

龙力生物(002604.sz)

玉米全株产业链打造者

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010017

SAC 执业证书编号: S0260511020009

低聚木糖为核心, 纤维素乙醇为战略增长点

公司08-10年, 收入分别为7.08亿元、8.07亿元和10.61亿元, 其中, 主打产品低聚木糖10年收入为2.39亿元, 占总收入比重为22.5%, 呈现下降趋势, 而10年原材料价格大幅上升, 公司通过酶技术提高节约成本, 毛利率仍然保持64-65%较高水平; **纤维素乙醇是公司重点培养的战略业务, 为公司提供新的利润增长点。**09年投产当年亏损1191万元, 而10年则实现1.61亿元收入, 毛利率为11.8%, 产能利用率达到58.57%; **淀粉以及淀粉糖产品升级成为趋势,**10年销售收入为2.98亿元。

公司拥有成本和研发竞争优势, 同时符合国家产业政策

第一、成本优势体现在:低聚木糖原材料玉米芯为农产品废弃物, 其主要原材料成本在生产成本中的比重低, 此外, 公司用一种原料生产多种产品, 原料成本被分摊, 因此每个产品要较单独生产所耗费的原料成本低。**第二、研发优势:**公司凭借“产学研相结合”的研发模式, 在行业内取得了技术上的领先优势, 获得大量重量级奖项以及成果。

募投项目将提升综合毛利率, 完善循环经济产业链

募投项目包括: 1) 扩张高毛利率产品低聚木糖 6000 吨; 2) 食品级木糖及 L-阿拉伯糖联产项目; 3) 5000 吨晶体麦芽糖醇项目; 4) 沼气发电项目; 5) 功能糖综合技术研究开发中心项目。募投项目投产后将进一步提高公司盈利能力, 预计带来 7.53 亿元收入和 1.47 亿元净利润。

盈利预测与估值: 合理估值区间 20-24 元

预计11-13年摊薄之后EPS为0.61元、0.80元、1.01元, 参考公司未来利润增速, 按照2012年25-30倍PE测算, 一年内合理估值为20-24元。若公司近期能获得定点资格, 则将增厚公司未来3年的EPS, 在参与新股申购时可适当考虑其将部分增厚业绩的可能。

风险提示: 产能未如期达产, 原料价格异常上涨, 乙醇波动剧烈

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	809.93	1,063.82	1246.86	1521.79	1807.83
增长率(%)	13.30%	31.35%	17.21%	22.05%	18.80%
EBITDA(百万元)	170.01	197.67	194.30	241.27	294.78
净利润(百万元)	79.61	90.75	113.38	148.53	187.74
增长率(%)	20.18%	13.99%	24.93%	31.00%	26.40%
每股收益(元)	0.57	0.65	0.61	0.80	1.01

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	22.00 元
上市价格	22.00 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	186.40/46.60
主要股东:	程少博
主要股东持股比例	22.52%

财务比率

ROE	14.30%
ROA	11.68%
资产负债率	45.80%
每股净资产(元)	4.54
2010 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	22.00
主承销商:	华英证券有限责任公司
发行市盈率	33.85

目录索引

一、公司基本情况：玉米全株产业链打造者	3
（一）公司股权结构：管理层持股，经营者和股东利益一致	3
（二）产品结构：功能糖为主，纤维素乙醇为新增长点	4
（三）竞争优势分析：成本优势+产业政策优势+研发技术优势	5
（四）下游客户分析：不存在单一客户依赖风险	7
二、行业分析：健康引领者-功能糖，循环经济领跑者-燃料乙醇	7
（一）低聚木糖：健康产业的核心成员，未来需求空间大	8
（二）木糖醇：天然功能性甜味剂，行业逐渐走出低谷	8
（三）淀粉以及淀粉糖：支持公司稳定现金流，产品升级成趋势	9
（四）纤维素乙醇：极具优势的低碳循环经济领跑者	9
三、募投项目分析：扩张高毛利产能，改善产品结构	10
四、盈利预测与估值分析：合理估值为 20-24 元	11
五、风险提示	11

图表索引

图 1：公司各产品销售收入（万元）	5
图 2：公司各产品毛利率情况	5
图 4：公司循环产业链条图	6
图 5：公司目前对玉米芯的利用情况	6
图 6：各代次燃料乙醇生产工艺对比	10
表 1：公司发行前管理层股权结构	3
表 2：公司发行后股权结构	4
表 3：公司功能糖市场占有率情况	4
表 4：2010 年公司前 5 大客户销售情况以及占比	7
表 5：主要功能性低聚糖的理化特性及应用市场	8
表 6：公司木糖醇产品在国内的主要竞争对手	9
表 7：募投项目情况介绍（单位：万元）	10
表 8：公司各项产品盈利预测	11

-

一、公司基本情况：玉米全株产业链打造者

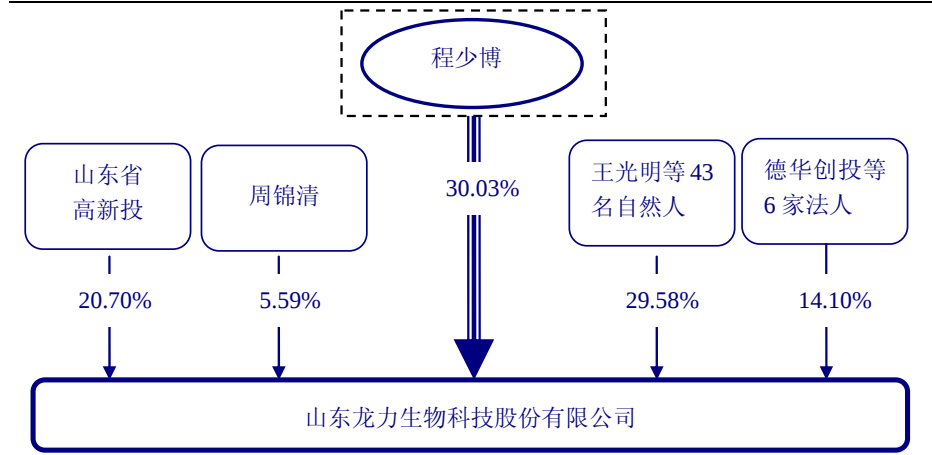
公司成立于2001年6月12日，办公地点为山东省禹城市，公司以打造“玉米全株产业链”为发展目标，经过10年发展，主要产品有低聚木糖、木糖醇、淀粉及淀粉糖等，这些产品应用到保健品、动物食品、乳品、功能性食品饮料、糖果等多个领域，公司战略性业务燃料乙醇自09年达产以来，目前趋势向好，且正在申请国家燃料乙醇定点资格，预计很快获得资格。

（一）公司股权结构：管理层持股，经营者和股东利益一致

公司股权结构相对集中，董事长为实际控制人，股东既有法人又有自然人，既有管理层又有创投公司，管理层持股实现了经营者和股东利益一致，但是存在上市后创投公司解禁带来股价压力。

发行上市前，公司董事长程少博为第一大股东，拥有股本比例为30.03%，山东省高新投为第二大股东，持股比例为20.70%，德华创投等6家法人拥有14.1%股权，管理层中除董事长外，其它管理层和技术人员持股比例为副总白庆林0.73%、高卫先财务总监1.2%、监事会主席王燕0.16%、副总孔令军0.32%、董秘高丽娟1.18%、技术研发中心总经理肖林0.24%。发行成功后，董事长程少博和山东省高新投持股比例分别降至22.52%和15.52%。

图1：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书

表 1：公司发行前管理层股权结构

姓名	职务	持股比例
程少博	总经理、董事长	30.03%
孔令军	副总经理	0.32%
白庆林	副总经理	0.73%
高卫先	副总经理、财务总监	1.20%
高丽娟	副总经理、董秘	1.18%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 2：公司发行后股权结构

股东名称	股份（万股）	比例
程少博	4,198.52	22.52%
山东省高新投（ss）	2,893.68	15.52%
周锦清	781.8	4.19%
德华创投	674.76	3.62%
成就控股	610	3.27%
海澜集团	337.44	1.81%
先锋电器	170	0.91%
贝莱投资	150	0.80%
鲁信广告（ss）	24.8134	0.13%
王光明等 43 位自然人	4,134.28	22.18%
全国社会保障基金（ss）	4.7066	0.03%
社会公众股	4,660.00	25.00%
合 计	18,640.00	100.00%

数据来源：招股说明书

（二）产品结构：功能糖为主，纤维素乙醇为新增长点

公司主导产品为低聚木糖，归属于益生元产品，由于没有行业协会或者政府相关产能、销量数据，公司没有相关数据证明公司的市占率情况，但是公司是《低聚木糖》行业标准的主起草单位，在低聚木糖行业一直保持领先地位。

根据量子高科招股说明书披露，不同的益生元低聚糖细分领域，已有不同的企业占据各自领域第一的位置，江门量子高科在低聚果糖领域中连续两年占据市场第一的位置，而同属禹城市的保龄宝在低聚异麦芽糖细分领域占据约70%的份额；云浮新金山在低聚半乳糖细分领域占据约60%的市场占有率。

表 3：公司功能糖市场占有率情况

功能糖名称	09 年排名第一企业占有率
低聚果糖（G50L）	55.11%（量子高科）
低聚高糖（除 G50L 外的其他品种）	49.79%（量子高科）
低聚异麦芽糖	70%（保龄宝）
低聚半乳糖	60%（云浮新金山）

数据来源：量子高科招股说明书，广发证券发展研究中心

根据公司近三年经营数据，公司主打产品低聚木糖销售收入稳步提升，从08年2.14亿元升至2010年2.39亿元，09-10年收入增速分别为8.23%和3.4%，其2010年占总收入比重为22.5%，呈现下降趋势，主要原因为公司低聚木糖产能并未扩张，但公司其他产品收入却开始上升，如纤维素乙醇，2010年收入骤升至1.6亿元，收入占主营产品比重约为16%。此外，公司在2010年原材料价格大幅上升的情况下，通过酶技术提高节约成本等方面因素，毛利率仍然维持在高位，在64-65%左右水平。

纤维素乙醇是公司重点培养的战略业务，未来将为公司提供新的利润增长点。

公司现有纤维素乙醇生产线 2009 年投产，当年实现销量 1243 吨，亏损 1191 万元，而 2010 年即实现销量 34493 吨，实现 1.6 亿元收入，毛利率为 11.8%，产能利用率达

到 58.57%。目前废渣采购成本比较低，未来若废渣成本提高，对公司毛利率将产生一定影响。

值得一提的是，公司目前正在申请国家燃料乙醇定点资格，取得资格后，公司的纤维素乙醇经变性处理（混入石油和防腐剂）后将作为变性燃料乙醇，按照“定点生产、定向流通、封闭运行”的模式向中石化山东分公司销售，据了解，燃料乙醇将享受免消费税，增值税返还以及补贴等政策，将明显提高此业务的盈利能力。

最后，对于玉米淀粉及淀粉糖产品，公司将按照“稳定为主、合理压缩、择机升级”的策略适度发展，过去三年，给公司带来稳定现金流，2010 年为 2.98 亿元，占收入比重为 28.05%，但其毛利率一直徘徊在个位数，虽然 10 年毛利率已上升至 8.03%，但其对公司毛利贡献不超过 10%，仅为 9.78%。

图 1：公司各产品销售收入（万元）

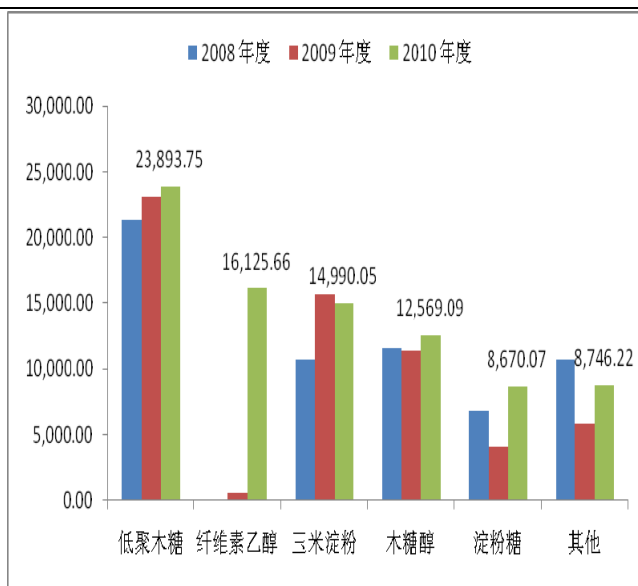
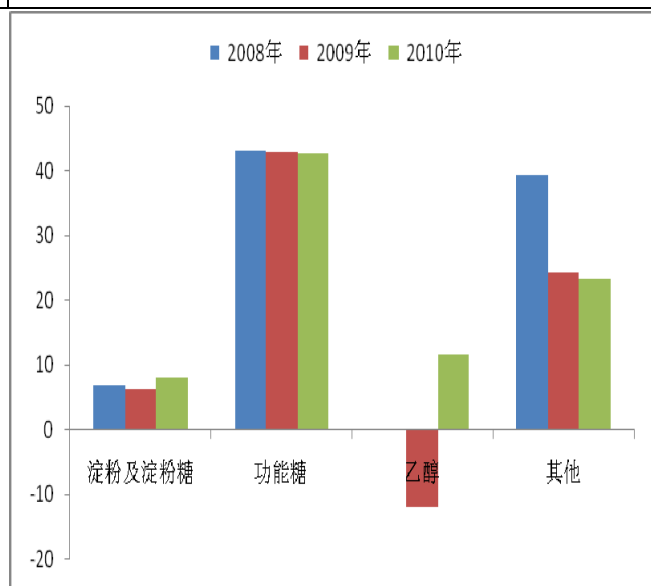


图 2：公司各产品毛利率情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

综合而言，公司是以玉米芯、玉米为原料，采用现代生物工程技术生产功能糖、淀粉及淀粉糖等产品，并循环利用功能糖生产中产生的玉米芯废渣生产第 2 代燃料乙醇等新能源产品的生物质综合利用企业。

（三）竞争优势分析：成本优势+产业政策优势+研发技术优势

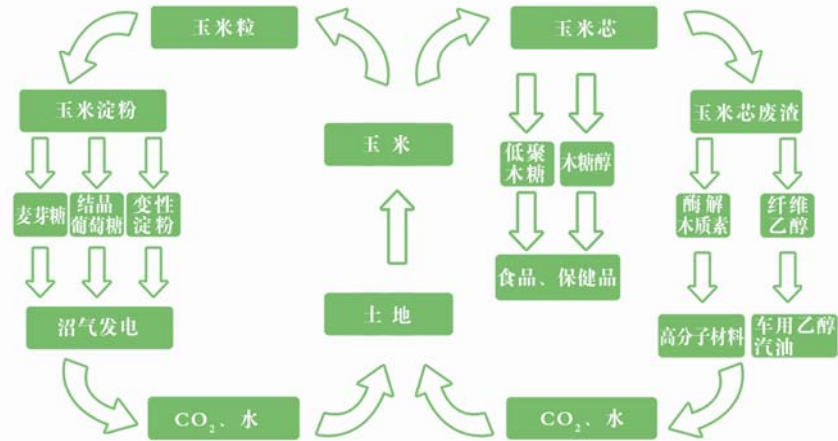
成本优势：低聚木糖的主要原材料价格低，循环经济降低生产成本

第一、原料成本优势：低聚木糖主要原材料玉米芯为农产品废弃物，相对于低聚果糖和低聚半乳糖主要原材料白砂糖和低聚异麦芽糖主要原材料玉米淀粉，其主要原材料成本在生产成本中的比重最低，同时售价高于低聚果糖和低聚半乳糖，综合而言，毛利率能维持相对高。

第二、循环经济降低生产成本：公司用一种原料生产多种产品，原料成本被分摊，因此每个产品要较单独生产所耗费的原料成本低。例如一粒玉米芯中 35% 可以利用到功能糖中，35% 利用到纤维素乙醇，20% 利用到高分子材料木质素，10% 沼气发电，几乎

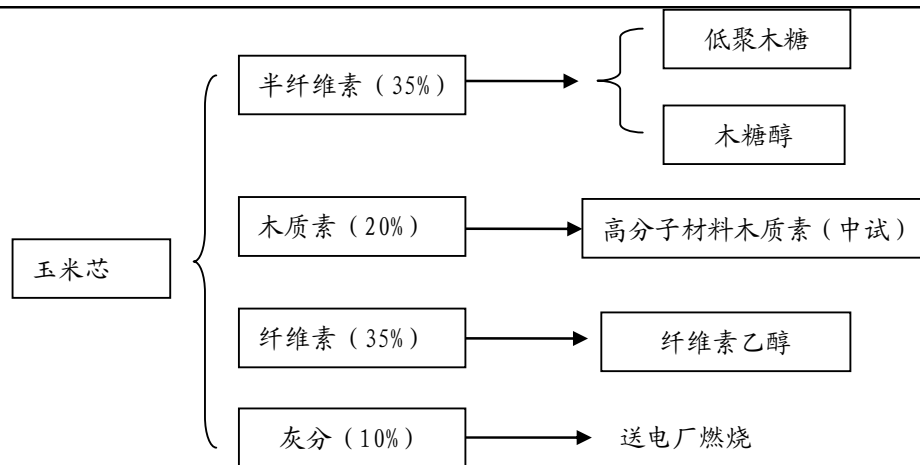
不浪费原材料。

图 4：公司循环产业链条图



数据来源：公司招股说明书

图 5：公司目前对玉米芯的利用情况



数据来源：公司招股说明书

产业政策优势：促进玉米深加工+鼓励纤维素乙醇政策

公司核心业务和战略业务皆符合国家产业政策，主要政策体现在：

国家发改委 2007 年 9 月颁布的《关于促进玉米深加工健康发展的指导意见》，已提出严格控制玉米深加工过快增长，实现饲料加工业和玉米深加工的协调发展，保障国家粮食安全。这有利于以玉米芯等非粮食生产的低聚木糖和木糖醇的发展。

我国《可再生能源中长期发展规划》明确提出，要高度重视生物质能开发与粮食和生态环境的关系，不得违法占用耕地，不得大量消耗粮食，不得破坏生态环境，不再增加以粮食为原料的燃料乙醇生产能力，合理利用非粮生物质原料生产燃料乙醇，并提出在 2010 年增加非粮食乙醇 200 万吨，到 2020 年实现生物燃料乙醇年利用量 1000 万吨的目标。目前，我国已禁止新建粮食乙醇项目，重点发展非粮食燃料乙醇（第 1.5 代），并努力实现纤维素乙醇（第 2 代）的产业化生产。

同时最新出台的《产业结构调整指导目录（2011版）》中明确提出，鼓励发展生物质纤维素乙醇、生物柴油等非粮生物质燃料生产技术的开发与应用，纤维素乙醇符合国家产业结构调整的方向和要求。

研发优势：荣获多项重量级殊荣

公司凭借“产学研相结合”的研发模式，在行业内取得了技术上的领先优势，获得大量重量级奖项以及成果。例如：

通过与中国农业大学合作研发，公司在2001年率先在国内实现低聚木糖工业化生产，已先后获得5项发明专利，其中，“玉米芯酶法制备低聚木糖”荣获2006年度国家技术发明二等奖。

2006公司与山东大学微生物技术国家重点实验室联合开发“利用现代生物技术酶解工业纤维废渣生产乙醇技术”，获得山东省技术发明一等奖，取得了“利用玉米芯加工残渣发酵生产纤维酒精的方法”的国家发明专利，并于2009年10月建成以玉米芯废渣为原料的纤维素乙醇生产线。公司目前正与清华大学研究秸秆制乙醇的技术。

（四）下游客户分析：不存在单一客户依赖风险

公司主打产品低聚木糖产品分为20P、35P、70P、70L、95P等5类，主要面向饲料、保健品等市场，下游行业企业众多，行业集中度不高，同时低聚木糖具有起效点低、用量少的特点，所以发行人低聚木糖产品的客户较为分散，例如最大客户为无限极，2010年销量仅为1000多万元，约为低聚木糖收入的6%左右，远远小于量子高科第一大客户40%以上的比重，公司对前5名客户的销售收入占低聚木糖销售收入的比重一直保持在20%左右。

公司是国际著名企业箭牌公司2010年全球十大优秀供应商之一，由于木糖醇整体销量不高，箭牌占木糖醇销售占比为40%以上，随着公司2011年与吉百利公司正式进入合作关系，未来第一大客户占比会逐渐降低。

保龄宝作为公司2010年总销售收入的第二大客户，公司主要向其销售玉米淀粉。

表4：2010年公司前5大客户销售情况以及占比

序号	客户名称	金额（万元）	占营业收入的比例（%）
1	箭牌糖果（中国）有限公司	5043.83	4.74
	箭牌糖类（上海）有限公司		
2	保龄宝	4729.93	4.45
3	TAIWAN FRUCTOSE CO.,LTD	1953.92	1.84
4	河北诚信有限责任公司	1795.14	1.69
5	山东瑞普生化有限公司	1555.76	1.46
	合计	15078.58	14.18

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

二、行业分析：健康引领者-功能糖，循环经济领跑者-

燃料乙醇

公司主要围绕玉米打造系列产业链，涉及多个行业，下面，我们将逐个简要分析：

（一）低聚木糖：健康产业的核心成员，未来需求空间大

在国际上，低聚糖产业已经发展成为一个重要的生物技术产业，市场化品种 20 多种，正在研发的品种有近百种，催生了 400 多亿美元的功能食品市场及 100 多亿美元的功能饲料市场，并且每年仍以 10%-20% 的速度增长。

公司主营产品低聚木糖，其具备独特属性，如：耐酸性、耐热性、摄入量低，添加剂量小，可以减少消费者的服用剂量及频次。

表 5：主要功能性低聚糖的理化特性及应用市场

品名	低聚木糖	低聚异麦芽糖	低聚果糖	低聚半乳糖
用量（克/天）	0.7-1.4	15-20	5 月 10 日	2 月 10 日
耐酸性（pH）	2.3-8	4 月 6 日	4 月 6 日	4 月 6 日
消化率	0.40%	10%	10%	少量
甜度	0.5	0.4-0.6	0.3-0.6	0.3-0.4
原料	玉米芯	淀粉	蔗糖、菊粉	乳糖
主要市场	保健食品、动物食品、功能性食品饮料	乳品、保健食品、食品	婴幼儿食品、乳品、保健食品	婴幼儿食品、乳品、保健食品

数据来源：公司招股说明书

低聚木糖市场需求空间巨大。根据保健食品、饲料、乳品、功能饮料等行业的现有市场容量、增长率、低聚木糖应用程度等情况分析，预计这些行业 2013 年对低聚木糖的需求量将达到 19700 吨左右。

考虑到低聚木糖在功能饮料、功能食品等其他行业的应用，预计 2013 年现有的下游行业对低聚木糖的需求量将达 2 万吨以上。

（二）木糖醇：天然功能性甜味剂，行业逐渐走出低谷

木糖醇是功能性糖醇中的重要品种，是一种具有营养价值的甜味物质，也是人体糖类代谢的正常中间体。商品木糖醇主要是用玉米芯、甘蔗渣等农业作物经过水解制取木糖、木糖加氢醇化、净化、结晶等工艺加工而成的天然功能性甜味剂。

我国木糖醇生产企业主要有福田药业、浙江华康、丹尼斯克甜味剂（安阳）有限公司、禹城绿健和龙力生物等，总生产能力约为 10 万吨。

表 6：公司木糖醇产品在国内的主要竞争对手

公司	基本情况
丹尼斯克	世界最大的食品配料公司之一，是世界上最大的木糖醇企业。2004 年在河南安阳市设立子公司生产木糖、木糖醇，现有木糖醇产能 1.5 万吨，产量约 1 万吨。
福田药业	1993 年建立木糖醇厂，主要生产木糖、木糖醇等多元醇产品，是较早生产木糖醇的厂家，在山东禹城、菏泽、河北永清设有工厂，现有木糖醇产能 4 万吨，产量约 2 万吨。
浙江华康	国内最早的以生产和销售木糖、木糖醇为主的企业之一，1983 年即开始生产木糖醇，2003 年在河南焦作设立木糖生产基地，2006 年在吉林设立生产木糖的合资公司，现有木糖醇产能 3 万吨，产量约 2 万吨。
禹城绿健	成立于 2000 年，近几年开始生产木糖醇，主要产品为木糖醇和晶体麦芽糖醇，现有木糖醇产能 1.6 万吨，产量约 4000 吨。

数据来源：公司招股说明书

木糖醇已经走出了低谷，2011 年开始量价齐升。受 2008 年国际金融危机的影响，木糖醇产品需求量有所下降，市场价格出现下滑，在此背景下，公司木糖醇销量仍实现了稳步提升。随着市场的调整，部分木糖醇生产企业陆续停产，部分产能遭淘汰。随着负面因素的消退以及未来不确定性消除，2010 年下半年木糖醇行业开始复苏，价格提升明显。从市场调研得到的数据来看，箭牌 2011 年的采购价格比 2010 年大幅提高。

（三）淀粉以及淀粉糖：支持公司稳定现金流，产品升级成趋势

淀粉糖是玉米淀粉的深加工产品，主要包括葡萄糖（浆）、麦芽糖（浆）、麦芽糊精、果葡糖浆、结晶果糖、赤藓糖醇、晶体麦芽糖醇等产品。

淀粉糖市场需求稳定增长，是公司现金流业务。我国淀粉糖生产企业众多，其中规模以上企业（5 万吨/年以上）约为 25 家，产能合计为 499 万吨，其中排名前十的企业产能合计为 362 万吨，占规模以上企业的 72.55%。淀粉糖产品品种众多，且主要产品均已制定国家或行业标准，因此行业本身市场化程度很高，从原材料采购到产品销售，均由市场供需情况决定。

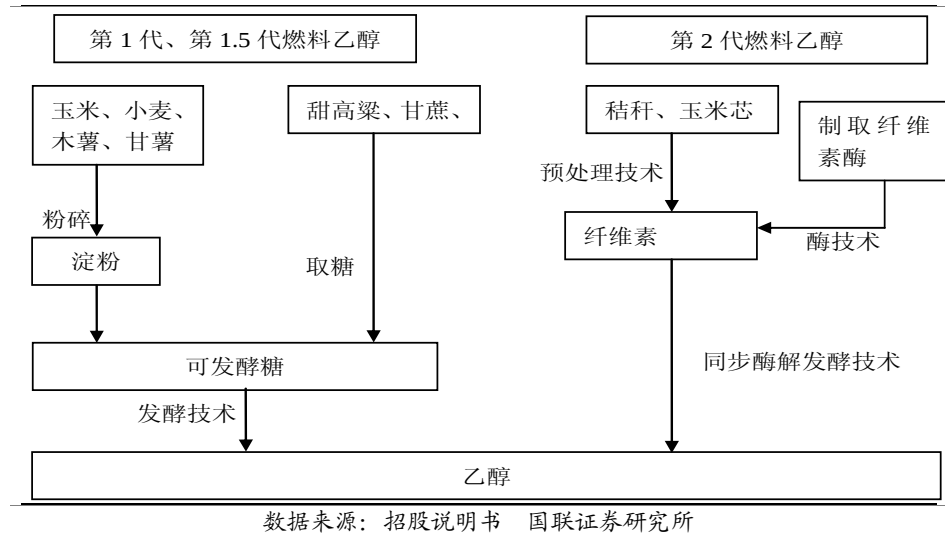
（四）纤维素乙醇：极具优势的低碳循环经济领跑者

燃料乙醇是指添加变性剂进行变性处理后，可以混入汽油用作车用点燃式内燃机燃料的无水乙醇，其乙醇体积含量为 92.1%。目前，我国销售的乙醇汽油，即为汽油与燃料乙醇按照 90:10 的比例混合后的汽油。

纤维素乙醇在原料获取、成本、政策等方面极具优势，将成为未来燃料乙醇生产的主要方式。

第一，纤维素乙醇的原材料资源丰富，可以满足大规模替代石油的战略需求。根据国际能源署 2010 年的研究，我国以稻草、玉米秸秆、小麦秸秆为代表的农林一次残留物为 5 亿吨，以稻壳、玉米芯为代表的农作物二次废弃物为 1 亿吨，两者合计可低成本生产纤维素乙醇 5000 万至 7000 万吨左右，高于第 1.5 代乙醇 1800 万吨的潜力。

图 6：各代次燃料乙醇生产工艺对比



第二，纤维素乙醇的原材料成本较低，价格波动较小，具有成本优势。我国用于生产纤维素乙醇的各类秸秆的成本约为 200 至 400 元/吨，使纤维素乙醇的直接原材料成本仅为 1400 至 3000 元/吨左右，成本较低，远低于目前第 1 代燃料乙醇的直接原材料成本 6600 元/吨或第 1.5 代的 4000 元/吨左右。同时，与粮食、经济作物相比，农作物废弃物的价格波动受自然灾害、播种面积等因素的影响较小。

纤维素乙醇未来成长空间巨大。我国《可再生能源中长期发展规划》明确提出在 2010 年增加非粮食乙醇 200 万吨，到 2020 年实现生物燃料乙醇年利用量 1000 万吨的目标。

三、募投项目分析：扩张高毛利产能，改善产品结构

公司本次募投项目产品均属于功能糖产品，尤其是加大了高利率产品低聚木糖产能扩张，公司现有 4000 吨低聚木糖产能，2012 年达产后，总产能可达 1 万吨，考虑到低聚木糖行业空间，公司预计 2013 年国内低聚木糖的需求量将达到 2 万吨以上，未来产能消化问题不大，但需要时间逐渐释放。

精制食品级木糖及结晶阿拉伯糖联产项目属于淀粉糖的升级项目，根据公司战略规划，淀粉以及淀粉糖属于公司适度发展、合理升级的产品，年产 5000 吨晶体麦芽糖醇属于也功能糖产品，进一步增强功能糖主业的发展规划。

募投项目除沼气发电建设周期为 6 个月外，其它项目皆为 12 个月建设周期。

根据公司测算，若项目完全达产后，预计可以给公司贡献 7.53 亿元销售收入，1.47 亿元净利润，其中低聚木糖收入和利润占比皆超过 50%。

表 7：募投项目情况介绍（单位：万元）

项目名称	预计投资金额	年折旧	年销售收入	年净利润
------	--------	-----	-------	------

年产 6000 吨低聚木糖建设项目	11,031.17	872.47	39,738.00	7,481.30
精制食品级木糖及结晶阿拉伯糖联产项目	8,982.24	611.19	22,080.00	4,609.50
年产 5000 吨晶体麦芽糖醇项目	7,632.31	617.08	12,100.00	2,228.68
沼气发电项目	1,993.39	120.76	1,431.60	391.46
功能糖综合技术研究开发中心项目	4,989.07	369.8		
合计	34,628.18	2,591.30	75,349.60	14,710.94

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值分析：合理估值为20-24元

关键假设：

第一、随着产能扩张，低聚木糖未来 3 年增速逐步提升，燃料乙醇 2012 年销量接近 5 万吨，低聚木糖价格今年仍将稍有下降，但后面几乎保持不变；

第二、公司未来 3 年综合毛利率维持相对稳定，分别为 22%、23%和 23%，募投项目将提升公司的整体毛利率水平；

第三、各项费用保持历史 2 年平均水平；

第四、所得税率按2010年度税率水平计算。

第五、未考虑获取资格后，增厚公司利润。

综合而言，测算各产品销售收入结果如下表：

表 8：公司各项产品盈利预测

销售收入（百万元）	708.5	807.8	1061.6	1246.9	1521.8	1807.8
低聚木糖	213.51	231.09	238.94	249.69	324.60	421.98
纤维素乙醇	0.00	6.27	161.26	209.63	265.19	306.29
玉米淀粉	107.24	157.09	149.90	214.36	294.74	389.06
木糖醇	115.49	113.77	125.69	164.97	207.86	261.91
淀粉糖	68.52	40.85	86.70	100.75	120.94	139.13
其他	107.03	58.11	87.46	87.46	88.46	89.46
商业	96.67	200.61	211.65	220.00	220.00	200.00

数据来源：广发证券发展研究中心

发行完毕后，未考虑获取燃料乙醇定点销售资格，预计11-13年摊薄之后EPS为0.61元、0.80元、1.01元，参考公司未来利润增速，按照2012年25-30倍PE测算，一年内合理估值为20-24元。

若公司近期能获得定点资格，则将增厚公司未来3年的EPS，根据公司初步测算，可增厚11-13年EPS0.12元、0.31元和0.31元，但由于存在不确定，我们不好判断定点资格获得所获取的实际补贴款，在参与新股申购时可适当考虑其将部分增厚业绩的可能。

五、风险提示

产能未如期达产，玉米芯以及废渣价格异常上涨，乙醇波动剧烈。

资产负债表

单位：百万元

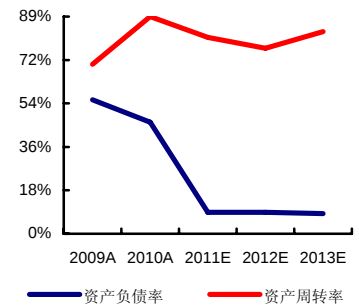
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	537	434	1,160	1,282	1,460
货币资金	298	191	826	874	949
应收及预付	71	90	87	144	182
存货	168	153	248	263	329
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	670	736	752	792	810
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	503	597	631	653	667
在建工程	128	60	50	70	75
无形资产	30	70	68	67	65
其他非流动资产	7	7	0	0	0
资产总计	1,207	1,171	1,912	2,074	2,270
流动负债	378	336	52	66	74
短期借款	328	220	0	0	0
应付及预收	34	42	52	66	74
其他流动负债	16	74	0	0	0
非流动负债	288	200	116	116	116
长期借款	223	116	116	116	116
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	65	84	0	0	0
负债合计	666	536	169	182	190
股本	140	140	186	186	186
资本公积	333	334	1,283	1,283	1,283
留存收益	68	159	272	421	609
归属母公司股东权益	540	632	1,741	1,890	2,078
少数股东权益	1	0	0	0	0
负债和股东权益	1,207	1,168	1,910	2,072	2,268

利润表

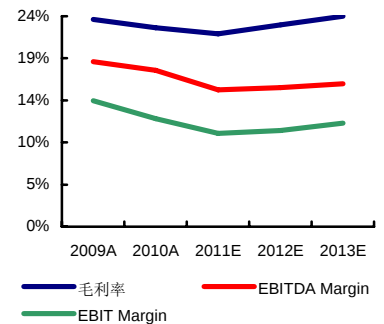
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	810	1064	1247	1522	1808
营业成本	619	823	973	1172	1374
营业税金及附加	8	15	17	21	25
销售费用	22	39	50	76	90
管理费用	45	57	75	86	105
财务费用	40	31	5	-1	-2
资产减值损失	-10	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	88	100	127	168	215
营业外收入	7	8	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	94	108	134	176	222
所得税	14	17	21	27	34
净利润	80	91	113	149	188
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	80	91	113	149	188
EBITDA	152	190	194	241	295
EPS (元)	0.57	0.65	0.61	0.80	1.01

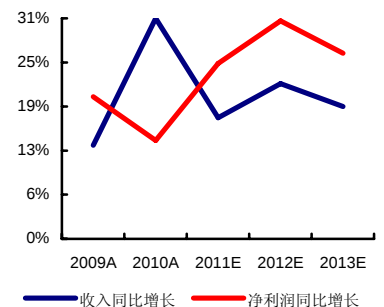
资产负债率趋势



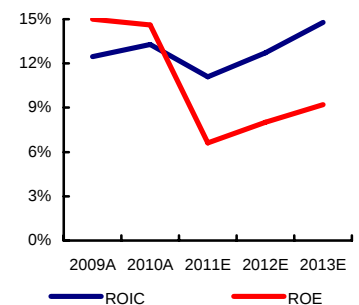
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

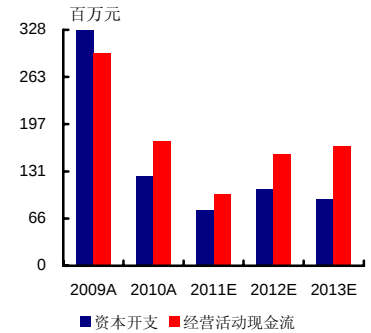
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	296	174	100	156	167
净利润	80	91	113	149	188
折旧摊销	36	59	62	74	82
营运资金变动	160	-4	-81	-60	-95
其它	20	28	6	-7	-7
投资活动现金流	-265	-97	-77	-107	-92
资本支出	-328	-124	-77	-107	-92
投资变动	7	1	0	0	0
其他	57	25	0	0	0
筹资活动现金流	-31	-184	612	0	0
银行借款	429	224	-220	0	0
债券融资	-533	-379	-157	0	0
股权融资	117	0	996	0	0
其他	-43	-29	-6	0	0
现金净增加额	0	-107	635	48	75
期初现金余额	298	298	191	826	874
期末现金余额	298	191	826	874	949

主要财务比率

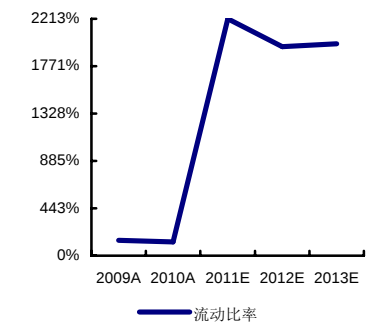
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	13.3%	31.3%	17.2%	22.0%	18.8%
营业利润	24.9%	14.4%	26.9%	32.5%	27.6%
归属于母公司净利润	20.2%	14.0%	24.9%	31.0%	26.4%
获利能力					
毛利率	23.6%	22.7%	22.0%	23.0%	24.0%
净利率	9.8%	8.6%	9.1%	9.8%	10.4%
ROE	14.7%	14.4%	6.5%	7.9%	9.0%
ROIC	12.2%	13.0%	10.9%	12.5%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	55.2%	45.9%	8.8%	8.8%	8.4%
净负债比率	49.3%	34.6%	-40.8%	-40.1%	-40.1%
流动比率	1.42	1.29	22.13	19.54	19.80
速动比率	0.96	0.77	16.88	15.01	14.80
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.89	0.81	0.76	0.83
应收账款周转率	11.77	19.32	19.32	19.32	19.32
存货周转率	3.18	5.13	3.93	4.45	4.17
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	0.65	0.61	0.80	1.01
每股经营现金流	2.12	1.24	0.54	0.83	0.90
每股净资产	3.87	4.52	9.34	10.14	11.15
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.8	1.2	-3.7	-3.1	-2.8

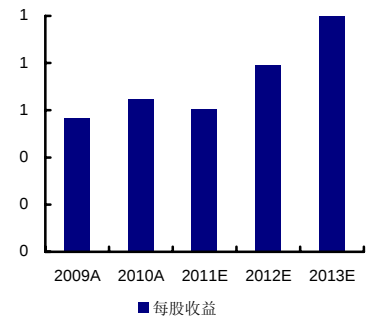
资本开支与经营活动现金流



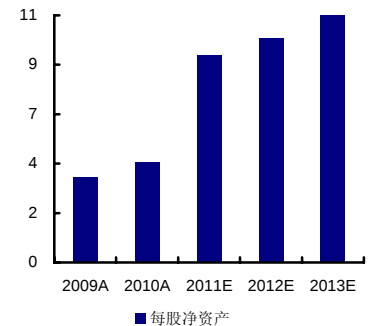
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。