

双塔食品

食品加工工业

—未来粉丝行业巨头

2010 年 9 月 2 日

公司评级

合理估值区间：25.8-30.1 元

投资要点：

- 粉丝行业中的龙头公司。双塔食品主要生产销售纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝以及食用菌等。公司是国内粉丝行业龙头企业，中国食品工业协会粉丝行业工作委员会会长单位，国家龙口粉丝标准制定者之一。
- 龙头公司受益国内市场消费升级。国内市场上，消费升级将推动粉丝高端产品需求增长，同时产品价格也在逐步提升。预计未来2年国内粉丝市场有20亿元以上的增长空间。行业龙头业绩增长将充分受益消费升级拉动的粉丝产品量价齐升。粉丝出口市场集中在亚洲以及有华人居住的其他地区，粉丝出口量将会保持稳定增长。
- 双塔粉丝拥有“龙口粉丝”原产地保护、产品质量、原料规模采购和销售网络等优势。公司地处“龙口粉丝”原产地，享有“龙口粉丝”原产地保护优势。在完善的质量控制体系下，公司产品质量优异。公司原料采购采取“公司+农户”和贸易商两种模式，长期良好合作关系保证了原料质量和采购价格合理。公司的国内市场扩张采取占据重点市场，辐射周边二、三级市场的战略。目前公司国内销售网络已经基本完成全国布局，未来将推进渠道下沉。出口市场上，公司的高端产品销量增长将推动出口收入增长。
- 募投项目：本次拟向社会公众公开发行不超过1500万股，本次募集资金主要用于年产2万吨粉丝项目，项目建成后，公司新增纯豆粉丝生产能力6000吨/年，杂粮粉丝1.4万吨/年，饲料蛋白2400吨/年。募投项目建成投产后，公司产品结构得到优化，盈利水平和抗风险能力将显著提升。
- 盈利预测与申购建议：预计公司2010—2012年完全摊薄EPS分别为0.86元、1.05元和1.42元。参照A股同行业上市公司的估值以及公司在行业中的竞争地位，公司合理估值可取10年30-35倍PE，对应估值区间25.8-30.1元，建议询价区间21.93-25.59元。按照新的询价机制，建议挂档21.93元30%、25.59元70%。

主要数据

发行量（万股）	1500
发行后总股本（万股）	6000
社会公众股占比（%）	25.

相关研究报告

联系方式

研究员：	周家杏
执业证书编号：	S0020108071135
电 话：	021-51097188-1920
电 邮：	zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179号(230001)

第一部分 行业背景概括

1、粉丝行业市场情况

(1) 粉丝历史文化

粉丝是中华民族的传统食品，作为人们日常生活食品由来已久。利用绿豆、豌豆等农作物制成淀粉后加工为粉丝后食用，在国内至少有1,000年以上的历史。粉丝作为中国传统饮食文化代表之一，是中国及亚洲各地区的传统食品。由于受地域气候和水质、土壤等自然条件的限制，目前95%以上的粉丝生产企业集中在中国，其它国家如越南、泰国等仅有少量生产。作为粉丝产品的地域品牌，龙口粉丝已有300多年的生产历史。龙口粉丝的最早产地是现今山东省烟台招远市。根据《招远县志》记载，早在300多年前当地人民就开始利用绿豆为原料制做粉丝，后来逐渐发展到龙口、蓬莱、莱州、栖霞、莱阳、海阳等地。龙口粉丝的出口最早可追溯到一百多年前，一九一六年烟台龙口港开埠后，直接把龙口粉丝运往日本、韩国、香港和东南亚各国，在国际市场上称之为“春雨”、“马尾”、“玻璃丝”。因为历史上各商户以烟台龙口市为粉丝的重要集散地，然后通过龙口港销往海内外，故命名为“龙口粉丝”。2002年9月，为保护我国传统文化、促进地域特色产品发展，国家对龙口粉丝实施原产地域产品保护，龙口粉丝原产地域范围为招远市、蓬莱市、龙口市、莱阳市、莱州市五个行政区域。2008年1月，龙口粉丝被列入全国10个与欧盟互认的地理标志产品之一。

招远市在历史上一直是龙口粉丝的主要生产地。据《胶济铁路沿线经济调查》（1933年）记载：招远粉丝品质优良，产量丰富，为全省之冠，制作者多在县境北部，年产十余万包，每包重180斤，当时招远粉丝的生产数量，相当于山东省其它各县生产数量的总和。据1934年版的《中国实业制》记载：“粉丝业为鲁省特产……销路甚广。招远所产，尤为著称，据专业者统计，该县农产百分之六十与粉业有关，每年输往上海、宁波、厦门、香港、九龙、新加坡处，占龙口粉丝出口额的百分之七十”。可见招远市在粉丝行业发展历史上的重要地位。

(2) 粉丝行业发展阶段

按照粉丝生产组织的经营模式不同，粉丝行业的发展可以分为四个阶段：

第一个阶段（1956年前）是粉丝生产的起步阶段。此阶段农户在农闲时间从事粉丝的生产，生产组织以家庭和小作坊为主，由粉庄统一购进原材料，依据农户家庭的经济实力和人员情况分配生产量，生产出来的粉丝由粉庄统一收购并运往港口或者其他集散地，销往全国各地及海外市场。

第二个阶段（1956年到1983年）是粉丝集体化生产阶段。此阶段由于国家提出公私合营政策，农村成立了互助组、高级社，各家各户集中人力从事粉丝生产，生产规模得以扩大，从而对粉丝生产工艺有了初步分工，形成了浸泡、磨碎、漏粉、晒粉等流水线生产工艺，粉庄由个体组织改成贸易公司。

第三个阶段（1983年到2000年）是粉丝行业快速发展阶段。此阶段国家开始允许企业拥有自主经营权。粉丝生产企业可以自行购入原材料，进行生产加工，并自行决定销售方

式和拓展销售市场。企业的国内销售渠道也逐步建立和完善，并将销售市场通过中间商延伸到国外。企业生产经营开始按照公司制运行，形成采购、生产、销售一系列完整业务流程，粉丝生产开始实现工厂化。该阶段粉丝品种和销售渠道都较单一，主要集中在粉丝产地和省会城市；部分生产工艺开始引入自动化生产设备，如粉碎机、筛选机器等。

第四个阶段（2000年以后）是粉丝行业产业整合阶段。此阶段加工设备得到快速发展，自动化水平进一步提高，人们开始注重粉丝类食品的质量安全。粉丝企业发展水平开始分化，出现了少数产量在万吨以上的规模化生产企业，以发行人为代表的大型生产企业开始抓住机遇，引入生产流水线，规模经济开始显现；生产企业逐渐开始重视产品品牌的培养，宣传费用和渠道建设投入开始增加。

（3）粉丝行业特征和竞争格局

与我国其他农副食品加工工业一样，粉丝产业存在加工规模和整体水平较小、行业技术装备水平较落后、产品标准和质量控制体系不完善等不足，行业发展具有“小生产、大市场、小规模、大群体”的特征，整个行业大型企业较少，以中小型企业为主，甚至还存在部分家庭式生产作坊，产业集中度低。2007年全行业国内销售粉丝约90万吨，但年生产规模达1万吨以上企业数量不足10家，市场上大多数粉丝产品来自小规模的生产厂家，其中部分厂家没有获得国家相关部门颁发的食品生产许可证和卫生许可证，实现工厂化大规模生产的企业屈指可数。产业集中度较低一方面导致粉丝行业的生产设备小型化、整体技术水平不高，另一方面加剧了企业间的无序竞争，大量中小企业进行低水平生产，产品结构不合理，低档粉丝甚至不合格粉丝充斥市场。自2005年1月起，国家质检总局将淀粉制品纳入食品质量安全市场准入制度管理，逐步淘汰了一批生产工艺落后、卫生条件差、管理水平低的小型企业。同时，消费者开始关注粉丝的品牌和质量安全，商场超市逐渐取代传统的农贸市场，成为人们主要的购物场所。粉丝生产企业的竞争方式发生转变，由纯粹的价格竞争转变为企业综合实力的竞争，企业只有在产品品质、生产成本控制、销售网络的完善性、品牌的培育和建设等多方面提升实力，才能在市场竞争中胜出，获得进一步发展的空间。

（4）行业内企业分布格局

我国获得食品生产许可证和卫生许可证的粉丝生产企业有200多家，地域性分布特征较为明显，主要生产企业基本集中在山东、四川和河北等地，3大省份集中了全国60%左右的企业，地域集中度较高。其中，山东省招远市粉丝生产企业数量占全国数量的40%以上，是龙口粉丝的主产地，其龙口粉丝年产量占全国龙口粉丝总量80%以上。2004年9月，招远被中国农学会命名为“中国粉丝之都”。

（5）粉丝消费市场情况

粉丝消费市场主要分布在广东、湖北、湖南、四川、上海、重庆、北京、山东等地区，其中广东、四川、上海市场地位较为突出。由于粉丝行业产业集中度相对较低的原因，市面上粉丝品牌众多，其中以“双塔”、“冠珠”、“六六顺”等品牌为代表。根据中国市场调查研究中心数据显示，2005年、2006年、2007年、2008年国内粉丝销售量分别为

73.98万吨、75.10万吨、83.38万吨、86.85万吨，国内粉丝消费市场呈持续增长趋势，2006年、2007年、2008年分别比上年增长1.51%、11.03%、4.16%。同时，国内粉丝消费市场存在少量进口产品。2008年我国进口粉丝119.13吨，金额为14.89万美元。作为中国传统食品之一的粉丝在国外有着广阔的市场。2009年我国粉丝出口数量为8.52万吨，出口金额为10,935.00万美元

2、粉丝行业发展趋势

➤ 粉丝行业产业集中度提高、规模化竞争是产业发展的必然趋势

现阶段粉丝行业虽然呈现了规模化生产的趋势，但在农作物规模化种植、市场全球化进程加快、销售网络和供应链竞争日渐凸显、社会对食品安全要求日益重视、国家对企业环保监管力度进一步加大的今天，规模化经营、提高产业集中度已成为粉丝行业发展的必然趋势。随着生产规模的增加，企业一方面可以在原材料采购中处于有利的谈判地位，保证稳定的原材料供应及较低的生产成本，另一方面可以提高农产品原材料质量，确保农产品加工业按生态食品、有机食品的程序组织生产，从源头上有效控制食品安全。企业生产能力达到规模经济的要求后，可以有效降低固定成本和管理成本，进一步提高经营效益。另外，企业规模的壮大，使其有能力在食品安全、环保、销售渠道等方面加大投入力度，进而提升产品信誉和企业市场影响力，从而有效增强市场竞争能力。

➤ 传统产品食用价值逐步挖掘，产品线日益丰富，市场将进一步扩大

随着社会经济发展水平的不断提高，加工技术日益成熟，人们对传统粉丝食品的要求已不仅局限于原有的裹腹充饥作用，在食用可口方便、营养元素搭配合理、卫生保健等方面提出了更高的要求；而粉丝产品在食用便利、食品热值含量低、绿色健康等方面的特征恰好符合了现代饮食习惯的发展潮流，食用价值被进一步发掘。随着对粉丝产品开发力度的不断增加，粉丝及其下游产品品种已呈现多样化、系列化的发展态势：目前，市场上的粉丝产品按食用特征已发展为传统粉丝和方便粉丝两个大类（其中，新兴的方便粉丝近年已发展成为一个产值和消费额达十几亿元的产业），高档、中档和大众粉丝三个消费层次以及家庭日常消费类、酒店宴席类、礼品类等不同的产品系列，在传统的豆类粉丝基础上按不同的原材料搭配和营养结构扩展为豆类粉丝、杂粮类粉丝和薯类粉丝等。可以看出，由于消费市场要求日益提升细化，生产企业针对特定消费群体开发粉丝产品投入力度的加大，作为传统食品的粉丝，其价值将被进一步挖掘，市场容量和利润空间有扩大趋势。

➤ 产品层次区分开始明显，品牌效应凸现，市场消费重心向中高档产品转移

粉丝市场上，单调的粉丝产品已经不能满足现代消费者的个性需求，市场产品结构开始出现分化，消费对象的市场细分更加明显和严密：例如，为了迎合部分消费者的膳食营养要求，粉丝产品中开始加入杂粮（玉米、小麦等）用以改善产品的口味、营养结构和外观品质，平衡营养摄入。同时，随着国民经济的发展和人们消费能力的提高，消费者更加注重品牌消费，品牌信誉不仅仅是产品质量的保证，更是一种饮食文化的体现，具有上百年生产历史的龙口粉丝因为其食用价值和文化价值而市场需求开始旺盛。消费市场重心的转变促使粉丝生产企业调整市场战略，逐步加大研发投入、加快产品创新步

伐，调整产品收入结构向中高档产品靠拢，以发掘更高的利润空间。

➤ 市场竞争由价格竞争转向企业综合实力竞争

粉丝行业是个传统行业，一直以来，其采购、加工、销售等经营模式带有浓厚的地域色彩，大部分省份的消费市场被本区域内的粉丝企业所占领。在上个世纪90年代后期，随着物流行业的发展以及商场超市销售模式在国内的兴起，粉丝产品流动速度逐渐加快，少数大型粉丝企业开始走出产地区域限制，面对全国市场。21世纪初，行业利润率受中小企业低价倾销、渠道进场费用和物流费用较高等多重挤压跌入谷底，但同时企业淘汰速度和行业整合加快，品牌影响力和集中度提高，市场格局初步形成。市场竞争由最初的单一价格竞争趋向于品牌、品质、产品差异化和销售网络成熟程度等多方面的综合竞争。

➤ 国际金融危机和扩大内需的政策将推动产业升级

自2008年初以来，很多粉丝生产企业受原材料价格上涨、劳动力成本提高、环保成本加大、人民币升值等影响，生产经营面临困难。2008年下半年全球性金融危机爆发，世界经济发展明显减速，中国农业及相关产业发展受到的影响和冲击日益显现。尽管粉丝作为一种日常消费食品，市场需求稳定，但整个行业的发展在金融危机中也受到了一定程度的影响，不少中小型粉丝企业出现资金短缺、融资困难的情形，行业中规模较小、技术落后、资源利用效率低、产品质量差的生产企业面临市场空间进一步缩小、经营难以持续的情况，从而退出市场竞争。为应对金融危机，中央和山东省出台了扩大内需保增长的政策措施，安排了相当规模的农业产业建设资金，对于区域性资源整合、优质原材料基地建设、企业技术改造和产品升级等方面都有不同形式的支持，这也有助于推动农产品加工业整合的进程。而大中型粉丝企业将抓住机遇，通过并购实现低成本扩张，迅速扩大原有产能，抢占消费市场，提高粉丝行业集中度，从而推动整个粉丝行业产业升级。

➤ 《食品安全法》的实施对粉丝行业的影响

为了保证食品安全，国家制定了《食品安全法》并从2009年6月1日起实施，该法从食品生产与加工、食品经营、食品添加剂生产经营、食品包装材料、加工生产工具及设备等多方面作出规定，最大限度保障公众身体健康和生命安全。《食品安全法》进一步明确了我国的食品安全监管体制，打造从农田到餐桌的全程监管，确保监管环节无缝衔接，并借鉴国际先进的食品安全监管经验，建立食品安全风险评估和食品召回等制度，统一食品安全标准，加强对食品添加剂的监管，完善食品安全事故的处置机制，强化监管责任，加大处罚力度，严格赔偿责任。《食品安全法》的实施将使粉丝供应链条上各个环节的企业面临新的经营环境。首先，食品安全控制的加强，将促使粉丝行业横向整合，市场集中度提高。生产企业可以通过品牌推广，向消费者传递粉丝产品具有质量安全的信号，品牌优势越强的企业承担的质量安全违约成本越高，要规避风险就需要企业投入较大资金建立一套完善的产品质量控制体系，而小企业难以负担高成本的费用投入。另外大型企业在实施如无公害农产品标志认证、ISO体系认证及HACCP体系认证后获得的规模优势将明显大于小型企业。小型企业在逐步趋严的质量监控体系下，取得的超额收益减少，甚至低于行业平均收益，故小企业选择退出市场竞争，市场份额将向大型企业

集中。因此，行业内企业分化将进一步加剧，具备资金实力、市场份额高的企业将进一步在市场凸显规模化效益。第二，消费者在消费偏好和购买渠道上将更加理性。随着生活水平的提高，消费者选择的购买场所倾向于大型商场超市或者有经营资质、信誉好的商家，在选择粉丝产品时更加关注产品的质量、口感。第三，企业管理模式发生改变。《食品安全法》更加强调质量控制风险的防范，行业内企业应该抓住机会，有效实施管理延伸，进一步加强对产业链纵向整合。食品安全的控制不应该局限在生产企业内部，为消除购进原料的风险，企业将采取加强原材料检验的主动控制方法，把企业的质量控制体系延伸到原料生产、收购环节。《食品安全法》的实施，有助于促进粉丝行业的理性发展，推动粉丝行业进入法治和良性发展轨道，为行业监管、治理和持续健康发展提供法律保障，促使资金、技术以及市场消费需求向行业中优秀企业集中，拉动整个产业升级。

第二部分 公司概况

发行人位于龙口粉丝的发源地和主产区—招远市，是目前全国规模最大的龙口粉丝生产厂家，占地面积17万平方米，资产总额达4.18 亿元。2009 年生产各类粉丝产品3.52 万吨，实现营业收入3.21 亿元，其中出口收入707.23 万美元。

发行人是国内最大的龙口粉丝生产企业，主营业务为粉丝的生产和销售，同时公司还应客户需求从事食用菌类产品的加工和贸易。粉丝类产品按原材料构成可分为纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝；食用菌类产品主要有香菇、木耳等。自设立以来，发行人的主营业务没有发生变化。

发行人是2009 年国家火炬计划重点高新技术企业，是粉丝行业唯一一家获此荣誉的企业。2007 年、2008 年发行人连续两年获得山东省高新技术企业认定，先后被授予“全国食品工业优秀食品龙头企业”、“食品安全信用A 级企业”、“全国农产品加工业出口示范企业”、“山东省守合同重信用企业”、“山东省食品卫生等级A 级单位”、“烟台市百强民营企业”、“烟台市食品工业五十强企业”、“烟台市A 级纳税人”等荣誉，同时发行人是中国食品工业协会粉丝行业工作委员会会长单位、中国质量检验协会团体会员单位、山东省报关协会第一届理事会会员单位。发行人生产的龙口粉丝2003 年首批获得国家质检总局的“原产地保护产品”认可，同年获得“无公害农产品标志”认证，2006年被授予“中国名牌产品”称号，生产的红薯粉丝类产品于2009 年7 月被中国绿色食品发展中心认定为绿色食品A 级产品。发行人拥有的“双塔”商标于2006 年10 月被认定为粉丝行业首家“驰名商标”。发行人的产品质量安全控制水平一直处于同行业领先地位。2003 年发行人一次性通过了ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证及 HACCP 食品安全管理体系认证。

截至2010 年6 月30 日止，发行人总资产为417,868,967.22 元，净资产为1.61亿元；2007年、2008年、2009年及2010年1-6月份，分别实现营业收入1.84亿元、2.74亿元、3.21亿元及1.65亿元；实现净利润20,381,261.55 元、28,830,385.87 元、42,954,617.01 元及18,014,295.44 元；每股收益0.46 元/股、0.64 元/股、0.95 元/股及0.40 元/股。

第三部分 公司竞争优势

1、区位优势

(1) 原产地域保护、地理标志产品保护

为了有效地保护我国的原产地域产品，国家质量技术监督局于1997年发布《原产地域产品保护规定》，规范原产地域产品专用标志的使用，保证原产地域产品的质量和特色。原产地域产品是指利用产自特定地域的原材料，按照传统工艺在特定地域内所生产的，质量、特色或者声誉在本质上取决于其原产地域地理特征并依照本规定经审核批准以原产地域进行命名的产品。

国家对龙口粉丝采用原产地域保护。2002年9月国家质检总局确定龙口粉丝原产地域范围为招远、龙口、蓬莱、莱阳、莱州等五市现辖行政区域。未经国家质检总局公告批准的任何单位和个人不得擅自使用“龙口粉丝”专有名词。发行人地处烟台招远市，属于龙口粉丝原产地域范围内，所生产的“双塔”牌龙口粉丝于2003年8月第一批获得国家质检总局的龙口粉丝原产地域产品专用标志认可，同年发行人主持制定的《原产地域产品 龙口粉丝》(GB19048-2003)标准发布。2008年1月，龙口粉丝被列入全国10个与欧盟互认的地理标志产品之一，龙口粉丝成为了粉丝产品在国际和国内市场上的代名词。

2005年，国家质检总局颁布实施的《地理标志产品保护规定》，其中明确指出：对于擅自使用或伪造地理标志名称及专用标志的；不符合地理标志产品标准和管理规范要求而使用该地理标志产品名称的；使用与专用标志相近、易产生误解的名称或标识及可能误导消费者的文字或图案标志，使消费者将该产品误认为地理标志产品的行为，质量技术监督部门和出入境检验检疫部门将依法进行查处。该法规的颁布有利于规范我国粉丝行业的生产状况，保护“龙口粉丝”传统民族品牌。发行人的产品依靠地理标志知识产权保护，在开拓国内市场、参与国际市场竞争时，具有明显的地域优势。

(2) 区域内农作物丰富，原材料采购优势明显

发行人地处山东半岛，该地区适宜多种农作物生长发育，是我国种植业的发源地之一，主要作物有小麦、玉米、甘薯等。2007年山东省粮食总产4,105.7万吨，增长1.4%，单产406.6公斤，增长2.4%。山东省发达的农业、丰富的农产品资源为发行人原材料采购提供了有利条件，保证发行人生产所用原材料的来源稳定、价格稳定。

(3) 区域内适宜的自然因素有利于粉丝生产

在粉丝生产工艺中，环境温度、湿度、水质、日照强度以及自然风力因素起到了很大的作用。烟台地区气候属于暖温带季风区大陆性半湿润气候，年平均气温为11.5摄氏度，年平均降雨量为671.1毫米，空气中湿度一般保持在57%，水源丰富且水质优良，PH值基本保持在6.5左右，呈微酸性，有利于保证淀粉提取时乳酸菌活跃程度；区域内无高山阻挡，自然风力持续时间较长，日照充足而不强烈，有利于粉丝干燥。本地域内适宜的自然因素使得当地粉丝企业较其他地域企业生产时间有所延长，区域优势明显。

（4）陆路运输以及出口便利

山东省陆路运输发达，公路建设规模和等级位居国内前列，截止到2008年底，全省公路通车里程达到22.1万公里，一级公路6,353公里，二级公路23,836公里，二级以上公路里程居全国第一位⁸。发行人附近有青岛、烟台、龙口三个港口，其中青岛港和烟台港年吞吐量达到1.2亿吨和2,200万吨。良好的交通运输基础设施为发行人的产品配送提供了有力支持。使得发行人产品运输方便快捷，物流成本低，地域交通优势明显。

2、循环经济优势

粉丝行业的生产工艺决定了生产过程中会有大量的含有蛋白质、多糖等有机物的高浓度废水排出，对环境影响较大，直接给农作物灌溉将造成粮食减产，对群众饮水也造成危害，但是直接作为废水排放也会造成资源浪费。发行人与武汉工业学院联合攻关的“豌豆粉丝废水中提取分离蛋白及综合利用的研究与应用”课题，研究成果可从粉丝生产一次废水中回收并生产植物蛋白，同时将回收蛋白后的二次废水，通过BIC厌氧发酵工艺生产沼气，所得沼气用于内燃机组带动发电机发电，供公司生产使用；生产沼气后排放的三次废水进一步通过曝气和好氧处理，达到国家排放标准后灌溉农田或作为部分生产水的再循环利用，实现粉丝加工废水资源综合利用的目标。该成果经山东省科技厅相关专家组鉴定认为该工艺技术填补国内空白，达到国际先进水平。

4、历史文化和品牌优势

作为我国传统食品之一的粉丝，有着深厚的历史和文化底蕴。随着中国饮食文化的传播，粉丝的制作工艺、传统品牌也逐步得到了重视。龙口粉丝作为中国传统粉丝产品的代表，以鲜明传统文化优势和地域特色获得市场广泛认同，并被列入山东省非物质文化遗产，发行人产品在参与国内外市场竞争时具有难以复制和替代的历史文化优势。发行人是行业内首家既拥有“驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号的企业，生产的“双塔”牌龙口粉丝曾获得国际美食协会及旅游委员会金桂叶奖、中国国际农业博览会金奖，2003年获得批准使用国家无公害农产品标志，2006年9月被国家质检总局、中国名牌战略推进委员会授予“中国名牌产品”荣誉称号，同年10月又荣获粉丝行业首家“驰名商标”。2007年，发行人核心技术人员郭兰堂获得山东省非物质文化遗产“龙口粉丝”项目代表性传承人称号。2009年，发行人生产的红薯粉丝类产品被中国绿色食品发展中心认定为绿色食品A级产品。目前发行人正在向日本、韩国、德国、美国等国家和地区申请注册商标，通过知识产权等法律方式保护发行人在国外市场的品牌权益，维护公司长远利益。（具体情况请见本节“六、发行人主要固定资产和无形资产”之“（四）商标”之“2、国外商标”）发行人产品的历史文化价值以及品牌影响力使得发行人在开拓市场、引导消费时具有一定优势。

5、销售网络的优势

经过多年的发展，发行人销售网络建设已经日趋完善。考虑到国内市场和国外市场的销售模式差异，发行人专门设立国内贸易部和国际贸易部，明确部门职责，拓展不同业务市场客户。发行人在国外市场拥有多年的发展历史和品牌影响力，拥有一批长期合作、信誉良好的国外经销商客户。目前公司拥有国外经销商113家，其中日本经销商32家，韩

国经销商5家，其他国家和地区的经销商76家。发行人正在计划进一步拓宽粉丝产品在欧洲、美洲等国家和地区的市场销售渠道。凭借长期积累的品牌影响力和知名度，发行人近年来国内销售市场份额不断扩大。

目前，发行人已基本建立覆盖全国各大中心城市的销售网络，且已在部分二级市场建立了初步的销售网络。发行人直供的大型连锁商场超市有上海易初莲花连锁超市有限公司、山东家家悦集团有限公司、北京京客隆商业集团股份有限公司、成都红旗连锁有限公司等10余家，全国门面店合计10,000多家。另外发行人对区域内的经销商配备了专业的业务团队进行指导管理，协助经销商开拓本地商场超市销售渠道，并取得良好的回报。报告期内，公司国内市场销售收入持续增长。随着销售渠道的进一步完善，公司在国内外市场的竞争力将得到加强。

6、生产规模优势

粉丝类食品在我国有着悠久的历史，许多传统的生产方式延续到了现代仍然在使用。尤其是作为山东省非物质文化遗产的“龙口粉丝”，其露天晾粉、泡粉、洗粉的生产方式仍被保留。同时，在传统粉丝生产工艺中，产品的包装主要靠手工进行，存在生产效率低下、企业包装成本高、产品质量不易保证等问题。同时也导致整个行业产业集中度低，符合食品安全标准的产品产能不足，市场上大多数粉丝来自于小规模的生产厂家。发行人通过不断加大技术研发和设备投入力度，在保持龙口粉丝核心生产工艺的前提下，引进先进的机械化、自动化生产设备，实现粉丝的作坊式生产向工厂化生产的转变，提高了生产效率，扩大了产量，保证了食品质量。技术水平上的领先使发行人目前已经具备年产3万吨粉丝的能力，居于国内同行业第一，实现了粉丝的规模化生产。规模化生产使得发行人能够通过集中采购保证原材料供应稳定和采购成本的降低，充分利用现有管理能力、研发能力、领先的生产技术和优秀的品牌效应，有效降低固定成本和管理成本，保证产品品质和供货能力，与大型零售商建立长期稳定的合作关系。发行人作为国家火炬计划重点高新技术企业、粉丝行业标准参与制定者以及粉丝行业唯一一家国家级检测中心拥有者，得到各级政府的大力支持，在粉丝行业的整合进程中具有明显的规模优势。

7、生产设备及技术优势

（1）生产设备优势

发行人设备大部分由国内购进，并根据粉丝行业生产特点，自行设计组装自动化生产流水线，技术处于国内先进水平。发行人设备保养良好，运行状态稳定。公司现有钢板存储仓4个，可存储豆类原材料11,000吨，避免了传统仓库存放方式需要采取防鼠、防腐、防潮、防火等措施，从源头上降低了公司粉丝产品出现食品安全事故的可能性；食品级不锈钢材料沉淀罐30个，代替了传统生产工艺中使用的陶瓷缸、水泥池，将浸泡、磨碎、分离等工序结合起来，可以一次性处理干淀粉31.36吨；公司拥有5个配置自动控制装置的冷冻车间；粉丝定型烘干、挂杆烘干自动化烘干线各两条；金属探测仪5台，对出厂的成品粉丝进行金属探测，严格保证了产品质量。公司良好的装备水平，保证了最终产品的质量，形成了公司的设备自动化优势。

（2）技术和工艺优势

2009年，发行人获得国家火炬计划重点高新技术企业认定，是武汉工业学院的教学科研实习基地。发行人核心技术人员郭兰堂是山东省非物质文化遗产“龙口粉丝”项目传承人，对粉丝生产的传统工艺和现代工艺有着深入的研究。发行人检测中心是粉丝行业中唯一一家通过CNAS认证的检测机构，可对原材料中的水分、灰分、蛋白质、淀粉以及粉丝产成品中水分、直径、亚硝酸盐含量、菌落总数、大肠菌群以及铝的含量进行定量检测，保证原材料符合国家和行业标准，进一步确保产品质量安全。发行人原料浸泡、磨碎、浆渣分离、除杂以及淀粉提取等工艺均采用流水线技术；机械化制粉工艺代替了传统手工生产，室内干燥工艺部分代替了露天晾晒方式，生产废水沼气发电代替了传统简单的污水处理方式，公司实施的内部产品标准高于国家相应标准，并对整个生产流程进行远程视频监控，以随时掌握公司生产运作情况。发行人科技创新取得显著成就，“双塔牌龙口粉丝新配方、新工艺的研究”获得了山东省科技进步三等奖；公司的“乳酸杆菌剥离淀粉颗粒表面蛋白包膜生产改性淀粉的研究与应用技术”、“粉丝废水中提取豌豆分离蛋白及综合利用的研究与应用”、“粉丝废水沼化发电节能技术改造”等技术均处于国内先进水平。

第四部分 募集资金项目

本次拟向社会公众公开发行不超过1500万股，本次募集资金主要用于年产2万吨粉丝项目，项目建成后，公司新增纯豆粉丝生产能力6000吨/年，杂粮粉丝1.4万吨/年，饲料蛋白2400吨/年。募投项目建成投产后，公司产品结构得到优化，盈利水平和抗风险能力将显著提升。

盈利预测与申购建议：预计公司 2010—2012 年完全摊薄 EPS 分别为 0.86 元、1.05 元和 1.42 元。参照 A 股同行业上市公司的估值以及公司在行业中的竞争地位，公司合理估值可取 10 年 30-35 倍 PE，对应估值区间 25.8-30.1 元，建议询价区间 21.93-25.59 元。按照新的询价机制，建议挂档 21.93 元 30%、25.59 元 70%。

表 1：利润表

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	321	335	429	577
营业成本	248	249	311	433
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	7	11	13	14
管理费用	15	15	17	18
财务费用	6	1	-3	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	44	54	79	109
营业外收入	10	6	6	6
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	53	59	86	115
所得税	9	9	20	27
净利润	44	51	64	86
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	44	51	64	86
EPS（元）	0.95	0.86	1.05	1.42

资料来源：招股说明书、国元证券研究中心

风险提示：

➤ 产品的销售结构和市场分布变化带来的风险

发行人主营业务产品为粉丝，另外公司还应客户要求进行食用菌类产品的加工贸易。公司粉丝类产品可细分为纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝；食用菌类产品主要包括木耳和香菇。公司销售市场同时涉及国内和海外。由于发行人不同类别产品销售价格差异明显、同类别产品在不同市场的销售价格也存在较大差异，因此发行人各年度销售产品品种与市场分布变化对发行人主营业务收入、毛利率产生直接影响，从而形成各会计期间主营业务收入与毛利率波动风险。

➤ 主要原材料价格波动的风险

发行人生产经营所用的主要原材料为甘薯、豌豆等农产品及各类淀粉制品。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测。若未来主要原材料价格大幅波动，将会在一定程度上影响到发行人的盈利水平。因此，发行人存在由于主要原材料价格发生异常变动而导致的经营业绩波动的风险。

➤ 商标、商号等权利被侵害的风险

发行人生产的龙口粉丝于2003年首批获得国家质检总局的“原产地保护产品”认可，同年获得“无公害农产品标志”认证，2006年被授予“中国名牌产品”称号。发行人拥有的“双塔”商标于2006年10月被认定为粉丝行业首家驰名商标。发行人的产品在消费市场上有着较大的品牌影响力，在粉丝行业内拥有良好的信誉，商号知名度较广。因此，发行人的商标、商号存在一定程度的被仿制、冒用、盗用的侵

权风险。如发生该等情形，发行人不仅将发生为维护公司信誉进行的维权和诉讼等行为的相关费用，而且可能面临订单减少、市场销售计划受阻的情况，进而影响公司业绩水平。

➤ 存货水平过高的风险

发行人存货的主要构成为原材料，公司主营业务产品生产对应的主要原材料采购按照农产品生产经营周期与价格特点分为三种类型：1、甘薯等受农产品种植周期影响的农产品原材料；2、豌豆等市场价格全年波动较大的农产品原材料；3、淀粉类产品等按需采购的原材料。在公司原材料的主要构成中，以上述第一类和第二类为主，报告期内，上述两类原材料合计占主要原材料采购比例均在95%左右。基于上述农产品采购特点，报告期各期末存货余额较大，为流动资产的主要构成部分，2007年末、2008年末、2009年末、2010年6月底存货占流动资产的比例分别为87.29%、71.12%、62.76%、47.51%，其中，原材料占存货的比例为：72.77%、65.68%、77.86%、72.24%。另外为了应对各期间销售的波动，公司保留两个月左右的产成品备货量，因此也形成了一定的产成品库存。发行人近三年及一期存货比例较高的特征可能会导致发行人存在以下风险：其一，要求发行人有较高的存货管理水平。如果存货因管理不善而出现毁损，将使发行人面临一定的损失。其二，由于发行人存货水平较高导致报告期内公司速动比率偏低，如果短期融资环境恶化，存货未能及时周转，公司将面临短期偿债能力不足的风险。

➤ 募集资金投资项目风险

本次募集资金投资项目用于年产20,000吨粉丝产品生产线的建设。项目完成后发行人将新增固定资产14,652.54万元，预计每年新增固定资产折旧约675.23万元。因此，在募集资金到位后，若募集资金投资项目不能如期建成并产生效益，或者产品市场不能按照预计中的趋势发展，导致实际收益小于预期收益，发行人将面临每股收益下降的风险。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn