

# 万福生科 (300268. ) 农业综合行业

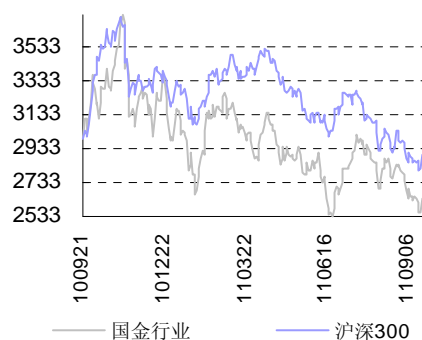
新股研究

上市定价(人民币): 25.00 元  
 目标价格(人民币): 26.04-31.62 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	25.00
发行A股数量(百万股)	17.00
总股本(百万股)	67.00
国金农业综合指数	2559.49
沪深300指数	2771.01



## 稻米深加工产业链经营的领军者

### 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.791	1.111	0.928	1.357	1.688
每股净资产(元)	3.19	4.30	10.23	11.49	13.17
每股经营性现金流(元)	0.25	1.43	0.46	0.80	0.75
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	100.73	116.21	101.56	101.56	101.56
净利润增长率(%)	54.20%	40.42%	11.96%	46.21%	24.37%
净资产收益率(%)	24.81%	25.84%	9.08%	11.82%	12.81%
总股本(百万股)	50.00	50.00	67.00	67.00	67.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论

- 公司自 2003 年成立以来, 从事稻米精深加工全产业链产品的生产和销售, 实现对稻米资源综合开发。公司的产品包括淀粉糖、蛋白粉、食用米和米糠油等。其中, 公司 2009 年的淀粉糖市场份额约为 0.76%。
- 公司掌握核心的大米深加工技术, 主要产品淀粉糖性能指标优异。
- 公司产品具有成本优势: (1) 原料: 公司地处湖南常德, 稻米原料供给丰富, 采购成本低; (2) 加工: 公司通过一机多用和改良工艺, 有效降低能耗; (3) 运输: 在湖南广东等地, 相对华北、东北的玉米淀粉糖具有 10% 左右的运输成本优势。
- 公司产品逐步升级, 未来增长可期。
  - 大米淀粉糖未来市场容量有望翻倍。淀粉糖近年增长约 23%, 逐步替代白糖。在南方地区, 大米淀粉糖与玉米淀粉糖相比具有运输成本优势。
  - 公司淀粉糖正由食品级向医药级升级, 蛋白粉由饲料级向食用级升级, 大米由普米向精米过渡。产品的逐步升级有望带动盈利能力的提升。
  - 预计到 2013 年, 公司淀粉糖、大米、蛋白粉和米糠油产能分别比目前增长 115%、76%、40% 和 115%。

### 盈利预测、估值与定价

- 盈利预测。我们预计公司 2011 年-2013 年的净利润分别为 62.20 百万元、90.94 百万元和 113.11 百万元, 同比增速分别为 11.96%、46.21% 和 24.37%, EPS 分别为 0.93 元、1.36 元和 1.69 元。
- 估值与定价。目前国内 A 股上市公司与万福生科比较可比的是龙力生物、量子高科和保龄宝。从谨慎的角度出发, 我们剔除估值偏高的龙力生物, 主要参考量子高科和保龄宝的估值水平, 给予公司 2011 年 28-34 倍的 PE 估值, 公司二级市场股价的合理区间为 26.04-31.62 元, 相当于 19.15-23.25 × 12PE。

### 风险提示

- 原料供应风险。公司地处湖南湖北地区, 若遇到极端天气灾害例如干旱或洪涝, 可能会造出稻谷的大幅减产以及原料价格快速上涨。
- 原料存储风险。公司在每年的 7-12 月份采购, 供全年使用。公司若未能有效管理, 易出现原料变质风险。

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027  
 (8621)61038213  
 chenzzh@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人  
 (8621)61038294  
 yuxl@gjzq.com.cn

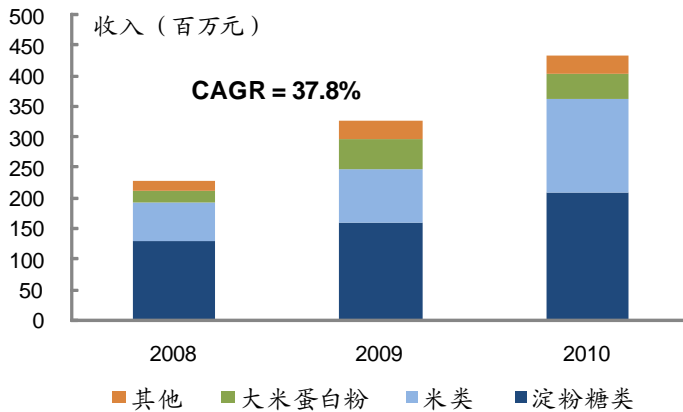
## 内容目录

公司概况——湖南稻米深加工全产业链企业 .....	3
稻米深加工产业链，综合利用降低成本.....	3
稻米深加工产业链，循环&经济.....	3
依靠原料产地优势，掌握核心深加工技术.....	5
产业链节约成本，销售保证合理利润.....	6
横向比较：公司盈利能力较强，是全产业链经营的佼佼者.....	7
公司将突破产能瓶颈，逐步优化产品结构.....	8
大米淀粉糖市场需求将翻倍，公司产品供不应求.....	8
2012年将突破产能瓶颈，原料充足无忧.....	9
产学研合作，产品升级改善盈利.....	10
募投项目分析.....	11
盈利预测与股票估值.....	11
风险提示.....	13
附录：三张报表预测摘要.....	14

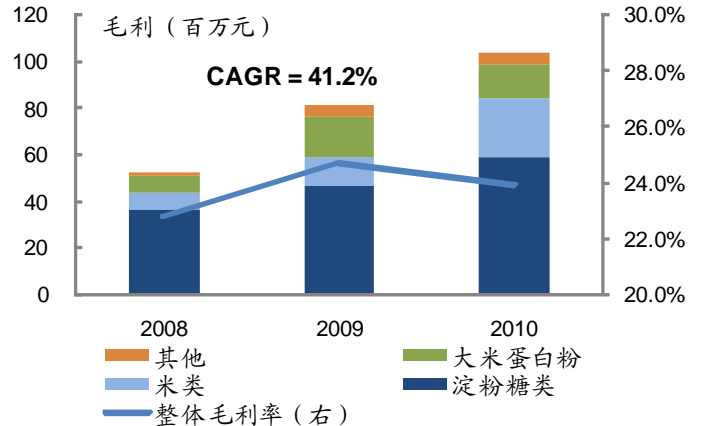
## 公司概况——湖南稻米深加工全产业链企业

- 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，对稻米资源综合开发，产品包括大米淀粉糖、大米蛋白粉、米糠油和食用米等。公司 2009 年在淀粉糖市场份额为 0.76%。公司被评为“2010 年度湖南省私营企业 100 强”。
- 2008-2010 年公司收入复合增速达 37.8%。2010 年公司营业收入达 4.3 亿元，其中淀粉糖占总收入之比为 48.2%，占总毛利之比为 57.5%。
- 本次发行前公司总股本为 5000 万股，本次共发行 1700 万股。公司实际控制人为龚永福（董事长）、杨荣华夫妇。本次募集资金主要投于扩大淀粉糖、蛋白粉和米糠油加工生产线的产能。

图表1: 公司 2010 年收入达 4.3 亿元



图表2: 公司毛利率在 20%-25% 之间



来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表3: 公司实际控制人为龚永福、杨荣华夫妇

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数 (万股)	比例	股数 (万股)	比例
龚永福	2009.5	40.2%	2009.5	30.0%
杨荣华	2009.5	40.2%	2009.5	30.0%
盛桥投资	320	6.4%	320	4.8%
余小泉	200	4.0%	200	3.0%
刘丽	180	3.6%	180	2.7%
鸿景创投	80	1.6%	80	1.2%
其他个人	201	4.0%	201	3.0%
社会公众股东	-	-	1700	25.4%
合计	5000	100.0%	6700	100.0%

来源: 招股说明书、国金证券研究所

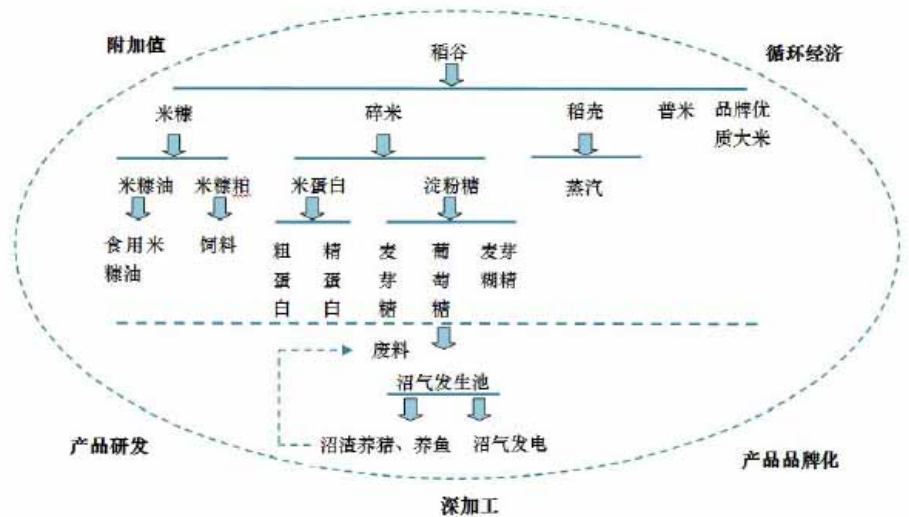
## 稻米深加工产业链，综合利用降低成本

### 稻米深加工产业链，循环&经济

- 公司在国内首创以大米淀粉糖、大米蛋白为核心产品的稻米精深加工及副产物高效综合利用的循环经济生产模式，并已成为循环经济水平和副产品综合利用效率最高、产业链条最长的企业之一。
- 公司的生产模式为产业链一条龙，对稻谷“吃干榨尽”充分利用。

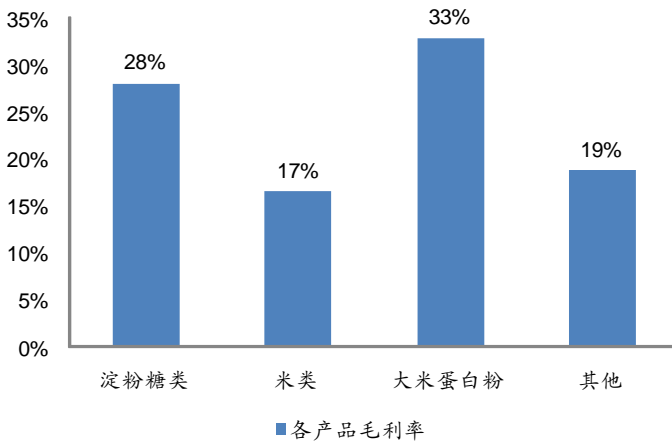
- 脱壳后的糙米加工成为食用米，碎米生产大米淀粉糖，米渣生产大米蛋白粉。
- 脱壳后的米糠提取米糠油，剩余制作饲料用糠粕。
- 此外，整个环节的废料用来沼气发电等。
- 公司 2010 年销售淀粉糖 7.4 万吨，大米蛋白粉 1.0 万吨，普米 2.4 万吨和精米 2.8 万吨。公司 2010 年荣获“中国绿色环保产品”称号。
  - 毛利率较高的产品为淀粉糖和蛋白粉。在毛利分布中，淀粉占比为 56%，大米占比为 25%，蛋白粉占 14%。
- 淀粉糖主要销售给 300 公里以内的中小型食品公司。公司主要淀粉糖产品为麦芽糖、麦芽糊精和葡萄糖粉。公司主要客户包括津市市中意糖果、常德鼎城区裕佳食品等中小型食品加工公司。
- 蛋白粉目前主要作饲料级蛋白粉，引领制定相关大米蛋白质企业标准。大米蛋白被公认为优质食用蛋白，氨基酸组成平衡，优于其他植物蛋白。公司作为大米蛋白粉龙头，首先制定了标准，已报湖南省卫生厅备案。
- 精米销量快速增长。2010 年公司精米的平均售价为 3.2 元/公斤，其毛利率约为 20%，高于普米 11.7%。据统计，偏低端在米消费中占比最高。
  - 公司的直接竞争对手为同处一市的金健米业。金健的中端大米的价格在 5-10 元/公斤，具有一定的品牌力量，在中高端大米市场中有较好的优势。由于定位错开，与公司避免了一定的直接竞争。
- 公司目前主要为原料供应商。公司淀粉糖、大米蛋白、普米等直接面向下游工业企业销售，作为其生产的原料或辅料，有别于北大荒、金健米业等面向终端客户的产品。

图表4：循环经济生产模式

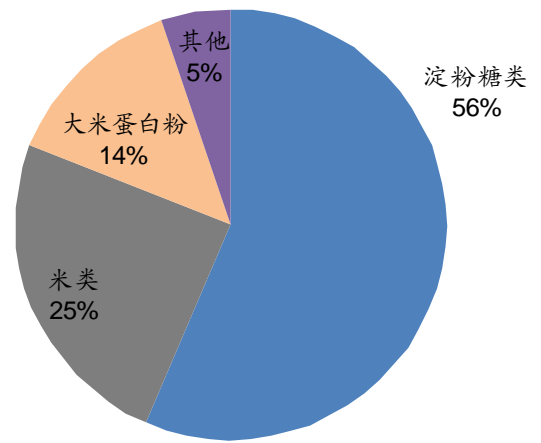


来源：招股说明书、国金证券研究所

图表5: 公司各产品中蛋白粉和淀粉糖毛利率最高



图表6: 公司各产品毛利占比



来源: 招股说明书、国金证券研究所

### 依靠原料产地优势，掌握核心深加工技术

#### ■ 深加工技术先进，产品品质好。

- 公司攻克了大米制淀粉糖工艺中淀粉糊化和蛋白絮凝分离的技术难题。科技成果“稻米淀粉糖深加工及副产物高效综合利用”经以袁隆平院士为首的专家组鉴定，在稻米葡萄糖结晶技术等方面国际领先。
- 经湖南省科学技术厅科学技术成果鉴定，公司大米麦芽糖浆、大米葡萄糖、大米麦芽糊精等产品各项性能指标均优于国家标准。公司淀粉糖的纯度优于行业平均水平，特别是麦芽糖和米蛋白纯度。

#### ■ 原料成本低廉，供给丰富。

- 湖南素有“洞庭湖鱼米之乡”之称，2010 年全省年产稻谷 2800 万吨，碎米 200 万吨。公司地处常德市，气候条件好，水土资源丰富，造就了江南著名的“粮仓”，是全国重要的商品粮生产基地。
- 强大的仓储能力，拥有现代化仓储能力 20 多万吨。公司是中央和地方政府调节储备粮代储企业、郑州商品交易所早籼稻交割仓库，在仓储规模、管理水平方面行业领先。
- 国家轮换粮竞拍和使用资格，国家粮食批发市场每年有一定数量的陈谷出库，可竞买国储轮换粮。

#### ■ 销售地域优势：填补玉米淀粉糖的产出空白区。

- 节约物流成本。玉米淀粉糖主要生产在华北和东北区域，长江以南地区淀粉糖供应缺口巨大。公司目前淀粉糖销售半径在 300 公里以内，以缩短 500 公里距离为例，每吨可节约运输成本 50 元/百公里，公司产品节约淀粉糖成本约占产品销售额的 10%。
- 销售主要面向中小客户。公司的主要客户为湖南和广东地区的中小企业，暂时无大型企业，2010 年前五大客户占比仅为 27.36%。
- 大米淀粉糖、蛋白粉产品，主要采取直销的方式。普米产品面向工业客户，部分采取了直销模式；精米产品，目前主要为经销模式。

图表7: 公司淀粉糖深加工水平优于国内平均水平

指标	公司	国内
原料与生产技术	生物信息技术选育复合酶和酶助剂	酶法
生产原料	稻米、碎米	玉米淀粉或大米
淀粉转化率	>97%	>86%
提取率	麦芽糖>96%	麦芽糖>90%
	米渣蛋白>98%	米渣蛋白>87%
产品纯度	麦芽糖>80%	麦芽糖>70%
	葡萄糖>99.6%	葡萄糖>98.5%
	米蛋白>93%	米蛋白>80%
食品级米蛋白溶解性	>95%	>20%

来源: 招股说明书、国金证券研究所

### 产业链节约成本, 销售保证合理利润

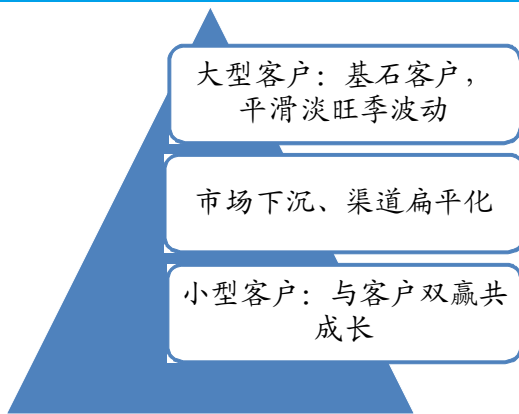
#### ■ 公司的销售理念是与下游客户共赢, 基于成本保持合理利润。

- 对于大型客户, 公司力争将其发展为公司的“基石客户”, 有效平滑了各自生产、销售的淡旺季波动, 做到了“淡季不淡, 旺季更旺”。
- 通过开拓培育中小客户、实现与客户的双赢, 公司培育了一批忠实的终端用户, 使公司产品销量始终保持较快增长。
- 公司一直秉承“市场下沉、渠道扁平化”的原则, 逐步提高直销比例, 减少中间环节, 实现客户和公司的双赢。
- 公司制定了差异化激励制度, 激励重点向新客户开拓倾斜, 为公司快速增长的产能消化建立了销售保证。

#### ■ 利用产业链优势, 积极降低成本来提高盈利。

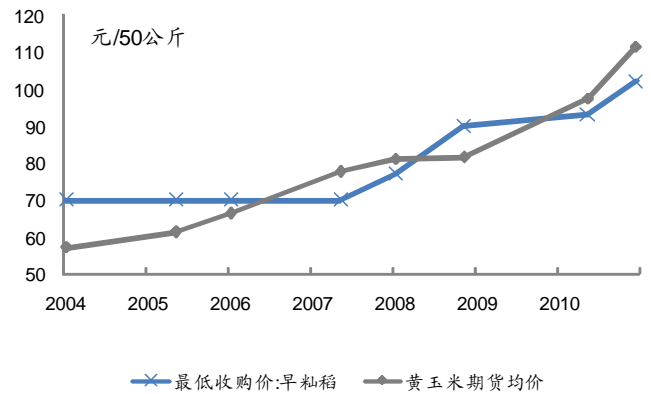
- 资源综合利用。公司将稻壳作为锅炉燃料, 同燃煤比较节约成本30%, 降低糖产品成本40元/吨, 且无二氧化硫物质产生, 降低了环保处理费用。
- 工艺改进节约能耗。公司改进蒸汽发生器, 节约蒸汽用量和电耗, 节能35%以上; 采取全程循环水浸泡洗米技术, 从根本上解决了淀粉糖行业水耗高、环保不达标的问题; 在关键节点装置自动控制系统, 实现一机多用, 一头多尾, 高效降耗, 综合成本降低20%以上。
- 公司产品主要作为原料产品销售, 未面向终端消费市场, 其广告费、渠道费等费用相对较低, 2010年三费占收入之比为11.0%。
- 自2008年起, 公司产品大米、糠粕、米糠油等免缴所得税。公司自2009年被评为高新技术企业, 按15%的税率计缴企业所得税, 有效期三年。
- 未来成本预测: 原料价格温和上涨。
  - 公司主要成本是原材料成本。原材料主要为早籼稻、轮换粮、碎米。轮换粮的价格与早籼稻差别不大。
  - 自2004年最低收购价政策以来, 2004-2011年, 国内早籼稻年平均收购价以5.5%的增速平稳递增, 低于玉米10%的增速。
  - 受托市收购政策调控, 我们认为未来公司的原料价格将继续温和上涨, 年涨幅在5%附近。

图表8: 公司客户发展策略: 与其共成长

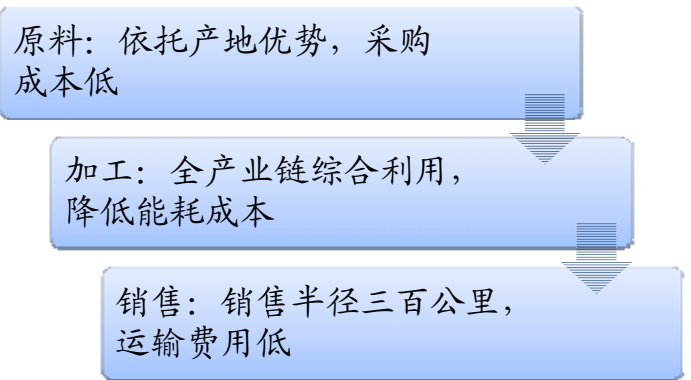


来源: wind、国金证券研究所

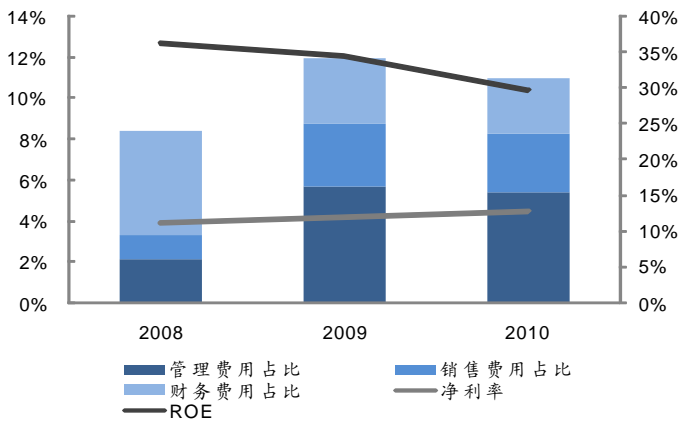
图表9: 籼米价格年均复合涨幅为 5.5%, 五米达 10%



图表11: 公司各环节均有效降低成本



图表10: 公司净利率较稳定, ROE 略有下滑

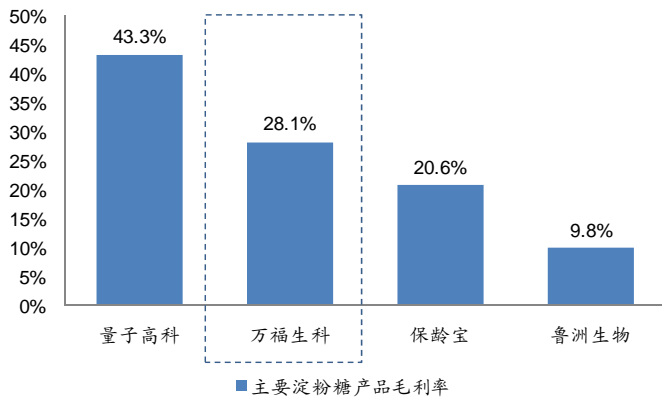


来源: 国金证券研究所

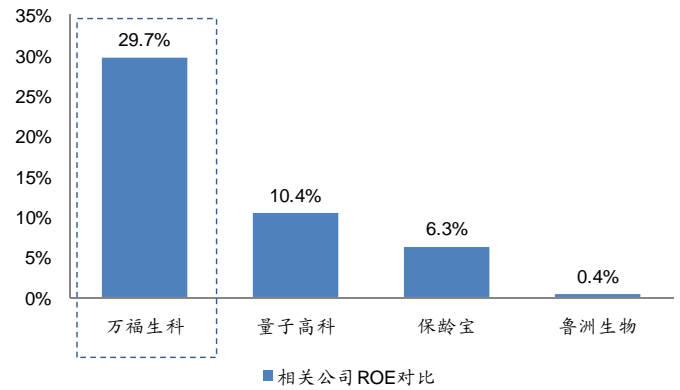
横向比较: 公司盈利能力较强, 是全产业链经营的佼佼者

- 我们对比了生产淀粉糖的上市公司, 其余公司的原料主要是玉米。基于大米原料优势, 公司的毛利率和 ROE 在其中较优。
- 南方以大米为主要加工原料的竞争对手为武汉佳宝和江西金佳谷物。比较可知, 在大米深加工全产业链方面, 公司是历史久、规模大的佼佼者。
- 武汉佳宝距离万福生科约 400 公里, 即两者运输成本差距约为 50 元/吨。其主要产品为淀粉糖和饲料蛋白粉, 无大米和米糠油。公司设计年生产糖浆量 24 万吨, 被评为“全省 20 强粮食产业化重点龙头企业”, 曾具 AAA 级农业银行信用评级。2007 年产淀粉糖共 7.4 万吨, 淀粉 2.2 万吨。公司客户包括伊利、旺旺、蒙牛、娃哈哈等大型食品加工企业。

图表12: 万福生科淀粉糖毛利率高于行业平均水平



图表13: 万福生科 ROE 远高于行业平均水平



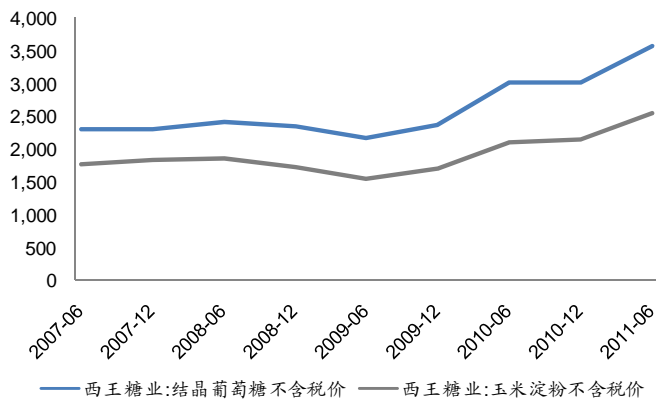
来源: 公司公告、国金证券研究所

## 公司将突破产能瓶颈，逐步优化产品结构

### 大米淀粉糖市场需求有望翻倍，公司产品供不应求

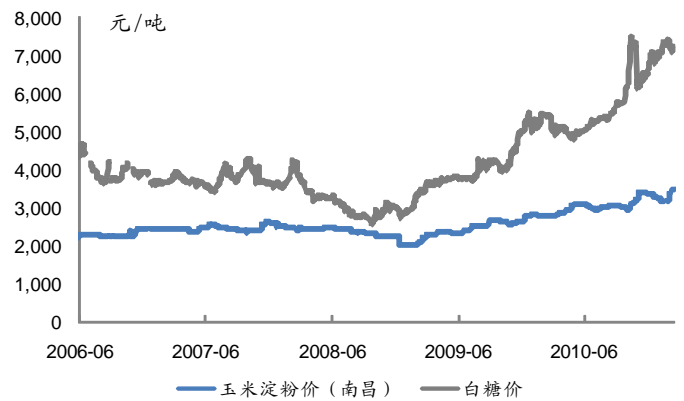
- 在高价白糖的背景下，淀粉糖市场需求将快速增长。
  - 我国目前蔗糖处于紧缺状态，未来缺口增大。受限于甘蔗种植资源，我国白糖目前缺口为 200 万吨。近年来下游食品饮料的需求增速约为 20%，未来白糖的缺口越来越大。
  - 淀粉糖的优势是价格低。2010 年来白糖价位在 5000-7500 元/吨波动，相比 2008 年中期的低点涨幅达 100%。而普通淀粉糖仅从 2500 元/吨涨至 3500 元/吨。在大部分食品用途中淀粉糖可替代蔗糖。
  - 2000-2009 年，我国淀粉糖的年产量复合增长率约为 24%。淀粉糖目前仅占食用糖的 1/3，而美国其占比高达 2/3。我们预计未来国内淀粉糖比例有较大的提升空间。
- 大米淀粉糖相比玉米淀粉糖具有原料优势。
  - 玉米深加工受限，玉米淀粉糖未来增长预计跟随玉米产量增速为 3% 左右。2011 年，国家采取了限制玉米深加工企业加工量、收紧相关企业的信贷资金、调整企业增值税等措施限制玉米深加工比例提升。
  - 目前大米淀粉糖占淀粉糖的比例约为 13%。但其特性恰能满足国际市场上对蛋白质含量低于 5% 的高纯度米淀粉的需求。
- 公司 2010 年在淀粉糖市场的占有率仅为 0.76%，在大米淀粉糖市场占有率仅为 4% 左右，未来有较大的空间。据公司市场调研，公司产品仅能满足湖南省内市场的 30% 左右。

图表14: 淀粉糖价格与淀粉价格变化基本一致



来源: wind、国金证券研究所

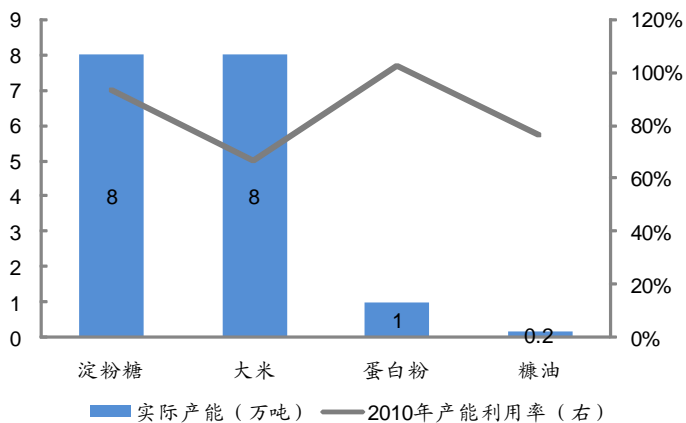
图表15: 淀粉价格和涨幅相对白糖均有成本优势



### 2012 年将突破产能瓶颈，原料充足无忧

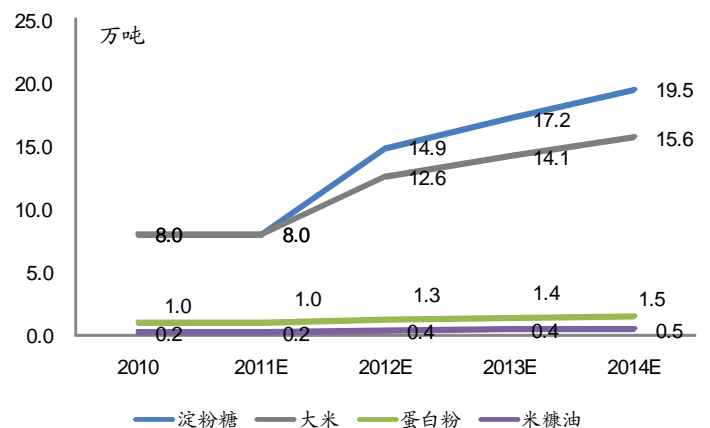
- 2010 年公司淀粉糖、蛋白粉、大米等各生产线产能基本为满负荷状态，对今年产量增长造成限制。
- 公司 2012 年产量将显著突破。
  - 主要募投项目循环经济型稻米精深加工生产线技改项目投产后普米 5.12 万吨/年，精米 2.52 万吨/年，高麦芽糖浆 7.566 万吨/年，葡萄糖粉 3.9 万吨/年。建设期 1 年，第二年开始实现 60% 达产，第三年达产 80%，第四年实现 100% 达产。
  - 此外，募投项目还包括新增 5 千吨蛋白粉、3 千吨糠油项目。
  - 至 2013 年公司淀粉糖、大米、蛋白粉和米糠油产能比目前增长 115%、76%、40% 和 115%。
- “公司+基地+农户”的原料采购模式保证供给。
  - 公司在桃源、汉寿、临澧、澧县、鼎城等区县联系农户达 15 多万户，订单种植优质稻面积达 30 多万亩；
  - 公司通过一定规模数量的粮食经纪人将种植基地和农户同公司联系在一起，保障了稻米的供应。粮食经纪人队伍逐渐扩大，由 2008 年末的 15 人增加到 2010 年底的 35 人，大部分经纪人都在湖南省内。
  - 公司还与湖南农业大学合作，在种子繁育、良种推广、农资供应、生产技术等方面为联系农户提供优质服务。
- 未来或可异地复制。公司在广东、湖北等地也有一定的客户基础，公司在这些南方省份仍然具备原料产地、市场供给不足的优势。

图表16: 公司主要产品都面临产能瓶颈

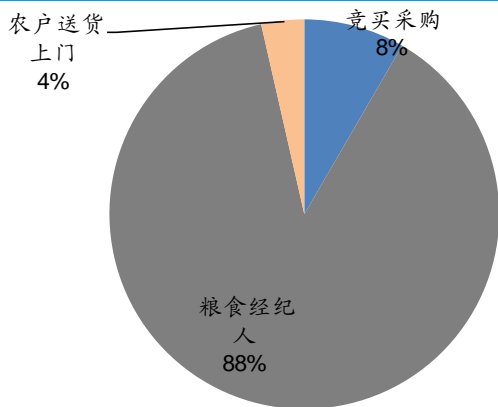


来源: 国金证券研究所

图表17: 淀粉糖和大米产能未来4年几近翻番

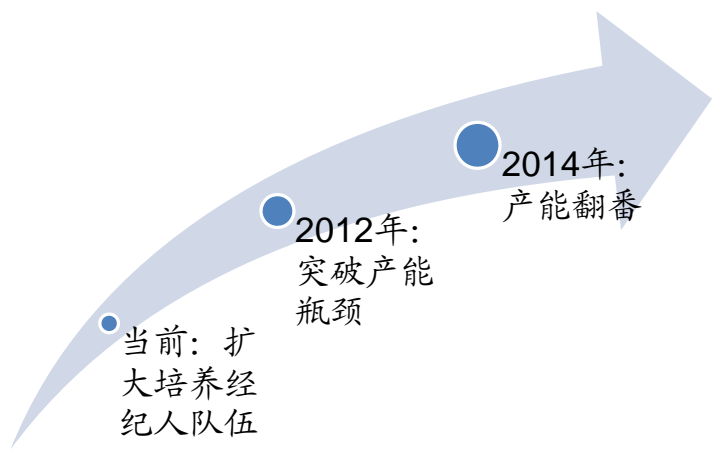


图表18: 公司原料主要通过粮食经纪人采购



来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表19: 公司经纪人机制有效支持未来生产扩张



### 产学研合作, 产品升级改善盈利

- **葡萄糖: 从食用级向医用级升级。**公司已生产出医药葡萄糖, 检测结果优于国家标准, 现正在进行临床试验和申报各项国家认证审批手续。
- **蛋白粉: 从饲料级向食用级升级。**公司已实施了规模化生产试验, 食用级大米蛋白粉量产化中试已经完成, 产品送检结果表明各项指标均优于标准值。饲料级蛋白粉目前约 7000 元/吨, 而食用级价位在 2 万元到 8 万元, 该升级将有效提升公司盈利水平。
- **大米: 精米比例逐步提升。**公司精米销售比例由 2008 年的 15% 提升至 2010 年的 60%, 销售金额复合增速达 200%。未来将逐步提升精米的销售比例, 进一步提升盈利水平。
- **米糠油: 由原料油向小包装发展。**公司目前小包装产量约占精炼油产量的 10% 左右。目前公司原料油价约为 7000 元/吨, 而一级小包装油价格为 2 万元/吨左右。目前公司调和米糠油和高档精纯米糠油经销销售。

## 募投项目分析

- 本次募集资金将主要用于投资循环经济型稻米精深加工生产线技改项目、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和稻米生物科技研发中心建设项目。
- 预计募投项目主要在 2011 年建成，其产能释放节奏为 **2012 年释放约 60%，2013 年约 80%，2014 年基本达产。**

图表20: 募投项目

	项目	投资即募集资金(万元)
1	循环经济型稻米精深加工生产线技改项目	24,058
2	年产 5000吨食用级大米蛋白粉产业化项目	9,653
3	年产 3000吨精纯米糠油技改项目	2,593
4	稻米生物科技研发中心建设项目	1,621

来源：招股说明书、国金证券研究所

## 盈利预测与股票估值

- 我们预计 2011 年受公司已有产能限制，主要产品产量增长受限，但从 2012 年起在新增产能的带动下将出现恢复性增长。
- 我们预计公司 2011 年-2013 年的营业收入分别为 515.03 百万元、624.93 百万元、804.36 百万元，同比增速分别为 18.78%、21.34%、28.71%；预计公司 2011 年-2013 年的净利润分别为 62.20 百万元、90.94 百万元和 113.11 百万元，同比增速分别为 11.96%、46.21%和 24.37%，EPS 分别为 0.93 元、1.36 元和 1.69 元。
- 目前国内 A 股上市公司与万福生科比较可比的是龙力生物、量子高科和保龄宝。上述 3 家公司 2011 年和 2012 年的平均 PE 分别为 38.65 倍和 27.75 倍。从谨慎的角度出发，我们剔除估值偏高的龙力生物，主要参考量子高科和保龄宝的估值水平，给予公司 2011 年 28-34 倍的 PE 估值，公司二级市场股价的合理区间为 26.04-31.62 元，相当于 19.15-23.25 × 12PE。

**图表21: 主营业务盈利预测**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
淀粉糖实际产能(万吨)	6.00	8.00	8.00	8.00	14.88	17.17
大米实际产能(万吨)	6.60	8.00	8.00	8.00	12.58	14.11
蛋白粉实际产能(万吨)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.30	1.40
米糠油实际产能(万吨)	0.08	0.20	0.20	0.20	0.36	0.43
<b>淀粉糖类</b>						
平均售价(元/吨)	2595.24	2820.83	2807.88	2948.28	2948.28	3036.72
增长率(YOY)		8.69%	-0.46%	5.00%	0.00%	3.00%
销售数量(万吨)	4.96	5.61	7.41	7.79	8.95	10.74
增长率(YOY)		13.25%	32.10%	5.00%	15.00%	20.00%
<b>销售收入(百万元)</b>	<b>128.62</b>	<b>158.33</b>	<b>208.20</b>	<b>229.54</b>	<b>263.97</b>	<b>326.27</b>
增长率(YOY)		23.10%	31.49%	10.25%	15.00%	23.60%
毛利率	27.87%	29.39%	28.13%	28.00%	28.00%	28.00%
<b>毛利润(百万元)</b>	<b>35.85</b>	<b>46.53</b>	<b>58.57</b>	<b>64.27</b>	<b>73.91</b>	<b>91.35</b>
<b>米类(普米和精米)</b>						
平均售价(元/吨)	2577.68	2739.53	2889.80	3034.29	3186.01	3345.31
增长率(YOY)		6.28%	5.49%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量(万吨)	2.47	3.24	5.30	6.89	8.62	11.20
增长率(YOY)		31.00%	63.64%	30.00%	25.00%	30.00%
<b>销售收入(百万元)</b>	<b>63.77</b>	<b>88.78</b>	<b>153.25</b>	<b>209.18</b>	<b>274.55</b>	<b>374.77</b>
增长率(YOY)		29.92%	72.62%	36.50%	31.25%	36.50%
毛利率	11.68%	13.36%	16.58%	17.00%	18.00%	19.00%
<b>毛利润(百万元)</b>	<b>7.45</b>	<b>11.86</b>	<b>25.41</b>	<b>35.56</b>	<b>49.42</b>	<b>71.21</b>
<b>大米蛋白粉</b>						
平均售价(元/吨)	3988.17	5142.29	4191.56	4317.31	4533.17	4759.83
增长率(YOY)		28.94%	-18.49%	3.00%	5.00%	5.00%
销售数量(万吨)	0.51	0.95	1.04	1.04	1.14	1.37
增长率(YOY)		86.25%	9.02%	0.00%	10.00%	20.00%
<b>销售收入(百万元)</b>	<b>20.38</b>	<b>48.95</b>	<b>43.50</b>	<b>44.80</b>	<b>51.75</b>	<b>65.20</b>
增长率(YOY)		6.44%	37.00%	3.00%	15.50%	26.00%
毛利率	36.20%	35.38%	33.00%	34.00%	35.00%	35.00%
<b>毛利润(百万元)</b>	<b>7.38</b>	<b>17.32</b>	<b>14.35</b>	<b>15.23</b>	<b>18.11</b>	<b>22.82</b>
<b>其他</b>						
<b>销售收入(百万元)</b>	<b>15.47</b>	<b>31.58</b>	<b>28.64</b>	<b>31.51</b>	<b>34.66</b>	<b>38.12</b>
增长率(YOY)		104.14%	-9.31%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	8.60%	16.12%	18.84%	18.84%	18.84%	18.84%
<b>毛利润(百万元)</b>	<b>1.33</b>	<b>5.09</b>	<b>5.40</b>	<b>5.94</b>	<b>6.53</b>	<b>7.18</b>

来源: 国金证券研究所

**图表22: 可比公司估值水平**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS		PE	
				2011E	2012E	2011E	2012E
002604	龙力生物	51.13	10.31	0.51	0.69	53.42	39.72
300149	量子高科	16.36	4.15	0.36	0.50	34.39	24.67
002286	保龄宝	20.38	10.30	0.70	1.04	28.15	18.87
				平均		<b>38.65</b>	<b>27.75</b>

来源: 聚源一致性预期、国金证券研究所。

### 风险提示

- **原料供应风险。**公司地处湖南湖北地区,若遇到极端天气灾害例如干旱或洪涝,可能会造出稻谷的大幅减产以及原料价格快速上涨。
- **原料存储风险。**公司在每年的 7-12 月份采购,供全年使用。公司若未能有效管理,易出现原料变质风险,公司聚集了数十位专业人士,拥有丰富的仓库管理技术。其他意外灾害也可能对公司存货造出重大损失。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	228	328	434	515	625	804
增长率		43.6%	32.3%	18.8%	21.3%	28.7%
主营业务成本	-176	-247	-330	-394	-477	-612
%销售收入	77.2%	75.3%	76.1%	76.5%	76.3%	76.1%
毛利	52	81	104	121	148	193
%销售收入	22.8%	24.7%	23.9%	23.5%	23.7%	23.9%
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	-14	-17	-23
%销售收入	1.2%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-5	-19	-24	-28	-34	-43
%销售收入	2.2%	5.7%	5.5%	5.4%	5.4%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	44	52	66	77	95	124
%销售收入	19.4%	15.7%	15.3%	15.0%	15.2%	15.4%
财务费用	-12	-10	-12	-17	-4	-10
%销售收入	5.0%	3.2%	2.76%	3.28%	0.6%	1.2%
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	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	33	42	53	61	91	115
营业利润率	14.3%	12.8%	12.3%	11.8%	14.6%	14.3%
营业外收支	1	2	8	8	9	10
税前利润	33	44	61	69	100	125
利润率	14.5%	13.4%	14.1%	13.3%	16.1%	15.5%
所得税	-8	-4	-6	-7	-10	-12
所得税率	22.7%	10.1%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%
净利润	26	40	56	62	91	113
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	62	91	113
净利率	11.2%	12.1%	12.8%	12.1%	14.6%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26	40	56	62	91	113
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	5	10	15	21	25
非经营收益	12	11	12	6	-4	1
营运资金变动	-41	-43	-6	-52	-54	-88
经营活动现金净流	2	13	72	31	54	50
资本开支	-38	-9	-103	-205	-120	-60
投资	0	0	-9	-1	0	0
其他	0	0	1	1	1	1
投资活动现金净流	-38	-9	-112	-206	-120	-60
股权募资	0	49	0	408	-7	0
债权募资	46	-15	66	-197	93	41
其他	-12	-11	-12	-18	-5	-11
筹资活动现金净流	35	24	54	192	81	29
现金净流量	-1	27	14	17	15	20

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	16	43	58	75	90	110
应收款项	8	6	9	10	12	15
存货	143	196	190	237	287	369
其他流动资产	32	16	30	36	42	52
流动资产	198	261	286	359	432	546
%总资产	63.0%	68.4%	56.5%	46.1%	45.1%	48.9%
长期投资	0	1	1	2	1	1
固定资产	105	108	189	376	476	512
%总资产	33.4%	28.2%	37.4%	48.4%	49.6%	45.8%
无形资产	11	12	29	39	48	57
非流动资产	117	121	220	419	526	572
%总资产	37.0%	31.6%	43.5%	53.9%	54.9%	51.1%
资产总计	315	382	506	777	958	1,118
短期借款	174	194	220	23	115	155
应付款项	45	10	11	12	15	21
其他流动负债	7	3	2	2	3	4
流动负债	226	208	233	37	134	179
长期贷款	18	15	55	55	55	56
其他长期负债	0	0	4	0	0	0
负债	244	223	291	92	189	235
普通股股东权益	71	159	215	685	770	883
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	315	382	506	777	958	1,118

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.283	0.791	1.111	0.928	1.357	1.688
每股净资产	3.541	3.189	4.300	10.227	11.487	13.175
每股经营现金净流	0.103	0.253	1.433	0.458	0.800	0.752
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	36.23%	24.81%	25.84%	9.08%	11.82%	12.81%
总资产收益率	8.14%	10.35%	10.98%	8.00%	9.49%	10.12%
投入资本收益率	13.01%	12.59%	12.23%	9.15%	9.12%	10.27%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	43.55%	32.33%	18.78%	21.34%	28.71%
EBIT增长率	N/A	16.39%	28.95%	15.98%	22.83%	30.93%
净利润增长率	N/A	54.20%	40.42%	11.96%	46.21%	24.37%
总资产增长率	N/A	21.30%	32.38%	53.60%	23.27%	16.66%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.2	7.5	5.8	6.5	6.5	6.5
存货周转天数	147.6	250.5	213.8	220.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	1.5	2.7	3.8	4.0	4.5	5.0
固定资产周转天数	140.8	118.3	119.4	161.2	156.0	124.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	249.10%	104.01%	97.52%	-0.76%	9.42%	10.53%
EBIT利息保障倍数	3.8	4.9	5.6	4.6	25.3	13.0
资产负债率	77.53%	58.29%	57.52%	11.85%	19.68%	21.03%

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;  
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;  
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;  
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;  
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B