

万福生科(300268.SZ)

关注公司从农产品加工向消费型企业转型的步伐

评级:

目标价(元):

分析师

谢刚

S0740510120005

021-20315178

xiegang@r.qlzq.com.cn

2011年9月9日

前次:

25.2-29.7

联系人

张俊宇

农林牧渔行业小组

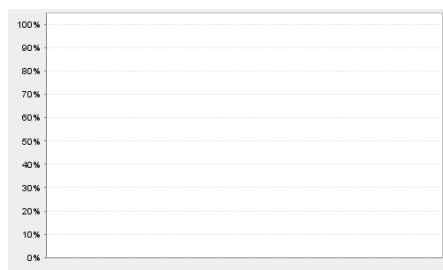
021-20315191

zhangjy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	50.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	327.65	433.59	532.51	669.61	850.15
营业收入增速	43.55%	32.33%	22.81%	25.75%	26.96%
净利润增长率	54.20%	40.42%	8.71%	48.58%	28.27%
摊薄每股收益(元)	0.79	1.11	0.90	1.34	1.72
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	3.19	4.30	10.09	11.43	13.15
每股现金流量	0.25	1.43	1.04	1.47	1.87
净资产收益率	24.81%	25.84%	8.94%	11.72%	13.07%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	50.00	50.00	67.00	67.00	67.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 万福生科是稻谷加工行业内产业链最长、综合利用效率最高的循环经济体公司,公司将稻谷物尽其用,“榨干吃净”,加工产品线包括食用米、大米淀粉糖、大米蛋白粉和米糠油等。
- 公司目前最大的亮点在于公司毛利率水平显著高于稻谷加工业同行水平,主要原因在于:1)产业链长,综合利用效率高,充分利用稻谷加工副产品的附加值;2)依托湖南区位优势以及公司粮库的储备粮代储优势,稻谷和碎米原材料具有相对成本优势;3)当前主要客户为中小食品加工企业,具有相对议价能力。
- 短期来看,大米淀粉糖行业仍具有相当大的成长空间,且湖南当地市场具备足够的市场容量来承担公司当前以及IPO项目的产能释放,因此未来2-3年随着IPO项目产能释放,公司成长性较为确定。
- 但长期来看,公司需要弥补营销渠道和品牌建设的短板,以确保公司从农产品加工企业向消费型企业的顺利转型。
 - 目前公司下游主要以中小客户为主,议价能力具有相对优势,但随着公司异地扩张,产能快速增加,势必要开拓大型客户,但大型客户的议价能力很强,因此如果公司营销渠道不能有效打开,产品毛利率有下降风险。
 - 公司未来将推出附加值较高的自有品牌食用蛋白粉、精炼米糠油和医用葡萄糖注射液,在农产品加工企业向消费型企业转型的过程中,营销渠道建设是关键一环,否则未来公司势必落入农产品加工行业低毛利率的窠臼之中,成长性难以维系。

- 预计 2011-2013 年万福生科实现营业收入 5.33 亿元、6.70 亿元和 8.50 亿元，同比增长 22.8%、25.8%和 27.0%；实现归属于母公司净利润 6039 万元、8973 万元和 1.15 亿元，同比增长 8.7%、48.6%和 28.3%，对应 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.90 元、1.34 元和 1.72 元。
- 目前淀粉糖类上市公司 2011-2013 年平均估值水平为 39.4XPE、27.9XPE 和 20.6XPE，考虑到目前一级市场询价的总体估值水平区间，给予公司 2011 年 28-33XPE 的估值水平，据此得出的询价区间为 25.2 元-29.7 元。近期中小板和创业板公司上市首日平均涨跌幅为 40%左右，假设发行价是 25.2 元-29.7 元，那么万福生科上市首日的定价为 35.28 元-41.50 元。
- **风险提示：**稻谷价格中长期上涨带来的毛利率下降、2012 年之后公司所得税率减半征收优惠可能面临取消、可能制约农产品初加工向消费品企业转型之关键的营销队伍构建目前仍为公司短板是可能的三大风险。

内容目录

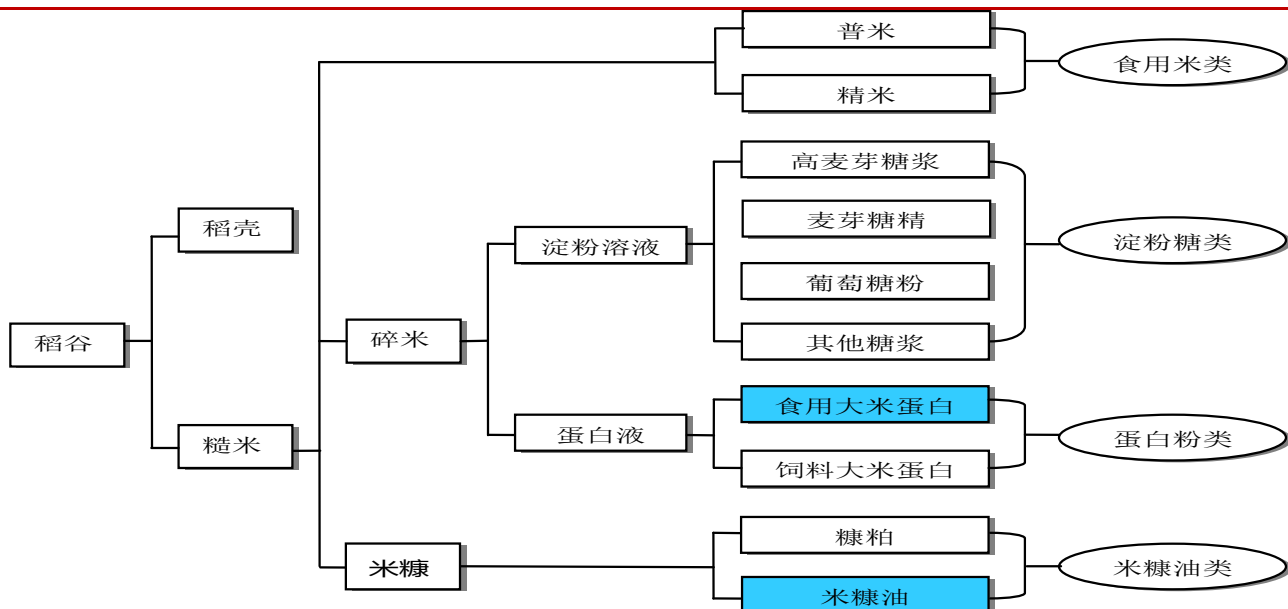
综合利用效率最高的稻米加工企业	4 -
“产业链长，利润率高”是公司经营模式的最大亮点	5 -
公司综合毛利率水平在稻米加工行业内首屈一指	5 -
大米淀粉糖毛利率高于玉米淀粉糖，稳定性强于蔗糖	5 -
依托湖南区位优势，稻米成本基本可控	6 -
营销渠道和品牌建设是公司亟需弥补的经营短板	6 -
主营业务分析：公司细分产品仍有较大成长空间	7 -
大米淀粉糖短期内看不到天花板，有 7 倍极限增长空间	7 -
公司或将成为国内食用大米蛋白粉的领军企业	9 -
精炼米糠油处于供不应求的状态	11 -
IPO 募投项目分析：2012 年下半年进入产能释放期	12 -
盈利预测与投资建议	13 -
盈利假设前提	13 -
盈利预测结果	13 -
询价区间：25.2 元-29.7 元	13 -
风险提示	13 -
图表 1：万福生科业务模式图	4 -
图表 2：2008-2010 年营收年均增长 37.7%	4 -
图表 3：2008-2010 年毛利年均增长 35.3%	4 -
图表 4：稻米行业主要公司的产业链分布情况	5 -
图表 5：相关上市公司大米加工业务毛利率	6 -
图表 6：相关上市公司淀粉糖和蔗糖毛利率	6 -
图表 7：湖南省是国内最大水稻产区	6 -
图表 8：国内稻谷和玉米期货价格走势	6 -
图表 9：2006-2010 年国内淀粉糖增速为 14.4%	8 -

图表 10: 2006-2010 年大米淀粉糖增速为 18.9%.....	- 8 -
图表 11: 中国淀粉糖消费结构	- 8 -
图表 12: 南宁现货糖价达到 7500 元/吨	- 8 -
图表 13: 2002-2010 年湖南食品工业年均增长 38%.....	- 8 -
图表 14: 中国食品工业产值年均增长 20%以上.....	- 8 -
图表 15: 公司大米淀粉糖业务预测.....	- 9 -
图表 16: 全球大豆蛋白产量	- 10 -
图表 17: 国内大豆蛋白产能投产情况	- 10 -
图表 18: 中国大米蛋白粉产量.....	- 10 -
图表 19: 中国食用大米蛋白粉产量.....	- 10 -
图表 20: 公司蛋白粉业务预测.....	- 11 -
图表 21: 全球精炼米糠油供需情况.....	- 11 -
图表 22: 中国精炼米糠油供需状况.....	- 11 -
图表 23: 公司米糠油业务预测.....	- 12 -
图表 24: IPO 募投项目分析	- 12 -
图表 25: IPO 募投项目新增产能释放时间表	- 12 -
图表 26: 万福生科三项期间费用假设	- 13 -
图表 27: 淀粉糖类上市公司相对估值表	- 13 -
图表 28: 近期新股上市首日表现	- 13 -
图表 29: 万福生科销售收入预测表.....	- 14 -
图表 30: 万福生科三张报表	- 15 -

综合利用效率最高的稻米加工企业

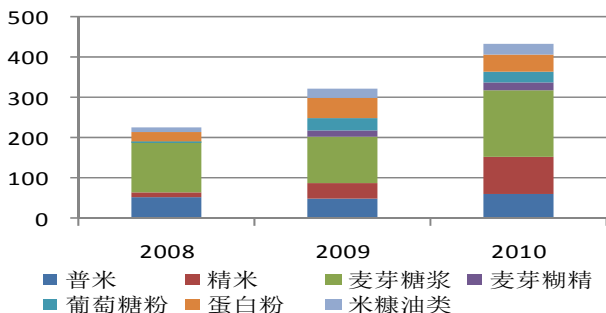
- 万福生科的主营业务是利用稻谷和碎米作为原材料，对稻米资源进行综合开发，生产食用米、大米淀粉糖、大米蛋白粉、米糠油等系列产品，公司是目前稻米加工行业中对稻谷副产品综合利用效率最高、产业链最长的稻米加工企业。
- 公司地处国内水稻种植大省一湖南，依托原材料收购优势和公司多年积累的稻米综合加工技术，近年公司主营业务开始实现稳步快速增长，2010 年公司主营业务收入达到 4.3 亿元，2008-2010 年年均复合增长 37.7%，净利润 5555.4 万，年均增长 47.1%。
- 公司依靠延长产业链，将稻谷物尽其用，通过提升综合利用效率取得高于行业平均的毛利率和净利润率水平。此次公司 IPO 募投项目除扩张食用米和淀粉糖产能外，将产业链进一步深化，进入附加值更高的食用大米蛋白和精炼米糠油领域，为公司盈利能力提升提供坚实基础。

图表 1：万福生科业务模式图



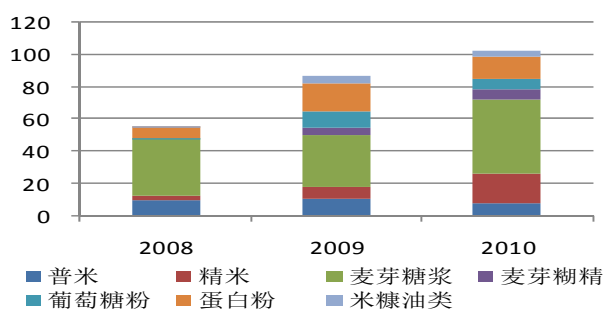
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：2008-2010 年营收年均增长 37.7%



来源：公司招股说明书、齐鲁证券研究所

图表 3：2008-2010 年毛利年均增长 35.3%



来源：公司招股说明书、齐鲁证券研究所

“产业链长，利润率高”是公司经营模式的最大亮点

公司综合毛利率水平在稻米加工行业内首屈一指

- 一般 100kg 稻谷进行加工，大约能产生 65-70kg 大米主产品，剩余 30-35kg 稻壳、碎米、米糠等为副产品（平均而言稻壳 15-20kg、碎米 8kg、米糠 5-8kg）。其中，米糠油的出油率大约为 18%。
- 按此测算，我国每年稻谷加工过程中产生约 1000 多万吨米糠、1700 多万吨碎米和 3000 多万吨稻壳等副产品，但这些副产品基本没有进行更深入转化和利用。按照发达国家经验来看，大米经深加工后，可使稻米资源增值 5-10 倍。
- 国内稻米加工行业主要以稻米初加工为主，即使大型加工企业对深加工领域涉入也不深。从目前来看，万福生科是国内稻米加工行业中产业链最长、副产品综合利用效率最高的公司。
- 公司从产业链延伸上面获取了高于初级加工行业平均的利润率水平。公司食用米加工业务毛利率水平 11% 左右，公司综合毛利率水平 22% 左右，显著高于稻米初加工行业 5% 左右的毛利率水平。

图表 4：稻米行业主要公司的产业链分布情况

公司	大米	淀粉及淀粉糖 饲料	大米蛋白粉		米糠油	米食品米 营养品	稻壳供应 能源	沼气发电
			饲料级	食用级				
五峰米业	✓				✓		✓	
辽宁中稻	✓	✓	✓		✓		✓	
北大荒	✓				✓	✓		
中储粮（三河）米业	✓				✓			
益海（佳木斯）粮油	✓				✓		✓	
安徽稼仙米业	✓					✓		
湖北福娃	✓					✓		
金健米业	✓					✓		
上海融轩行商贸		✓		✓		✓		
广州双桥		✓						
武汉佳宝		✓	✓					
中粮融氏生物		✓						
江西金佳谷物	✓	✓	✓		✓		✓	
万福生科	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓

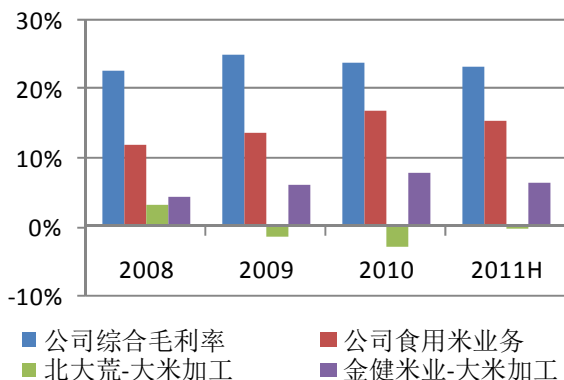
来源：公司招股说明书、齐鲁证券研究所（注：黄色底纹表示未来将要进入领域）

大米淀粉糖毛利率高于玉米淀粉糖，稳定性强于蔗糖

- 大米淀粉糖毛利率高于玉米淀粉糖，稳定性强于蔗糖的主要原因是原材料优势。
 - 大米淀粉糖的原材料是碎米，稻米初加工的副产品，不挤占粮食加工原料的份额，而玉米淀粉糖的原材料是玉米，需要与饲料用、食用、化工用途等抢占原材料份额，导致成本上涨，毛利率下滑。
 - 与蔗糖相比，大米淀粉糖的最终原材料是稻谷，中国是稻谷生产大国，年产 2 亿吨左右，即使遇到减产也不会对原材料供给造成很大影响，而蔗糖的原材料是甘蔗，生长极易受气候影响，造成原材料

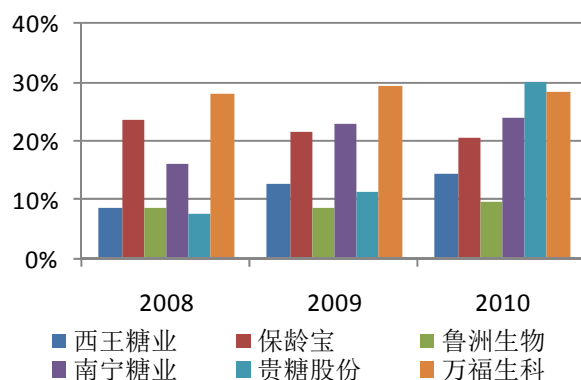
供给不稳定，导致蔗糖相关生产企业盈利能力波动。

图表 5：相关上市公司大米加工业务毛利率



来源：wind、公司招股说明书、齐鲁证券研究所

图表 6：相关上市公司淀粉糖和蔗糖毛利率



来源：公司招股说明书、齐鲁证券研究所

依托湖南区位优势，稻米成本基本可控

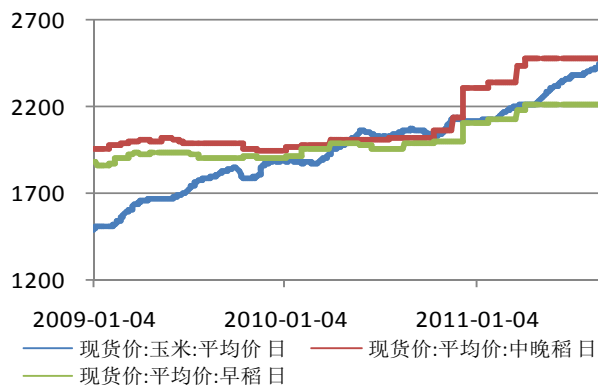
- 公司主营业务所需原材料是稻谷和碎米，目前加工产能情况下，每年约需要稻谷 18 万吨，碎米 8 万吨，IPO 募投项目投产后增加稻谷原材料需求量 20 万吨。
- 公司地处国内最大水稻主产区—湖南省，全省水稻产量约 2600 万吨，稻米初加工副产品碎米年产量约 200 万吨，远远大于公司原材料需求量。目前公司依托“公司—经纪人—农民”、“公司—经纪人—水稻初加工企业”和国家粮食代储等渠道获得原材料，原材料收购价格随行就市，但由于地处水稻生产腹地，物流成本较低，因此原材料成本具有相对优势。
- 相对玉米来讲，水稻价格波动较小，这几年呈现稳步上涨态势，因此水稻加工行业对原材料价格走势的判断相对容易，有利于提前与下游客户进行价格谈判，保持较为稳定的产品毛利率水平。

图表 7：湖南省是国内最大水稻产区



来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 8：国内稻谷和玉米期货价格走势



来源：wind、齐鲁证券研究所

营销渠道和品牌建设是公司亟需弥补的经营短板

- 我们认为从本质上讲，公司在上市前的经营阶段属于农产品加工行业，随着公司募投项目对产业链的深化，进入食用蛋白粉和精炼米糠油领域，

进行自有品牌销售，公司将逐步由农产品加工公司转型为消费类公司，因此营销渠道的建设成为未来公司经营中战略决策的重中之重。

- 我们之所以认为营销渠道和品牌建设是公司亟需弥补的经营短板，主要原因有：
 - 当前公司精米、大米麦芽糖、饲用蛋白粉和米糠油均为初级产品，销售渠道主要是粮油经销商、食品生产企业、饲料生产企业和品牌油脂企业。目前公司主打产品麦芽糖得以保持高于市场平均的毛利率水平是因为公司目前产能不足且下游客户均为当地中小食品生产企业，公司具有较高溢价能力。但是随着公司产能快速扩张，势必未来要开拓大型客户，从玉米淀粉糖的经验来看，下游大型客户的议价能力很强，因此如果公司营销渠道不能有效打开，依然过分依赖中小客户，随着产能扩张，产品毛利率有下降风险。
 - 其次，公司未来将推出附加值较高的自有品牌食用蛋白粉、精炼米糠油和医用葡萄糖注射液，在农产品加工企业向消费型企业转型的过程中，营销渠道建设是关键一环，否则未来公司势必落入农产品加工行业低毛利率的窠臼之中，成长性难以维系。

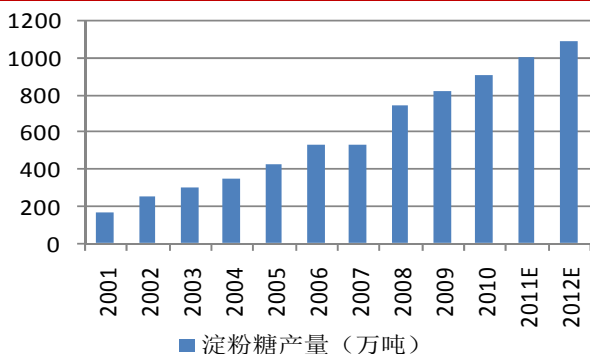
主营业务分析：公司细分产品仍有较大成长空间

大米淀粉糖短期内看不到天花板，有 7 倍极限增长空间

- 中国淀粉糖的主要原材料是玉米、薯类和大米。2010 年国内淀粉糖产量 900 万吨，其中大米淀粉糖产量 128 万吨。
- 国内淀粉糖的消费结构主要以下游食品工业为主，大约占到 77%。简单按照葡萄糖浆 F42（71%）测算，即淀粉糖可替代的蔗糖量=淀粉糖的食品工业需求*（干物质含量*完全替代系数）=900*77%*（71%*95%）=467 万吨，由于淀粉糖在食品工业中的作用并非全部当做甜味剂来使用，大致测算淀粉糖对蔗糖的替代量约为 300 万吨。
- 未来淀粉糖仍有很大的市场空间，主要原因有三：
 - 下游食品工业产值近 10 年来保持 20%的增速水平，未来对糖的需求量依然巨大。
 - 目前国内蔗糖和甜菜糖仅能维持 1000 吨左右的产量水平，远远不能满足下游食品工业的需求量。
 - 目前糖价处于 7500 元/吨的高位水平，按照替代系数计算，淀粉糖理论替代价格=7500*0.71*0.95=5059 元，国内淀粉糖价格大约在 3500 元/吨左右，淀粉糖对蔗糖的替代效应明显。
- 从淀粉糖的内部结构来看，未来玉米淀粉糖的增长将逐步放缓，由于玉米同时具备饲料、食用和工业用途，为了保障饲料和食用需求，2007 年发改委出台《促进玉米深加工健康发展的指导意见》，要求未来工业用玉米占比不得高于玉米产量的 26%。2006-2010 年国内淀粉糖产量年均增速为 14.4%，其中大米淀粉糖产量年均增长 18.9%，玉米淀粉糖产量增速已经明显放缓，未来淀粉糖增长的潜力挖掘将落在大米淀粉糖上面。
- 按照国内 2 亿吨水稻产量，1700 万吨碎米，60%的转化率计算未来国内大米淀粉糖的潜在产能为 1020 万吨，较 2010 年 128 万吨产量仍有

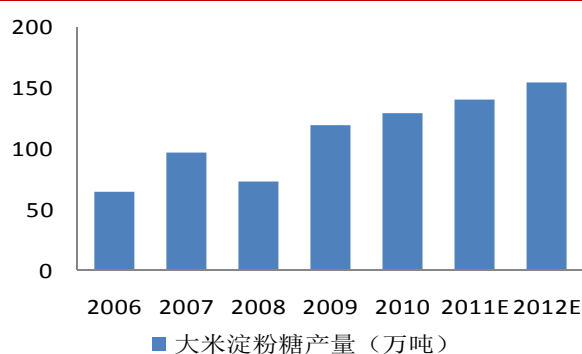
近 696% 的增长空间。

图表 9：2006-2010 年国内淀粉糖增速为 14.4%



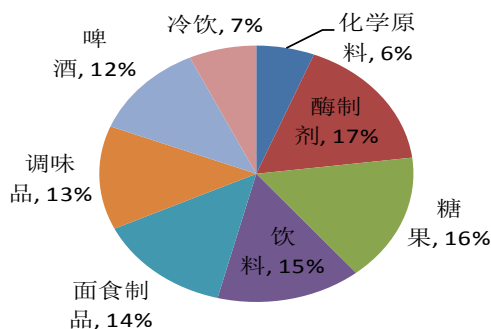
来源：wind、齐鲁证券研究所

图表 10：2006-2010 年大米淀粉糖增速为 18.9%



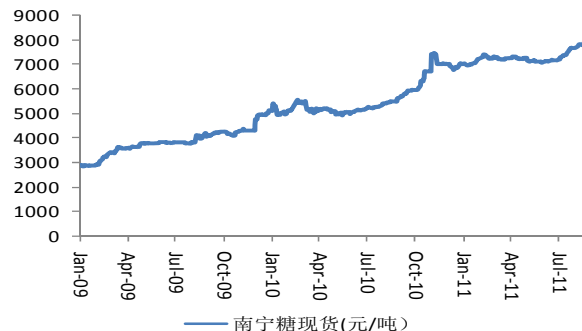
来源：齐鲁证券研究所

图表 11：中国淀粉糖消费结构



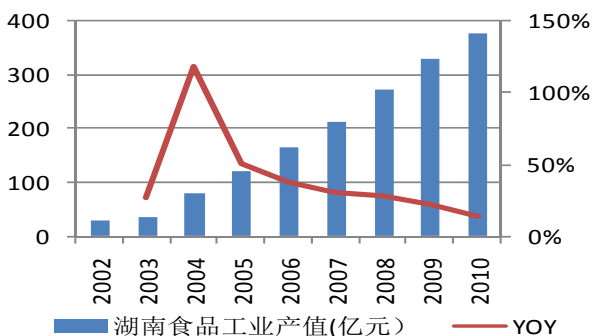
来源：齐鲁证券研究所

图表 12：南宁现货糖价达到 7500 元/吨



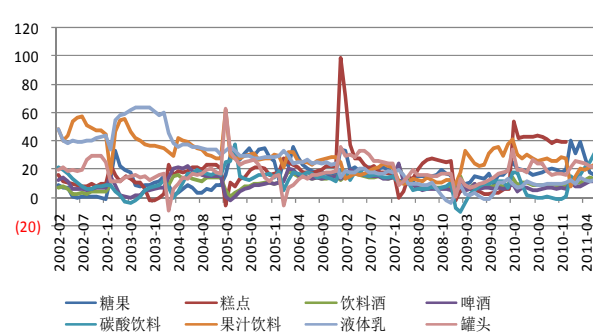
来源：wind、齐鲁证券研究所

图表 13：2002-2010 年湖南食品工业年均增长 38%



来源：国研网、齐鲁证券研究所

图表 14：中国食品工业产值年均增长 20% 以上



来源：wind、齐鲁证券研究所

- 2010 年湖南食品工业产值达到 373 亿元，2002-2010 年年均复合增长 38%，湖南省内对糖的需求量巨大，市场容量足以满足公司未来大米淀粉糖产能释放。
- 湖南省内水稻产量约 2600 万吨，稻米初加工副产品碎米年产量约 200

万吨，大米淀粉糖潜在产能 120 万吨，公司募投项目完成后产能约 21 万吨，占有率大约 17.5%。我们认为湖南市场的容量已经能够满足公司米淀粉糖业务未来 3-4 年的快速增长。

图表 15：公司大米淀粉糖业务预测

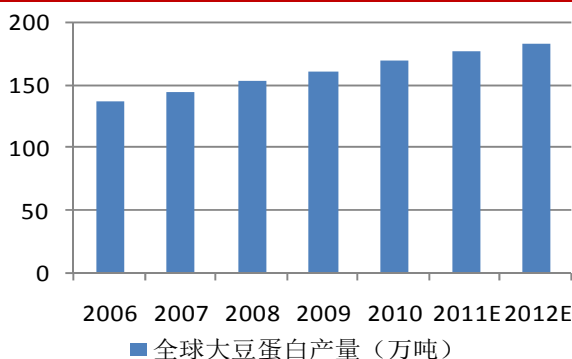
麦芽糖浆	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	60000	60000	60000	100000	145396	160528
销售数量（吨）	49510	42933	61300	66547	75969.41	95000
平均单价（元/吨）	2594.47	2658.36	2667.34	2980	3129	3285
销售收入（百万元）	128.45	114.13	163.52	198.31	237.71	312.08
单位成本（元/吨）	1872	1899	1918	2156	2253	2365
销售成本（百万元）	92.67	81.52	117.58	143.46	171.15	224.69
毛利润（百万元）	35.79	32.61	45.94	54.85	66.56	87.38
毛利率	27.86%	28.57%	28.09%	27.66%	28%	28%
麦芽糊精	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	0	8000	8000	8000	8000	8000
产能利用率	0	53.73%	77.80%	79.35%	80.94%	82.55%
平均单价（元/吨）	0	3358.13	3583.56	3830	4094	4368
销售收入（百万元）	0	14.39	20.78	23.95	25.98	28.27
单位成本（元/吨）	0	2315	2506	2676	2861	3052
销售成本（百万元）	0	9.92	14.53	16.73	18.15	19.75
毛利润（百万元）	0	4.47	6.25	7.21	7.82	8.51
毛利率	0	31.05%	30.07%	30.12%	30.12%	30.12%
葡萄糖粉	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	3600	12000	12000	12000	35400	43200
销售数量（吨）	51	8913	7046	8149.6704	15133.5	19950
平均单价（元/吨）	3339.68	3345.18	3392.26	3750	3800	3990
销售收入（百万元）	0.17	29.82	23.90	30.56	57.51	79.60
单位成本（元/吨）	2240	2284	2484	2723	2774	2913
销售成本（百万元）	0.11	20.36	17.50	22.19	41.98	58.11
毛利润（百万元）	0.05	9.46	6.40	8.37	15.53	21.49
毛利率	32.93%	31.71%	26.77%	27.40%	27%	27%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

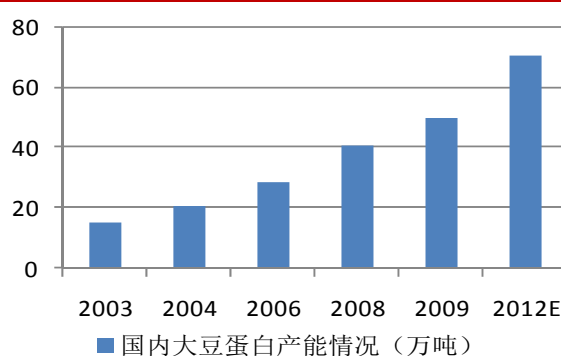
公司或将成为国内食用大米蛋白粉的领军企业

- 目前植物蛋白粉主要包括大豆蛋白粉和大米蛋白粉，由于大豆中蛋白质含量价高，约在 30%-40%之间，较易提取，因此其占据全球植物蛋白主要份额，2010 年全球大豆蛋白产量 168.3 万吨，年均增长 5%左右，国内 2003 年后大豆蛋白加工业出现较快增长。
- 大豆蛋白粉具有一定缺陷，其含有的嘌呤可能导致体内尿酸增高，促成痛风，且大豆蛋白质中蛋氨酸含量相对较少。相对而言，大米蛋白粉赖氨酸含量在谷物蛋白中最高，氨基酸构成比例合理，且大米蛋白具有低过敏特征，非常适宜作为儿童、老人和病人，大米蛋白在各种蛋白中能量值最低，可以作为成人食品和保健品。
- 不过由于大米中蛋白质含量仅有 14%，加工提纯较大豆繁琐，且稻谷主要在不发达国家生产，深加工的占比较发达国家的大豆有明显区别，因此目前全球范围内大米蛋白粉产量较低。
- 中国是大米蛋白粉的主要生产国，但由于加工工艺受限，主要用于饲料添加剂，2010 年中国大米蛋白粉产量 22 万吨。其中食用大米蛋白粉产量仅 6890 吨，主要用于下游医药、食品、化妆品的添加剂，并无食用大米蛋白粉的独立产品。

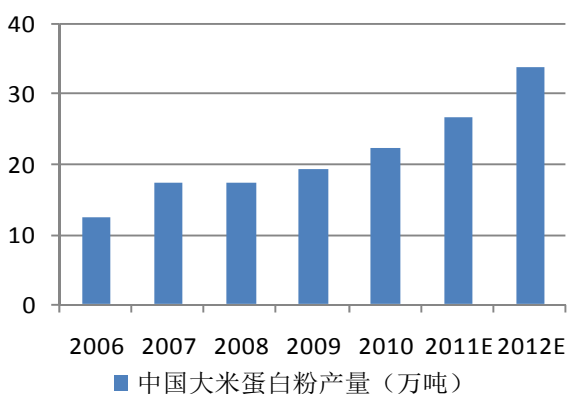
- 公司 2010 年饲用大米蛋白粉单价仅 4200 元/吨，但是安利纽崔莱的品牌大豆蛋白粉折合 55 万元/吨，因此未来食用大米蛋白粉的品牌附加值提升空间非常大。
- 公司此次 IPO 募投项目中包含 5000 吨食用大米蛋白粉生产线，公司未来将以自有品牌推向市场，如果营销渠道和品牌构建合理，公司极有希望成为国内食用大米蛋白粉的领军企业。
- 不过如前文所述，短期内我们担忧公司营销渠道构建的能力，因此 2012 年和 2013 年的模型假设中并未对此项业务进行乐观预期，仅仅预计毛利率为 35%，较 2010 年的 33% 提升 2 个百分点，未来这项业务存在超预期可能性。

图表 16：全球大豆蛋白产量


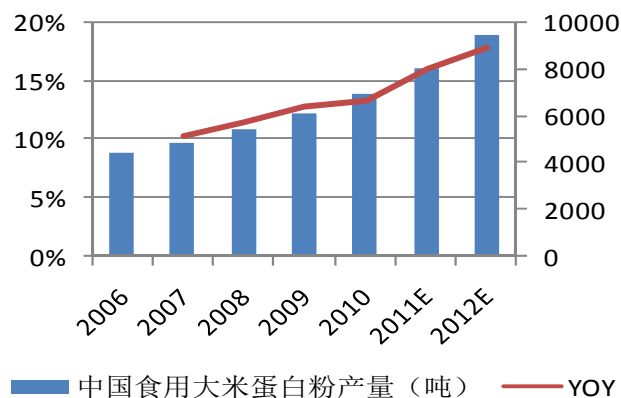
来源：汉鼎咨询、齐鲁证券研究所

图表 17：国内大豆蛋白产能投产情况


来源：汉鼎咨询、齐鲁证券研究所

图表 18：中国大米蛋白粉产量


来源：汉鼎咨询、齐鲁证券研究所

图表 19：中国食用大米蛋白粉产量


来源：汉鼎咨询、齐鲁证券研究所

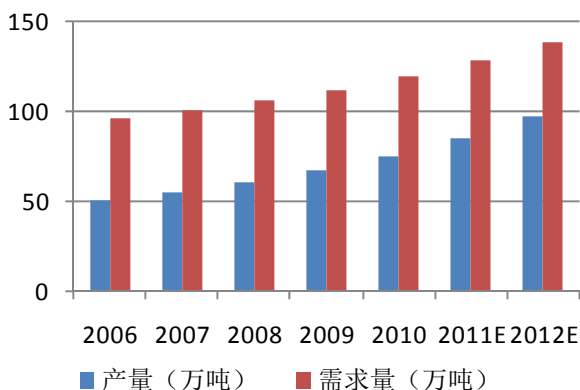
图表 20：公司蛋白粉业务预测

蛋白粉类	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	10000	10000	10000	10000	16724	18800
销售数量（吨）	5111	9519	10378	10374	12710.24	15181
平均单价（元/吨）	3988.18	5142.29	4191.56	4170	4200	4378
销售收入（百万元）	20.38	48.95	43.50	43.26	53.38	66.46
单位成本（元/吨）	2544	3323	2808	2762	2730	2846
销售成本（百万元）	13.00	31.63	29.15	28.65	34.70	43.20
毛利润（百万元）	7.38	17.32	14.35	14.61	18.68	23.26
毛利率	36.20%	35.38%	33.00%	33.77%	35%	35%

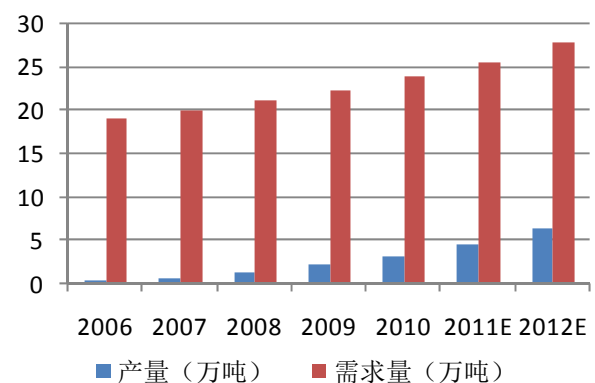
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

精炼米糠油处于供不应求的状态

- 从营养含量来讲，米糠油的酸值较高，油酸和亚油酸比例约为 1:1，脂肪酸组成也较为均衡，米糠油的不饱和脂肪酸含量高达 80%以上，米糠油的营养价值超过花生油、大豆油等其他食用油。
- 米糠油从米糠中提炼而来，100 吨稻谷可产 8 吨米糠，含油量 15%-18%，理论毛油产量 1.2 吨左右，精炼油产量更低，按国内 2 亿吨稻谷产量计算，理论米糠油毛油产量仅为 240 万吨，精炼油不足 120 万吨。
- 2010 年全球市场精炼米糠油产量仅有 74 万吨，其中中国产量 3.3 万吨，全球范围内米糠油都处于供不应求的状况。
- 公司目前主要以产米糠油毛油为主，销售单价大约 5800 元/吨，而市场精炼米糠油售价可达 12000-15000 元/吨，未来公司 3000 吨精炼油项目投产后，将有效提升公司米糠油的盈利能力。
- 不过我们同样基于营销方面的考量，对未来盈利假设做了较为保守的假设。

图表 21：全球精炼米糠油供需情况


来源：FAO、齐鲁证券研究所

图表 22：中国精炼米糠油供需状况


来源：汉鼎咨询、齐鲁证券研究所

图表 23：公司米糠油业务预测

糠油	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	800	2000	2000	2000	3727	4328
销售数量（吨）	84	1679	1521	1900	3540.65	4111.6
平均单价（元/吨）	3433.64	5203.34	6418.24	7381	8488	9337
销售收入（百万元）	0.29	9.38	9.76	14.02	30.05	38.39
单位成本（元/吨）	2595	4006	5134	5831	6706	7376
销售成本（百万元）	0.22	6.73	7.81	11.08	23.74	30.33
毛利润（百万元）	0.07	2.66	1.95	2.95	6.31	8.06
毛利率	24.42%	23.01%	20.01%	21%	21%	21%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

IPO 募投项目分析：2012 年下半年进入产能释放期

- 公司本次拟公开发行不超过 1700 万股，募集资金 3.79 亿元。
- 根据招股说明书 IPO 募投项目投产情况，预计 2012 年下半年后，公司将进入新增产能释放期。

图表 24：IPO 募投项目分析

项目名称	投资总额	预计募投资金使用	财务内部收益率	投资回收期	建设期	固定资产投资	铺底流动资金	达产后年均销售收	达产后年均净利润
循环经济型稻米精深加工生产线技改项目	24,058	24,058	30.8%	4.7	1	18,356	5,702	59,275	9,827
年产 5000 吨食用级大米蛋白粉产业化项目	9,653	9,653	31.4%	4.9	1	7,821	1,832	15,697	4,202
年产 3000 吨精纯米糠油技改项目	2,593	2,593	39.3%	3.8	1	2,404	189	6,308	1,107
稻米生物技术研发中心建设项目	1,621	1,621				894			
其他与主营业务相关的营运资金项目									
募投项目合计	37,925	37,925				29,475	7,723	81,280	15,136

来源：招股说明书、齐鲁证券研究所

图表 25：IPO 募投项目新增产能释放时间表

循环经济型稻米精深加工生产线技改项目	产品	2012		2013		2014	
		预计产量（吨）	达产比例	预计产量（吨）	达产比例	预计产量（吨）	达产比例
1	普米	30,720	60%	40,960	80%	51,200	100%
2	精米	15,120	60%	20,160	80%	25,200	100%
3	高麦芽糖	45,396	60%	60,528	80%	75,660	100%
4	葡萄糖粉	23,400	60%	31,200	80%	39,000	100%
5	蛋白浆					9100	
6	米糠					14,080	
年产 5000 吨食用级大米蛋白粉产业化项目	产品	2012		2013		2014	
		预计产量（吨）	达产比例	预计产量（吨）	达产比例	预计产量（吨）	达产比例
1	食用大米蛋白粉	2,758	50%	4,136	75%	5,500	100%
2	速溶大米蛋白粉	-	0	-	0%	208	100%
3	饲料大米蛋白粉	3,966	68%	4,664	80%	5,828	100%
年产 3000 吨精纯米糠油技改项目	产品	2012		2013		2014	
		预计产量（吨）	达产比例	预计产量（吨）	达产比例	预计产量（吨）	达产比例
1	一级精纯米糠油	241	30%	425	52%	812	100%
2	二级精纯米糠油	482		566		433	100%
3	三级精纯米糠油	1,004		708		271	100%
4	30%调和米糠油	-		629		1,444	100%
5	糠粕	16070	74%	18867	87%	21664	100%

来源：招股说明书、齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 具体业务假设参照后文的“销售收入预测表”，期间费用假设见下表：

图表 26：万福生科三项期间费用假设

会计年度截止日：12/31	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售费用	2.74	10.26	12.17	14.91	17.41	21.25
占营业收入比重	1.20%	3.13%	2.81%	2.80%	2.60%	2.50%
管理费用	4.92	18.60	23.68	29.29	36.16	42.51
占营业收入比重	2.15%	5.68%	5.46%	5.50%	5.40%	5.00%
财务费用	11.53	10.49	11.98	10.22	3.20	6.17
占营业收入比重	5.05%	3.20%	2.76%	1.92%	0.48%	0.73%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

盈利预测结果

- 预计 2011-2013 年万福生科实现营业收入 5.33 亿元、6.70 亿元和 8.50 亿元，同比增长 22.8%、25.8%和 27.0%；实现归属于母公司净利润 6039 万元、8973 万元和 1.15 亿元，同比增长 8.7%、48.6%和 28.3%，对应 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.90 元、1.34 元和 1.72 元。

询价区间：25.2 元-29.7 元

图表 27：淀粉糖类上市公司相对估值表

	股价	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2010PE	2011PE	2012PE	2013PE
保龄宝	18.90	0.41	0.68	0.96	1.23	46.10	27.79	19.69	15.37
龙力生物	28.38	0.49	0.60	0.81	1.13	57.92	47.30	35.04	25.12
量子高科	12.50	0.25	0.29	0.43	0.58	50.00	43.10	29.07	21.55
平均							39.40	27.93	20.68

来源：wind、齐鲁证券研究所

图表 28：近期新股上市首日表现

股票	上市日期	发行价	上市首日			
			收盘价	涨跌幅 %	换手率 %	开盘涨跌幅 %
新莱应材(300260)	2011/9/6	27	38.71	43.37	87.77	48.15
雅本化学(300261)	2011/9/6	22	26.85	22.05	80.5	27.27
新天科技(300259)	2011/8/31	21.9	30.8	40.64	86.72	36.99
东方精工(002611)	2011/8/30	15.5	21.62	39.48	79.98	49.68
朗姿股份(002612)	2011/8/30	35	47.1	34.57	89.91	22.86
北玻股份(002613)	2011/8/30	13.5	18.39	36.22	79.84	42.96
精锻科技(300258)	2011/8/26	25	37.64	50.56	89.13	43.6
任源制药(300254)	2011/8/19	13	16.82	29.38	77.59	38.46

来源：wind、齐鲁证券研究所

- 目前淀粉糖类上市公司 2011-2013 年平均估值水平为 39.4XPE、27.9XPE 和 20.6XPE，考虑到目前一级市场询价的总体估值水平区间，给予公司 2011 年 28-33XPE 的估值水平，据此得出的询价区间为 25.2 元-29.7 元。
- 近期中小板和创业板公司上市首日平均涨跌幅为 40%左右，假设发行价

是 25.2 元-29.7 元,那么万福生科上市首日的定价为 35.28 元-41.50 元。

风险提示

- **毛利率下降风险。**公司是典型的农产品加工企业，未来稻谷价格中长期价格上涨趋势已成定局，公司成本与毛利率下降风险可能增大。
- **所得税率提升风险。**公司因高新技术企业而享受的所得税减半征收优惠政策于 2012 年到期，此后可能面临所得税率上调之风险。
- **营销短板之风险。**由农产品初加工到消费品企业转型是否能成功关键在于营销队伍的构建，目前公司营销方面的短板可能制约此方面之进展。

图表 29：万福生科销售收入预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
麦芽糖浆						
平均售价（元/吨）	2,594.47	2,658.26	2,667.34	2,980.00	3,129.00	3,285.00
增长率（YOY）	—	2.46%	0.34%	10.59%	5.00%	4.99%
销售数量（吨）	49,510.00	42,933.00	61,300.00	66,547.00	75,969.41	95,000.00
增长率（YOY）	—	-13.28%	42.78%	8.56%	14.16%	25.05%
销售收入（百万元）	128.45	113.51	163.83	198.54	237.71	312.06
增长率（YOY）	—	-11.15%	43.26%	21.28%	19.97%	31.28%
毛利率	27.86%	28.57%	28.09%	27.66%	28.00%	28.00%
销售成本	92.67	81.52	117.58	143.46	171.15	224.69
增长率（YOY）	—	-12.02%	44.23%	22.01%	19.30%	31.28%
毛利（百万元）	35.79	32.61	45.93	54.85	66.56	87.38
增长率（YOY）	—	-8.88%	40.86%	19.43%	21.34%	31.28%
占总销售额比重	56.49%	34.29%	37.90%	37.24%	35.50%	36.71%
占主营业务利润比重	69.94%	40.49%	25.08%	45.84%	43.33%	45.34%
麦芽糊精						
平均售价（元/吨）	0.00	3,358.13	3,583.55	3,830.00	4,094.00	4,368.00
增长率（YOY）	—	—	6.71%	6.89%	6.89%	6.69%
销售数量（吨）	0.00	4,284.00	5,798.00	6,252.00	6,345.50	6,471.92
增长率（YOY）	—	—	35.34%	7.83%	1.50%	1.99%
销售收入（百万元）	0.00	14.39	20.78	23.85	25.98	28.27
增长率（YOY）	—	—	44.43%	15.29%	8.49%	8.82%
毛利率	0.00%	31.05%	30.07%	30.12%	30.12%	30.12%
销售成本	0.00	9.92	14.53	16.73	18.15	19.75
增长率（YOY）	—	—	46.48%	15.16%	8.49%	8.82%
毛利（百万元）	0.00	4.47	6.25	7.21	7.82	8.51
增长率（YOY）	—	—	39.87%	15.44%	8.82%	8.82%
占总销售额比重	0.00%	4.40%	4.82%	4.50%	3.88%	3.33%
占主营业务利润比重	0.00%	5.55%	6.13%	6.03%	5.16%	4.41%
葡萄糖粉						
平均售价（元/吨）	3,339.68	3,345.18	3,392.28	3,750.00	3,800.00	3,990.00
增长率（YOY）	—	—	1.51%	10.59%	1.33%	5.00%
销售数量（吨）	51.00	9,913.00	7,046.00	8,149.57	15,133.50	19,950.00
增长率（YOY）	—	17376.47%	-20.95%	15.66%	85.69%	31.83%
销售收入（百万元）	0.17	29.82	23.90	30.56	57.51	79.60
增长率（YOY）	—	17405.25%	-19.82%	27.68%	88.47%	38.42%
毛利率	32.93%	31.71%	26.77%	27.40%	27.00%	27.00%
销售成本	0.11	20.36	17.50	22.19	41.98	58.11
增长率（YOY）	—	17723.67%	-14.04%	26.78%	89.24%	38.42%
毛利（百万元）	0.06	9.45	6.40	8.37	15.53	21.49
增长率（YOY）	—	16756.71%	-32.32%	30.87%	85.42%	38.42%
占总销售额比重	0.07%	9.12%	5.54%	5.74%	8.59%	9.36%
占主营业务利润比重	0.11%	11.74%	6.28%	7.00%	10.25%	11.13%
蛋白粉类						
平均售价（元/吨）	3,988.18	5,142.29	4,191.56	4,170.00	4,200.00	4,378.00
增长率（YOY）	—	28.94%	-18.49%	-0.51%	0.72%	4.24%
销售数量（吨）	5,111.00	9,819.00	10,378.00	10,374.00	12,710.24	15,183.00
增长率（YOY）	—	86.25%	9.02%	-0.04%	22.52%	19.44%
销售收入（百万元）	20.38	48.95	43.50	43.26	53.58	66.46
增长率（YOY）	—	140.14%	-11.13%	-0.55%	23.40%	24.50%
毛利率	36.20%	35.38%	33.00%	33.77%	35.00%	35.00%
销售成本	13.00	31.63	29.15	28.65	34.70	43.20
增长率（YOY）	—	143.23%	-7.86%	-1.70%	21.11%	24.50%
毛利（百万元）	7.38	17.32	14.35	14.61	18.88	23.26
增长率（YOY）	—	134.70%	-17.11%	1.77%	27.90%	24.50%
占总销售额比重	8.96%	14.98%	10.08%	8.12%	7.97%	7.82%
占主营业务利润比重	14.42%	21.51%	14.09%	12.21%	12.33%	12.04%
糖浆						
平均售价（元/吨）	2,491.17	2,544.93	2,527.30	3,080.00	3,388.00	3,557.40
增长率（YOY）	—	2.16%	-0.69%	21.87%	10.00%	5.00%
销售数量（吨）	21,705.00	20,016.00	24,723.00	32,885.38	38,950.00	47,860.00
增长率（YOY）	—	-7.78%	23.52%	33.00%	18.45%	21.95%
销售收入（百万元）	54.07	50.94	62.48	101.28	131.95	168.98
增长率（YOY）	—	-5.73%	22.60%	60.09%	30.30%	28.05%
毛利率	9.76%	9.14%	11.70%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本	48.79	46.28	55.17	91.15	118.77	158.08
增长率（YOY）	—	-5.14%	19.20%	65.21%	30.30%	28.05%
毛利（百万元）	5.28	4.66	7.31	10.13	13.18	16.10
增长率（YOY）	—	-11.76%	57.02%	38.54%	30.30%	28.05%
占总销售额比重	23.78%	15.59%	14.48%	19.02%	19.71%	19.88%
占主营业务利润比重	10.31%	5.78%	7.17%	8.46%	8.71%	8.75%
糖浆						
平均售价（元/吨）	3,196.77	3,053.89	3,209.41	3,800.00	3,990.00	4,190.00
增长率（YOY）	—	-4.47%	5.09%	18.40%	5.00%	5.01%
销售数量（吨）	3,033.00	12,391.00	28,482.00	26,886.18	27,550.00	30,722.40
增长率（YOY）	—	308.54%	127.44%	-4.70%	2.58%	11.52%
销售收入（百万元）	9.70	37.84	90.48	102.05	109.92	128.73
增长率（YOY）	—	290.28%	139.02%	12.83%	7.71%	17.10%
毛利率	22.35%	19.04%	19.97%	19.10%	19.10%	19.10%
销售成本	7.53	30.64	72.39	82.56	88.93	104.14
增长率（YOY）	—	306.92%	136.28%	14.06%	7.71%	17.10%
毛利（百万元）	2.17	7.20	18.06	19.49	21.00	24.59
增长率（YOY）	—	232.48%	150.70%	7.92%	7.71%	17.10%
占总销售额比重	4.26%	11.58%	20.97%	19.16%	16.42%	15.14%
占主营业务利润比重	4.23%	8.95%	17.73%	16.29%	13.86%	12.73%
糖粉						
平均售价（元/吨）	3,433.64	5,203.34	6,418.24	7,381.00	8,488.00	9,337.00
增长率（YOY）	—	51.54%	23.35%	15.00%	15.00%	10.00%
销售数量（吨）	84.00	4,679.00	1,521.00	1,990.00	3,540.00	4,141.60
增长率（YOY）	—	1698.81%	-9.41%	24.97%	85.36%	16.13%
销售收入（百万元）	0.29	8.74	9.76	14.02	30.05	38.39
增长率（YOY）	—	2929.00%	11.74%	43.66%	114.30%	27.74%
毛利率	24.42%	23.04%	20.61%	21.00%	21.00%	21.00%
销售成本	0.22	6.73	7.81	11.08	23.74	30.33
增长率（YOY）	—	2985.51%	16.10%	41.88%	114.30%	27.74%
毛利（百万元）	0.07	2.01	1.95	2.95	6.31	8.06
增长率（YOY）	—	2754.10%	-2.33%	50.76%	114.30%	27.74%
占总销售额比重	0.13%	2.67%	2.26%	2.63%	4.49%	4.52%
占主营业务利润比重	0.14%	2.50%	1.92%	2.46%	4.17%	4.17%
其他（饲料、谷壳）						
销售收入（百万元）	0.78	5.98	2.30	0.34	1.00	1.00
增长率（YOY）	—	668.70%	-61.53%	-85.22%	194.12%	0.00%
毛利率	9.68%	10.03%	7.63%	7.83%	8.00%	8.00%
销售成本	0.70	5.36	2.13	0.31	0.92	0.92
增长率（YOY）	—	664.71%	-60.50%	-85.26%	193.73%	0.00%
毛利（百万元）	0.07	0.60	0.18	0.03	0.08	0.08
增长率（YOY）	—	706.49%	-70.73%	-84.74%	198.80%	0.00%
占总销售额比重	0.34%	1.83%	0.53%	0.06%	0.15%	0.12%
占主营业务利润比重	0.15%	0.74%	0.17%	0.02%	0.05%	0.04%
销售收入小计	227.37	326.80	431.39	532.51	669.61	850.15
销售成本小计	176.20	246.20	319.49	412.84	515.09	657.01
毛利	51.17	80.53	101.89	119.67	154.52	193.14
平均毛利率	22.50%	24.64%	23.62%	22.47%	22.63%	22.72%

来源：齐鲁证券研究所

图表 30：万福生科三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	228	328	434	533	670	850
增长率	—	43.6%	32.3%	22.8%	25.7%	27.0%
营业成本	-176	-247	-330	-413	-518	-657
% 销售收入	77.2%	75.3%	76.1%	77.5%	77.4%	77.3%
毛利	52	81	104	120	152	193
% 销售收入	22.8%	24.7%	23.9%	22.5%	22.6%	22.7%
营业税金及附加	0	0	-1	-2	-2	-3
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-3	-10	-12	-15	-17	-21
% 销售收入	1.2%	3.1%	2.8%	2.8%	2.6%	2.5%
管理费用	-5	-19	-24	-29	-36	-43
% 销售收入	2.2%	5.7%	5.5%	5.5%	5.4%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	44	52	66	74	96	127
% 销售收入	19.4%	15.7%	15.3%	13.9%	14.3%	14.9%
财务费用	-12	-10	-12	-10	-3	-6
% 销售收入	5.0%	3.2%	2.8%	1.9%	0.5%	0.7%
资产减值损失	0	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	0	1	-2	1	1
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	—	1.0%	0.8%
营业利润	33	42	53	61	94	121
营业利润率	14.3%	12.8%	12.3%	11.5%	14.0%	14.3%
营业外收支	1	2	8	5	5	5
税前利润	33	44	61	66	99	126
利润率	14.5%	13.4%	14.1%	12.5%	14.7%	14.9%
所得税	-8	-4	-6	-6	-9	-11
所得税率	22.7%	10.1%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	26	40	56	60	90	115
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	40	56	60	90	115
净利率	11.2%	12.1%	12.8%	11.3%	13.4%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26	40	56	60	90	115
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	5	10	13	21	31
非经营收益	12	11	12	10	1	4
营运资金变动	-41	-43	-6	-13	-13	-25
经营活动现金流	2	13	72	70	98	126
资本开支	38	9	103	50	225	70
投资	0	0	-9	0	0	0
其他	0	0	1	-2	1	1
投资活动现金流	-38	-9	-112	-52	-224	-69
股权募资	0	49	0	401	0	0
债权募资	46	-15	66	-220	91	8
其他	-12	-11	-12	-12	-7	-10
筹资活动现金流	35	24	54	168	85	-1
现金净流量	-1	27	14	186	-41	55

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	16	43	58	243	202	258
应收账款	8	6	9	10	13	16
存货	143	196	190	194	221	235
其他流动资产	32	16	30	70	49	60
流动资产	198	261	286	518	485	569
% 总资产	63.0%	68.4%	56.5%	66.3%	50.7%	52.5%
长期投资	0	1	1	1	1	1
固定资产	105	108	189	223	422	452
% 总资产	33.4%	28.2%	37.4%	28.5%	44.2%	41.7%
无形资产	11	12	29	39	48	61
非流动资产	117	121	220	263	472	515
% 总资产	37.0%	31.6%	43.5%	33.7%	49.3%	47.5%
资产总计	315	382	506	780	957	1,085
短期借款	174	194	220	0	91	100
应付款项	45	10	11	33	32	37
其他流动负债	7	3	2	13	9	9
流动负债	226	208	233	46	133	145
长期贷款	18	15	55	55	55	55
其他长期负债	0	0	4	4	4	4
负债	244	223	291	104	191	204
普通股股东权益	71	159	215	676	766	881
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	315	382	506	780	957	1,085

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	1.283	0.791	1.111	0.901	1.339	1.718
每股净资产 (元)	3.541	3.189	4.300	10.088	11.427	13.145
每股经营现金净流 (元)	0.103	0.253	1.433	1.041	1.469	1.874
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	36.23%	24.81%	25.84%	8.94%	11.72%	13.07%
总资产收益率	8.14%	10.35%	10.98%	7.74%	9.38%	10.61%
投入资本收益率	13.85%	14.31%	14.26%	14.02%	12.44%	14.99%
增长率						
营业总收入增长率	—	43.55%	32.33%	22.81%	25.75%	26.96%
EBIT增长率	—	16.39%	28.95%	10.93%	29.89%	32.20%
净利润增长率	—	54.20%	40.42%	8.71%	48.58%	28.27%
总资产增长率	—	21.30%	32.38%	54.17%	22.61%	13.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.2	7.5	5.8	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	147.6	250.5	213.8	170.0	155.0	130.0
应付账款周转天数	1.5	2.7	3.8	3.0	3.0	3.0
固定资产周转天数	70.4	108.2	104.4	96.6	125.4	141.6
偿债能力						
净负债/股东权益	249.10%	104.01%	97.52%	-28.99%	-8.34%	-12.58%
EBIT利息保障倍数	3.8	4.9	5.6	7.2	30.0	20.5
资产负债率	77.53%	58.29%	57.52%	13.37%	19.97%	18.80%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308