流通领域社有企业第一股，“工贸一体化”升级转型

全国供销社系统农资流通行业第一股。辉隆股份的前身是安徽省农资公司，经过 2003 年的改革改制，率先开创了农资连锁经营模式，2011 年成功上市成为全国供销社系统农资流通行业第一股。2019 年收购海华科技之后，公司打通了从“化工原料—农药中间体—农药制剂—农资服务”的全产业链布局，进一步助力公司工贸一体化的转型发展。近年来公司主动收缩化工贸易业务，大力推动农资流通和精细化工业务发展，持续优化产业布局，同时也带动公司净利润实现快速增长，过去五年归母净利润 CAGR 达 26.9%。

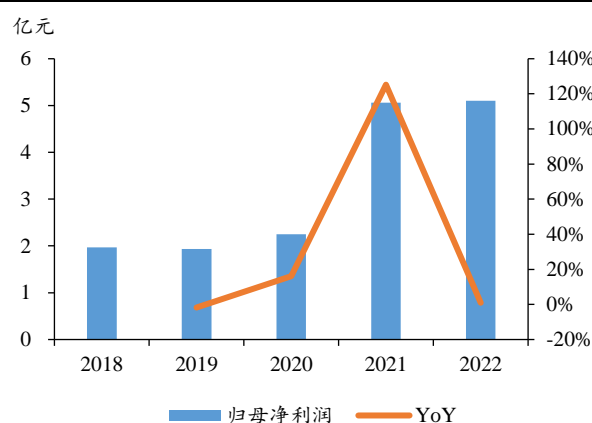
具备较强的竞争优势及较高的行业地位。公司目前已完成全国农资分销渠道的布局，构建了以 70 多个配送中心，4000 多个加盟店为基础的辉隆连锁网络，业务覆盖全国 32 个省区，出口遍及 60 多个国家和地区。根据《2021/2022 中国农资流通行业发展报告》，公司位列中国农资流通企业综合竞争力百强第 3 位，并且连续多年入选《财富》中国 500 强、中国服务业企业 500 强等榜单，先后获得全国五一劳动奖状、中国化肥流通体制改革 20 周年突出贡献奖等诸多荣誉。

图 38：2018-22 年辉隆股份收入情况



数据来源：Wind，东北证券

图 39：2018-22 年辉隆股份利润情况



数据来源：Wind，东北证券

大力推进自主生产业务发展，助力“工贸一体化”转型升级。依托于强大的供销网络，公司持续推进肥药、化工产品自主生产业务发展，助力“工贸一体化”转型升级。公司目前拥有 6 大肥药生产基地，自主品牌复合肥年产能达 155 万吨，磷酸一铵年产能 20 万吨，而年产 2000 吨氯虫苯甲酰胺原药及中间体项目已开工建设，助力公司打造农药生产基地。精细化工方面，海华科技集团 3000 吨 L-薄荷醇、1 万吨间甲酚、1.5 万吨 BHT 扩产等重点项目均建成投产，是国内首家规模量产合成薄荷醇的企业，实现香料行业重大突破。随着未来多个在建甲酚产业链项目建成投产，公司将进一步巩固优势产业领先地位，逐步实现业绩兑现。

表 9：截至 2022 年公司在建工程变动情况

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
百里香酚、薄荷醇项目	302,250,000.00	120.00%	100.00%	募股资金
江西生态复混肥生产线项目（二期）工程	60,000,000.00	70.99%	70.99%	其他
节能环保铝型材生产线技术改造项目	369,304,000.00	96.66%	96.66%	其他
1 万吨间甲酚项目	305,950,600.00	65.42%	100%	其他
原药项目	400,000,000.00	1.43%	1.43%	其他
和美科创二期罐区	32,000,000.00	97.71%	100%	其他
5000 吨甲酚合成中试项目	30,000,000.00	59.54%	59.54%	其他
年产 1 亿条编织袋及 200 万条吨袋项目	52,000,000.00	14.98%	14.98%	其他

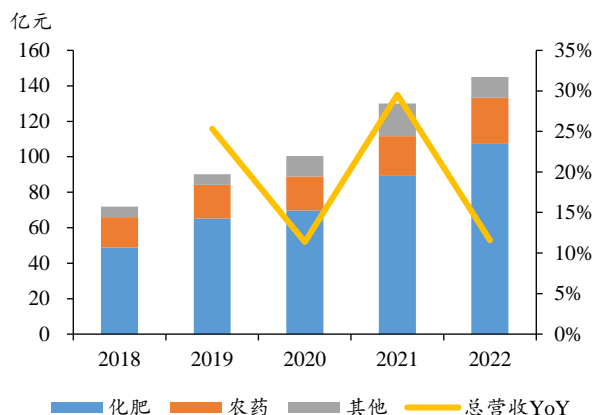
数据来源：公司公告，东北证券

3.3.4. 天禾股份：构建新型经营模式，大力推进省外扩张

打破传统分销模式，构建新型可复制经营模式。天禾股份是广东省供销合作联社直属企业，在 2009 年通过股份制改组设立，从事 化肥、农药等农资产品的销售并提供专业的农技服务，并于 2020 年成功上市，开启了新的发展篇章。公司突破了行业传统“重流通、轻服务”的多级分销传统模式，发展了可复制的“以现代农技服务为先导、直达终端的配送体系为支撑”的经营模式，成为了公司的核心竞争优势，

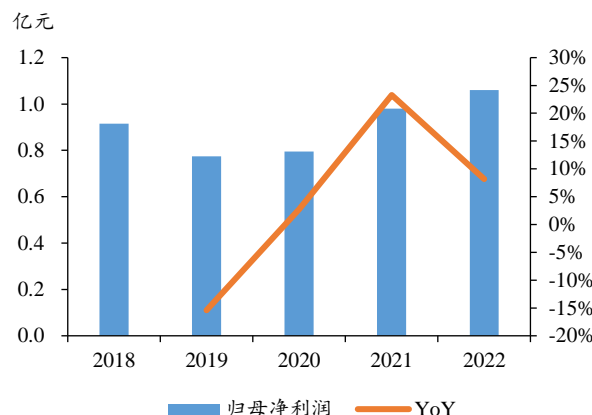
同时也实现了经营规模的快速扩张。2018 年以来公司营收复合增速达 19.2%，2022 年达到 145 亿元，而净利润自 2019 年以来也保持着增长趋势。根据《2021/2022 中国农资流通行业发展报告》，公司在农资流通行业综合竞争力位列第五位。

图 40：2018-22 年天禾股份收入情况



数据来源：Wind，东北证券

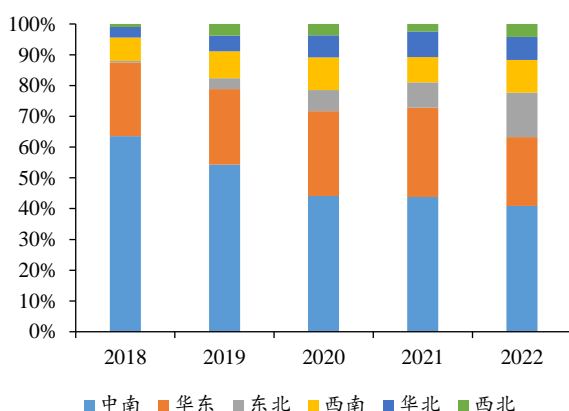
图 41：2018-22 年天禾股份利润情况



数据来源：Wind，东北证券

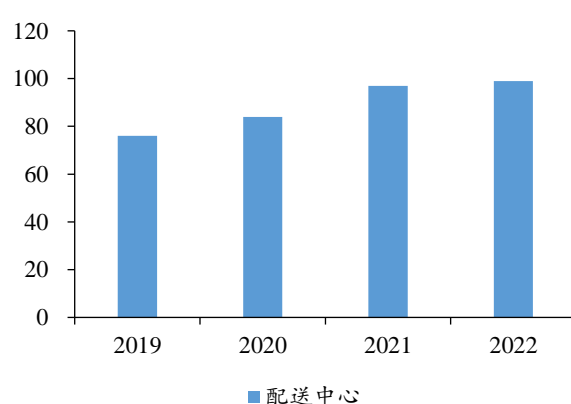
全国配送网络和农技服务能力支撑公司的省外扩张步伐。秉持着“立足广东、深耕华南、走向全国”为发展战略，公司的全国扩张战略初显成效。截至 2022 年末，公司已经在全国 16 个省份及北京市建立了 99 个配送中心，较 2019 年增加了 23 个，进一步扩大了全国物流配送网络的覆盖面积，并且公司区域配送中心配有专业配送车辆，保障服务区域 24 小时内产品送达，实现高效运作。同时，公司坚持“以专业的农技服务+优质的农资产品为核心”作为经营理念，借助直达终端的网络配送体系销售优质产品的同时提供全方位的农技服务，包括测土配方施肥服务、作物经理精准服务、“天禾好作物”农技服务站等模式，保障农户顺利高效生产的同时也强化自身品牌的影响力，助力公司的省外扩张进程。2018 年以来公司中南片区以外地区的收入快速增长，占比由 36.4%增至 59.1%。未来在省外扩张战略的持续推进下，公司有望不断扩大全国农资流通市场份额，保持业绩的稳健增长。

图 42：2018-2022 年公司收入分区域情况



数据来源：Wind，东北证券

图 43：公司配送中心数量持续扩张



数据来源：Wind，东北证券

4. 风险提示

- 1) **政策推进不及预期：**供销社内部遗留问题未得到充分解决、供销社基层社综合服务能力未得到有效提升等问题均会限制供销社和社有企业未来发展；
- 2) **内外部资源协同效应不及预期：**社内社外资源整合不顺利，各个环节未能实现有效对接，导致业务开展效率不高，经济效益不显著，社有企业未能通过供销社实现显著业绩增长。

研究团队简介:

王玮：上海交通大学工商管理硕士、电气工程与自动化学士，上海高级金融学院 MBA。现任东北证券农林牧渔行业组组长，曾任职于兴业证券、国海证券等多家金融机构。2018 年同花顺 iFind 最佳分析师第 1 名（个人），2015 年新财富第 3 名（团队成员）、2016 年新财富第 5 名（团队成员）、2015 年水晶球第 3 名（团队成员）。

陈科诺：华威大学金融硕士，四川大学金融本科。2022 年加入东北证券，现任东北证券农业组研究助理。

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。	

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。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	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

