

辉隆股份 (002556.SZ)

花开彼岸——外延式扩张驶入快车道

 评级: **增持**

前次:

目标价(元):

26.50-26.93 元

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740510120005

农林牧渔行业

021-20315178

021-20315176

xiegang@r.qlzq.com.cn

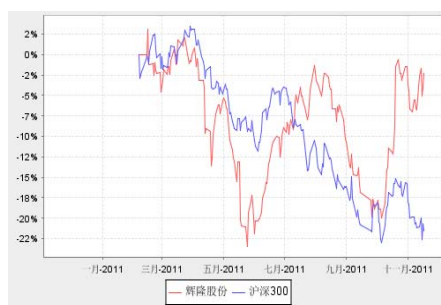
huyc@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 18 日

基本状况

总股本(百万股)	239.20
流通股本(百万股)	60.00
市价(元)	19.50
市值(百万元)	4664.00
流通市值(百万元)	1170.00

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)	4,086.3	5,551.9	8,195.7	11,485.	18,008.
营业收入增速	-4.47%	35.87%	47.62%	40.13%	56.80%
净利润增长率	103.01	16.37%	14.11%	25.98%	51.79%
摊薄每股收益(元)	1.05	1.22	0.65	0.82	1.25
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)	1.05	1.22	0.71	0.98	1.26
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	35.03	27.81	18.32
PEG	0.00	0.00	2.48	1.07	0.35
每股净资产(元)	3.50	4.52	8.05	8.62	9.57
每股现金流量(元)	3.84	-3.24	-0.06	-0.06	-0.44
净资产收益率	30.05%	27.08%	8.12%	9.55%	13.06%
市净率	0.00	0.00	2.85	2.66	2.39
总股本(百万元)	112.00	112.00	239.20	239.20	239.20

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 辉隆是 A 股首家上市农资连锁巨头，主营化肥、农药、种子等农资销售，通过进销差价赚取利润。目前辉隆拥有 79 个配送中心和 2820 家农资连锁专卖店，名列国内前茅；然而国内肥药种膜机农资高达 4000 亿元大蛋糕，公司仅占 1.4% 的份额，行业整合将成公司最大看点，预计未来成长性主要来自省外布局。
- 辉隆配送中心+加盟店的连锁经营模式成熟可复制。这一模式在制度设计上实现公司、加盟店、农户间长效共赢的商业模式。对公司来说，这一模式有助于树立品牌形象，减少渠道层级、避免赊销占款；对加盟商来说，快速物流配送体系能有效降低存货资金压力和存货价值风险，辉隆信誉担保的优质产品和服务有助于农户按期回款，保障加盟商能稳定盈利；农户避免了伪劣农资危险，得到了优质农资和服务。
- 辉隆竞争优势明显，省外扩张难有对手。农资流通市场化晚，占 80% 以上市场份额的旧有供销社系统因为制度原罪+历史包袱+管理落后而多数经营不善，新的民营资本尚未成长壮大。辉隆通过销售、财务、仓储三条线实现对连锁经营的精细化管理，辅以灵活的激励制度，在低毛利率的农资流通丛林中展现出领先行业的运营管理和盈利能力，辉隆的省外扩张除了浙农资、黑龙江倍丰等寥寥对手外，暂无实质威胁的重量级选手，因此我们预计辉隆将加速布局山东、江苏、江西、湖南、湖北、广西等省外扩张步伐。
- 农资行业市场整合空间巨大，凭借资本杠杆和管理输出，辉隆有望激发出跨越式并购潜能，实现 EPS 和 PE 的交相式增长和螺旋式上升，进而实现股权的跳跃式增值。北美农资连锁巨头 Agrium 的案例表明：通过资本运作带来的跨越式发展，二级市场股价也实现了巨大增值，从 05 年以来累计涨幅达到 308%。中国农资行业整合空间巨大，旧有供销社体系经营不善的潜在收购标的众多，我们预计辉隆最佳模式为——凭借资本杠杆，以高市销率优势去整合其他省市的低市销率供销社渠道资源，同时输出辉隆的高效管理模式，不断实现 EPS 增厚和 PE 的交叉式增长和螺旋式上升，进而实现股权的跳跃式增值。

- **辉隆内生增长潜力开发将来自于产品线的丰富和服务模式的完善和深化。**苏宁电器等家电连锁企业的案例研究表明——在销售空调向综合家电零售商转型和服务模式深化过程中，企业的销售净利率也由 1.5% 提升至 5.4%。我们认为，中国上游化肥行业长期产能过剩将加剧，销售压力将使生产企业更加依赖区域市场渠道占有率高的流通企业，届时辉隆的渠道价值优势将逐步凸显。我们认为，辉隆股份未来的战略重点必定是进一步完善和丰富其产品线结构，增加种子、农药、测土配方施肥的深度服务实现差异化竞争、提升客户黏性、扩大利基市场，最终提升辉隆内生性业务规模及利润率水平。
- **根据我们对配送中心建设进度的预测，预计 2011-14 年省内、省外销售收入复合增长率分别是 11.4% 和 73.4%。**预计 2011-14 年实现销售收入 82、115、180、241 亿元，同比增长 47.6%、40.1%、56.8%、33.8%，实现归属上市公司股东净利润 1.55、1.97、2.99、3.77 亿元，同比增长 14.1%、26.0%、51.8%、26.1%，对应 2011-14 年 EPS 为 0.65、0.82、1.25、1.58 元。
- **综合考虑 PE 和 DCF 估值结果，最终确定估值区间为 26.5-26.93 元，首次给予公司“增持”评级。**辉隆股份在省外的渠道扩张战略已然启动，未来 3 年并购重组及内生性增长将交相辉映，保障公司营收规模进入快速扩张期，考虑到行业蛋糕及潜在的整合空间巨大，我们建议机构投资者战略性介入辉隆股份。

内容目录

辉隆股份：省内布局—蛰伏—省外扩张三部曲	- 5 -
农资流通大行业小公司，优势企业加速整合，彰显渠道价值	- 6 -
肥药种膜机——四千亿农资大市场	- 6 -
前世今生造就高度分散、管理落后的农资流通市场，整合空间巨大	- 8 -
渠道力量凸显：上游产能过剩加剧，流通企业议价能力增强	- 10 -
“配送中心+加盟店”农资连锁模式成熟可复制	- 13 -
辉隆采用“配送中心+加盟店”连锁经营模式	- 13 -
商业模式成熟——实现公司、加盟店、农户的共赢机制	- 13 -
商业模式快速复制，省内布局基本完成	- 14 -
竞争对手实力弱，辉隆依托管理资金优势实现省外快速扩张	- 16 -
制度原罪+历史包袱+管理落后，省外竞争对手难有实质威胁	- 16 -
精细化管理和灵活高效的激励机制是辉隆盈利增长的坚实后盾	- 17 -
同业比较：辉隆在规模、运营效率和盈利能力处于行业领先水平	- 18 -
凭借竞争优势，辉隆加速省外网点布局	- 19 -
兼并收购等资本运作加速扩张值得期待	- 20 -
Agrium 案例研究：资本运作加速企业扩张的典范	- 20 -
辉隆内生性增长路径探索——通过丰富产品线及提供服务提升议价能力	- 22 -
苏宁案例研究：空调向综合家电零售商转型和服务模式深化提升利润率水平	- 22 -
公司利润率与化肥价格正相关，预计 2012 年毛利率小幅回落	- 23 -
盈利预测、估值和投资建议	- 25 -
前提假设和盈利预测	- 25 -
PE 估值结果：23.7-26.5 元	- 26 -
DCF 估值结果：26.93 元	- 26 -

风险提示 - 27 -

图表目录

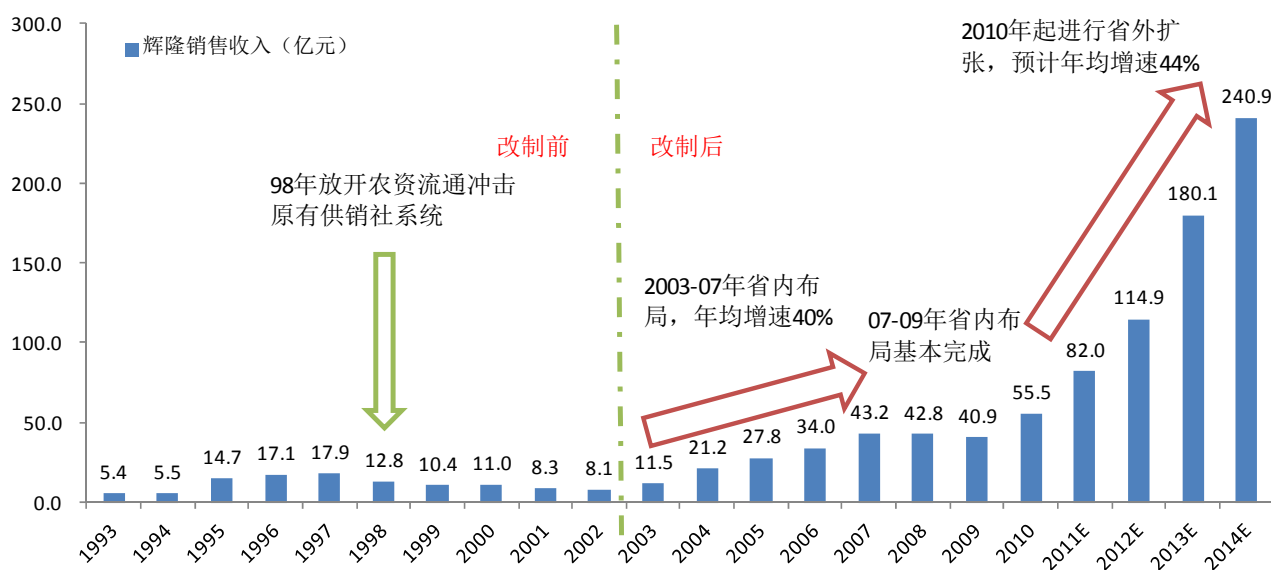
图表 1: 辉隆发展历程——未来核心增长点来自省外复制扩张.....	- 5 -
图表 2: 省内配送中心布局基本完成, 未来三年主要扫除销售盲点	- 6 -
图表 3: 2010 年省外业务开始发力, 未来三年加速进行市场布局	- 6 -
图表 4: 农资流通行业的上下游产业链	- 6 -
图表 5: 按生产口径计算目前中国化肥市场容量在 5000-6000 亿元	- 7 -
图表 6: 2010 年国内农药销售额 (亿元)	- 7 -
图表 7: 国内种业市场容量 60 亿美元.....	- 7 -
图表 8: 2010 年农膜市场容量 242 亿元	- 8 -
图表 9: 2010 年农资行业市场容量超过 4000 亿元.....	- 8 -
图表 10: 中国农资经营市场化的两个标志性文件	- 8 -
图表 11: 农资流通参与主体的优劣势分析.....	- 9 -
图表 12: 国家出台系列政策推动农资流通行业发展.....	- 9 -
图表 13: 2006-2010 年中国氮肥消费年复合增速为-0.9%.....	- 10 -
图表 14: 预计未来 10 年中国磷肥消费量复合增长速度 1.47%, 产能仍过剩 20%以上.....	- 10 -
图表 15: 1-9 月中国低关税化肥产品出口大幅增加.....	- 11 -
图表 16: 国内钾肥消费量大幅波动 (万吨)	- 11 -
图表 17: 近 2 年国内钾肥出厂价回落 50%(元/吨).....	- 11 -
图表 18: 国内钾肥对外依存度由 80%下降至目前 50%左右, 未来将进一步下降至 20%.....	- 12 -
图表 19: 2011 年三季度末氮磷钾肥生产企业数目 (家)	- 13 -
图表 20: 辉隆的配送中心+加盟店模式.....	- 14 -
图表 21: 公司、加盟店、农户的共赢机制.....	- 14 -
图表 22: 辉隆连锁加盟店图解——广告+门头+店内陈设.....	- 14 -
图表 23: 辉隆配送中心数量增长 (家)	- 15 -
图表 24: 辉隆加盟店数量增长 (家)	- 15 -
图表 25: 除西部大别山区外, 辉隆基本完成省内布局工作.....	- 15 -
图表 26: 预计 10-14 年省内收入 CAGR=11.4%.....	- 16 -
图表 27: 2006 年宁夏供销社实际运营情况	- 16 -
图表 28: 人均销售效率比较	- 17 -
图表 29: 对费用、存货、应收帐款严格管理	- 18 -
图表 30: 对配送中心的三条线考核管理	- 18 -
图表 31: 辉隆的毛利率处于行业较高水平 (%)	- 18 -
图表 32: 辉隆的 ROE 处于行业较高水平 (%)	- 18 -

图表 33: 2010 年农资流通十强网络布局、规模和发展规划比较	19 -
图表 34: 预计 10-14 年省外收入 CAGR=73.4%	19 -
图表 35: 辉隆股份并购业务盈收预测	20 -
图表 36: 2005 年以来通过 17 次资本运作, Agrium 规模快速提升	21 -
图表 37: 通过兼并, 目前 Agrium 的零售网络遍布北美、澳洲和南美	21 -
图表 38: 05-10 年 Agrium 农资零售和批发业务息税前利润分别增长 365%和 72.3%	22 -
图表 39: 2005 年以来, Agrium 股价上涨 308%, 市值达到 90 亿美元	22 -
图表 40: 苏宁电器销售毛利率由 8%提升至 18%	23 -
图表 41: 苏宁电器销售净利率由 1.5%提升至 5.4%	23 -
图表 42: 08-11 年中国化肥价格整体低迷 (元/吨)	24 -
图表 43: 中国煤炭价格震荡向上 (元/吨)	24 -
图表 44: 预计 2012 年化肥价格回落 5%-10%	24 -
图表 45: 辉隆股份综合毛利率假定	25 -
图表 46: 辉隆股份销售收入结构预测	25 -
图表 47: 辉隆股份期间费用假定 (百万元)	26 -
图表 48: PE 相对估值结果: 23.7-26.5 元	26 -
图表 49: 绝对估值结果: 28.31 元	26 -
图表 50: 辉隆股份销售详细预测表	28 -
图表 51: 辉隆股份财务报表摘要	29 -

辉隆股份：省内布局—蛰伏—省外扩张三部曲

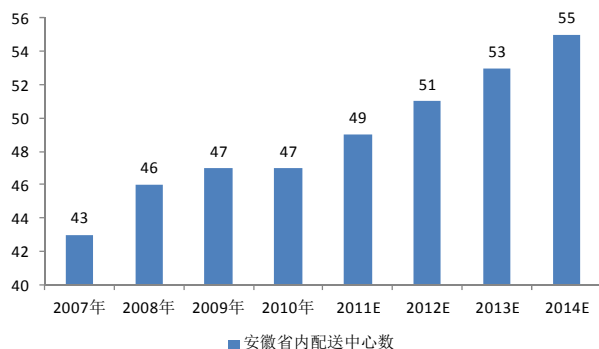
- 辉隆是 A 股首家上市农资连锁企业，主营化肥、农药、种子等农资产品，采用“配送中心-加盟店”模式，通过进销差价赚取利润。2010 年辉隆在农资流通市场占有率为 1.4%，居全国第四、安徽第一。
- 省内布局-蛰伏-省外扩张，未来辉隆的核心增长点来自省外复制扩张。
 - 在 1998 年以前，我国农资销售由四级供销社垄断经营，放开之后，供销社僵化体制导致经营连续恶化，大批省、市级供销社逐步改制，但我们看到，除了浙农资、辉隆、黑龙江倍丰等寥寥数家公司外，多数改制结果并不理想。
 - 2003 年改制后，辉隆主要完善内部管理制度并进行省内配送中心网点布局，到 2007 年基本完成，实现区域市场的相对垄断能力，收入规模这一阶段年均增长 40%。
 - 在省内布局基本完成后，2010 年起辉隆开始进行省外的布局，当年省外配送中心数由 4 个增加至 9 个，省外收入增长 73%。未来辉隆的核心增长点来自省外布局带来的规模加速扩张。

图表 1：辉隆发展历程——未来核心增长点来自省外复制扩张



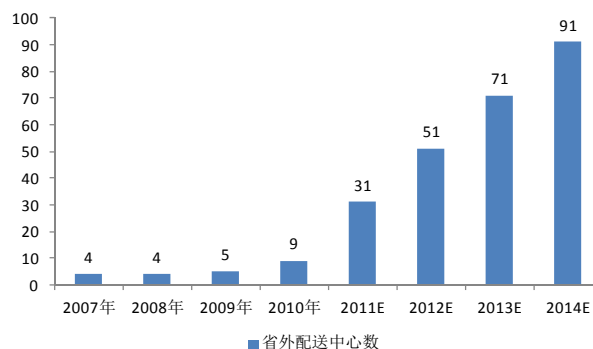
来源：1993-2006 年数据取自统计公报、辉隆集团新闻稿，2007-2010 年数据来自公司公告，2011-2014 年数据为齐鲁证券研究所预测值

图表 2：省内配送中心布局基本完成，未来三年主要扫除销售盲点



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 3：2010 年省外业务开始发力，未来三年加速进行市场布局

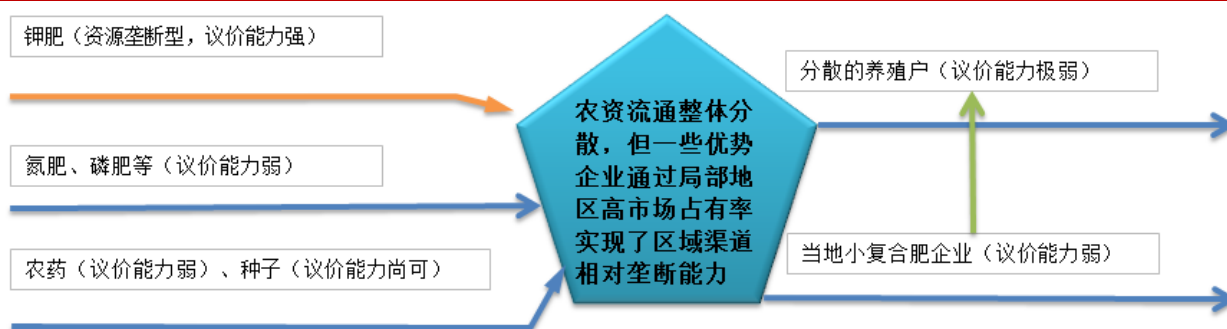


来源：齐鲁证券研究所

农资流通大行业小公司，优势企业加速整合，彰显渠道价值

- 通过对农资流通行业产业链上下游的分析，我们认为（1）农资流通行业总量平稳增长，拥有 4000 亿元的广阔市场空间；（2）农资流通作为较晚市场化的行业，目前仍处在春秋战国时期，新的渠道普遍遭遇资金瓶颈，而旧国有体制残留仍多，管理能力不足，在政府扶持下，拥有渠道整合力量的企业将获得快速扩张之机遇；（3）上游产能过剩加剧，销售压力使上游生产企业更为依赖拥有渠道和客户资源的农资流通企业，拥有区域渠道相对垄断优势的企业议价能力将逐渐增强，渠道力量凸显。

图表 4：农资流通行业的上下游产业链



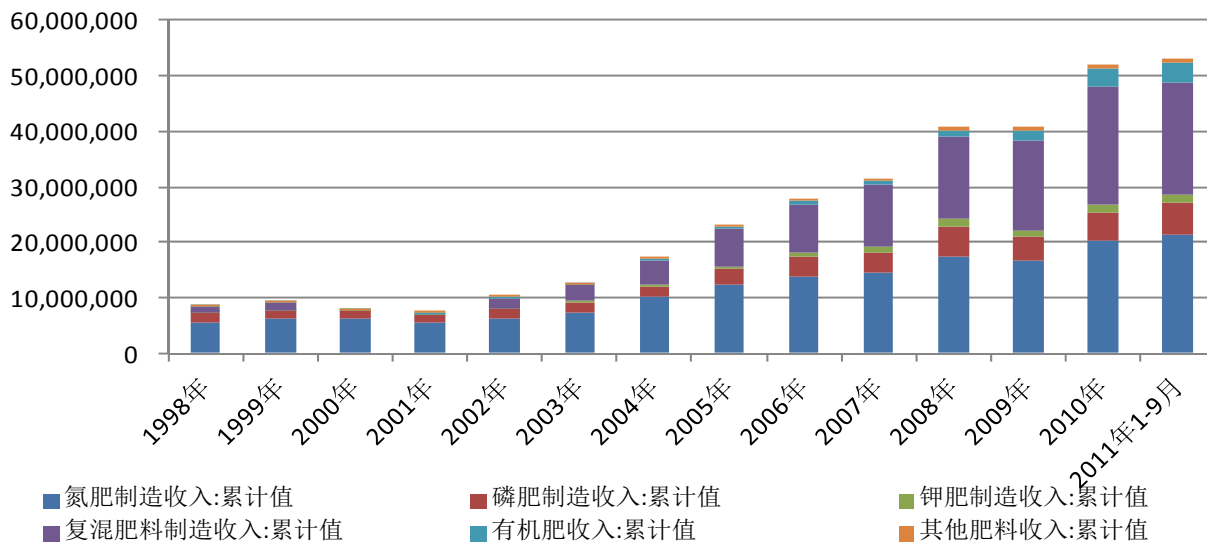
来源：齐鲁证券研究所

肥药种膜机——四千亿农资大市场

- 农资行业总量平稳增长。总的来看，2010 年国内农资市场容量在 4000 亿元左右。其中化肥约为 2500 亿元，未来化肥使用量提升空间不大，未来平均增速在 1-2%；农药、种子、农膜和小型农机具的市场容量为 1500 亿元，得益于病虫高发、种子商品化率提升、大棚作物面积增加等因素影响，未来五年仍将保持 10%-20% 的增长。
- 根据国家统计局对生产企业调查统计结果显示，2010 年化肥企业实现

销售收入 5194 亿元，2011 年 1-9 月实现销售收入 5303 亿元。考虑到重复计算和进出口因素，我们预计 2010 年国内化肥市场销售额在 2500-3000 亿元。

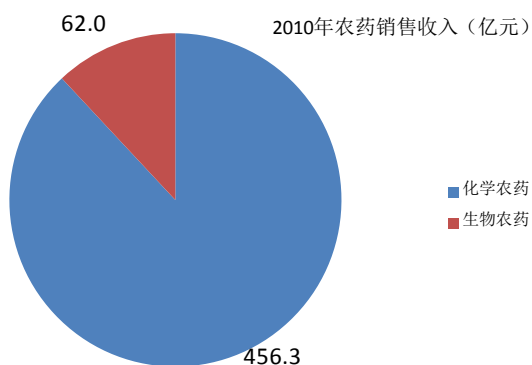
图表 5：按生产口径计算目前中国化肥市场容量在 5000-6000 亿元



来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

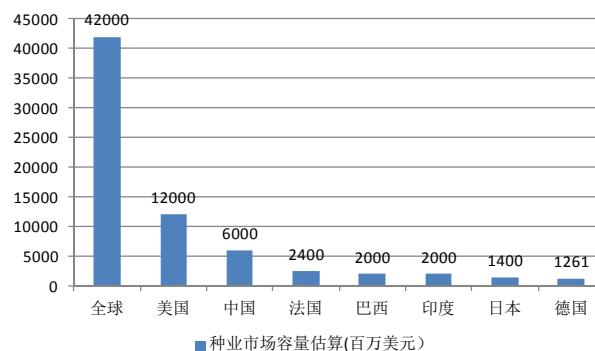
- 国内农药市场容量 500-600 亿元。2010 年 1-12 月,中国约 950 家农药企业实现农药产品销售额 518.2 亿元,同比增长 20.8%。按类别统计,化学农药和生物农药累计销售额分别为 456.3 亿元和 62.0 亿元,同比增幅分别为 19.9%和 27.6%。
- 国内种业市场容量约 400 亿元。根据 ISF 最新估计,国内市场容量 60 亿美元。根据我们推算,国内玉米种子市场容量约 200 亿元,水稻种子 100 亿元,其他种子 100 亿元。

图表 6：2010 年国内农药销售额 (亿元)



来源：农业部、齐鲁证券研究所

图表 7：国内种业市场容量 60 亿美元



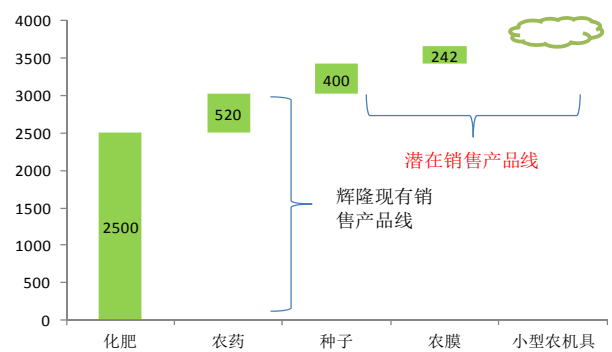
来源：ISF (2011 MARCH EDITION)、齐鲁证券研究所

- 农用薄膜是系种子、化肥、农药后重要的农用生产资料，带来农业生产方式的新变革。2010 年我国棚膜用量 90 万吨，地膜用量 130 万吨，照此测算 2010 年农膜市场容量 242 亿元，预计 2015 年将达到 390 亿元。

图表 8：2010 年农膜市场容量 242 亿元

	2005A	2010A	2015E
农膜总用量(万吨)	176	220	260
覆盖面积(万公顷)	1605	2080	2330
其中：棚膜用量(万吨)	80	90	110
覆盖面积(万公顷)	253	280	330
其中：地膜用量(万吨)	96	130	150
覆盖面积(万公顷)	1352	1800	2000
单价假定(元/吨)	7000	11000	15000
市场容量估算(亿元)	123.2	242	390

来源：2010 年全国农用塑料年会、齐鲁证券研究所

图表 9：2010 年农资行业市场容量超过 4000 亿元


来源：齐鲁证券研究所

- 按 2010 年辉隆销售额 55.5 亿元计算，辉隆在全国农资市场占有率约为 1.4%。目前辉隆销售产品线主要包括化肥、农药、种子，而农膜和小型农机具涉足较少，主要原因是市场容量小，需求不太稳定，不适宜大规模运作，如果未来订单和物流信息化程度提高后，辉隆的销售产品线将进一步丰富。

前世今生造就高度分散、管理落后的农资流通市场，整合空间巨大

- 政府高度管制，市场化较晚：**由于政府高度重视粮食安全，担心市场化进程对农资行业冲击进而影响粮食生产，一直以来对农资流通市场化高度管制，由各级农资实行——**四级批发（国家/省/市/县）+一级零售（乡镇）**。1998 年底开始放开农资市场，取消计划管理，允许企业自主购销；2009 年完全放开农资市场，允许民企外企参与，实现市场化经营。

图表 10：中国农资经营市场化的两个标志性文件

1998年11月	国务院关于深化化肥流通体制改革的通知	国家对化肥流通的管理由直接计划管理为主改为间接管理为主，发挥市场配置化肥资源的基础性作用。取消国产化肥指令性生产计划和统配收购计划，由化肥生产和经营企业自主进行购销活动。但除了生产企业、各级农资企业、农业三站外，其他企业不能经营农资。
2009年8月	关于进一步深化化肥流通体制改革的决定	取消对化肥经营企业所有制性质的限制；国家鼓励大型通企业通过兼并重组等方式，整合资源，发展连锁和集约化经营；地方各级人民政府要维护公平竞争的市场秩序，坚决破除地方保护主义。

来源：中国政府网、招股说明书、齐鲁证券研究所

- 放开以后，农资流通进入春秋战国时代，目前农资流通市场参与者主要包括如下三类：**（1）供销社系统农资公司及其改制设立的农资流通企业；（2）“产供销”一体化经营的农资生产企业；（3）农业三站、邮政部门、民营企业及外资企业等。**
- 总体来看，而目前农资销售 80% 依靠供销社体系，而供销社体系企业很多仍是旧国有机制，管理能力严重不足；新的民营渠道普遍遭遇资金瓶颈，在农资流通这一资金密集型行业发展步履维艰。因此拥有渠道整合力量的优势企业获得快速扩张之机遇，政府也出台了一批政策鼓励农资流通企业做大做强，辉隆在管理、资金等方面竞争优势明显，将成为行业整合的主导力量和最大受益者。
- 我国农资行业的整合空间巨大。目前我国目前农资行业 10000 家企业

中，前五名市场份额不到 10%，而从国际经验看，前五名通常占到总量的 30-50%。美国最大的农资流通企业 Agrium 销售额占全美农资销售 100 强总销售额的 34%；2010-11 年印度最大的农资生产流通企业——印度农民化肥合作社(IFFCO)的氮肥市场占有率达到 21.5%、磷肥市场占有率达到 29.6%。

图表 11：农资流通参与主体的优劣势分析

类型	优点	缺点	代表企业
供销社系统及其改制农资公司	长期拥有渠道资源，经验丰富、网络完善	国有体制色彩浓、管理不到位、大多数经营不善	中农、浙农、辉隆、黑龙江倍丰
产供销一体化农资生产企业	产业链一体化、自产自销、降低成本	需要新建渠道、产品线不够丰富	中化化肥、云天化、泸天化、鲁西化工、四川开元
邮政部门	物流网络发达	销售产品少、缺少农资专业销售知识及人员	中国邮政
农业三站（植保站、土肥站、农技推广站）	拥有技术推广优势	资金限制，份额下降趋势明显	NA
民营企业	机制灵活，拥有技术推广优势和人脉，很多是当地农业三站的老员工出来开设	资金瓶颈，业务规模难以扩大	NA
外资企业		目前还没有大规模外资农资流通企业	NA

来源：齐鲁证券研究所

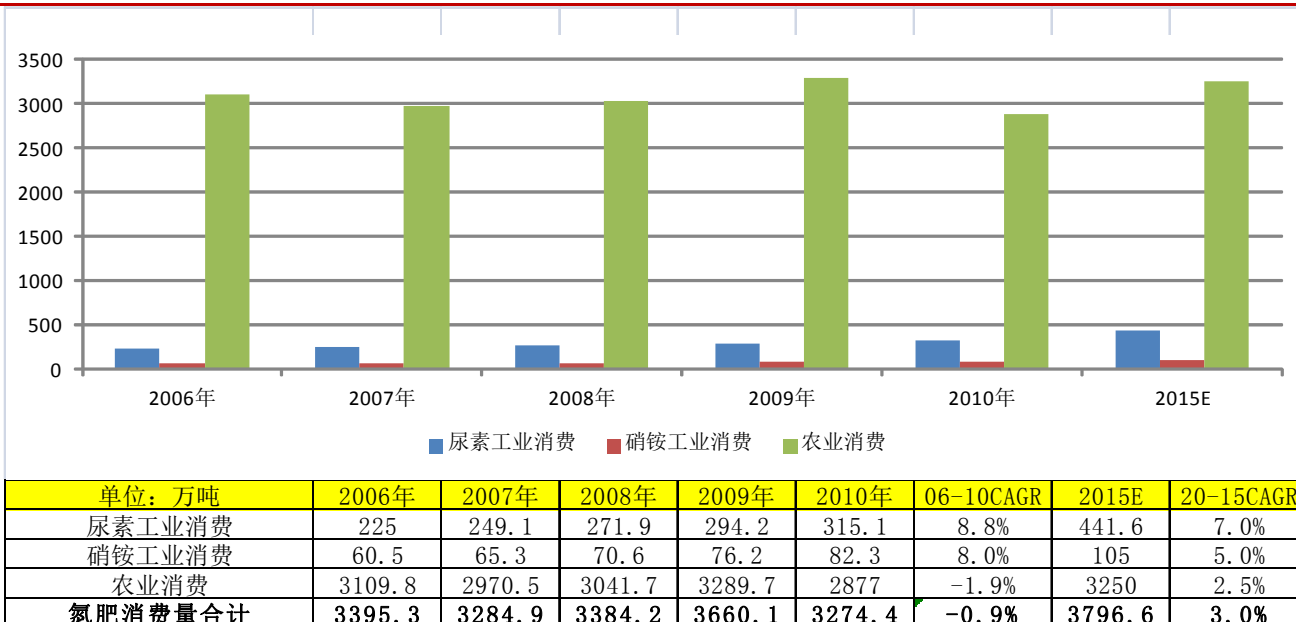
图表 12：国家出台系列政策推动农资流通行业发展

发布日期	法律法规	相关内容
2003年12月	关于推进农资连锁经营发展的意见	各地农业、工商行政管理等有关部门要充分认识发展农资连锁经营的重要意义；要高度重视，加强指导，推进农资连锁经营工作。
2004年7月	国务院办公厅转发商务部等部门关于进一步做好农村商品流通工作意见的通知	积极发展农资连锁经营，建立以集中采购、统一配送为核心的新型营销体系；鼓励有条件的农资企业采取特许经营方式，吸收小型农资经营企业加盟，扩大经营规模；推进国有及供销合作社农资流通企业公司制改革，完善法人治理结构，更好地发挥农资流通主渠道作用。
2005年2月	关于开展“万村千乡”市场工程试点的通知（万村千乡市场工程）	通过鼓励各类大中型连锁企业通过吸引小型企业加盟的方式到乡村建立、改造“农家店”等方式，建立新型农村市场流通网络，改善农村消费环境，保障农民方便消费、放心消费，促进国民经济持续、快速、健康发展。
2005年12月	产业结构调整指导目录(2005年本)	1、电子商务、现代物流服务体系建设和以连锁经营形式发展的中小超市、便利店、专业店等新型零售业态（鼓励类）；2、粮食、棉花、食糖、食用油、化肥、石油等重要商品的现代化仓储等物流设施建设（鼓励类）。
2006年1月	新农村现代流通服务网络工程（新网工程）	在改造传统经营网络的基础上，在广大农村地区大力发展“四大网络”建设：农业生产资料现代经营服务网络、农副产品市场购销网络、日用消费品现代经营网络和再生资源回收利用网络。
2007年12月	产业结构调整指导目录(2007年本)（征求意见稿）	1、种子、种苗、种畜禽和鱼苗（种）、化肥、农药、农机具、农膜等农资连锁经营（鼓励类）；2、专业化配送、大型批发采购分销网络建设（鼓励类）。
2008年12月	国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见	继续推进农业生产资料连锁经营，重点培育大型农业生产资料流通企业，降低流通成本，切实减轻农民负担。
2009年1月	国家发改委、财政部关于改革化肥价格形成机制的通知	自2009年1月25日起，化肥批发、零售价格继续实行市场调节价，取消对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施。
2009年3月	关于完善农业生产资料流通体系的意见	培育若干家销售额超100亿元的大型农资流通企业，建设改造一批农资连锁门店和区域性配送中心，通过三到五年的努力，初步形成以乡、村两级经营网络为基础，以农资交易市场为平台，以大型农资龙头企业为重点，区域性连锁配送中心为骨干，布局合理、经营规范、运作高效、协调发展的多元化、连锁化农资流通体系。
2009年4月	关于共同推进农村流通网络建设 进一步促进消费扩大内需的通知	各地商务主管部门要大力培育大型农资流通企业；促进农资连锁经营跨区域发展；鼓励农资流通企业扩大连锁门店覆盖面；支持农资物流配送中心建设和改造，完善配送、信息功能；供销合作社农资企业要进一步规范和完善农业生产资料连锁经营。
2009年5月	农村物流服务体系发展专项资金管理办法	支持农业生产资料连锁经营，重点培育大型农业生产资料流通企业，加强农业生产资料现代仓储物流设施建设。
2009年8月	关于进一步深化化肥流通体制改革的决定	取消对化肥经营企业所有制性质的限制；国家鼓励大型通企业通过兼并重组等方式，整合资源，发展连锁和集约化经营；地方各级人民政府要维护公平竞争的市场秩序，坚决破除地方保护主义。
2009年9月	农业生产资料市场监督管理办法	加强农业生产资料市场管理，规范农资市场经营行为，促进农村改革。在中华人民共和国境内的农资经营者和农资交易市场开办者接受工商行政管理部门管理。
2009年9月	新农村现代流通服务网络工程专项资金管理办法	专项资金重点用于支持供销合作社农资、农副产品、日用消费品和再生资源回收利用等服务体系的改造。
2009年11月	关于加快供销合作社改革发展的若干意见	1、加快发展农业生产资料现代经营服务网络。依托供销合作社建设一批统一采购、跨地区配送的大型农资企业集团，在粮食主产区和交通枢纽，完善农资仓储物流基础设施，建设区域物流配送中心；加快推进农资连锁经营，面向农民开展各种技术服务；支持供销合作社符合条件的企业，利用现有设施承担化肥、农药等重要物资的国家商业储备、救灾储备任务。2、推进社有企业健全现代企业制度。采取经营者和职工持股、引进社会资本等多种形式，加快推进投资主体多元化，不断健全法人治理结构，完善企业经营机制，提高市场竞争能力；鼓励具备条件的企业在境内外资本市场上市。

来源：中国政府网、招股说明书、齐鲁证券研究所

渠道力量凸显：上游产能过剩加剧，流通企业议价能力增强

- 农资流通行业的下游是分散的种植户，而上游是氮磷钾等化肥生产企业，目前除了钾肥资源属性稍强外，氮磷肥及其他肥料品种国内产能已经全面过剩，加之产品高度同质化，买方市场化倾向日益加重。我们针对各个品种进行了细分统计和分析。
- 氮肥需求刚性而供给过剩未来将进一步加剧：2006-2010 年国内氮肥表观消费量年均下降 0.9%，其中农业消费年均下滑-1.9%，反映出耕地面积萎缩，农户外出务工导致田间管理不善。考虑到工业用氮肥需求增速较快，氮肥工业协会预计未来五年氮肥需求量复合增速 3%左右。供给方面看 2010 年国内产能已经过剩 30%，且目前拟建和在建的产能超过 1000 万吨，相当于目前产能 20%以上的增量，因此十二五期间国内氮肥产能或进一步过剩。

图表 13：2006-2010 年中国氮肥消费年复合增速为-0.9%


来源：氮肥工业协会、氮肥工业十二五规划、齐鲁证券研究所

- 磷肥的过剩情况和氮肥类似。化肥工业十二五发展思路指出预计未来 10 年磷肥消费量复合增长速度 1.47%，产能仍过剩 20%以上。

图表 14：预计未来 10 年中国磷肥消费量复合增长速度 1.47%，产能仍过剩 20%以上

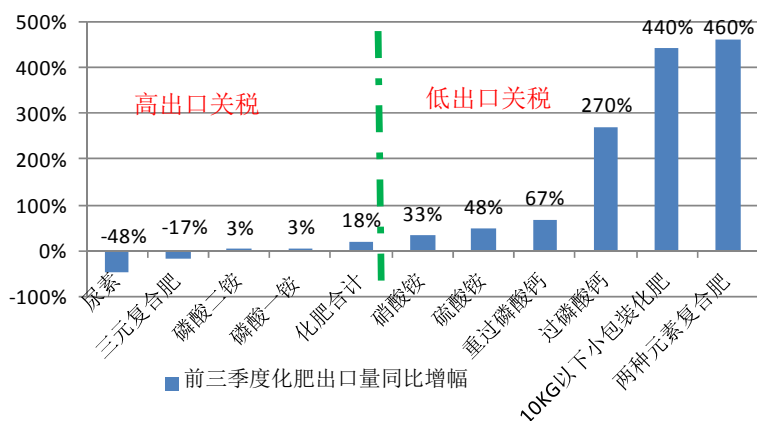
磷肥（折合P2O5-100%-万吨）	需求量	产能	产量	产能-消费量	过剩比例	产能-产量	过剩比例
2009年	1151	1641	1386	490	29.86%	255	15.54%
2015E	1240	1500	1440	260	17.33%	60	4.00%
2020E	1351	1720	1550	369	21.45%	170	9.88%

来源：《化肥工业十二五发展思路》、齐鲁证券研究所

- 明年氮、磷肥出口政策有望收紧。今年 1-9 月全国化肥出口数量同比大幅增长 18.4%，引起决策层警惕。分品种看，征收出口高关税尿素、三元复合肥大幅下降，而 10 公斤以下小包装复合肥等低关税品种大幅增长。

- 化肥出口意味着变相出口煤、电力、天然气，且可能推高国内农资产品价格，因此受到政府高度管制。政府已经关注到企业通过出口小包装复合肥，绕开出口关税的行为，发改委权威人士在 11 月 1 日接受中证报采访时表示，“为保证今年四季度以及明年春耕农业生产、稳定国内化肥市场供应及价格，国家可能出台政策加大化肥特别是小品种化肥的出口控制力度，不排除在今年四季度后期出台新政策。”

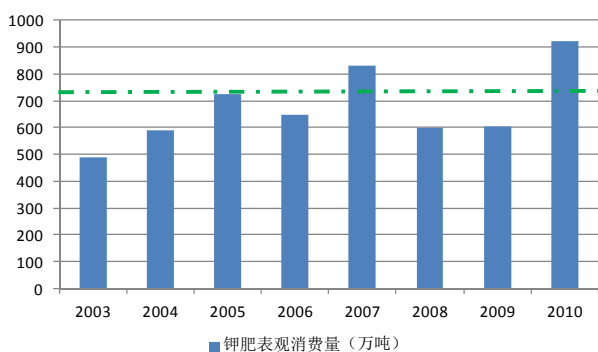
图表 15：1-9 月中国低关税化肥产品出口大幅增加



来源：国际统计局、齐鲁证券研究所

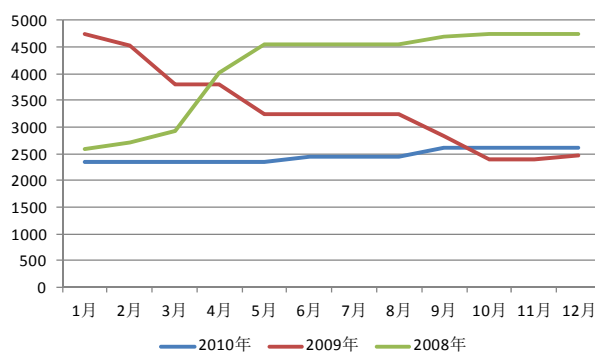
- 钾肥供给为寡头垄断格局，但随着新增产能的快速释放，国内外钾肥供需缺口都在迅速缩减，供给端议价能力将逐步下滑。
- 需求端—价格弹性较大：近年来钾肥价格大幅波动，加之农民施肥习惯是低价时多施钾肥，高价时少施，所以国内钾肥消费量的价格弹性很大，2008-09 年价格高涨时消费锐减近 50%，2010 年随着价格回落消费量增长超过 50%。平均来看近五年来平均年消费钾肥 721 万吨。

图表 16：国内钾肥消费量大幅波动（万吨）



来源：IFA、齐鲁证券研究所

图表 17：近 2 年国内钾肥出厂价回落 50%(元/吨)



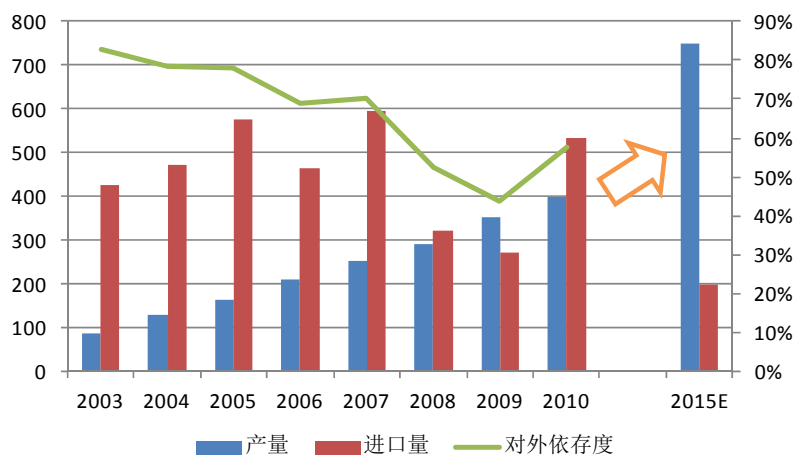
来源：齐鲁证券研究所

- 供给端—全球供给量由平衡走向过剩。全球钾肥资源供大于求，已探明储量可供实际开采 300 年以上。目前多个国家都在加快产能扩张的步伐。IFA 统计数据显示 2010 年全球约有 100 个钾矿项目被列入 25 个国家的建设计划，过去 3 年，仅加拿大就批复了 180 个钾盐开采许可证。IFA 预计 2011 年全球钾肥产能增加 200 万吨，2012 年增加 840 万吨，2014

年增加 250 万吨。从供需平衡看，2012 年和 2014 年全球钾肥市场将过剩 810 万吨和 1000 万吨。

- **供给端—国内产能快速扩张，进口依存度将快速下降。**由于国内探明钾肥储量仅为全球的 1%，国内钾肥长期依赖进口，目前进口依存度在 50% 左右。目前中国的钾肥资源主要分布在青海柴达木盆地和新疆罗布泊，如果考虑盐湖钾肥、罗布泊钾肥、中信国安及海外（老挝）的大量扩产产能，2015 年国内产能将达到 700-800 万吨左右。短期内中国可能仍然需要一定的进口，但中长期来看，中国对进口钾肥的依赖将大幅度下降。

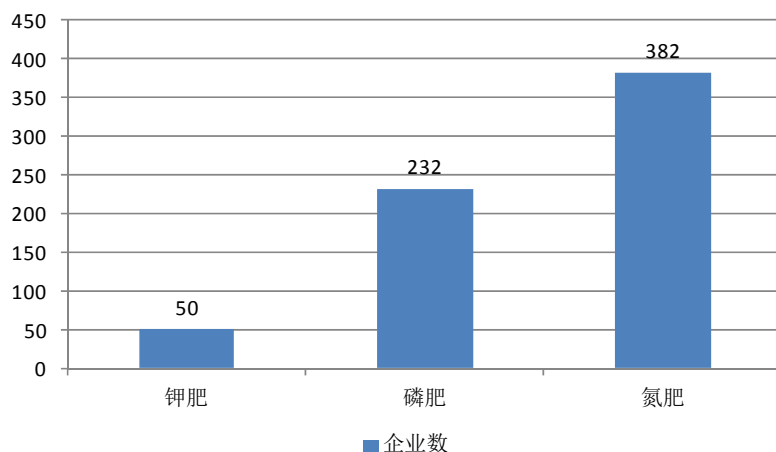
图表 18：国内钾肥对外依存度由 80% 下降至目前 50% 左右，未来将进一步下降至 20%



来源：齐鲁证券研究所

- 小结一下我们的观点：国内氮肥和磷肥的产能未来将进一步过剩，钾肥国内供需缺口在快速缩小，明年化肥出口政策有望收紧。
- 销售压力使上游生产企业更为依赖拥有渠道和客户资源的农资流通企业，长期看农资流通企业将获得更强的对上游议价能力。
- 综合产能和竞争格局，我们对化肥生产企业议价能力进行排序：氮肥<磷肥<钾肥（寡头垄断），换言之，农资流通企业销售量最大的尿素类产品，上游企业定价力是最弱的。

图表 19： 2011 年三季度末氮磷钾肥生产企业数目（家）



来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

“配送中心+加盟店”农资连锁模式成熟可复制

辉隆采用“配送中心+加盟店”连锁经营模式

- **配送中心：**一般在农业县，公司选择交通便利，车站码头附近建立仓储+物流配送中心；依托配送中心，发展乡镇甚至村一级的连锁加盟店，实现终端销售。
- **配送中心**是公司开展连锁经营的核心模块，主要负责发展、管理和服务辖区内连锁加盟店外，同时可以向区域内种植大户、农民专业合作社等大客户直接销售并提供农技服务；部分区域配送中心还直接销售给当地复合肥企业。
- **加盟商：**辉隆在区域配送中心覆盖区域内选择实力较强、信誉良好的销售商成为加盟商，统一配送管理。加盟商选择的核心标准是（1）必须“懂经营、善管理、会技术、绝不卖假货”；（2）有位置与面积合适的门面和仓库；（3）有相关资质和运营资金支持。

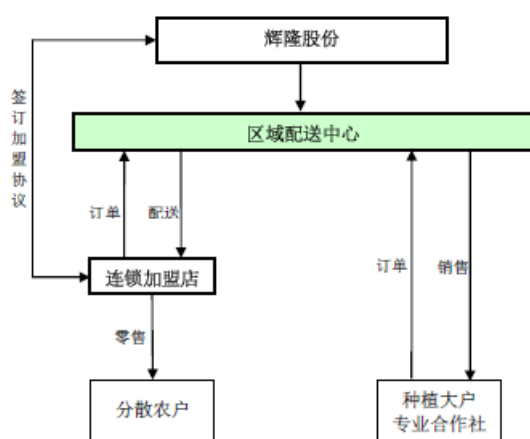
商业模式成熟——实现公司、加盟店、农户的共赢机制

- **对公司来说，这一模式有助于树立品牌形象，减少渠道层级、避免赊销占款。**通过连锁，打造“辉隆无假货”、“放心农资去辉隆”的品牌形象；由传统多级批发简化为一级，降低成本；对加盟商实现现款现货，避免了对农民赊销导致的占款，加快了资金周转率。
- **对加盟商来说，快速物流配送体系能有效降低存货资金压力和存货价值风险，辉隆信誉担保的优质产品和服务有助于保证农户回款，使加盟商能稳定盈利。**加盟商的动机就是赚钱，而加盟辉隆能让加盟商长期稳定盈利，核心在于依托辉隆的配送体系，不需要大量存货，减少资金占用和存货价值变动的风险，我们实地调研的加盟商表示，一般上午打电话，下午辉隆就能把货送到，因此不需要大量存货。此外，我们实地调研发现农民现在购买农资 80-90%都是赊销，不是农民没现金，而是保护自

己的一种手段，万一你卖的是假货导致收成不好就拒绝付款，由于辉隆提供优质的产品服务，使加盟商能安心、稳定的赚钱。

- **对农户来说，避免了伪劣农资危险，得到了优质农资和服务。**伪劣农资现在仍然泛滥，现在全国每年发现并查处的伪劣农资案件超过 5 万个。目前复合肥正规大厂生产的不到 1/3，地方小厂普遍存在降低含量(标 48% 实际只有 40%)然后低价竞争的情况，实地调研结果显示小厂的销售价格往往只有正规产品的 60-70%，农民很多贪便宜购买，但效果不好。农民购买辉隆的化肥能保证产品品质，而且可以得到辉隆的技术培训和免费咨询电话的指导。辉隆正在开展测土配方施肥推广，进一步保证农民科学有效施肥。

图表 20：辉隆的配送中心+加盟店模式



来源：齐鲁证券研究所

图表 21：公司、加盟店、农户的共赢机制



来源：齐鲁证券研究所

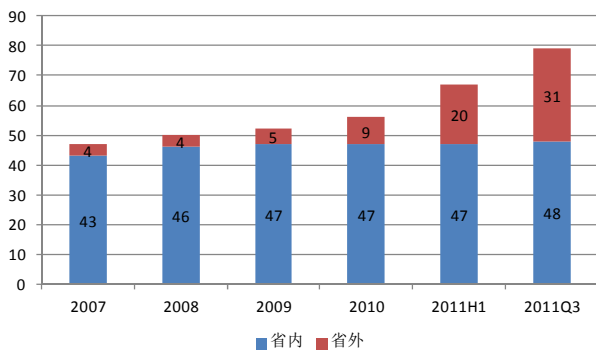
图表 22：辉隆连锁加盟店图解——广告+门头+店内陈设



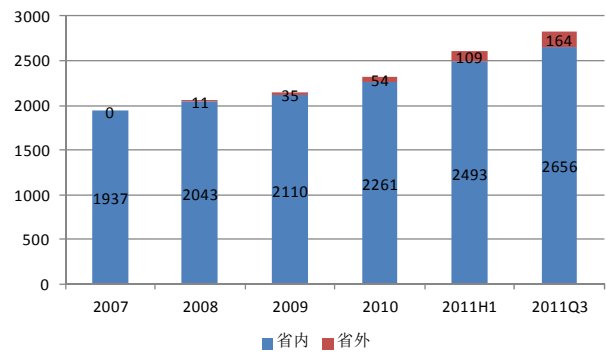
来源：实地调研、齐鲁证券研究所

商业模式快速复制，省内布局基本完成

- 这一商业模式得到了快速的复制。2007 年公司共拥有配送中心 47 个，目前已有 79 个；加盟店也由 1937 家提升至 2011 年的 2820 家。

图表 23: 辉隆配送中心数量增长 (家)


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 24: 辉隆加盟店数量增长 (家)


来源: 齐鲁证券研究所

- **省内布局基本完成, 形成区域市场局部垄断优势。**安徽共有 6 个县级市和 56 个县, 而目前辉隆省内配送中心已经有 48 个, 基本完成了省内布局。2010 年省内销售额 21 亿元, 占安徽省农资市场 20%, 化肥 40%, 远远超过第二名徽商农家福 3.8 亿元的销售收入。安徽地区的高市场占有率和密集网络布局使辉隆对上游产商的议价能力增强, 表现为部分化肥厂家允许辉隆现拿货后打款, 或者保证辉隆一定的价差。
- 我们预计未来每年新增+扩建 2 家配送中心, 消除省内盲点市场, 收入年均增长 11.4%。

图表 25: 除西部大别山区外, 辉隆基本完成省内布局工作


来源: 公司网站、齐鲁证券研究所

图表 26：预计 10-14 年省内收入 CAGR=11.4%

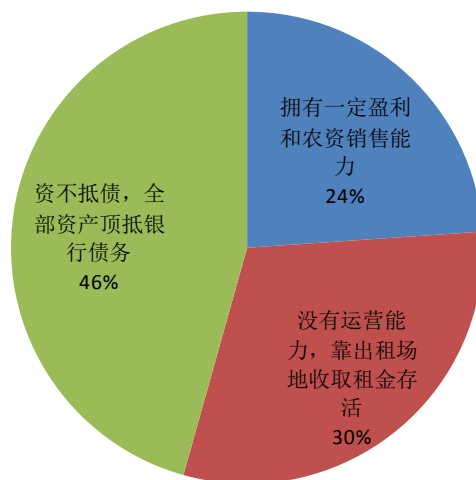
安徽省内	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
配送中心数量 (个)	43	46	47	47	49	51	53	55
当年新增数量 (个)	n.a	3	1	0	2	2	2	2
营业面积 (M2)	n.a	118,452	120,102	120,102	168,102	176,102	184,102	192,102
新增营业面积	n.a	n.a	1,650	-	48,000	8,000	8,000	8,000
单店收入 (万元/个)	5,542	4,940	4,496	4,569	4,941	5,509	5,981	6,025
坪效 (万元/M2) -收入/仓储面积	n.a	1.92	1.76	1.79	1.44	1.60	1.72	1.73
省内收入小计 (百万元)	2,383	2,272	2,113	2,147	2,421	2,810	3,170	3,314
收入yoy		-4.6%	-7.0%	1.6%	12.7%	16.1%	12.8%	4.5%

来源：齐鲁证券研究所

竞争对手实力弱，辉隆依託管理资金优势实现省外快速扩张

制度原罪+历史包袱+管理落后，省外竞争对手难有实质威胁

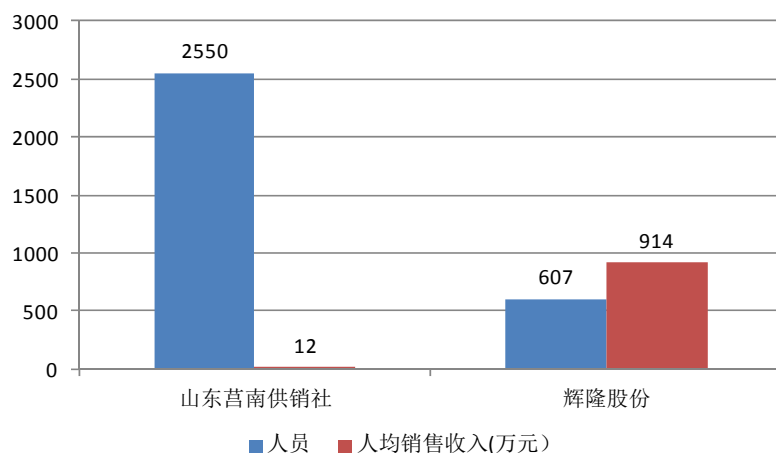
- **供销社系统仍占据农资销售主导地位。**据中华供销总社统计，2010 年供销社系统销售农资 3400 亿元，仍占据农资市场 85% 的市场份额，但大部分供销社及改制企业经营惨淡，主要原因在于：
- **产权不清的制度原罪导致多数供销社企业最终所有者缺位沉重的历史包袱和落后的管理。**本文对历史不做过多阐述，但多次制度变迁导致供销社现有资产既非国家的，又非原始股东的，也非现有职工的。地方政府一卖了之、改为国资、或边缘化任其自生自灭的现象在实践中都有发生，除少数成功整体改制企业如浙农资、辉隆、黑龙江倍丰外，大多数供销社体系实际已经崩坏。
- **案例一：宁夏 2006 年的调研显示，当地供销社体系实际基本已经由个人承包经营，变成了夫妻店、父子店，经营范围主要是农资和日用百货，经营方式以简单的一买一卖为主，规模普遍小，经营分散，竞争无序，经营管理不规范，假冒伪劣商品时有发生。仅有 24% 的供销社拥有一定盈利能力，剩下 76% 没有运营能力甚至资不抵债。**

图表 27：2006 年宁夏供销社实际运营情况


来源：齐鲁证券研究所

- **案例二、人员包袱重。**董岩（2010）对山东莒南县的调查显示，莒南县供销社共有在编人员 6600 人，其中基层社有 2550 人（在岗 1500 人，离退休 750 人，内退 300 人，且 15 处企业拖欠社保超过 160 万元）。庞大的人员导致了莒南县经营效率的低下，按年销售 3 亿农资计算，莒南供销社人均农资销售额仅 12 万元，远远低于辉隆人均 914 万元的销售收入，盈亏平衡都难以维系。

图表 28：人均销售效率比较



来源：《农村基层供销社生存和发展的问题研究》、齐鲁证券研究所

- **案例三、管理机制落后，多数企业盈利不佳。**新疆农资集团由新疆供销社整体改制而成，占新疆化肥销量（除生产建设兵团外）的 75% 以上，是国内农资前十强。根据其短融券募集公告显示，其管理层主要来自政府和供销社委派，董事长、总经理均在自治区政府机关工作多年，2010 年前三季度实现销售收入 59.85 亿元，净利润 -0.94 亿元，其披露的六家重点子公司中有 4 家亏损，亏损面达到 67%。
- **旧体系已经崩坏，而新格局尚未形成，事实上，辉隆的省外扩张除了中农资、中化化肥、浙农资、黑龙江倍丰等寥寥数家外，还没有可以产生实质威胁的对手。绕开主要对手的根据地市场，加快速度进入“如无人之境”的新区域，正是辉隆目前战略发展的重点方向。**

精细化管理和灵活高效的激励机制是辉隆盈利增长的坚实后盾

- 很多和辉隆同期进行改制的供销社农资企业现在仍处在经营困境之中，而辉隆则呈现高速发展，规模已经跃居全国第四，这和辉隆精细化的管理水平和灵活的激励机制是分不开的。
- **辉隆的内部管理制度化、精细化，执行力强。**辉隆已经形成了《辉隆大纲》的一整套管理制度体系，对费用、存货、应收帐款严格管理，对配送中心的三条线考核管理体系，并严格执行。

图表 29：对费用、存货、应收帐款严格管理

类型	要求
业务活动费	不超过利润的6%，不得超过预算
差旅费	不超过收入的万分之八
应收帐款	应收帐款考核日不为0，70%扣个人薪酬、分红，30%扣减利润
存货	按考核日市场价值考核，如果减值扣减利润。

来源：齐鲁证券研究所

图表 30：对配送中心的三条线考核管理

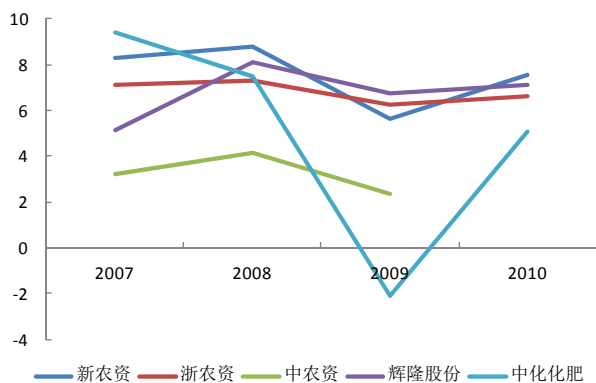
管理线	考核要求
配送中心总经理	负责销售，考核目标是规模和利润增长情况
财务负责人	由总部财务室派出，销售收入必须当天按销售价格的汇总上报，定期派人抽查
物流仓库保管员	进出库和物流安全，不能出现货少货次的现象

来源：齐鲁证券研究所

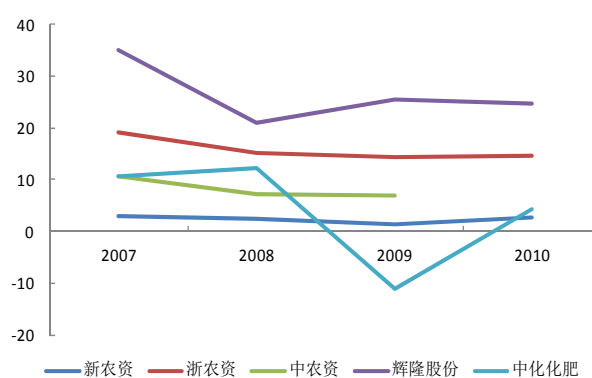
- **对高管团队激励到位。**对省内成熟市场，分子公司管理层可以获得税后净利润的 5%-8% 作为薪酬；对省外新市场的开拓期，管理层可以获得税后利润的 15-20% 作为薪酬。但考核体系不是单向的，而是有奖有罚，如果市场原因导致亏损，管理层也要承担 50% 的亏损额，从个人薪酬（工资、绩效、分红）中扣除；应收账款和存货减值也要 100% 扣减考核利润。

同业比较：辉隆在规模、运营效率和盈利能力处于行业领先水平

- 管理水平最终是体现在规模和经营业绩上，我们对行业前十强企业进行了比较。
- 从规模上看，前两强的中农资和中化化肥两家央企年销售化肥均超过 1000 万吨，主要采取批发模式，而 3-10 名都是由省级农资集团/供销社改制而成，均采用连锁方式运营。但不少企业有规模无盈利，比如新疆农资、山东农资等，竞争力较弱。
- 从毛利率和 ROE 指标上看，辉隆也均处于行业较高水平，是辉隆精细化的运营、灵活激励等管理能力的具体体现。

图表 31：辉隆的毛利率处于行业较高水平（%）


来源：相关公司财务报告、齐鲁证券研究所

图表 32：辉隆的 ROE 处于行业较高水平（%）


来源：齐鲁证券研究所

图表 33：2010 年农资流通十强网络布局、规模和发展规划比较

企业排名	营销网络	经营现状与规模	发展目标
1. 中农资	截至2009年9月底，公司通过自建、地方农资公司整体加盟等多种方式，在全国范围内建立配送中心397家、连锁店7,805家、全国直营店198家，在全国主要农业大省的农资流通领域处于领先地位。	2009年1-9月，公司销售各类化肥938万吨，实现销售收入307.94亿元，实现主营业务利润3.84亿元。	到2012年，销售达到600亿元以上，不断提高在中国企业500强中的排位；利润达到6亿元以上；总资产达到300亿元以上；市场占有率达到20%以上。初步完成农资新网工程全国网络布局，配送中心达到1,000个，连锁经营网点达到30,000个；通过新网工程网络渠道销售的产品占到总销量的50%，自有品牌产品占到总销量的50%；建设十二
2. 中化化肥	2011年上半年调整优化分销中心81家，新建分销中心4家，使分销中心数量达到2,110家，2011年上半年交易客户达到2.2万家，其中乡镇客户1.4万家。	2010年，销售各类化肥1551万吨，采购及分销分部营业收入为257亿元，净利润为4.52亿元	推进销售网络发展，通过肥美特农资超市提供一体化服务
3. 浙农资	公司在省内建立了较为完整的农资连锁经营网络体系，在宁波、嘉兴、金华、衢州、台州、温州、杭州、湖州等主要区域设立了区域配送中心，建有20多万平方米的配套仓储设施，连锁网点总数达500多家。同时还在上海、广西、江西、江苏、安徽、湖南、山东、陕西等10个省份设立了区域公司，在上海港、北仑港、连云港、赤湾港、湛江港、满洲里、青岛港等七大口岸设立进口化肥中转基地。	2009年公司实现化肥销量296万吨，同比下滑5.4%，汽车销售和房地产已取代农资业务，占主营业务收入一半以上。在浙江，公司的主要化肥品种市场占有率达70%；在江苏、江西，公司的主要化肥品种市场占有率达20%。化肥销售量、销售规模在全国省级农资企业排名第一。	2011年，农资板块计划实现销售74亿元。
4. 辉隆股份	公司确立了连锁经营模式的发展战略，形成了较为成熟可复制的“配送中心+加盟店”农资连锁经营模式，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，切实减轻了农民负担。截至2011年9月，公司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79个区域配送中心，发展了2,820余家连锁加盟店，形成了“立足安徽，辐射全国”的连锁	2010年辉隆销售化肥350万吨，较2009年增长45%，销售收入同比增长35.9%至55.5亿元。	省外目前已经成为主要的利润贡献来源，十二五期间实现化肥销售突破550万吨，农药销售7亿元、种子销售1.5亿元。到“十二五”末，在销售上，区域公司省内市场占有率达到30%，网点实现全覆盖，网络配送率达到50%以上，网络嫁接率达到80%、在省外农业大省建立40个以上的自主、可控、高效、畅通的销售网络，在资源基地建设上，氮、磷、钾肥发展10家以上具有战略合作关系的资源
5. 黑龙江倍丰	已在全省建立了6个大型区域配送中心；40个县域配送中心；1800家直营、加盟连锁店，市、县、乡网络覆盖率已达90%以上	2010年倍丰销售化肥327万吨，同比增长14.7%。2005-2009年化肥销售量分别为167、201、295、301、286万吨，占黑龙江化肥市场的60%	最终目标是在全省建立15个大型区域配送中心；60个县域配送中心；2000家设施完备、形象良好、运营稳定、市场占有率高、综合服务能力强的直营、加盟连锁店
6. 四川农资	以邦力达为主体的农资连锁网络已遍布四川及十多个省区，拥有连锁配送中心30多个，基层门店8000多家	2008年实现销售收入40.5亿元	
7. 新疆农资	新疆省内13个配送中心，包括乌鲁木齐、石河子、吐鲁番和库车等，省外10个，分布在云南、江苏、陕西、甘肃、山东、湖北、四川和河北。现有直营店1,111个、加盟店1,651个、村级服务部1,667个，网络已覆盖全疆15个地州、82个县市、近800个乡镇和1,700多个自然村；有3家大型的仓储运输企业，拥有库房、货场等仓储设施144.7万平方米，年仓储吞吐量达300万吨，以及自有的6条铁路专用线。	2009年，公司共销售化肥127.84万吨、农药6,293.7吨、农膜2,669.5吨，实现销售收入38亿元，实现净利润1,506万元；截止到2010年9月30日公司共销售化肥93.56万吨、农药7,106吨、农膜6,499吨，实现销售收入26.91亿元，目前，公司已形成以农资连锁、物流配送为主的多元化经营体系，农资商品供应主营业务也已成为全疆行业流通的主渠道，市场份额占据新疆维吾尔自治区地方系统的75%以上，成为新疆维吾尔自治区地方系统的农资龙头企业	从2010年开始，用五年的时间，累计建立农资连锁配送服务网点5000个，网络基本覆盖全疆以农业为主的所有乡镇和行政村，保持化肥年销售量120万吨的经营规模；加快整合企业自身仓储资源，积极构建现代物流网络体系，完成仓储物流年吞吐量600万吨的经营规模，成为突出农资特色、面向社会服务的仓储—运输—经营一体化的现代物流企业。使新疆农资集团公司的农资流通主营业务真正成为自治区商品流通龙头企业。
8. 江苏苏农	全省粮棉主产区建立2200多家标准化农资连锁店，农资连锁服务的触角遍及全省各地，初步形成全省最大的农资		
9. 山东农资	2008年已经在全省设立连锁经营分公司30家、中心库43处，发展了2800多个加盟店	2010年山东农资销售各种化肥256万吨，实现销售收入55.5亿元，实现利润1060万元	
10. 广州天禾	已在广东省的主要农资商品集散地建立了32家配送有限公司、4000多家核心门店，还在湖南、海南、广西、河南、山东等地建立了农资经营机构	2008年化肥销售153万吨	广东天禾将以广东为流通网络建设基地，建立50家配送公司、10000家核心门店，形成覆盖全省、辐射周边、面向全国的现代农资流通网络

来源：公司公告、农资流通协会、公司新闻稿、齐鲁证券研究所（注：排名参考农资流通协会2010年农资流通100强）

凭借竞争优势，辉隆加速省外网点布局

- 省外网点布局刚刚开始加速。2010年起公司开始进行省外的快速布点，2010年新增5家配送中心，2011年前三季度新增21家，使得省外收入占比由2010年上半年的34%提升至58%，成为主要利润增长来源。
- 我们预计2011-14年省外复合增长率达到73%。我们判断，公司会在山东、河南、江苏、江西、湖南、湖北、广西等省加速布局，五年内完成每个省10-15家配送中心的建设。我们预计11-14年公司省外每年新增配送中心20个，省外收入在2010年增长72.5%的基数上，实现73.4%的复合增长。

图表 34：预计 10-14 年省外收入 CAGR=73.4%

省外业务	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
配送中心数量（个）	4	4	5	9	31	51	71	91
当年新增数量（个）	n.a	0	1	4	22	20	20	20
营业面积（M2）	10,965	10,965	18,965	35,403	128,903	213,903	298,903	383,903
新增营业面积	n.a	-	8,000	16,438	93,500	85,000	85,000	85,000
单店收入（万元/个）	26,708	29,852	25,306	24,247	15,102	14,893	19,413	21,685
坪效（万元/M2）-收入/仓储面积	n.a	10.89	6.67	6.16	3.63	3.55	4.61	5.14
省外收入小计（百万元）	1,068	1,194	1,265	2,182	4,682	7,595	13,783	19,733
收入yoy		11.8%	6.0%	72.5%	114.5%	62.2%	81.5%	43.2%

来源：齐鲁证券研究所

- **上市打通融资渠道助力扩张。**农资流通是一个资金密集型的行业，化肥等农资需要淡季储备，旺季销售，占有大量资金，成为企业发展的瓶颈。按照省外每年新增 20 个配送中心，每个固定投资 1000 万，配套流动资金 2000 万计算，每年需要新增投入 6 亿元。凭借 A 股上市，辉隆成功募集资金 13 亿元，未来还可以通过短融、公司债等方式进一步进行融资，为外延式扩张提供资金支持，这是中小企业所不具备的。

兼并收购等资本运作加速扩张值得期待

- 上市以来公司已经实施两次小规模收购活动，通过设立合资公司陕西辉隆首次进军西北市场，收购黄山新安农资消除了一个省内盲点。正如前文所述，农资行业整合空间巨大，传统供销社体系经营不善的潜在收购标的不少，未来如果能将市甚至省一级经销商现有渠道收购，辉隆将实现跨越式的发展。我们对美国农资连锁巨头 Agrium 的分析显示，正是通过资本运作，Agrium 实现了跨越式的发展，股价从 05 年以来涨幅达到 308%。

图表 35：辉隆股份并购业务营收预测

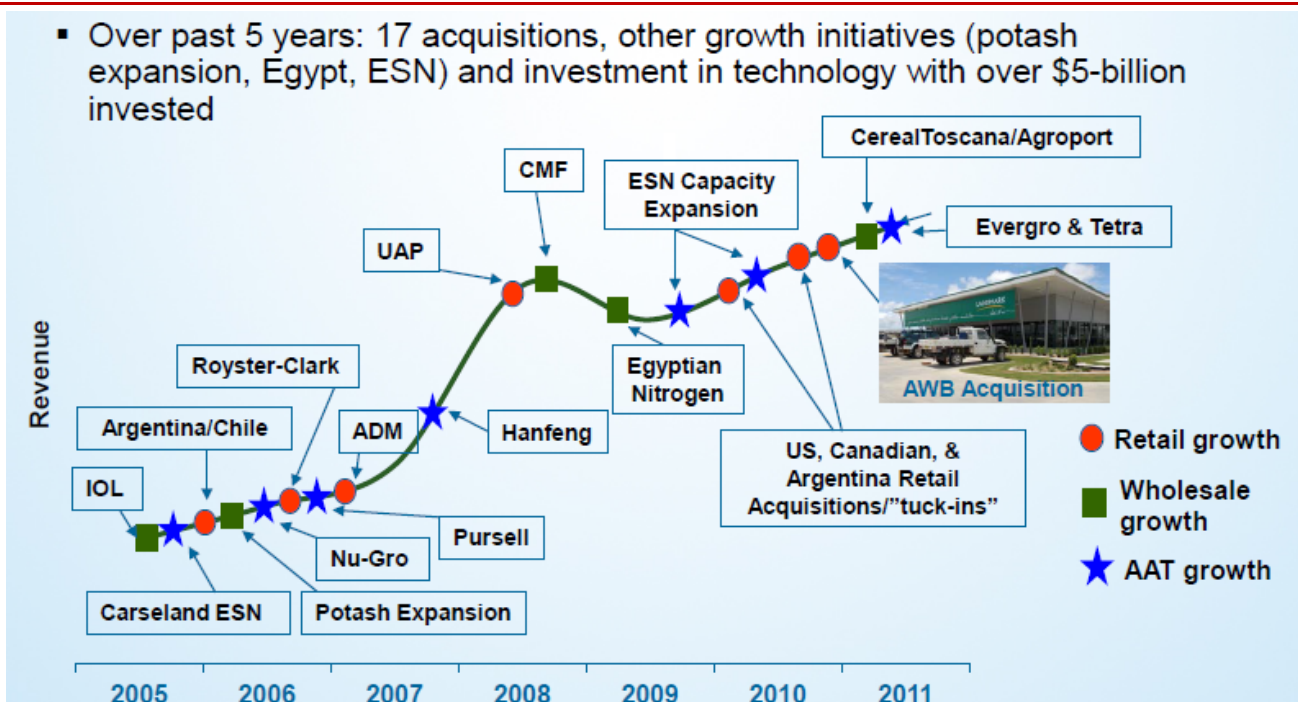
通过收购获得的农资连锁业务	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
黄山新安农资					40	50	55	60
陕西辉隆					-	30	60	100
收购业务收入合计（百万元）					40	80	115	160
收入yoy					-59.7%	100.0%	43.8%	39.1%

来源：齐鲁证券研究所（注：基于谨慎性原则，不考虑潜在收购可能）

Agrium 案例研究：资本运作加速企业扩张的典范

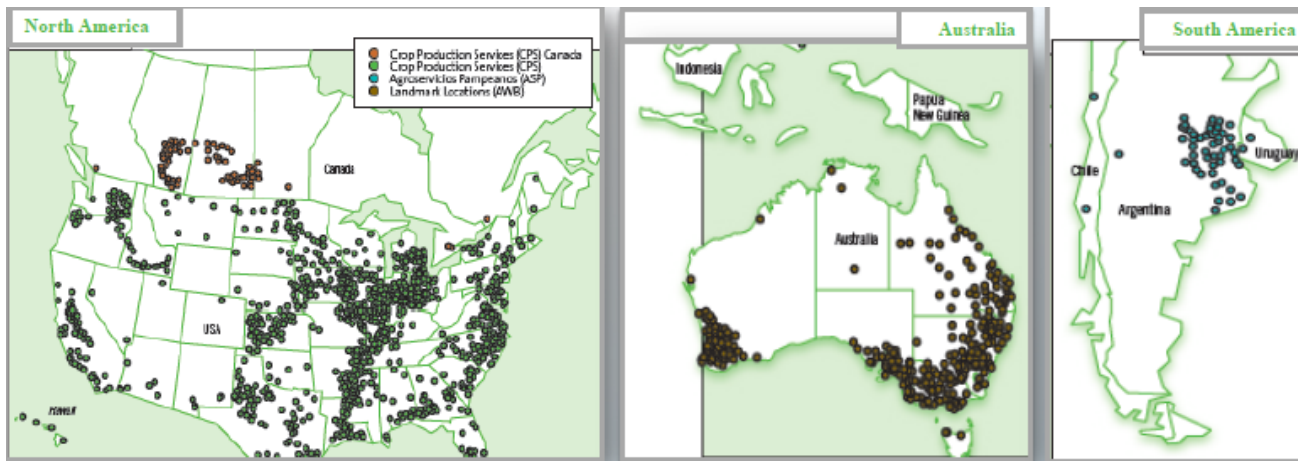
- 发达国家化肥施用量基本已经饱和，但是 Agrium 通过不断兼并扩大规模实现 2005-10 年零售利润增长 365%，股价增长 308%。
- Agrium 成立于 1931 年，原为加拿大最大的化肥生产企业，1996 年上市后，进行一系列收购兼并，目前已成为北美最大的化肥销售商和供应商。
- **Agrium 的零售业务收购举动：**2005 年，收购 IOL 在加拿大西部的化肥销售网；2006 年，以 3.575 亿加元收购美国化肥销售商 Royster-Clark；2007 年收购了 ADM18 个销售中心；2008 年收购原美国最大农资连锁企业 UAP，北美销售网点由 489 个增加到 826 个；2008 年收购欧盟最大的化肥销售公司之一的 CMF70% 股权，首次进入欧洲市场。2010 年继续收购美国、加拿大、阿根廷零售商，网点增加 100 家；2010 年收购 AWB（世界第二大小麦出口商和澳大利亚最大化肥销售商）。

图表 36: 2005 年以来通过 17 次资本运作, Agrium 规模快速提升



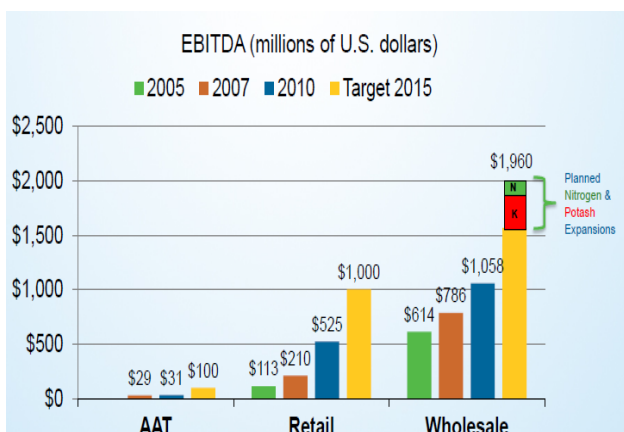
来源: Agrium IR Report (2011 Dec Edition)、齐鲁证券研究所

图表 37: 通过兼并, 目前 Agrium 的零售网络遍布北美、澳洲和南美



来源: Agrium FY2010 AnnualReport、齐鲁证券研究所

图表 38：05-10 年 Agrium 农资零售和批发业务息税前利润分别增长 365% 和 72.3%



来源：Agrium FY2010 Annual Report、齐鲁证券研究所

图表 39：2005 年以来，Agrium 股价上涨 308%，市值达到 90 亿美元



来源：Google Finance、齐鲁证券研究所

辉隆内生性增长路径探索——通过丰富产品线及提供服务提升议价能力

- 除了外延式的快速扩张外，辉隆也在尝试通过产品线的丰富和服务等竞争手段来更好体现渠道价值，实现利润率水平的提升。
- **丰富产品线：**辉隆可以通过增加种子的销售品种丰富产品线，由于种子单位重量价值量高且毛利率远高于化肥，辉隆可以在边际渠道投入基本没有的情况下可以实现收入和毛利率的提升。我们皖北调研显示，公司加盟店销售辉隆配送的天禾 3006 等水稻种子只占销售量的 10-20%，加盟店销售种子 80% 以上（如玉米品种郑单 958、隆平 206，水稻品牌如中优 838）都是加盟商从各品种县级经销商采购。拥有渠道优势的辉隆未来可通过和种子公司直接合作，丰富加盟店的销售线。
- **提供差异化服务。**农药方面服务公司体系已经基本建立，通过专门的农化服务中心，累计服务 1.8 万次，目前省外服务也开始进行，今年 10 月份服务团队前往东北对当地配送中心员工、经销商、零售商进行了全面培训。
- 测土配方肥服务目前在安徽两个配送中心进行试验，针对土壤特性的有效施肥是农民特别是种粮大户的迫切需求，但涉及人员、设备、当地复合肥产能等综合因素配套，公司在这一方面仍在积累经验。
- 种子服务短板有待弥补。多品种种子销售体系要求对各品种抗性、种植风险防范点有较好的掌握，我们倾向认为，公司通过培训加盟店实行基础服务，在配送中心层级配备种子、农化服务专员可能是一条值得探索的途径。

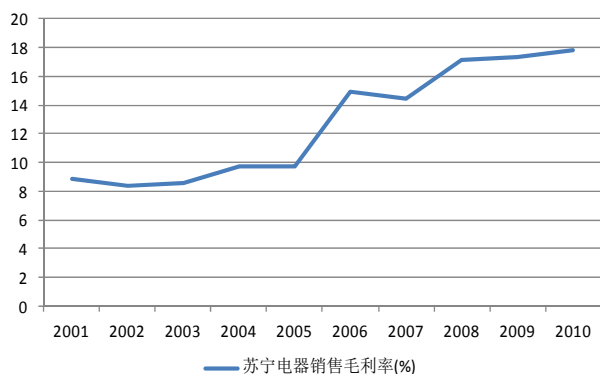
苏宁案例研究：空调向综合家电零售商转型和服务模式深化提升利润率水平

- 从家电连锁苏宁电器的历史经验的看，也经历了丰富产品线和提供售后

服务阶段。

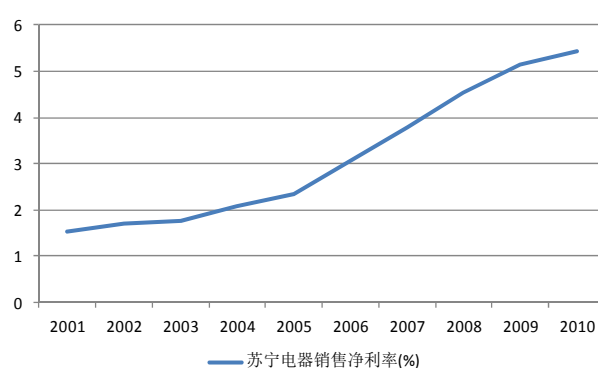
- 苏宁从空调销售转向综合家电销售，2001 年，苏宁对营销中心进行了改革，分别成立了空调、冰箱、洗衣机、小家电、彩电等几个事业部，2002 年起各个品类都出现了爆发式增长，成功转型为综合家电零售商。
- 苏宁的售后服务不仅提升了利润率，更加强了客户黏性。早在 1994 年苏宁就开始提供集安装、维修、上门设计、免费保养为一体的服务售后体系，2008 年，苏宁开始提供产品延保服务（PSP），PSP 的特点在于利润率较高，且具有客户关系的维系功能，并为二次销售创造便利性。
- 正是基于这样的举措，2001-10 年苏宁毛利率由 8% 提升至 18%，销售净利率由 1.5% 提升至 5.4%。
- 苏宁是辉隆的榜样，但两者行业格局不同，目前农资流通行业依然分散，而家电连锁寡头垄断格局已经形成，辉隆正在探索的内生增长模式短期还难以大幅提升辉隆的利润率水平。

图表 40：苏宁电器销售毛利率由 8% 提升至 18%



来源：苏宁电器定期报告、齐鲁证券研究所

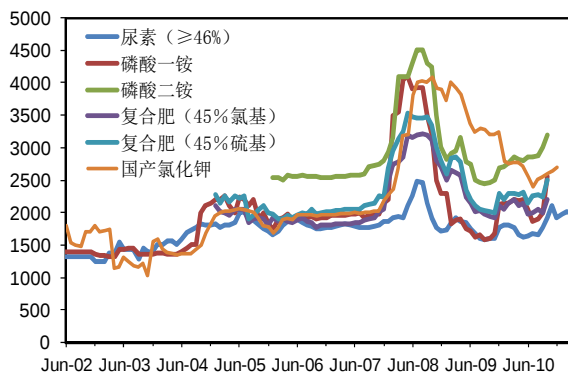
图表 41：苏宁电器销售净利率由 1.5% 提升至 5.4%



来源：苏宁电器定期报告、齐鲁证券研究所

公司利润率与化肥价格正相关，预计 2012 年毛利率小幅回落

- 短期来看，辉隆以购销价差为来源的盈利方式决定在化肥价格上涨阶段，经销价差扩大，毛利率提升，阶段性盈利水平较高；而在化肥价格下跌阶段，毛利率下降。
- 因此我们看到，农资行业在 2008 年国际国内化肥价格大幅飙升的时期毛利率和利润率水平均有大幅提高，此后随着化肥价格的回落，毛利率也随之回落。

图表 42：08-11 年中国化肥价格整体低迷（元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

图表 43：中国煤炭价格震荡向上（元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

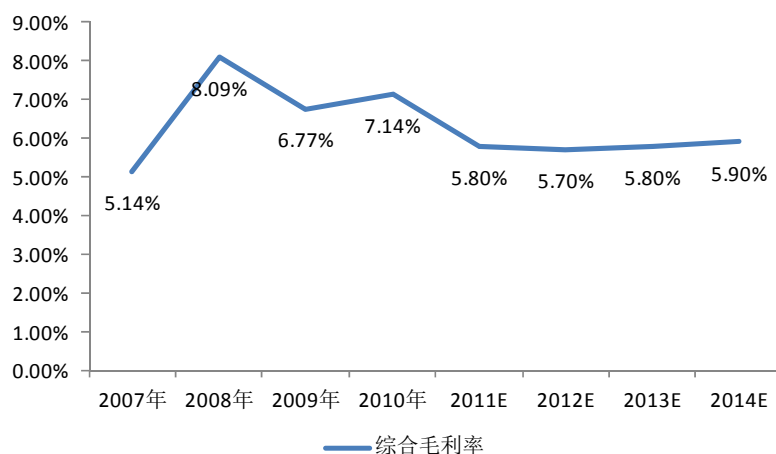
- 根据齐鲁化工分析师观点，长期来看，尽管化肥行业产能过剩，但由于化肥上游煤炭、石油、天然气等能源成本长期呈上涨趋势，化肥成本的刚性上涨将驱动尿素等化肥价格震荡向上。
- 短期看，2012 年化肥价格或回落 5%-10%。氮肥产能过剩严重，氮肥（尿素为主）看空的概率更大；磷肥受磷矿石成本推动价格不会太难看；钾肥国内定价基本跟国外走，现在发改委还没定好明年上半年进口的基准价，但从全球的角度看大宗商品暴跌将直接导致明年国内钾肥价格也不会理想。

图表 44：预计 2012 年化肥价格回落 5%-10%

单位：元/吨	2011A	2012E	正面因素	负面因素
氮肥/尿素	2150	2000	农业补贴增加，国内煤炭高位运行+天然气涨价提升了行业平均成本使得有效产能不足	煤炭与国际天然气价格下行导致的成本降低，出口关税调整抑制氮磷二元肥的出口使得需求进一步弱化
磷肥/磷酸二铵	3400	3200	原材料-磷矿石与硫磺涨价推动成本上涨	产能过剩严重，出口关税调整抑制氮磷二元肥的出口使得需求进一步弱化
钾肥/氯化钾	3050	2800	国产钾肥的崛起增强了中国钾肥的全球定价权	大宗商品暴跌钾肥无法独善其身

来源：齐鲁证券研究所

- 辉隆凭借对上游企业的相对强势，采取了一系列保障毛利率稳定的手段。如淡季购买时不支付全款，不确定结算方式，等销售旺季到来根据市场行情来决定是买断赚取差价、还是代销获取佣金；又如要求一些企业保证辉隆能获得一定的进销差价，譬如钾肥 150 元/吨。
- 因此，目前毛利率处在近几年较低水平，我们判断辉隆 2012 年毛利率小幅下降但幅度有限，行业低迷也更加有利于辉隆进行产业整合，2013 年开始回升。

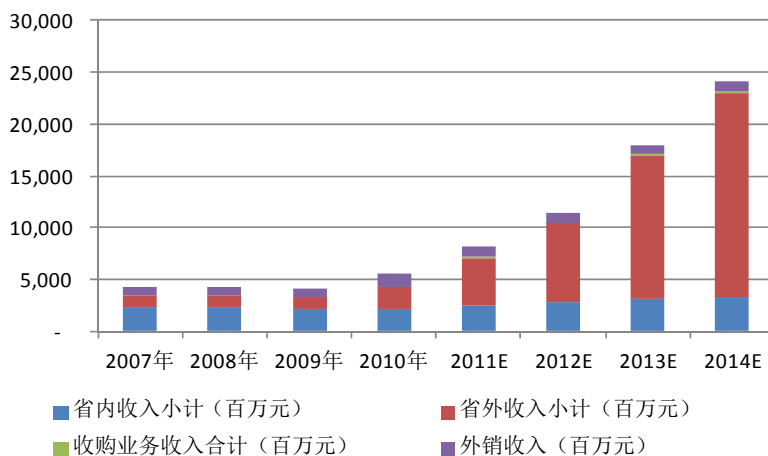
图表 45：辉隆股份综合毛利率假定


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

前提假设和盈利预测

- 销售详细预测表详见后文图表，其中省内配送中心的坪效为 1.8 万元/M²，新配送中心 3 年达产，进度按 30%/70%/100%假定；省外内配送中心的坪效随着网点数增加由 10 万元降至 7 万元/M²，新配送中心 3 年达产，进度按 20%/60%/100%假定。

图表 46：辉隆股份销售收入结构预测


来源：齐鲁证券研究所

- 考虑扩张带来的资本开支，2012-14 年每年新增长短期借款 8-10 亿元，其中长期贷款/债券利率假定为 7%，相应增加财务费用

图表 47：辉隆股份期间费用假定（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用	-166	-109	-152	-172	-264	-432
% 销售收入	3.9%	2.7%	2.7%	2.1%	2.3%	2.4%
管理费用	-52	-57	-64	-76	-101	-149
% 销售收入	1.2%	1.4%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%
财务费用	-66	-33	-44	-43	-40	-62
% 销售收入	1.5%	0.8%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%

来源：齐鲁证券研究所

- 盈利预测结果显示，2011-14 年实现销售收入 82、115、180、241 亿元，同比增长 47.6%、40.1%、56.8%、33.8%，实现归属上市公司股东净利润 1.55、1.97、2.99、3.77 亿元，同比增长 14.1%、26.0%、51.8%、26.1%，对应 2011-14EPS 为 0.654、0.824、1.250、1.577 元。

PE 估值结果：23.7-26.5 元

- 参考涉农连锁公司吉峰农机和永辉超市的估值水平，给出目标价格 23.7-26.5 元，对应 2012 年 29xPE 和 21 年 15xPE。

图表 48：PE 相对估值结果：23.7-26.5 元

	股价	总股本（亿股）	总市值(亿元)	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
吉峰农机	12.2	3.6	43.6	0.32	0.49	0.66	38.1	24.9	18.5
永辉超市	30.35	7.7	233.1	0.65	0.93	1.27	46.7	32.6	23.9
人人乐	15.01	4.0	60.0	0.65	0.79	1.02	23.1	19.0	14.7
苏宁电器	8.75	70.0	612.2	0.71	0.9	1.09	12.3	9.7	8.0
涉农平均						平均PE	42.4	28.8	21.2
辉隆股份	19.5	2.4	46.6	0.65	0.82	1.25	29.8	23.7	15.6
						目标价	27.7	23.7	26.5

来源：齐鲁证券研究所（除辉隆外取自聚源一致预期）

DCF 估值结果：26.93 元

- 由于商业流通企业一般财务杠杆率较高，因此我们绝对估值选用 FCFF 现金流折现方法。
- 假定无风险利率 3.5%，风险溢价 8.45%，半显性期收入增速由 30%加速回落至 5%，永续增长率 2%，绝对估值结果为 26.93 元。

图表 49：绝对估值结果：28.31 元

II、DCF 估值（FCFF，WACC）

每股价值	26.93	TV增长率	2.0%
隐含 P/E	41.20	WACC	8.98%
企业值	4,334.18	债务	1,283.77
		投资	805.36
股票价值	3,016.47	少数股东权益	33.94

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

- 辉隆股份在省外的渠道扩张战略已然启动，未来 3 年并购重组及内生性增长将交相辉映，保障公司营收规模进入快速扩张期，考虑到行业蛋糕及潜在的整合空间巨大，我们建议机构投资者战略性关注辉隆股份。
- 综合考虑 PE 和 DCF 估值结果，最终确定估值区间为 26.5-26.93 元，首次给予公司“增持”评级。

风险提示

- 公司渠道扩张速度低于预期风险。我们预计省外每年新增配送中心 20 个，若配送中心或加盟店低于预期，则公司盈利增速可能放缓。
- 储备化肥价格大幅下降对公司利润率可能带来负面冲击。目前，辉隆股份的主要盈利模式还是搏取价差，我们预计 2012 年化肥价格跌幅 10% 以内，若价格跌幅较大，辉隆主营业务的利润率可能会低于预期。

图表 50：辉隆股份销售详细预测表

安徽省内	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
配送中心数量 (个)	43	46	47	47	49	51	53	55
当年新增数量 (个)	n.a	3	1	0	2	2	2	2
营业面积 (M2)	n.a	118,452	120,102	120,102	168,102	176,102	184,102	192,102
新增营业面积	n.a	n.a	1,650	-	48,000	8,000	8,000	8,000
单店收入 (万元/个)	5,542	4,940	4,496	4,569	4,941	5,509	5,981	6,025
坪效 (万元/M2) -收入/仓储面积	n.a	1.92	1.76	1.79	1.44	1.60	1.72	1.73
省内收入小计 (百万元)	2,383	2,272	2,113	2,147	2,421	2,810	3,170	3,314
收入yoy		-4.6%	-7.0%	1.6%	12.7%	16.1%	12.8%	4.5%
省外业务	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
配送中心数量 (个)	4	4	5	9	31	51	71	91
当年新增数量 (个)	n.a	0	1	4	22	20	20	20
营业面积 (M2)	10,965	10,965	18,965	35,403	128,903	213,903	298,903	383,903
新增营业面积	n.a	-	8,000	16,438	93,500	85,000	85,000	85,000
单店收入 (万元/个)	26,708	29,852	25,306	24,247	15,102	14,893	19,413	21,685
坪效 (万元/M2) -收入/仓储面积	n.a	10.89	6.67	6.16	3.63	3.55	4.61	5.14
省外收入小计 (百万元)	1,068	1,194	1,265	2,182	4,682	7,595	13,783	19,733
收入yoy		11.8%	6.0%	72.5%	114.5%	62.2%	81.5%	43.2%
通过收购获得的农资连锁业务	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
黄山新安农资					40	50	55	60
陕西辉隆					-	30	50	80
收购业务收入合计 (百万元)					40	80	105	140
收入yoy					-59.7%	100.0%	31.3%	33.3%
外销收入	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
外销收入 (百万元)	868	811	708	1,222	1,053	1,000	950	900
收入yoy					-13.9%	-5.0%	-5.0%	-5.3%
汇总	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
省内收入小计 (百万元)	2,383	2,272	2,113	2,147	2,421	2,810	3,170	3,314
省外收入小计 (百万元)	1,068	1,194	1,265	2,182	4,682	7,595	13,783	19,733
收购业务收入合计 (百万元)	-	-	-	-	40	80	105	140
外销收入 (百万元)	868	811	708	1,222	1,053	1,000	950	900
收入合计	4,319	4,278	4,086	5,552	8,196	11,485	18,008	24,087
收入yoy		-1.0%	-4.5%	35.9%	47.6%	40.1%	56.8%	33.8%
综合毛利率	5.14%	8.09%	6.77%	7.14%	5.80%	5.70%	5.80%	5.90%
毛利额 (百万元)	222.14	345.95	276.55	396.49	475.35	654.65	1,044.47	1,421.13
毛利yoy		55.7%	-20.1%	43.4%	19.9%	37.7%	59.5%	36.1%

来源：齐鲁证券研究所

图表 51: 辉隆股份财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售净收入	4,278	4,086	5,552	8,196	11,485	18,008	货币资金	576	633	594	302	487	902
增长率	-0.97%	-4.5%	35.9%	47.6%	40.1%	56.8%	应收账款	164	58	84	376	515	790
销售成本	-3,924	-3,801	-5,141	-7,696	-10,788	-16,901	存货	1,116	827	974	1,269	1,780	2,789
% 收入	91.7%	93.0%	92.6%	93.9%	93.9%	93.9%	其他流动资产	376	662	898	1,546	2,114	3,225
毛利	354	285	411	500	697	1,107	流动资产合计	2,232	2,179	2,550	3,492	4,897	7,705
% 收入	8.3%	7.0%	7.4%	6.1%	6.1%	6.1%	% 总资产	91.5%	84.7%	85.1%	81.9%	81.1%	84.7%
销售及行政费用	-219	-167	-217	-250	-367	-584	长期投资	117	172	211	211	211	211
% 收入	5.1%	4.1%	3.9%	3.0%	3.2%	3.2%	固定资产	75	165	158	485	844	1,084
EBITDA	135	118	194	250	330	522	无形资产	14	54	79	76	84	92
% 收入	3.2%	2.9%	3.5%	3.1%	2.9%	2.9%	非流动资产合计	208	393	448	772	1,140	1,388
折旧与摊销	-8	-9	-14	-25	-42	-62	% 总资产	8.5%	15.3%	14.9%	18.1%	18.9%	15.3%
% 收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	资产总计	2,440	2,572	2,998	4,265	6,037	9,093
EBIT	127	110	179	226	288	460	短期借款	1,053	668	1,284	71	53	0
% 收入	3.0%	2.7%	3.2%	2.8%	2.5%	2.6%	应付款项	1,158	1,459	1,147	2,131	3,043	4,853
利息费用	-66	-33	-44	-43	-40	-62	其他流动负债	21	23	27	98	130	181
投资收益	30	19	18	2	3	4	流动负债	2,232	2,150	2,458	2,301	3,226	5,033
税前经营收益	91	95	153	185	251	402	长期资产	0	0	0	0	700	1,700
% 收入	2.1%	2.3%	2.8%	2.3%	2.2%	2.2%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
其他非经营收益	14	60	38	30	25	25	负债	2,232	2,150	2,458	2,301	3,926	6,733
税前利润	105	155	191	215	276	427	普通股股东权益	187	392	506	1,925	2,062	2,290
% 收入	2.5%	3.8%	3.4%	2.6%	2.4%	2.4%	少数股东权益	20	30	34	39	49	70
所得税	-22	-32	-50	-54	-69	-107	负债股东权益合计	2,440	2,572	2,998	4,265	6,037	9,093
所得税率	20.8%	20.8%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	比率分析						
少数股东损益	25	5	4	5	10	21		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
归属于普通股股东净利润	58	118	137	156	197	299	每股指标						
净利率	1.4%	2.9%	2.5%	1.9%	1.7%	1.7%	每股收益(元)	0.725	1.051	1.224	0.654	0.824	1.250
现金流量表 (人民币百万元)							每股净资产(元)	2.343	3.499	4.519	8.048	8.622	9.572
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	每股经营现金净流(元)	0.359	3.839	-3.244	-0.059	-0.056	-0.444
净利润	83	123	141	161	207	320	每股股利(元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.250	0.300
少数股东损益	0	0	0	5	10	21	回报率						
非现金支出	10	11	33	25	42	62	净资产收益率	30.94%	30.05%	27.08%	8.12%	9.55%	13.06%
非经营收益	53	10	23	28	25	57	总资产收益率	2.38%	4.58%	4.57%	3.67%	3.26%	3.29%
营运资金变动	-118	285	-560	-228	-287	-545	投入资本收益率	17.69%	30.49%	13.04%	11.12%	9.96%	11.71%
经营活动现金净流	29	430	-363	-9	-3	-85	增长率						
资本开支	28	59	50	319	385	285	主营业务收入增长率	-0.97%	-4.47%	35.87%	47.62%	40.13%	56.80%
投资	-9	-40	0	0	0	0	EBIT增长率	66.39%	-13.49%	63.46%	25.78%	27.41%	59.93%
其他	3	2	7	2	3	4	净利润增长率	13.88%	103.01%	16.37%	14.11%	25.98%	51.79%
投资活动现金净流	-34	-97	-43	-317	-382	-281	总资产增长率	22.55%	5.40%	16.58%	42.25%	41.55%	50.62%
股权募资	51	90	1	1,310	0	0	资产管理能力						
债权募资	254	-385	615	-1,213	682	947	应收账款周转天数	5.0	0.4	2.2	2.0	2.0	2.0
其他	-232	-59	-93	-60	-101	-145	存货周转天数	77.8	93.1	63.8	60.0	60.0	60.0
筹资活动现金净流	72	-353	523	38	581	802	应付账款周转天数	12.5	11.0	4.8	5.0	5.0	5.0
现金净流量	67	-21	116	-288	196	435	固定资产周转天数	6.6	5.9	7.2	9.7	11.5	10.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	229.64%	8.45%	127.67%	-11.73%	12.58%	33.84%
							EBIT利息保障倍数	2.0	3.5	4.4	4.2	6.2	6.1

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