

## 稻米深加工行业的区域龙头

### ——万福生科新股点评

**万福生科**  
**300268**

#### 事件

万福生科（300268）首次公开发行A股，本次将发行1,700万股，占发行后总股本6,700万股的25.37%。

#### 评述

公司是南方地区稻米深加工行业的区域龙头。公司自2003年成立以来一直从事稻米精深加工系列产品的研发、生产和销售，即以稻谷、碎米为主要原料，生产大米淀粉糖、大米蛋白质、米糠和食用米等产品。其产品广泛应用于食品、饮料、饲料、医药、保健品、化工等领域。目前收入主要来源于淀粉糖、食用米类和蛋白粉类产品的生产和销售。2010年三者销售收入和毛利的合计占比分别为93.4%和94.8%。

**消费升级和产品替代将推动淀粉糖行业年均增长20%以上。**据联合国粮农组织统计，2009年我国人均食糖消费量为10.1公斤，明显低于22.7公斤的世界人均消费水平，我国食糖的消费需求增长潜力很大。作为食糖替代品的淀粉糖，未来市场空间亦大。淀粉糖产品因具有成形性能好、甜味口感适宜、热值低、营养丰富、保湿性强、食用不过敏等特点，在糖消费中所占比重或人均消费量将会不断提高。淀粉糖不仅大量应用于食品工业，在很多领域都有广泛用途，是很多工业产品的原料和初级产品。2000年-2009年，我国淀粉糖年产量的年复合增长率约为24%，远高于同期国民经济增速。2010年淀粉糖产量900万吨，预计到2011年、2012年产量将分别增加到1144万吨、1450万吨。

公司以大米淀粉糖为主导产品，是湖南及周边省区规模最大的淀粉糖企业之一。国内淀粉糖原料以玉米和大米为主，北方作为玉米的主产区以玉米淀粉糖为主，普遍规模较大。但对于南方用糖企业来说，包含运输成本在内的玉米淀粉糖的综合成本要高于南方大米淀粉糖，这给予了南方大米淀粉糖企业很大的空间。公司是“中国淀粉糖二十强”企业中三家大米淀粉糖企业之一，目前受产能瓶颈限制，公司产品仅能满足湖南省内市场的30%左右。

产品售价的上涨，采购、生产及运输环节的成本控制使公司保持了较高毛利率。2008年至今，公司整体毛利率一直处在23%左右的水平，较高的毛利率水平得益于以下方面：1、从终端产品售价来看，大米淀粉糖的售价主要参照玉米淀粉糖的市场价格来确定。近年来玉米价格涨幅较大，国家取消玉米收购增值税抵扣的优惠政策，玉米淀粉糖价格在不断上涨。公司的其他产品大米蛋白粉、米糠油售价也有上升趋势；2、从成本端来看，公司靠近稻谷主产区及稻谷初加工业集中区，并且拥有规模领先

**首次**

**不评级**

分析师：李臣燕

投资咨询执业证书编号：

S0630511010002

联系信息：

010-59707102

lcy@longone.com.cn

联系人：李其东

021-50586660-8646

liqd@longone.com.cn

日期

分析：2011年9月15日

调研：无

价格

合理价格区间：20.8元 - 26元

公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.83	1.04	1.29	1.59
PE				
PB				

注：EPS为最新股本摊薄后数据

的仓储能力，在稻谷收购、存储方面的优势使得公司原材料成本控制能力领先于一般同行；3、从区位优势来看，公司产品集中销售于湖南、广东、湖北三地，相对于淀粉糖行业内主要竞争对手（主要位于山东、河南、河北等地），公司运输成本较低，每吨节约运费 50 元/百公里；4、从中间生产过程环节来看，公司原料出库到生产车间及产品、副产品全过程使用输送带和风网传递，并且生产布局合理，公司内部物流成本控制优势明显。公司的循环经济生产模式，通过生物技术等手段对稻谷“榨干吃净”，全方位利用也有利于在一定程度上降低成本。

**募投项目聚焦产能扩张和产品升级。**募投项目建设一方面有利于提升产能，缓解公司产能瓶颈。产能扩大有利于巩固公司的行业地位，改善公司产品结构，争取和稳定大型客户，提升与上游供应商和下游客户的议价能力。另一方面，“年产 5000 吨食用级大米蛋白粉产业化项目”、“年产 3000 吨精纯米糠油技改项目”有利于公司产品升级。公司目前的蛋白粉产品主要是饲用蛋白粉，销售给养殖行业；米糠油产品也主要是下游油脂厂的原材料，并非面向最终消费者的终端产品。这两个募投项目通过对产品的进一步深加工，使蛋白粉和米糠油产品达到食用级，则产品具有更高的附加值，有利于提升公司盈利能力。

表 1: 公司募投项目分析

项目名称	投资总额	财务内部收益率	投资回收期	建设期	达产后年均销售收入	达产后年均净利润
循环经济型稻米精深加工生产技改项目	24,058	30.8%	4.7	1	59,275	9,827
年产 5000 吨食用级大米蛋白粉产业化项目	9,653	31.4%	4.9	1	15,697	4,202
年产 3000 吨精纯米糠油技改项目	2,593	39.3%	3.8	1	6,308	1,107
稻米生物科技研发中心建设项目	1,621					
<b>募投项目合计</b>	<b>37,925</b>				<b>81,280</b>	<b>15,136</b>

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

**盈利预测及投资建议。**我们预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 1.04 元、1.29 元和 1.59 元，给予 20-25 倍的 PE 估值，合理的价格区间为 20.8 元 - 26 元。

**风险提示：**原材料价格波动的风险。

表 2: 未来三年利润表预测

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	22824	32765	43359	51851	66828	83067
营业成本	17625	24685	32985	39949	51694	64026
营业税金及附加	4	36	139	21	27	33
销售费用	274	1026	1217	1539	1984	2421
管理费用	492	1860	2368	2888	3722	4597
财务费用	1153	1049	1198	212	322	699
投资收益	0	0	54	0	0	0
资产减值及公允价值变动	13	(91)	(83)	(54)	(76)	(71)
其他收入	(25)	182	(79)	(0)	0	0
营业利润	3265	4200	5343	7188	9003	11219
营业外净收支	55	201	775	500	500	500
利润总额	3320	4400	6118	7688	9503	11719
所得税费用	754	444	563	769	950	1172
少数股东损益	0	0	0	(55)	(75)	(95)
归属于母公司净利润	2566	3956	5555	6974	8628	10642

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所预测

**作者简介**

**李臣燕：**农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

**评级定义**

- 市场指数评级** 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%  
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
- 行业指数评级** 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
- 公司股票评级** 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%  
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间  
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间  
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897