

日期: 2014年1月14日

行业: 食品制造业



滕文飞  
021-53519888-1969  
tengwenfei@shzq.com  
执业证书编号: S0870510120025

# 国内饲用酶制剂行业先行者

上市合理定价 RMB 26.81~34.58 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	13.00
发行后总股本 (百万股)	52.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	民生证券

## 主要股东 (IPO 前)

金大地投资	65.00%
态生源	10.00%
王世忱	10.00%

## 收入结构 (13H1)

饲用酶制剂	93.78%
其他饲料添加剂	5.70%

报告编号: TWF14-NSP02

首次报告日期:

## ■ 投资要点:

### 公司为饲用酶制剂领导企业

溢多利公司是我国第一家饲用酶制剂生产企业。自 1991 年成立以来,一直从事饲用酶制剂的研发、生产和销售,目前是国内最大的饲用酶制剂生产商。公司核心产品为饲用酶制剂,包括饲用复合酶、饲用植酸酶和饲用木聚糖酶等。

### 收入增速较快、盈利能力强

近三年公司的收入和净利润实现快速增长,其中 2011 和 2012 年度的营业收入分别增长 24.71% 和 24.76%, 归属于母公司股东的净利润分别增长 53.19% 和 26.72%。13 年上半年,营业收入和归属于母公司股东的净利润较上年同期分别增长 8.54% 和 15.92%。

### 募投项目提高公司市场竞争力

通过本次募投,公司综合竞争实力和盈利能力将得到大幅提升。内蒙古二期工程项目和珠海基地生产基地技改项目,产能瓶颈得到解决,尤其是复合酶微丸、液体剂型的产能得到了较大提升,市场占有率扩大,盈利能力不断增强;研发中心扩建项目、营销服务网络建设项目是保证公司未来发展、产能消化的有益举措,提升公司的盈利能力,并将产生较好的经济效益和社会效益。

### 盈利预测

公司在未来几年将保持增长势头,初步预计 2013-2014 年归母公司的净利润将实现年递增 10.76% 和 20.11%, 相应的稀释后每股收益为 1.17 元和 1.40 元。

### 定价结论

考虑到需募投资金 16,647 万元,给予公司 13 年净利润 20-25 倍估值,对应的价格区间为 26.81 元-34.58 元,发行新股数量为 551.17 万股,13、14 年摊薄后 EPS 为 1.36 元、1.64 元。我们建议按照 10.00% 的折价率询价,询价区间为 24.13-31.12 元。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	27,045.45	33,742.57	35,310.53	40,398.28	58,852.48
年增长率	24.71%	24.76%	4.65%	14.41%	45.68%
归属于母公司的净利润	4,317.62	5,471.46	6,060.28	7,279.29	10,488.04
年增长率 (%)	53.19%	26.72%	10.76%	20.11%	44.08%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.97	1.23	1.36	1.64	2.36

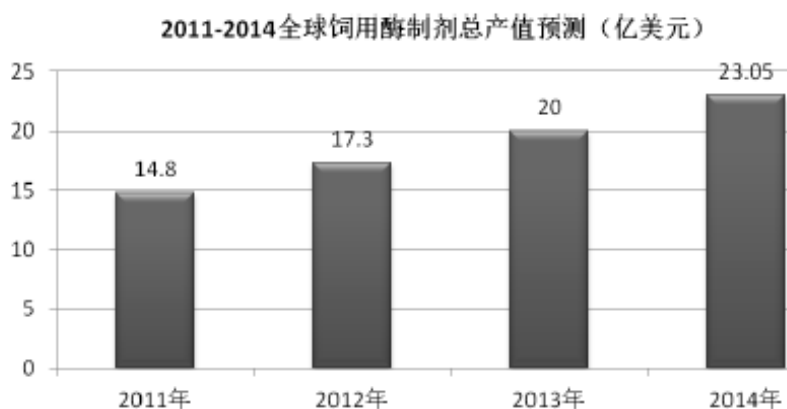
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理; 按发行 551.17 万股摊薄

## 一、行业背景

### ● 饲用酶制剂行业发展迅速

全球饲用酶制剂行业数据统计对象主要包括饲用复合酶和饲用植酸酶。饲用复合酶方面，2010 年全球饲用复合酶制剂总产销量为 20.30 万吨。未来随着酶制剂产品技术的提高，饲用复合酶产品的应用效果将愈加明显，同时，随着饲料中非常规饲料添加比例的提高和人们对食品安全意识的增强，饲用复合酶产品在饲料中的添加比例也将越来越高。如果按全球全价配合饲料产量中 50% 添加饲用复合酶，添加比例按 0.035% 计算，2014 年全球需要饲用复合酶 29.73 万吨，比 2010 年增长 46.45%，年均复合增长率达到 10%。饲用植酸酶方面，2010 年全球饲用植酸酶总产销量为 11.50 万吨。饲用植酸酶对促进动物生长、节约磷矿资源和减少环境污染效果明显，并已为下游饲料企业所熟悉和广泛接受，未来伴随耐高温植酸酶技术、水产中性植酸酶技术得到突破和产业化，饲用植酸酶的应用范围将继续扩大。据行业市场调查，饲料中饲用植酸酶平均添加量由原来 0.01% 增加到 0.013%，如果按 95% 全价配合饲料添加 0.013% 饲用植酸酶计算，2014 年全球需要植酸酶 20.98 万吨，比 2010 年增长 82.43%，年均复合增长率达到 16.22%。

图 1 2011-2014 年全球饲用酶制剂总产值预测（亿美元）

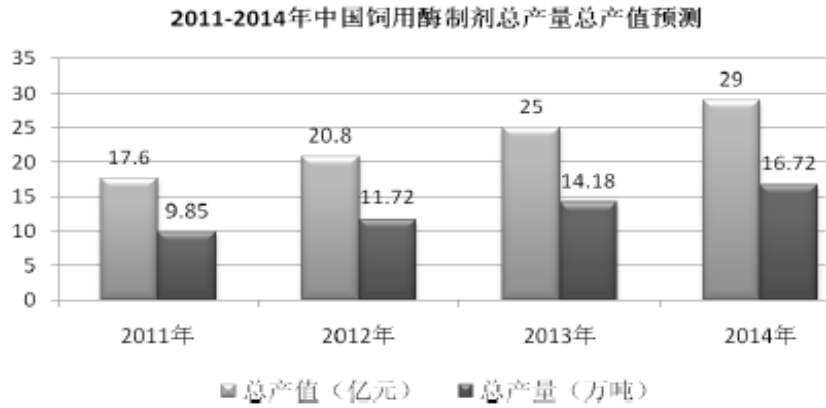


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

饲用酶制剂进入我国饲料工业始于 20 世纪 80 年代，经过初期推广阶段之后，其规模化应用始于 20 世纪 90 年代，当时饲用酶制剂以进口国外的产品为主。进入 21 世纪，随着国内酶制剂发酵水平不断提高，生产成本不断降低，国内酶制剂生产企业迅速发展，逐渐形成了自主品牌，不但占领了国内饲用酶制剂大部分市场份额，而且在国际市场上也得到很好的推广，出口量逐年提高，饲用酶制剂现已成为少数几个出口创汇的饲料添加剂品种之一。其中，在植酸酶方面，经过近 10 年发展，我国已经从一个完全依赖进口的国家发展成为全球最大的植酸酶生产国。根据中国饲料工业协会统计，2006 年我国饲用酶制剂总产量 2.65 万吨，2010 年达到 8.49 万

吨，年均复合增长率 33.78%，其中，饲用复合酶总产量 4.62 万吨，饲用植酸酶总产量 3.87 万吨。2006 年我国饲用酶制剂均价约为 2.38 万元/吨，产值为 6.3 亿元，2010 年我国饲用酶制剂的均价为 1.79 万元/吨，产值达到 15.2 亿元，年均复合增长率为 24.63%。

图 2 2011-2014 年中国饲用酶制剂总产量总产值预测图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

公司是我国第一家饲用酶制剂生产企业，自 1991 年成立以来，一直专注于饲用酶制剂的研发、生产、应用与推广。根据北京智研科信咨询有限公司编写的《饲料用酶制剂市场分析及预测报告》，公司饲用酶制剂产量近三年一直稳居行业第一。2008 年、2009 年和 2010 年，饲用酶制剂行业总产量分别为 39,200 吨、53,200 吨和 84,900 吨，其中 2009 年和 2010 年增长率分别达到 35.71% 和 59.59%，表现出极高的市场增长速度。同期，公司 2009 年产量较 2008 年增长 59.07%，市场份额提升至 17.98%，这主要是由于 2009 年下半年内蒙古生产基地一期工程（8,000 吨）投产，产能明显提升且迅速得到消化；2010 年，公司同比产量增长 24.63%，低于行业增长率，市场份额降至 14.04%，这主要是受到自身产能限制的影响，2010 年公司内蒙古生产基地设备尚在磨合期，不能满负荷运转，同时珠海基地设备存在老化现象，影响了公司的产品产量。2011 年和 2012 年，为满足迅速扩大的市场需求，公司通过提高发酵效率、改进生产工艺、增加开工时间和外购半成品等方式提高产量，两年产量同比增长分别为 20.93% 和 11.85%，产能利用率超过 100%。

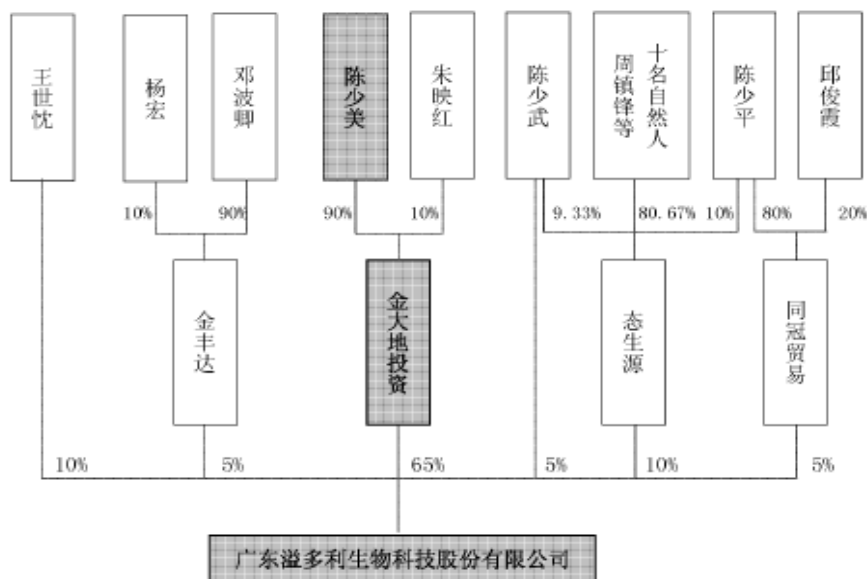
二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由珠海经济特区溢多利有限公司整体变更设立的股份有限公司。金大地投资持有公司 2,535 万股股份，占本次发行前总股本的 65%，为公司的控股股东。金大地投资由陈少美、朱映红共同出资，其中：陈少美持

有金大地投资 90% 的股权，为公司的实际控制人。

图 3 溢多利发行前股权结构



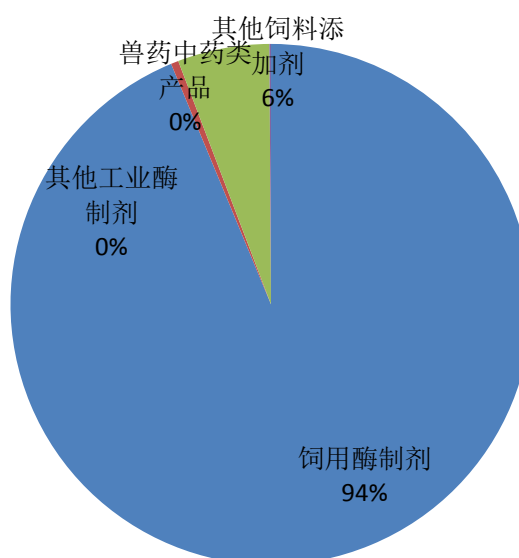
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

溢多利公司是我国第一家饲用酶制剂生产企业。自 1991 年成立以来，一直从事饲用酶制剂的研发、生产和销售，目前是国内最大的饲用酶制剂生产商。公司核心产品为饲用酶制剂，包括饲用复合酶、饲用植酸酶和饲用木聚糖酶等。目前，公司已成功研发出其他工业酶制剂，如造纸用酶制剂、纺织用酶制剂等作为核心产品的有益补充。此外，公司产品中还包括少量其他饲料添加剂和兽药中药等。

公司绝大部分收入来源于主营业务收入，主要为饲用酶制剂产品的销售收入。公司主营业务中各类产品销售收入结构总体相对稳定，核心产品饲用酶制剂销售收入占主营业务收入的比例分别为 93.41%、92.68%和 92.88%。其中，饲用复合酶销售收入占主营业务收入的比例分别为 58.44%、57.24%和 57.34%，比重最大；其次为饲用植酸酶，占主营业务收入比例分别为 30.54%、33.21%和 33.30%，逐年上升，主要是由于 2009 年 7 月内蒙古生产基地一期项目投产后，饲用植酸酶的产销量大幅增加。

图 4 溢多利主营收入结构（分产品，2013 年 H1）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 募资项目

公司拟募投项目包括“内蒙古溢多利年产 20000 吨酶制剂项目(二期)”、“溢多利(珠海)酶制剂生产基地技改项目”、“研发中心扩建项目”及“营销服务网络建设项目”。项目建成后，公司综合竞争实力和盈利能力将得到大幅提升。内蒙古二期工程项目和珠海基地生产基地技改项目，产能瓶颈得到解决，尤其是复合酶微丸、液体剂型的产能得到了较大提升，市场占有率扩大，盈利能力不断增强；研发中心扩建项目、营销服务网络建设项目是保证公司未来发展、产能消化的有益举措，提升公司的盈利能力，并将产生较好的经济效益和社会效益。

表 1 溢多利 IPO 项目概况

项目名称	投资金额(万元)	建设期	项目是否备案
内蒙古溢多利年产20000吨酶制剂项目	9500	24个月	已备案
溢多利(珠海)酶制剂生产基地技改项目	2727	24个月	已备案
研发中心扩建项目	1920	24个月	已备案
营销服务网络建设项目	2500	24个月	已备案
合计	16647	--	--

资料来源：公司招股意向书

### (一) 内蒙古溢多利年产 20,000 吨酶制剂项目（第二期工程）

项目占地面积约 40 亩，总建筑面积 9,000 平方米，主要包括液体发酵车间一栋、后处理车间一栋、综合仓库二栋、动力配电房一栋及凉水塔房一座，建设规模为年产各类酶制剂 1.2 万吨。公司计划募集资金到位后，8

个月内完成土建施工、设备购置及安装，12个月内完成设备调试、人员培训等工作，并竣工交付使用及正式投产。项目达产后，将新增年销售收入17008万元，新增净利润2597万元，内部收益率22.09%（税后），投资回收期为4.76年。

### （二）溢多利（珠海）酶制剂生产基地技改项目

项目将通过珠海生产基地进行技术改造，提高生产效率。公司计划本次募集资金到位后开始实施，项目分步交叉进行，计划6个月内完成配电房建设，固体发酵车间设备技改项目；12个月内完成微丸酶车间、包装车间、固体发酵车间生产环境改善，制剂剂型车间设备技改及新添设备项目等工作；15个月内完成FOS车间生产环境改善工作并实现竣工验收。项目预计每年减少生产粉状剂型复合酶1,000吨，转为生产微颗粒复合酶产品200吨，微丸复合酶产品300吨，液体复合酶产品500吨。项目达产后，将新增年销售收入739.32万元，新增净利润399万元，内部收益率18.21%（税后），投资回收期为5.31年。

### （三）研发中心扩建项目

项目拟新建框架结构的研发中心三层，总面积2,800平方米。其中，一层为水产动物试验研究室，二、三层分别为基因工程、发酵工程、酶工程、制剂剂型、产品应用、天然产物研究室及检测中心，包括研发办公室。项目建设期为1.25年，6个月内完成详细工程设计；12个月内土建施工、设备采购等工作；15个月内完成设备安装及检测调试、人员培训并竣工验收。该项目不直接产生效益，但通过研发中心的建设，加强自主创新，申请相应的专利技术，可增加公司产品技术含量和产品竞争力，提高单品售价，从而间接提高公司效益。

### （四）研发中心扩建项目

项目拟在北京建设北方区营销服务中心，拟对现有营销区域办事处实施统一的公司CI形象视觉识别系统，提升软硬件配置。项目建设期为2年。在本次募集资金到位后开始实施，计划12个月内完成北方区营销服务中心房产购置及装修，各营销区域办事处的软硬件配置；18个月内完成各办事处的CI设计装修；24个月内完成本项目的剩余全部建设内容。

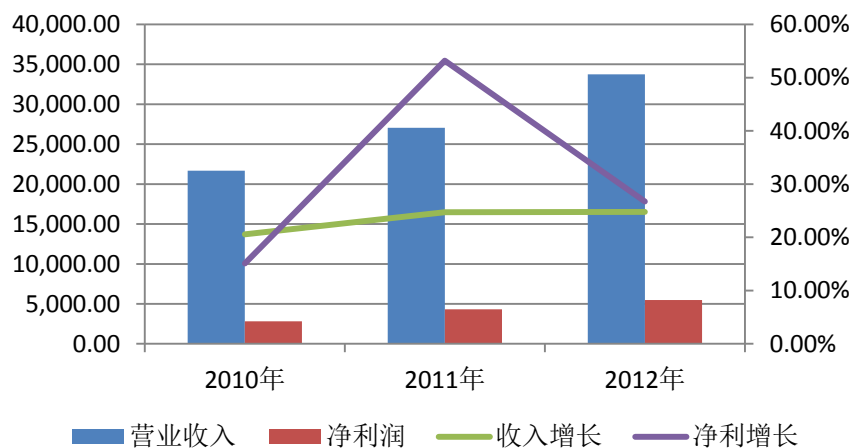
## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 收入和净利润实现较快增长

近三年公司的收入和净利润实现快速增长，其中2011和2012年度的营业收入分别同比增长24.71%和24.76%，归属于母公司股东的净利润分别同比增长53.19%和26.72%。2013年1-6月，营业收入和归属于母公司股东的净利润较上年同期分别增长8.54%和15.92%。其中2010年因期末应收账款余额增幅较大，当期计提坏账准备导致使得资产减值损失金额增长较大，导致当期销售净利率相对较低。最近三年及一期，公司饲用酶制

剂产品的销售收入占营业收入的比例分别为 92.68%、92.88%、93.76%和 93.78%，主营业务突出。

图 5 公司近年收入和净利润增速



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 业绩预测

公司在未来几年将保持增长势头，初步预计 2013-2014 年归属于母公司的净利润将实现年递增 10.76%和 20.11%，相应的稀释后每股收益为 1.17 元和 1.40 元。

表 2 公司损益简表及预测 (单位：万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	204E	2015E
营业收入	27,045.45	33,742.57	35,310.53	40,398.28	58,852.48
营业总成本	22,339.54	27,500.01	28,230.77	31,894.44	46,600.09
营业成本	11,913.57	14,094.34	14,477.32	16,159.31	23,677.05
营业税金及附加	205.93	259.10	247.17	282.79	411.97
销售费用	7,314.75	9,472.31	9,886.95	11,311.52	16,478.69
管理费用	2,735.89	3,595.32	3,531.05	4,039.83	5,885.25
财务费用	193.50	15.02	17.66	20.20	29.43
资产减值损失	-24.11	63.92	70.62	80.80	117.70
其他经营收益	47.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	47.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,752.92	6,242.55	7,079.76	8,503.84	12,252.38
加：营业外收入	299.97	204.52	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	61.44	53.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	4,991.45	6,393.75	7,079.76	8,503.84	12,252.38
减：所得税	672.27	921.51	1,019.49	1,224.55	1,764.34
净利润	4,319.18	5,472.24	6,060.28	7,279.29	10,488.04
减：少数股东损益	1.56	0.78	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	4,317.62	5,471.46	6,060.28	7,279.29	10,488.04

摊薄 EPS	0.97	1.23	1.36	1.64	2.36
--------	------	------	------	------	------

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 养殖疫病及自然灾害风险

养殖疫病及突发性自然灾害不仅给养殖户造成直接的经济损失，而且可能会减少终端消费需求并导致养殖业生产在一段时间内陷入低迷，进而影响到当期饲料行业的生产需求。以 2006 年猪蓝耳病为例，受疫情影响，当年整个饲料行业的猪饲料较上年下降 6.4%；又如 2008 年初的冰雪灾害和其后对虾养殖季节出现的低温、暴雨等恶劣天气，致使当年对虾的养殖量总体下降近 40%，对虾饲料的产量也下滑近 40%；2010 年底至 2011 年初自北向南爆发的猪流行性腹泻疫情，导致大批仔猪死亡。饲料行业受养殖疫情和自然灾害爆发的影响，饲料产量或需求出现下降，其对上游饲用酶制剂的需求也必然随之下降。

### 技术研发的风险

当前作为一家高新技术企业，公司通过不断的技术创新，开发新产品和开拓新市场，为公司的高速成长提供保障。公司拥有完整的研发机构和科学的技术研发体系，保证公司适时开发符合市场需求新产品的能力，然而，一种新产品的推出需要经历基础研究、产品实验、批量生产和市场销售阶段，往往需要较长的时间。由于公司客户需求具有个性化、多样化等特点，新产品研发成功后可能面临短期难以得到市场认可或者新产品投放市场后产生的经济效益与预期差距较大的风险。

### 销售周期性波动风险

公司所处饲用酶制剂行业具有一定的销售周期波动性。首先，受养殖业的季节性影响，畜、禽饲料的产量在每年第一季度会有一定程度的下降，主要由于第一季度有非常明显的节日消费需求，畜禽养殖产品多数在元旦至春节期间大量出栏，养殖动物存栏量短期下降较多，对畜禽饲料的消费也会下降；此外，由于鱼、虾等绝大部分水生动物的最佳生长温度在 20-30°C 之间，因此，5-10 月成为水产饲料的生产销售高峰期，其余时间通常为水产饲料淡季。综上，每年的一季度为行业淡季，三、四季度为行业旺季。



## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中,业务相近的上市公司 13 年平均 PE 为 44.05 倍。

表 3 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2010A	2011A	2012A	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
002385.SZ	大北农	15.59	0.82	1.26	0.84	0.43	19.01	12.37	18.56	36.26
002311.SZ	海大集团	11.31	0.72	0.59	0.60	0.37	21.65	26.42	25.98	42.14
600438.SH	通威股份	8.72	0.21	0.23	0.12	0.29	73.12	66.65	128.00	53.76
平均							37.93	35.15	57.51	44.05

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 股价以 2014 年 1 月 13 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及报价区间

考虑到需募投资金 16,647 万元,给予公司 13 年 20-25 倍估值,对应的价格区间为 26.81 元-34.58 元,发行新股数量为 551.17 万股,13、14 年摊薄后 EPS 为 1.36 元、1.64 元。我们建议按照 10.00% 的折价率询价,询价区间为 24.13-31.12 元。

## 分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。