

2014年01月28日

证券研究报告·公司研究·农林牧渔

合理价格区间

24.96~31.20元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

溢多利(300381)新股分析报告

全国酶制剂细分行业龙头

投资要点

- **溢多利是国内最大的饲用酶制剂生产商:** 公司是一家从事饲用酶制剂的研发、生产和销售为主要业务的饲用酶制剂生产企业,目前是国内最大的饲用酶制剂生产商,市场占有率在 20%左右;过去五年中公司的营业收入和净利润均呈现高增长,2007-2012年五年间,主营收入的年复合增长达到 31.54%,净利润的年复合增长率为 35.35%。
- **国内酶制剂行业起步较晚,但发展迅速:** 国内酶制剂规模化应用是从 20 世纪 90 年代开始,目前以溢多利为代表的本土生产商已经逐步取代国外产品,市场占有率也逐年提高。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%,饲用复合酶总产量 4.62 万吨,饲用植酸酶总产量 3.87 万吨。预计 2014 年复合酶的需求量达到 9.26 万吨,植酸酶的需求量达 7.46 万吨,较 2010 年仍有翻倍的需求增长。
- **技术优势和渠道优势确保公司的核心竞争力:** 经过 20 多年的发展,公司已拥有一支高素质、多层次、结构合理的技术研发队伍,已深入掌握了自然菌种诱变和复合酶协同等酶制剂的核心技术;公司始终坚持直销为主的销售模式,并形成广阔的营销覆盖网络和较强的渠道掌控能力;同时公司在内蒙古布局生产基地,提升公司成本竞争优势和加快与下游饲料企业的区位联动。
- **募投项目缓解公司产能不足:** 公司募投项目包括内蒙古溢多利年产 20,000 吨酶制剂项目(第二期工程)、溢多利(珠海)酶制剂生产基地技改项目、研发中心扩建项目和营销服务网络建设项目。项目建成后一方面有效缓解公司产能不足问题,另一方面可继续增强公司的研发实力和营销服务能力,确保公司竞争力。
- **盈利预测及估值:** 预计公司 2013-2015 年实现营业收入分别为 3.54 亿元、4.14 亿元和 4.84 亿元,归属上市公司的净利润分别为 0.55 亿元、0.72 亿元和 0.84 亿元,每股收益分别为 1.41 元、1.56 元和 1.84 元。以发行价 27.88 元对应的 PE 分别为 19.77 倍、17.87 倍和 15.15 倍。我们认为公司 2014 年对应的 PE 在 16-20 倍较为合理,对应的股价区间为 24.96 元~31.20 元之间。
- **风险提示:** 大规模疫病风险;技术研发风险,产品价格下跌风险。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	337	354	414	484
增长率	24.76%	4.85%	16.92%	16.97%
归属母公司净利润(百万元)	55	55	72	84
增长率	26.72%	0.39%	30.44%	17.42%
每股收益 EPS(元)	1.40	1.41	1.56	1.84
净资产收益率 ROE	22.61%	18.50%	13.76%	14.31%
PE	19.87	19.80	17.82	15.18
PB	4.49	3.66	2.45	2.17

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

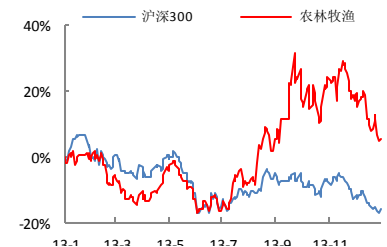
分析师:梁从勇

执业证号:S1250511110003

电话:010-57631180

邮箱:lyong@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源:西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	3900
本次发行(万股)	1145
发行后总股本(万股)	4580
2012年每股收益(摊薄后)(元)	1.41
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.41

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	6.21
毛利率(%)	58.23
流动比率(倍)	5.72
速动比率(倍)	4.62
应收账款周转率(次)	6.16
资产负债率(合并报表)(%)	15.28
净资产收益率(加权平均)(%)	22.61

相关研究

目 录

一、全国最大的饲用酶制剂生产商.....	1
（一）公司业务概况.....	1
（二）公司股权结构.....	2
二、饲用酶制剂行业发展概况.....	3
（一）酶制剂行业概况.....	3
（二）国内外酶制剂市场容量.....	4
三、公司的竞争力分析.....	5
（一）拥有较强的研发能力与创新能力.....	5
（二）通过服务式直销模式强化客户粘性.....	6
（三）通过区位优势降低成本.....	6
四、募投项目解决产能不足问题.....	7
五、盈利预测及估值.....	7
六、风险提示.....	9

插图目录

图 1: 公司产品所在产业链	1
图 2: 2007-2012 年营业收入及其增长率	1
图 3: 2007-2012 年净利润及其增长率	1
图 4: 2013 年上半年公司产品销售收入占比	2
图 5: 2013 年上半年公司产品营业利润贡献占比	2
图 6: 本次发行前公司实际控制人及股权结构	2
图 7: 全球饲用酶制剂总产值	4
图 8: 全球饲用酶制剂总产量	4
图 9: 我国饲用酶制剂总产值	5
图 10: 我国饲用酶制剂总产量	5
图 11: 公司直销和经销模式分别占营业收入的比例	6

表格目录

表 1: 公司募投项目	7
表 2: 公司盈利预测假设表	8
附录: 财务预测表 (单位: 百万元)	10

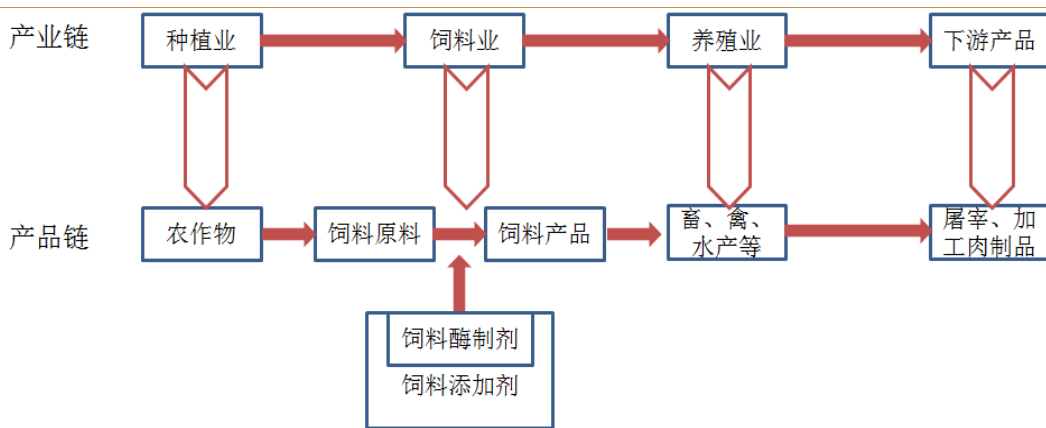
一、全国最大的饲用酶制剂生产商

（一）公司业务概况

公司成立于 1991 年，是一家从事饲用酶制剂的研发、生产和销售为主要业务的饲用酶制剂生产企业，目前为国内最大的饲用酶制剂生产商。公司目前的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，工业也在积极研发其他领域工业酶制剂，已经取得成功，公司研究开发出造纸用酶制剂、纺织用酶制剂，作为公司饲用酶制剂的补充品种，有望成为未来增长点，此外，公司的产品中还包括少量的饲料添加剂等

公司的产品酶制剂属于饲料添加剂中的一类，目前随着行业对饲用酶制剂认知度的不断提升，饲料生产企业在饲料生产过程中酶制剂使用频率越来越高。

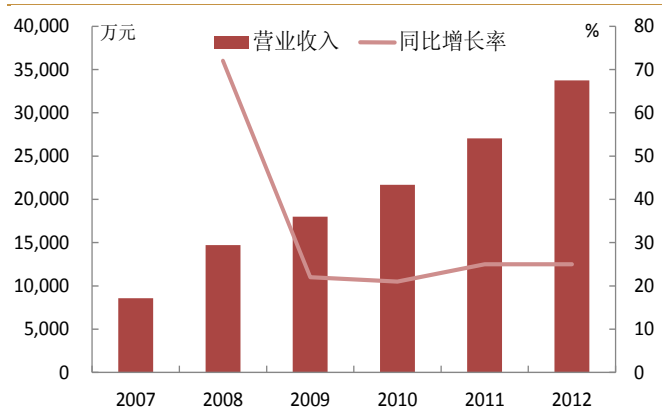
图 1：公司产品所在产业链



数据来源：招股说明书、西南证券整理

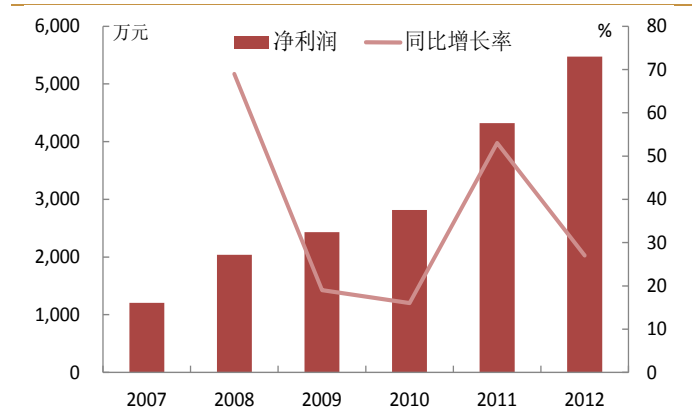
公司在过去五年中营业收入与净利润均呈现高速增长，2007-2012 年五年间，主营收入的年复合增长达到 31.54%，净利润的年复合增长率为 35.35%。

图 2：2007-2012 年营业收入及其增长率



数据来源：wind、西南证券

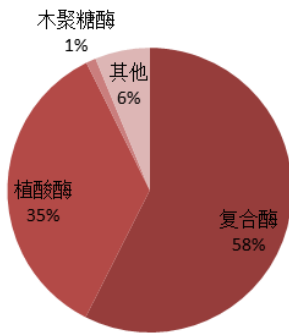
图 3：2007-2012 年净利润及其增长率



数据来源：wind、西南证券

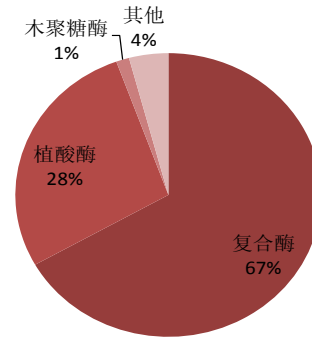
公司的主要产品为饲用复合酶、饲用植酸酶和饲用木聚糖酶。2013 年上半年公司复合酶、植酸酶和木聚糖酶的销售收入占主营收入的比重分别为 58%、35%和 1%；三中酶制剂的营业利润对公司总营业利润的贡献分别为 67%、28%和 1%。公司的主要收入和利润来源为复合酶与植酸酶。

图 4: 2013 年上半年公司产品销售收入占比



数据来源: 西南证券

图 5: 2013 年上半年公司产品营业利润贡献占比

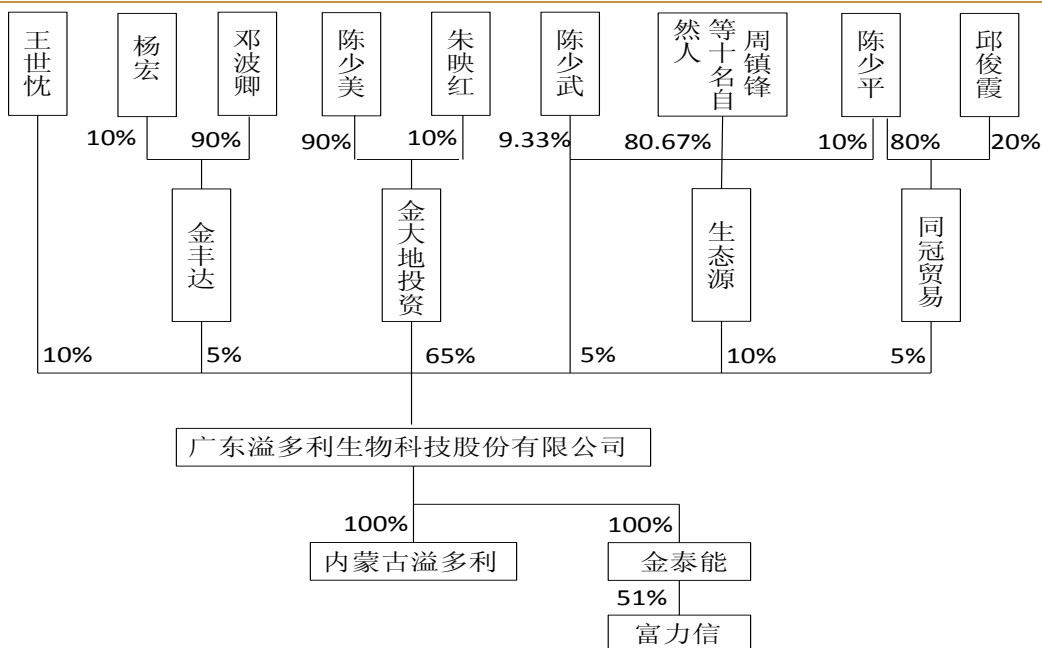


数据来源: 西南证券

(二) 公司股权结构

公司创始人陈少美先生通过金大地投资管理有限公司（持股 90%）间接持有本公司股份 2281.5 万股，占发行前公司总股本的 58.5%，为公司的实际控制人，其余股份有三家企业法人与两名自然人持有。

图 6: 本次发行前公司实际控制人及股权结构



数据来源: 西南证券

公司拥有全资子公司内蒙古溢多利和金泰能，并通过金泰能控股子公司富力信。内蒙古主要从事生产和销售饲料添加剂、工业用酶制剂、添加剂预混合饲料及其他生物制品，目前具备年产 8000 吨酶制剂的生产能力；富力信主要从事饲料添加剂贸易业务，在肠膜蛋白方面具有一定的技术投入和积累。公司收购富力信即可在客户资源方面形成互补，又能丰富公司在饲料添加剂方面的产品与技术。

二、饲用酶制剂行业发展概况

（一）酶制剂行业概况

公司主要产品饲用酶制剂，位于饲料行业上游，产品主要添加到各类饲料厂的饲料中，属于饲料行业中的饲料添加剂类；从产品工艺性质来看，由于酶制剂的生产都与需要发酵的过程，因此，属于发酵或工业酶制剂行业；在现代学科和工业分类中，酶工程、发酵工程都属于生物工程的范畴，因此属于生物产业中的生物制造业，生物产业是我国七大战略新兴产业之一。

饲料中添加酶制剂，可补充内源性消化酶的分泌不足或酶解饲料中抗营养因子或毒物，促进营养物质的消化和吸收，改善饲料利用率，减少营养物质的排泄量。饲用酶制剂的作用主要体现在以下几方面：

1、饲用酶制剂是一种安全、有效、无残留的“绿色”饲料添加剂。酶是一种蛋白质，在动物体内天生就存在，因此它不会对畜产品造成危害；酶是微生物发酵的天然产物，因此它不存在化学合成添加剂的各种弊端；它不会残留于产品内，更不会产生抗药性。所以，酶制剂是一种安全、有效、无残留的“绿色”饲料添加剂。通过使用饲用酶制剂，可以提高养殖动物的免疫力，减少抗生素的使用，避免药物在动物体内残留或产生环境污染，可以为人们提供更安全、更健康食品。

2、饲用酶制剂可以提高饲料利用率，节约饲料用粮，扩大饲料来源，降低饲料成本。我国人多地少，人均粮食产量远低于世界平均水平。要解决“人畜争粮”问题，解决的方法只有两个，提高常规饲料的利用率和开发利用非常规饲料资源。在提高饲料利用率方面，饲料中添加酶制剂后，提高了各种饲料原料的能量和蛋白质的可利用值，可以使玉米、豆粕等日粮转化率更高。

在节约饲料用粮方面，饲用酶制剂能提高饲料转化率 5-25%，我国 2010 年全国商品饲料总产量 1.62 亿吨，如按提高饲料转化率 5% 计算，可节约饲料用粮 810 万吨，如按提高饲料转化率 25% 计算，可节约饲料用粮 4,050 万吨。

在扩大饲料来源，使用非常规饲料资源方面，通过添加饲用酶制剂，可以使用更多的豆粕代替豆粕，可以使用小麦、麸皮、次粉，DDGS（可溶性干酒糟）等替换玉米。

在降低饲料成本方面，由于植酸酶可以替代磷酸氢钙，而磷酸氢钙的来源——磷矿石的价格自 2004 年以来快速上涨，并推动磷酸氢钙价格大幅上涨，给饲料企业带来了较大的成本压力。以植酸酶替代磷酸氢钙，不仅可以降低饲料企业的成本，而且节约了宝贵的磷矿资源。

3、饲用酶制剂可以减轻养殖业对环境的污染。由于畜禽对饲料的营养利用率在 60-90% 之间，大量未消化利用的营养物质成为畜禽的排泄物从而造成对环境的污染；在饲料中加入酶制剂后，由于酶制剂能够显著地提高动物对饲料养分的消化率，从而大大减少畜禽排泄物

中氮、氮、磷的排泄量；酶制剂可降低肠道有害微生物的繁殖，因此可以替代某些高残留、高污染的抗生素或合成药物的使用；酶与微量元素的协同作用，可以促进铜、铁、锌等微量元素元素的吸收，从而可以减少矿物质的排放。

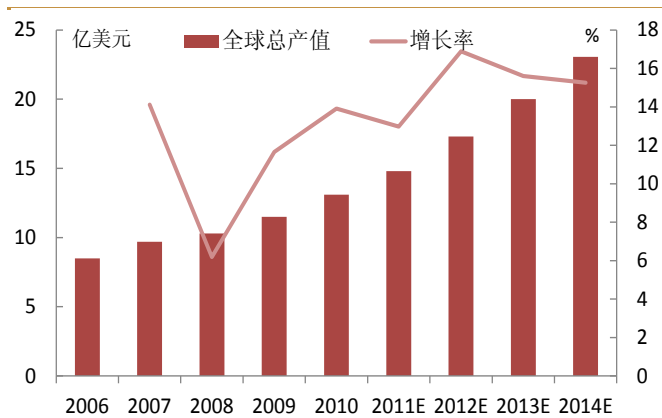
4、增加动物免疫力，预防动物疫病。 饲用酶制剂可有效减少肠道的发酵和畜禽后肠道有害微生物的数量，消除食糜造成的这些危害，减少仔鸡下痢、仔猪腹泻等畜禽肠道疾病；同时饲用酶制剂在动物胃肠道应用产生的寡聚糖还可以显著激活动物巨噬细胞的活性，充当免疫刺激的辅助因子，调节机体免疫系统，提高抗体免疫应答能力，从而增加动物体液及细胞免疫能力。

（二）国内外酶制剂市场容量

1、国外酶制剂发展概况

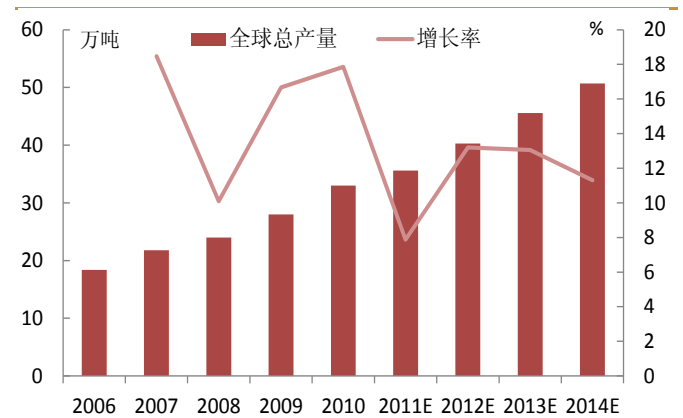
20 世纪 70 年代，酶制剂开始应用于配合饲料中。随着现代生物技术，尤其是微生物的基因改造和发酵技术的迅速发展，生物酶制剂的生产成本越来越低。作为饲料添加剂的一个新品种，饲用酶制剂逐渐得到饲料工业和养殖业的认可。全球饲用酶制剂总产量 2006 年为 18.40 万吨，2010 年达到 33 万吨，年均复合增长率为 15.72%。其中，2010 年全球饲用复合酶制剂总产销量为 20.3 万吨，饲用植酸酶总产销量为 11.5 万吨。全球饲用酶制剂总产值 2006 年为 8.5 亿美元，2010 年达到 13.1 亿美元，年均复合增长率为 11.42%。据预测，2014 年全球饲用酶制剂产值将达 23.05 亿美元，比 2010 年 13.1 亿美元增长 75.95%，年均复合增长率为 15.17%。

图 7：全球饲用酶制剂总产值



数据来源：西南证券

图 8：全球饲用酶制剂总产量

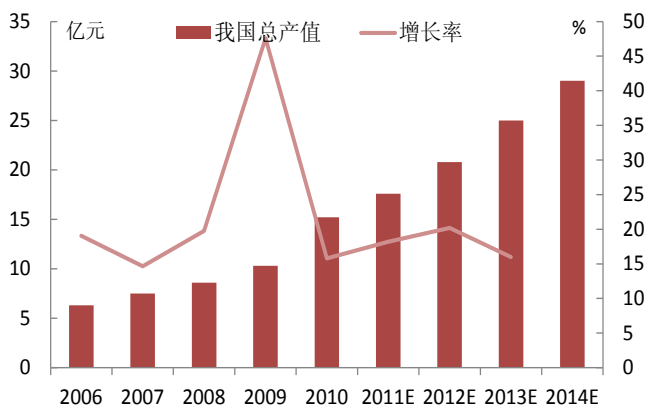


数据来源：西南证券

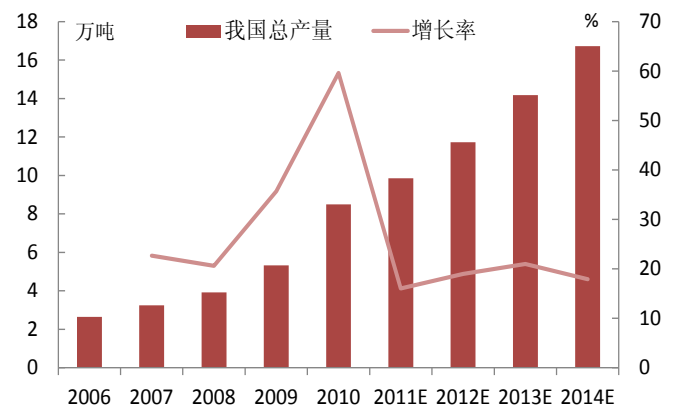
2、国内酶制剂发展概况

20 世纪 80 年代饲用酶制剂进入我国饲料工业，20 世纪 90 年代开始规模化应用，但主要是以进口产品为主，进入 21 世纪，国内酶制剂生产企业快速发展，开始逐步取代国外产品，市场占有率逐步提升。

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。

图 9: 我国饲用酶制剂总产值


数据来源: 西南证券

图 10: 我国饲用酶制剂总产量


数据来源: 西南证券

据预测, 2014 年我国添加饲用复合酶的饲料的比例将由 2010 年的 32.44% 提高到 60%, 如果以 2014 年折算成配合饲料产量 4.41 亿吨为基础, 添加复合酶比例按 0.035% 计算, 2014 年饲用复合酶需求量将达到 9.26 万吨, 比 2010 年产量增长 100.43%。

随着饲用植酸酶应用技术的突破和产业化, 将使植酸酶使用范围扩大, 由原来只添加畜禽料到畜禽料和水产料均可添加; 由原来只添加不制粒和常温制粒饲料到包括高温制粒的所有饲料。伴随植酸酶对于蛋白质和能量消化率的提高, 释放饲料潜在营养价值效果得到更好的体现, 这将会使得植酸酶添加量增加。

预计到 2014 年我国添加饲用植酸酶的饲料的比例将由 50% 左右提高到 80%, 按 0.013% 的添加比例计算, 2014 年饲用植酸酶需求量可达到 4.59 万吨, 加上植酸酶产品出口 2.87 万吨, 需求总量可达 7.46 万吨, 比 2010 年产量增长 92.76%。

三、公司的竞争力分析

(一) 拥有较强的研发能力与创新能力

公司为国内饲用酶制剂的领先企业, 经过 20 多年的发展, 公司已拥有一支高素质、多层次、结构合理的技术研发队伍, 目前, 公司已拥有技术研发人员 73 名, 硕士研究生以上学历约占 38.35%, 公司已深入掌握了自然菌种诱变和复合酶协同等酶制剂的核心技术, 并形成了一套前瞻、高效、成熟的研发机制和完善的研发体系, “广东省饲料添加剂生物工程技术研究开发中心” 依托公司组建成立, 该中心为行业内的第一家省级研究机构。2010 年公司的技术中心升级为省级企业技术中心。公司已拥有 15 项国家发明专利, 并成功开发出多种技术领先的饲用酶制剂产品, 多项产品获得国家、省、市的表彰奖励, 其中, 1 项产品被评为“国家级新产品”, 2 项产品被评为“中国饲料行业重大科技进步奖”, 2 项产品被评为“广东省名牌产品”。

公司拥有的核心技术包括: 基因工程技术、自然菌种诱变技术、液体发酵技术、固体发酵技术、复合酶协同技术、体外模拟技术、制剂剂型技术、植物提取技术、饲用酶产品应用技术、造纸酶产品应用技术、纺织酶产品应用技术等。公司自主研发的植酸酶、木聚糖酶、纤维素酶、甘露聚糖酶、葡聚糖酶、蛋白酶等产品的技术指标均达到国内领先、国际先进水平; 自主研发的微丸剂型酶产品、液体剂型酶产品填补了国内空白, 达到国际先进水平。

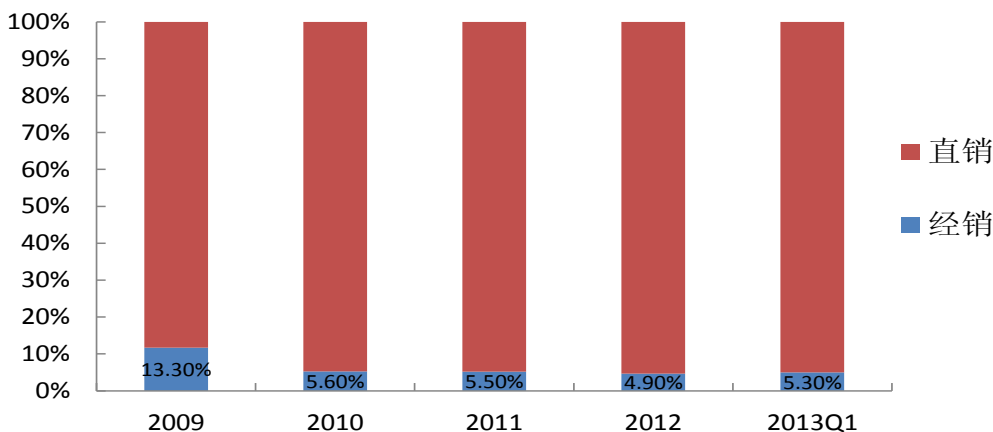
（二）通过服务式直销模式强化客户粘性

作为第一家国内饲用酶制剂生产企业，公司始终坚持直销为主的销售模式，并已形成广阔的营销覆盖网络和较强的渠道掌控能力，公司采用零距离贴近客户的营销方式，向客户推广酶制剂应用理念，同时还为客户提供优质的产品和整体的技术解决方案，赢得了客户的信赖。

公司的大客户事业部和直销事业部采用直销的销售模式。大客户事业部负责国内饲料行业排名前 35 位的企业，直销事业部负责除国内饲料行业排名前 35 位之外的其他企业。目前，公司直销事业部已在全国建立了 25 个办事处，与下游客户建立了牢固的伙伴关系，并与全国排名前列的饲料企业逐步建立了互利共赢的战略合作伙伴关系。

通过服务式营销，强化与客户之间粘性。公司由博士、硕士、高级工程师等专业人才组成的技术服务团队及由畜牧、兽医、动物营养等专业毕业的销售人员，在营销或技术岗位上经过锻炼，具有丰富的专业背景知识和较强的解决问题能力，能全面理解和阐述产品的内涵与价值，与客户进行深入沟通以开拓市场。

图 11：公司直销和经销模式分别占营业收入的比例



数据来源：西南证券

公司 2009 年后，每年经销模式下的销售占总营业收入的比例一直在 5% 左右，且有逐年降低趋势，公司的大部分客户是靠公司直销模式服务的。未来公司将继续强势通过服务来增加直销群体及销量。

（三）通过区位布局降低成本

公司在已拥有珠海生产基地的基础上，于 2008 年投资设立内蒙古生产基地，形成南北辐射的区位布局优势。同时，在内蒙古布局生产基地有利于提升公司成本竞争优势和加快与下游饲料企业的区位联动。

酶制剂企业的主要生产成本是原材料和燃料动力，其中，甲醇和玉米淀粉是生产酶制剂的主要原料，电力和蒸汽是燃料动力的主要构成。内蒙古是全国最大的甲醇生产基地，并靠近东北和华北等玉米主产地，同时，电力及蒸汽成本较低，2011 年内蒙古的电力成本和蒸汽成本仅为珠海基地的 53.86% 和 29.19%。丰富的原料供应和较低的能源成本使公司的成本竞

争优势凸显。此外，内蒙古地区干燥凉爽的气候也适宜生物发酵的规模化生产，有利于提高产品发酵效率，降低生产成本。

公司作为饲料行业的上游企业，布局内蒙古生产基地，顺应下游饲料加工企业“西进北上”的产业布局趋势，更加贴近市场，有效提升了对客户需求的快速响应能力，与客户在原料开发利用、技术服务支持、物流及时配送等方面形成互利共赢的区位联动优势。

四、募投项目解决产能不足问题

本次公开发行股票 1,145 万股，其中，公司公开发行新股 680 万股，公司股东公开发售股份 465 万股，发行完成后公开发行股票数占发行后总股数的比例为 25%。公司实际募集资金扣除发行费用后的净额为 16,610.24 万元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 1：公司募投项目

序号	项目名称	募集资金投资	募集资金使用计划	
			第一年	第二年
1	内蒙古溢多利年产 20,000 吨酶制剂项目（第二期工程）	9500	6900	2600
2	溢多利（珠海）酶制剂生产基地技改项目	2727	1847	880
3	研发中心扩建项目	1920	980	940
4	营销服务网络建设项目	2500	1600	900
5	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-
6	合计	16647		

数据来源：招股说明书

募投项目建成之后，有效缓解目前公司产能不足，同时可以降低单位生产成本。2009 年内蒙古生产基地一期达产后，公司以前无法满足的订单需求得到释放，2010 年、2011 年和 2012 年，公司饲用酶制剂销量同比增长分别为 24.73%、20.59% 和 16.94%。最近三年，饲用酶制剂产品产能利用率平均超过 100%，其中，2011 年和 2012 年产能利用率分别达到 102.95% 和 115.14%。募投项目内蒙古二期工程建成之后有利于解决目前产能不足问题。同时可以有效降低成本，内蒙古生产基地一期 2009 年 7 月达产，主要产品饲用植酸酶，公司当年植酸酶产品的平均单位生产成本整体较 2008 年下降 44.44%。未来随着内蒙古生产基地二期的建成完工，公司规模扩张后的规模效益逐渐显现，预计成本将进一步降低，这将大大增强公司的整体竞争实力。

五、盈利预测及估值

公司业务几个关键假设：

- 假设 2013-2015 年公司饲用复合酶的销量分别为 6910 吨、7602 吨和 8362 吨；销售单价分别为 2.97 万元/吨、3.12 万元/吨和 3.27 万元/吨；
- 假设 2013-2015 年公司饲用植酸酶的销量分别为 10929 吨、12568 吨和 14453 吨；销售单价分别为 1.15 万元/吨、1.21 万元/吨和 1.27 万元/吨；
- 假设 2013-2015 年公司饲用木聚糖酶的销量分别为 60 吨、100 吨和 140 吨；销售单价

分别为 4.37 万元/吨、4.37 万元/吨和 4.37 万元/吨。

表 2: 公司盈利预测假设表

		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
复合酶	销量 (万吨)	4476	5211	6742	6910	7602	8362
	增长率		16.44%	29.37%	3.00%	10.00%	10.00%
	销售单价 (万元/吨)	2.77	2.98	2.95	2.97	3.12	3.27
	销售收入 (万元)	12414	15507	19884	20524	23705	27380
	单位成本 (万元/吨)	1.10	1.05	1.00	0.98	1.03	1.08
	销售成本 (万元)	4924	5491	6755	6773	7823	9035
	销售毛利 (万元)	7490	10016	13128	13751	15883	18344
	单位毛利 (万元/吨)	1.67	1.92	1.95	1.99	2.09	2.19
	毛利率	60.34%	64.59%	66.03%	67.00%	67.00%	67.00%
植酸酶	销量 (万吨)	6799	8374	9184	10929	12568	14453
	增长率		23.16%	9.67%	19.00%	15.00%	15.00%
	销售单价 (万元/吨)	1.06	1.08	1.22	1.15	1.21	1.27
	销售收入 (万元)	7202	9007	11216	12551	15155	18300
	单位成本 (万元/吨)	0.64	0.62	0.63	0.60	0.63	0.66
	销售成本 (万元)	4378	5189	5793	6527	7881	9516
	销售毛利 (万元)	2824	3817	5423	6024	7275	8784
	单位毛利 (万元/吨)	0.42	0.46	0.59	0.55	0.58	0.61
	毛利率	39.22%	42.38%	48.35%	48.00%	48.00%	48.00%
木聚糖酶	销量 (万吨)	108.36	140.25	124.68	60	100	140
	增长率		29.43%	-11.10%	-51.88%	66.67%	40.00%
	销售单价 (万元/吨)	4.47	4.33	4.31	4.37	4.37	4.37
	销售收入 (万元)	484	607	538	262	437	612
	单位成本 (万元/吨)	0.98	1.01	1.08	1.01	1.01	1.01
	销售成本 (万元)	106	141	135	60	101	141
	销售毛利 (万元)	378	466	403	202	336	471
	单位毛利 (万元/吨)	3.49	3.32	3.23	3.37	3.36	3.36
	毛利率	78.10%	76.71%	74.91%	77.00%	77.00%	77.00%
酶制剂合计	销量 (万吨)	11383	13725	16050	17899	20269	22955
	增长率		20.58%	16.94%	11.52%	13.24%	13.25%
	销售单价 (万元/吨)	1.77	1.83	1.97	1.85	1.92	1.99
	销售收入 (万元)	20100	25120	31638	33079	38865	45684
	单位成本 (万元/吨)	0.83	0.79	0.79	0.75	0.78	0.81
	销售成本 (万元)	9407	10822	12684	13360	15804	18692
	销售毛利 (万元)	10692	14299	18954	19720	23061	26992

		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
	单位毛利 (万元/吨)	0.94	1.04	1.18	1.10	1.14	1.18
	毛利率	53.20%	56.92%	59.91%	59.61%	59.34%	59.08%
其他	销售收入 (万元)	1587	1925	2105	2300	2500	2700
	销售成本 (万元)	968	1092	1411	1426	1550	1674
	销售毛利 (万元)	619	833	694	874	950	1026
	毛利率	39.01%	43.27%	32.97%	38.00%	38.00%	38.00%
合计	销售收入 (万元)	21686	27045	33743	35379	41365	48384
	销售成本 (万元)	10375	11914	14094	14786	17354	20366
	销售毛利 (万元)	11311	15132	19648	20594	24011	28018
	毛利率	52.16%	55.95%	58.23%	58.21%	58.05%	57.91%

数据来源: 西南证券

预计公司 2013-2015 年实现营业收入分别为 3.54 亿元、4.14 亿元和 4.84 亿元, 归属上市公司的净利润分别为 0.55 亿元、0.72 亿元和 0.84 亿元, 每股收益分别为 1.41 元、1.56 元和 1.84 元。以发行价 27.88 元对应的 PE 分别为 19.77 倍、17.87 倍和 15.15 倍。我们认为公司 2014 年对应的 PE 在 16-20 倍较为合理, 对应的股价区间为 24.96 元~31.20 元之间。

六、风险提示

- 大规模疫病风险: 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。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。
- 技术研发风险: 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。

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表				
单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	72	123	165	227
应收和预付款项	58	59	78	81
存货	31	28	42	40
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	114	131	283	298
无形资产和开发支出	10	10	9	9
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	287	351	576	655
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	28	38	39	51
长期借款	0	0	0	0
其他负债	15	15	15	15
负债合计	44	54	55	66
股本	39	39	46	46
资本公积	2	2	161	161
留存收益	202	256	314	381
归属母公司股东权益	242	297	521	588
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	243	298	521	589
负债和股东权益合计	287	351	576	655

现金流量表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	62	78	51	103
投资性现金净流量	-36	-30	-166	-30
筹资性现金净流量	-24	3	157	-10
现金流量净额	1	51	41	62

数据来源：西南证券

主要财务比率				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	337	354	414	484
增长率(%)	24.76%	4.85%	16.92%	16.97%
归属母公司股东净利润	55	55	72	84
增长率(%)	26.72%	0.39%	30.44%	17.42%
每股收益(EPS)	1.40	1.41	1.56	1.84
每股经营现金流	1.58	2.00	1.11	2.24
销售毛利率	58.23%	58.21%	58.05%	57.91%
销售净利率	16.22%	15.52%	17.32%	17.39%
净资产收益率(ROE)	22.61%	18.50%	13.76%	14.31%
投入资本回报率(ROIC)	27.30%	21.96%	27.62%	17.91%
市盈率(P/E)	19.87	19.80	17.82	15.18
市净率(P/B)	4.49	3.66	2.45	2.17
利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	337	354	414	484
减：营业成本	141	148	174	204
营业税金及附加	3	3	3	4
营业费用	95	103	112	131
管理费用	36	38	44	52
财务费用	0	-3	-4	-6
资产减值损失	1	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	62	65	84	99
加：其他非经营损益	2	0	0	0
利润总额	64	65	84	99
减：所得税	9	10	13	15
净利润	55	55	72	84
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	55	55	72	84

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn