

规模化趋势 龙头先行

报告要点

烟台双塔食品股份有限公司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，同时还应客户需求从事食用菌类产品的加工贸易。2010年上半年公司国内市场销售收入占比为 77.12%。其中内销收入主要来自华东、华中、华南地区；出口日本的销售收入占外销收入的比例为 34.2%。招远市金岭镇政府为公司实际控制人，第二大股东金都投资的股东主要由公司高官团队组成。

粉丝生产企业主要集中在山东、四川和河北等地。粉丝产业尚处于向规模化工业化发展的初级阶段，目前平均加工规模较小，行业集中度偏低。未来集中度提升和规模化竞争将是粉丝产业的发展趋势。公司在销售网络建设、规模化生产、废水利用和污水处理等循环经济模式方面具有竞争优势。行业竞争激烈，一些小企业可能不堪利润率下滑的压力逐步退出市场，公司则可以凭借自身规模效益和综合竞争实力，在逆境中保持稳定的收益并抢占退出小企业的市场份额，从而进一步实现规模扩张并稳固行业内的龙头地位。

我们预计 2010~2012 年公司营业收入分别为 3.32 亿元，4.09 亿元和 5.24 亿元，归属于母公司的净利润分别为 4,913 万元，6,400 万元和 8,318 万元，对应的每股收益为 0.82 元，1.07 元和 1.39 元。相对估值的合理询价区间在 30.29~35.21 元/股。公司股票的绝对估值合理价位约为 32.90 元/股。

风险提示：原材料价格波动风险；食品质量安全控制的风险；外销业务面临市场环境变化的风险。

当前股价：

公司基本数据

总股本(万股)
 流通 A 股/B 股(万股)
 资产负债率
 每股净资产(元)
 市盈率(当前)
 市净率(当前)
 12 个月内最高/最低价

市场表现对比图（近 12 个月）

资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
 PB
 EV/EBITDA

PE
 PB
 EV/EBITDA

相关研究

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	321	332	409	524
增长率（%）	17%	3%	23%	28%
归属母公司所有者净利润（百万元）	43.0	49.1	64.0	83.2
增长率（%）	19%	14%	30%	30%
每股收益(元)	0.716	0.819	1.067	1.386
净资产收益率（%）	30.0%	6.8%	8.2%	9.6%
每股经营现金流（元）	1.46			
现金分红收益率（%）	0.0%			

分析师：

乔洋
 (8621)68751126
 qiaoyang@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490210080002
 联系人：
 周密
 (8621)68751219
 zhoumi@cjsc.com.cn

正文目录

公司概况.....	4
粉丝产品是主要营业收入来源	4
镇政府实际控制 高管团队为第二大股东	6
粉丝产业集中度较低 集中度提升和规模化发展是趋势.....	7
经济发展带动粉丝市场消费需求逐年提升	7
国内粉丝企业地域性分布明显 产业集中度低	8
集中度提升和规模化竞争是产业发展趋势	9
公司竞争优势分析	9
销售网络的优势	10
生产规模优势	11
业内唯一的循环经济模式	11
有助于公司在产业集中度提高和规模化发展的趋势中胜出	12
募投项目简介	13
公司未来发展目标	13
公司股票估值和询价建议	14
公司收入与盈利预测	14
公司股票询价建议	15
风险提示.....	16

图表目录

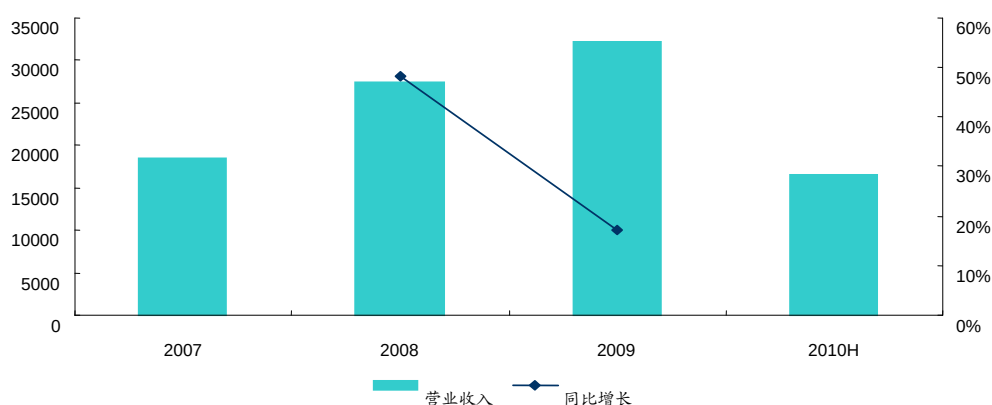
图 1: 公司营业收入（万元）及同比增速.....	4
图 2: 主营业务收入构成变化图.....	4
图 3: 2010 年上半年公司国内市场和国外市场营业收入结构.....	5
图 4: 2010 年上半年国内市场结构.....	5
图 5: 2010 年上半年国外市场结构.....	5
图 6: 公司产品毛利率变化图.....	6
图 7: 公司发行后股权结构.....	6
图 8: 城镇居民人均可支配收入、农村居民人均纯收入以及同比增速.....	7
图 9: 社会消费品零售总额（餐饮）以及同比增速.....	7
图 10: 2005 年到 2008 年国内粉丝销售情况.....	8
图 11: 2009 年我国粉丝出口数量结构.....	8
图 12: 2009 年我国粉丝出口金额结构.....	8
图 13: 粉丝生产企业地域分布.....	9
图 14: 公司国内客户.....	10
图 15: 公司国外销售网络结构.....	10
图 16: 2007 年到 2010 年上半年公司向前五名客户销售情况.....	11
图 17: 公司循环经济模式.....	12
图 18: 公司竞争优势.....	13
图 19: 引入类 OEM 模式整合产业链.....	14
 表 1: 公司募投项目（万元）.....	 13
表 2: 公司收入成本预测.....	14
表 3: 可比上市公司估值水平.....	15
表 4: 公司绝对估值参数设定.....	15
表 5: 绝对估值对永续增长率和加权平均资本成本的敏感性分析.....	16
公司财务报表及指标预测.....	17

公司概况

烟台双塔食品股份有限公司前身是成立于 1992 年的中外合资经营企业——烟台金华粉丝有限公司，2008 年改组为股份有限公司。公司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。公司为国家火炬计划重点高新技术企业、全国食品工业优秀食品龙头企业，国家龙口粉丝标准（GB/T19048-2008）主要制定者之一。

公司近年来发展较快，经营规模迅速扩张 2009 年实现营业收入 3.21 亿，2007 年到 2009 年营收收入年复合增长率达到 32%。2010 年上半年已实现营业收入 1.65 亿。

图 1：公司营业收入（万元）及同比增速

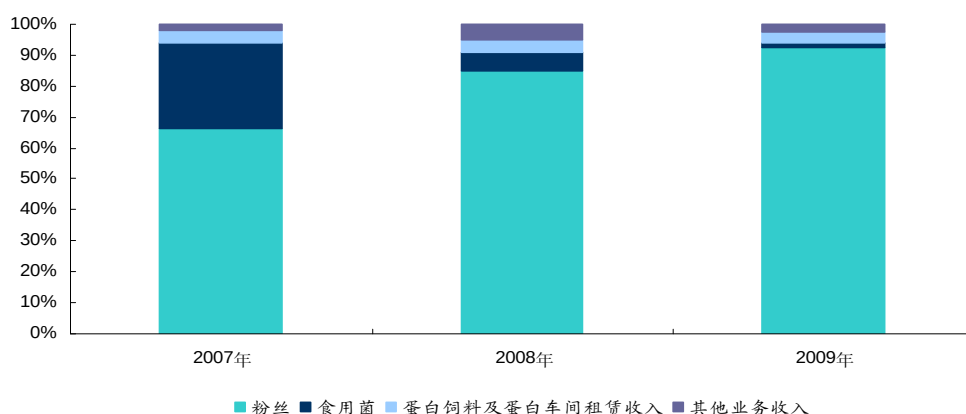


资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

粉丝产品是主要营业收入来源

营业收入分产品构成中，粉丝业务收入占主导地位且比例不断提高，2009 年粉丝业务收入占营业收入的比例达到 92.3%；食用菌业务收入占比不断萎缩，2009 年仅占 1.4%；蛋白饲料及蛋白车间租赁收入基本稳定。

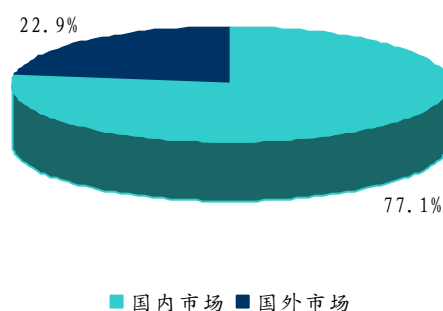
图 2：主营业务收入构成变化图



资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

从内外销的角度来看，2010 年上半年公司国内市场销售收入占比为 77.12%。公司粉丝业务中内外销所贡献毛利比例基本稳定，2007 年到 2009 年内销粉丝贡献毛利稳定在 83%左右。

图 3：2010 年上半年公司国内市场和国外市场营业收入结构



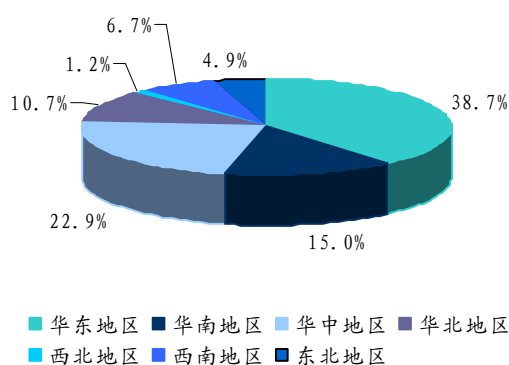
资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

华东、华中、华南为主要内销市场 日本为主要外销市场

公司国内市场在华东、华中、华南地区的销售收入份额占比共 76.59%。

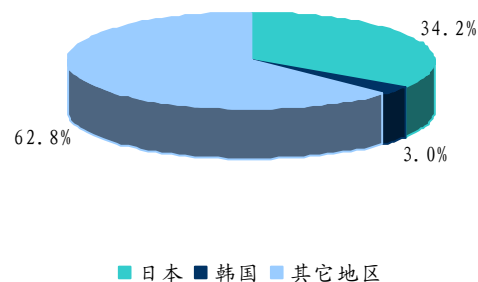
公司外销收入主要来自日本。2010 年上半年出口日本的销售收入占外销收入的比例为 34.2%。2009 年和 2010 年上半年外销韩国的销售收入分别下降 78.6%和 77.3%，主要由于出口韩国市场的毛利率较低，公司削减韩国销售人员，导致外销韩国的收入下滑。未来公司将加大日本市场的销售力度。

图 4：2010 年上半年国内市场结构



资料来源：长江证券研究所

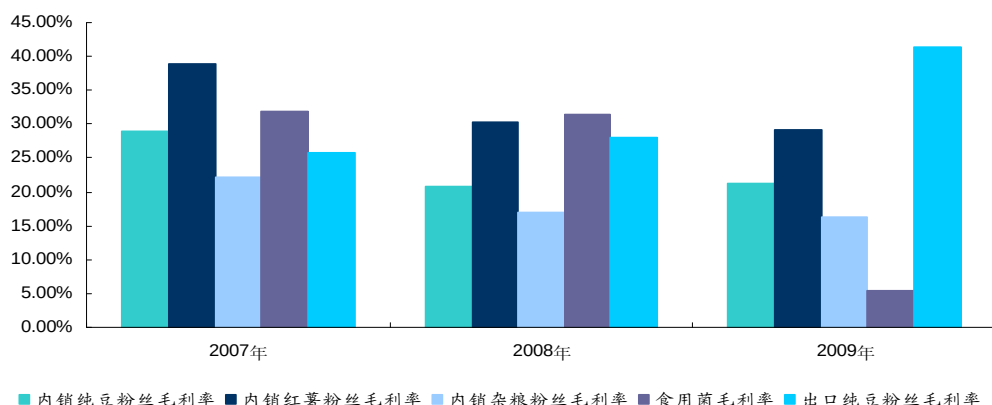
图 5：2010 年上半年国外市场结构



资料来源：长江证券研究所

公司内销产品毛利率下滑 外销产品毛利率上升

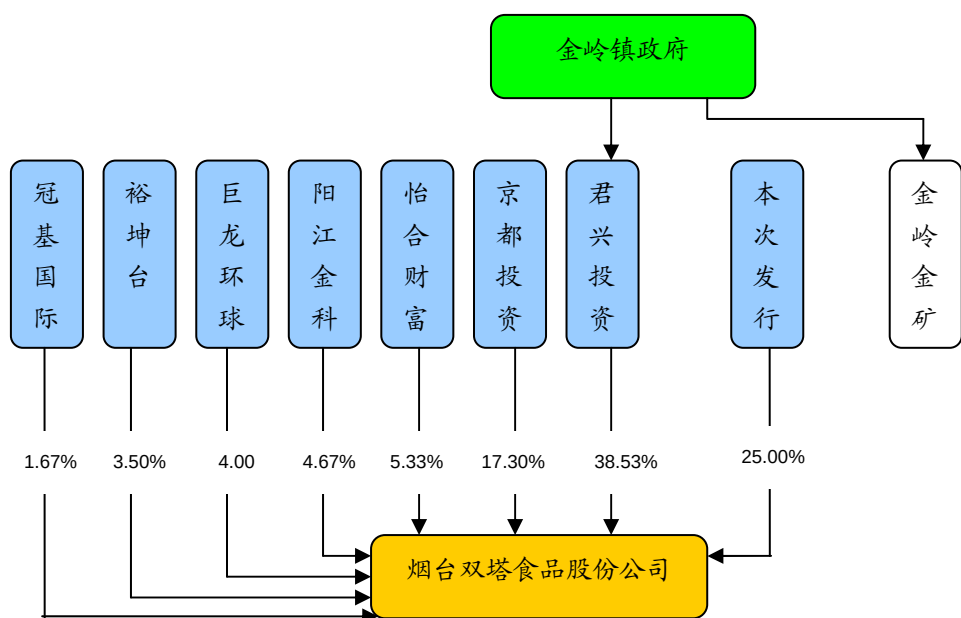
公司内销产品毛利率近三年呈下降趋势，其中食用菌毛利率下降最为明显，2009 年食用菌业务毛利率仅为 5.47%。出口纯豆粉丝毛利率稳步提升，2009 年达到 41.45%。

图 6：公司产品毛利率变化图


资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

镇政府实际控制 高管团队为第二大股东

公司控股股东君兴投资由镇办企业加工总厂变更而来，招远市金岭镇政府为其主管部门，是公司的实际控制者。金都投资股东为发行人部分董事、监事、高级管理人员及其近亲属组成，其通过金都投资间接持有发行人股份。控股股东君兴投资负责人暨法定代表人杨君敏先生同时为本公司第二大股东金都投资控股股东，本公司第一大股东与第二大股东因此存在关联关系。本次成功发行后烟台双塔食品股份有限公司股权结构：

图 7：公司发行后股权结构


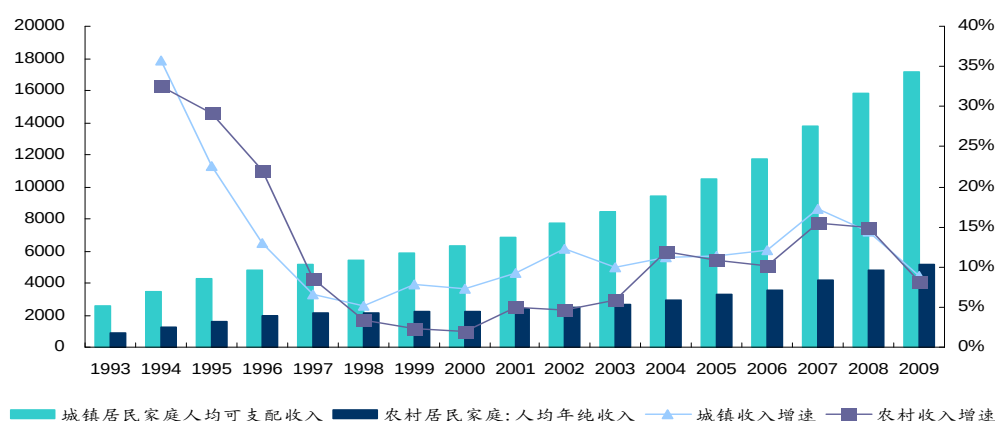
资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

粉丝产业集中度较低 集中度提升和规模化发展是趋势

经济发展带动粉丝市场消费需求逐年提升

在过去的三十年间，中国经济经历了高速增长，城镇及农村居民的收入都大幅度提高。随着收入不断提升，基本生活需求得到充分满足，人们开始更加注重追求食品健康以及生活品质。现代人普遍存在热量摄入过多现象，减肥成为一个社会问题。粉丝作为绿色食品，可以满足大家“吃饱”的需求，同时产品热量比较低，有利于大家的身体健康。

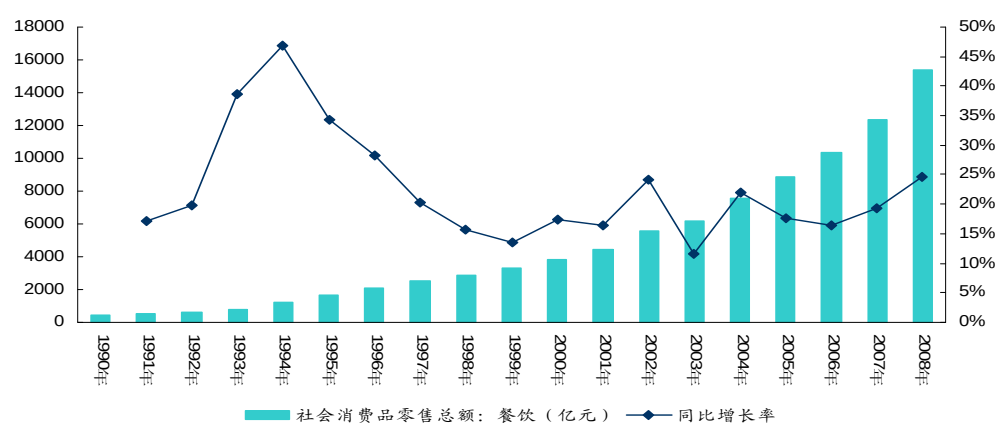
图 8：城镇居民人均可支配收入、农村居民人均纯收入以及同比增速



资料来源：长江证券研究部，Wind

改革开放以来，中国 GDP 增速创造了世界经济神话，作为 GDP 重要组成的消费同样经历飞快增长。在未来，消费占 GDP 比重将会更大，消费品市场前景非常广阔，这将给高品质粉丝市场带来大发展的机遇。

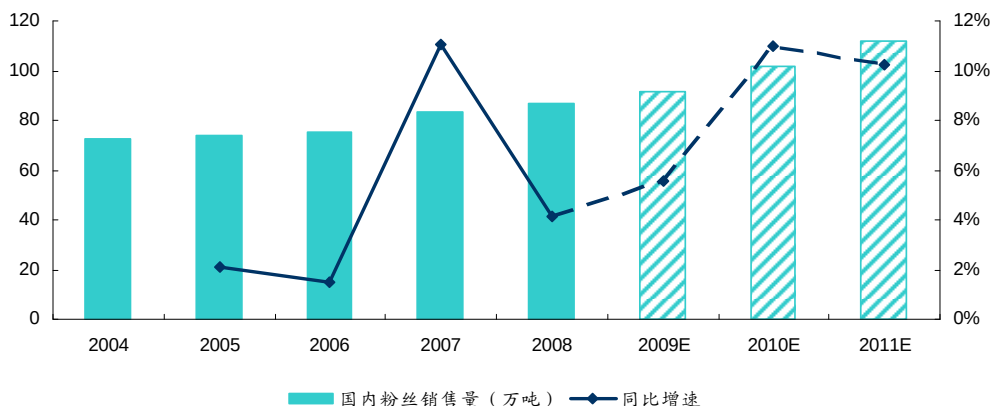
图 9：社会消费品零售总额（餐饮）以及同比增速



资料来源：长江证券研究部，Wind

国内粉丝市场消费稳步增长

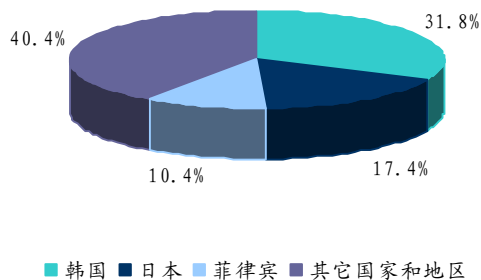
随着我国经济水平的发展和居民人均收入的增长，国内粉丝消费需求稳步增长。2008 年我国国内粉丝消费量达到 86.58 万吨，2004 年到 2008 年的平均年复合增长率为 4.64%。

图 10：2005 年到 2008 年国内粉丝销售情况


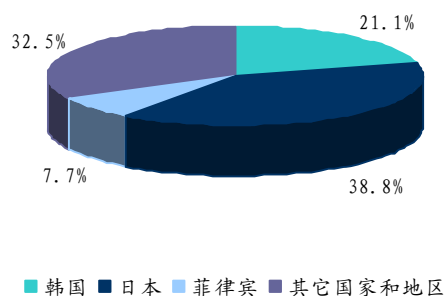
资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

日本是重要的外销市场

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 万美元。其中出口数量最多的是韩国，占出口数、量的 31.8%；出口金额最多的是日本，占出口总金额的 38.8%。2008 年外销韩国的出口均价为 852 美元/吨，外销日本的出口均价为 2,853 美元/吨。

图 11：2009 年我国粉丝出口数量结构


资料来源：长江证券研究所

图 12：2009 年我国粉丝出口金额结构


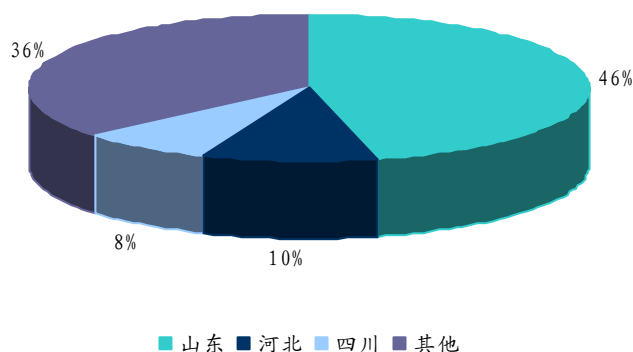
资料来源：长江证券研究所

国内粉丝企业地域性分布明显 产业集中度低

粉丝企业主要分布于山东、河北与四川

我国粉丝企业具有明显的地域分布特征。全国获得食品生产许可证和卫生许可证的粉丝生产企业共有 200 多家，其中主要生产企业集中在山东、四川和河北等地，3 大省份集中了全国 60% 左右的企业。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，被命名为“中国粉丝之都”。

图 13：粉丝生产企业地域分布



资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

国内粉丝生产企业集中度较低

我国粉丝产业尚处于向规模化工业化发展的初级阶段，目前平均加工规模较小，行业集中度偏低。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。

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。

集中度提升和规模化竞争是产业发展趋势

随着消费不断升级，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。同时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。

规模化生产的企业一方面在原料采购方面具备更强的议价能力，有利于保证稳定的原材料采购，且从源头上保证原材料质量和产品品质。另一方面在生产制造、经营管理、以及废水循环经济方面都存在规模经济的优势。同时企业规模的扩大，也有利率增大生产工艺技术研发、销售渠道建设以及环保方面的投入，从而提升企业的综合竞争优势，在一些弱势小企业退出市场的时候保持稳步增长。

因此粉丝产业集中度的提升和规模化竞争将是未来产业的发展趋势。

公司竞争优势分析

公司位于龙口粉丝的发源地和主产区——招远市，属于龙口粉丝原产地域范围之内，是目前全国规模最大的龙口粉丝生产厂家。山东地区是小麦、玉米、甘薯等多种农作物的重要产区，2008 年山东是我国小麦产量的第二大省份，和玉米产量的第三大省份。同时，公司还具备销售网络优势和生产规模优势。

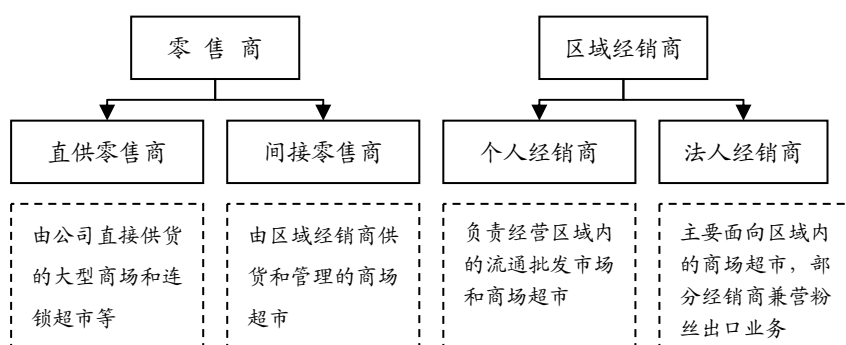
销售网络优势

公司的销售网络建设在多年发展的过程中日趋完善。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，公司市场份额从 2007 年的 2.3% 上升为 2008 年的 3.4%。公司在海外市场也拥有多年的发展历史和平牌影响力，拥有一批长期合作、信誉良好的国外经销商客户。

国内销售网络覆盖各大中心城市

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。根据各个地域消费习惯和行为的差异，发行人将全国市场分为七个大区。其中，华南区以广州、福州为重点市场，华东区以上海为重点市场、北方区以北京为重点市场、华中区以长沙、武汉为重点市场、西南区以重庆、成都为重点市场。通过占据重点市场战略位置，辐射至周边二、三级消费市场。

图 14：公司国内客户

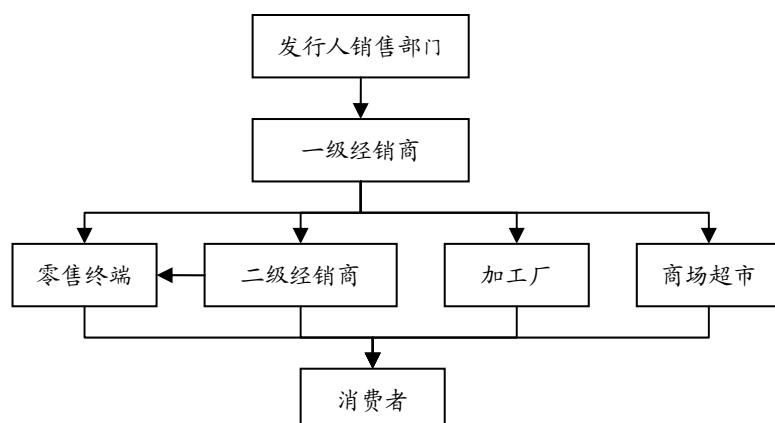


资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

良好的国际销售网络 国外市场是重要收入和利润来源

公司国外市场均通过国外经销商进行销售。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。国外市场一直是公司重要的收入和利润来源。

图 15：公司国外销售网络结构



资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

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。

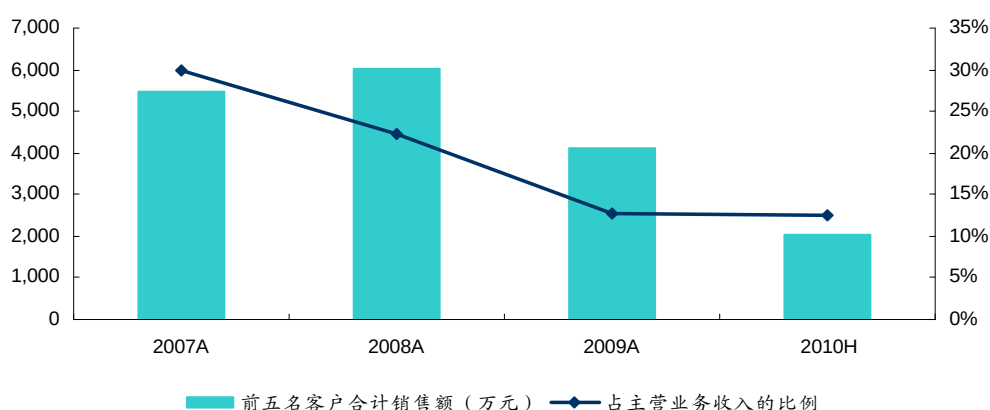
生产规模优势

公司不断加大技术研发和设备投入力度，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，从而提高生产效率，扩大产量规模。目前公司具备年产3万吨粉丝的能力，居于国内同行业规模首位。

粉丝的规模化生产，使得公司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，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。农产品涨价对公司盈利能力的影并不大。原因是公司原材料备货3个月，一般超市渠道提价只需提前2个月，且公司在行业内具有一定定价权，因此公司有能力通过产品提价转嫁原材料成本上升。

随着公司规模的逐步扩大，有利于公司保证产品品质和供货能力，并保持与大型零售商建立长期稳定的合作关系，公司对客户的议价能力也将逐步提升。公司来自前五名客户的销售收入占比也从2007年的29.9%下降至2010年上半年12.4%。

图 16：2007 年到 2010 年上半年公司向前五名客户销售情况



资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

业内唯一的循环经济模式

公司遵循节能减排、循环利用的原则建设，提高生产过程中废水废渣的利用，帮助公司符合环保要求。

■ 饲料蛋白转化食用蛋白

将粉丝生产产生的高浓度废水进行沉淀、分离，提取废水中的蛋白。并且利用新技术，改变传统提取方法，将饲料用蛋白转化为食用蛋白，提高附加值。

■ 提取燃料乙醇

充分利用可再生资源，使用生物技术从粉渣（植物纤维）中提取燃料乙醇。

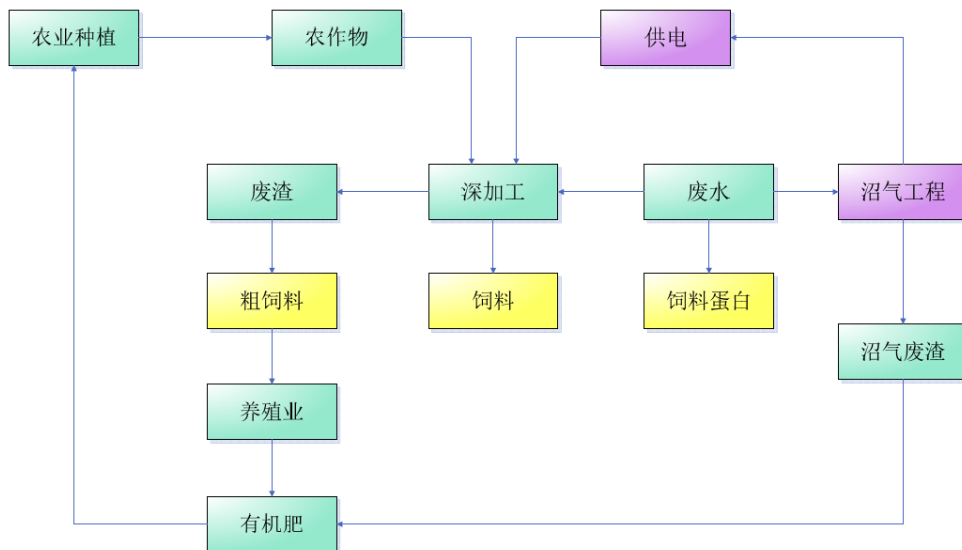
■ 沼气发电 沼化污泥制作有机肥

提取蛋白后的废水进入沼气工程生产沼气，用于发电。沼气工程产生的沼渣经处理后作为有机肥料使用，处理达标的中水经沟渠输送至附近农田作为灌溉用水使用。

■ 淀粉废渣养殖牛羊

淀粉分离车间产生的分离废渣作为粗饲料能促进当地牛、羊养殖业的发展；牛羊粪便返回田间用于豆类和甘薯等农作物种植施肥；豌豆、甘薯用作公司生产原材料。

图 17：公司循环经济模式



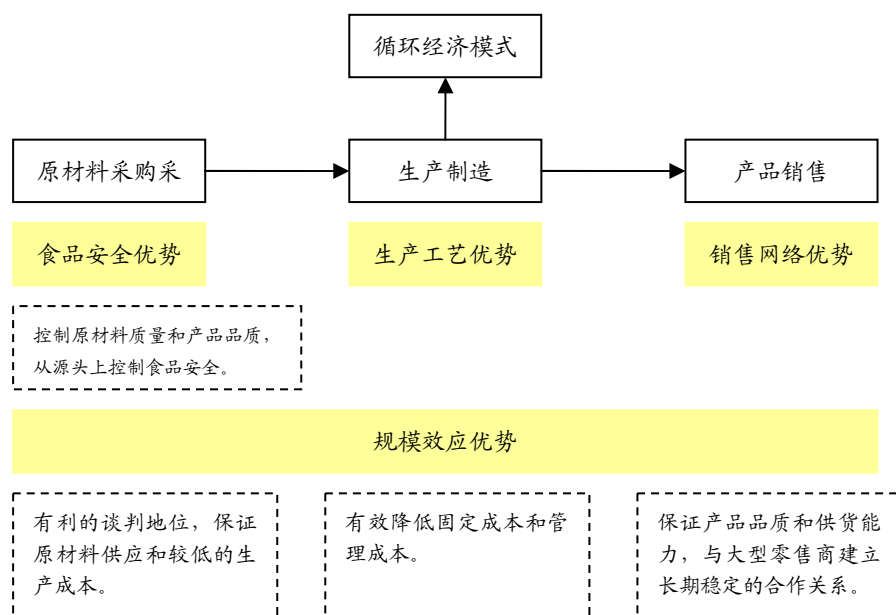
资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

有助于公司在产业集中度提高和规模化发展的趋势中胜出

综合竞争优势有助于实现规模扩张 稳固行业龙头地位

公司的各项竞争优势能够使公司在原材料采购，到生产制造以及最终的产品销售过程中降低成本，提高生产效率，在产业集中度提高和规模化发展的趋势中提升企业自身的综合竞争力。行业竞争激烈，随着农产品成本的上涨等不利因素，一些小企业可能不堪利润率下滑的压力逐步退出市场，公司则可以凭借规模效益、多元化的融资渠道等综合竞争实力，在逆境中保持稳定的收益并抢占退出小企业的市场份额，从而进一步实现规模扩张，稳固行业内的龙头地位。

图 18：公司竞争优势



资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

募投项目简介

公司本次拟发行人民币普通股 1,500 万股，发行后总股本为 6,000 万股。本次公开发行股票募集资金将用于年产 2 万吨粉丝项目。公司目前各类粉丝年生产能力 3 万吨，募集资金投资项目建成投产后，公司将达到年产 5 万吨粉丝的生产能力，继续稳固粉丝行业生产规模第一的地位。

表 1：公司募投项目（万元）

项目	总投资额	建设期	生产期	新增产能
年产 2 万吨粉丝项目	21,470.38	1.5 年	生产期第一年达产 80%，纯豆粉丝 6,000 吨/年，杂粮粉丝 14,000 吨/年，饲料蛋白 2,400 吨/年 第二年达产 100%	

资料来源：长江证券研究部，公司招股说明书

公司未来发展目标

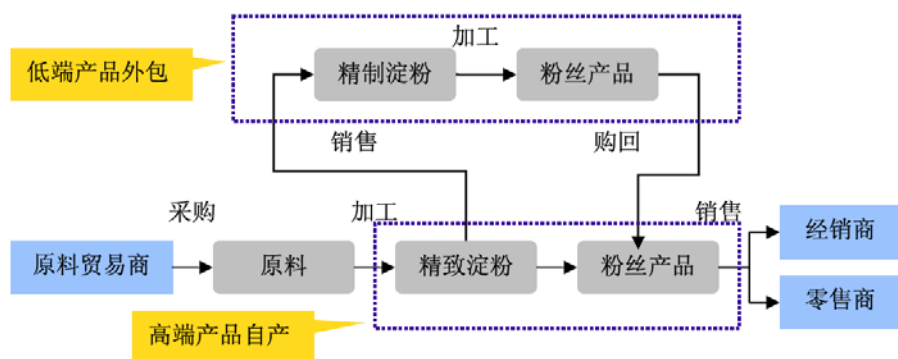
公司计划在 2012 年实现 5 万吨粉丝生产能力，力争 2015 年达到 10 万吨的粉丝生产规模，市场占有率达到 10% 以上。

一方面，公司通过改变产品结构，从低附加值产品向高附加值产品转变，提升盈利能力。

其次，公司在销售方向上也会有所转变。外销日本市场的毛利率较高，公司将加大对日本的销售力度。

第三，公司通过循环经济进一步提升效益。

第四，公司探讨引入类 OEM 模式整合产业链。一些当地小企业因为利润低而停工，公司在控制原料和渠道的情况下，让他们代加工，来支持公司产量规模的扩张。

图 19: 引入类 OEM 模式整合产业链


资料来源：长江证券研究部，公司首次公开发行股票推介报告

公司股票估值和询价建议

公司收入与盈利预测

公司盈利预测的关键假定条件：

(1) 假定公司募投项目于 2011 年中期建成，2011 年粉丝新增产销量 8,000 吨，2012 年新增产销量 18,000 吨，2013 年以后每年新增产量 20,000 吨。

(2) 公司通过产品结构调整和销售方向转变，未来几年毛利率略有提升。

我们预计公司 2010 年，2011 年，2012 年公司营业收入分别为 3.32 亿元，4.09 亿元和 5.24 亿元，归属于母公司的净利润分别为 4,913 万元，6,400 万元和 8,318 万元，对应的每股收益分别为 0.82 元，1.07 元和 1.39 元。

表 2: 公司收入成本预测

(万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	18,497	27,448	32,145	33,150	40,926	52,368
主要粉丝产品	10,387	20,355	27,875	28,718	36,254	47,453
- 内销纯豆粉丝	4,659	8,603	12,731	13,240	16,079	21,020
- 内销杂粮粉丝	1,948	5,584	6,971	7,250	11,161	16,583
- 内销红薯粉丝	1,877	3,637	5,449	5,776	5,949	6,187
- 出口纯豆粉丝	1,905	2,530	2,725	2,452	3,066	3,663
食用菌	5,143	1,698	449	420	459	491
其他	2,966	5,395	3,821	4,012	4,213	4,424
销量(吨)						
主要粉丝产品	11,463	23,733	32,579	32,579	40,579	51,174
- 内销纯豆粉丝	4,239	7,527	11,032	11,032	13,134	16,432
- 内销杂粮粉丝	2,868	8,273	10,995	10,995	16,595	23,595
- 内销红薯粉丝	3,002	6,304	8,991	8,991	8,991	8,991
- 出口纯豆粉丝	1,354	1,629	1,561	1,561	1,858	2,156
食用菌	436	123	47	49	51	53
单位售价(元/公斤)						
主要粉丝产品	9.06	8.58	8.56	8.81	8.93	9.27
- 内销纯豆粉丝	10.99	11.43	11.54	12.00	12.24	12.79

- 内销杂粮粉丝	6.79	6.75	6.34	6.59	6.73	7.03
- 内销红薯粉丝	6.25	5.77	6.06	6.42	6.62	6.88
- 出口纯豆粉丝	14.07	15.53	17.46	15.71	16.50	16.99
食用菌	118.06	138.03	94.89	85.40	89.67	92.36
营业成本	13,545	21,524	24,806	24,773	30,461	38,777
主要粉丝产品	7,396	15,694	21,327	21,168	26,655	34,762
- 内销纯豆粉丝	3,305	6,820	10,030	10,030	12,300	16,234
- 内销杂粮粉丝	1,249	4,139	5,380	4,573	7,109	10,613
- 内销红薯粉丝	1,427	2,915	4,321	4,970	5,119	5,324
- 出口纯豆粉丝	1,415	1,820	1,595	1,595	2,127	2,591
食用菌	3,498	1,164	424	397	438	478
其他	2,652	4,666	3,055	3,208	3,368	3,536
收入合计	18,497	27,448	32,145	33,150	40,926	52,368
收入增长率		48.39%	17.11%	3.13%	23.46%	27.96%
成本合计	13,545	21,524	24,806	24,773	30,461	38,777
综合毛利率	26.77%	21.58%	22.83%	25.27%	25.57%	25.95%

资料来源：长江证券研究部

公司股票询价建议

相对估值：合理询价区间为发行 30.29~35.21 元/股

目前食品饮料行业业务相近公司 2010 年的平均动态 PE 为 48.14。参照公司未来几年的业绩成长性，我们基于公司 2010 年的业绩预测给予 37x~43x 的市盈率，对应的合理询价区间在 30.29~35.21 元/股。

表 3：可比上市公司估值水平

证券代码	证券简称	2010/09/02	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002387.SZ	黑牛食品	44.90	0.67	0.67	1.01	67.01	66.94	44.60
600298.SH	安琪酵母	38.60	0.77	1.04	1.37	49.84	37.13	28.15
000848.SZ	承德露露	28.89	0.73	0.75	0.96	39.58	38.63	30.08
600300.SH	维维股份	6.23	0.13	0.11	0.20	47.92	54.41	31.93
600305.SH	恒顺醋业	16.93	0.24	0.39	0.51	70.54	43.60	33.18
	平均值					54.98	48.14	33.59

资料来源：长江证券研究部

绝对估值：合理估值为 32.90 元/股

我们应用 DCF 模型得到公司股票的合理价位约为 32.90 元/股。

表 4：公司绝对估值参数设定

假定		企业价值	210,441
股数	6000	债务	13,069.8
TV 增长率	1.5%	少数股东权益	0.0
WACC	9.07%	股票价值	197,371
短期投资	-	每股价值	32.90

会计年度截止日：12/31

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
FCF	(2,405)	1,709	8,664	10,056	10,374	12,151	15,414	18,154	21,558	25,822	346,238
PV(FCF)	(2,205)	1,436	6,678	7,106	6,721	7,217	8,395	9,065	9,869	10,838	145,322

资料来源：长江证券研究部

表 5：绝对估值对永续增长率和加权平均资本成本的敏感性分析

		永续增长率				
		1%	1.20%	1.50%	1.80%	2%
加权 平均 资本 成本	8.0%	38.21	39.12	40.58	42.18	43.34
	8.5%	34.71	35.47	36.68	38.00	38.95
	9.1%	31.28	31.90	32.90	33.97	34.74
	9.5%	29.02	29.55	30.41	31.34	32.00
	10.0%	26.67	27.13	27.87	28.65	29.21

资料来源：长江证券研究部

风险提示

■ 原材料价格波动风险

公司生产粉丝的主要原材料为豌豆、甘薯等农产品，公司原材料占存货比例较大，2010 年 6 月底生产所用原材料占存货的比例为 72.24%。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，因此主要原材料价格的波动可能会影响公司的盈利水平。

■ 食品质量安全控制的风险

如果公司在原材料采购环节的质量管理工作出现纰漏或者因为其他原因发生食品质量安全问题，可能会面临经销商或消费者索赔的风险，甚至可能影响公司的品牌声誉和市场形象，进而对公司整体的生产经营产生负面影响。

■ 外销业务面临市场环境变化的风险

公司外销业务收入占公司营业收入的 20%以上，如果主要出口市场环境发生改变，或者遭遇贸易壁垒问题，可能对公司的销售收入和业绩产生一定影响。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	321	332	409	524	货币资金	43	419	438	526
营业成本	248	248	305	388	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	73	84	105	136	应收账款	33	34	42	54
% 营业收入	22.8%	25.3%	25.6%	26.0%	存货	138	138	170	216
营业税金及附加	2	2	2	3	预付账款	6	6	7	9
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	7	7	10	13	流动资产合计	221	597	657	806
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	15	15	19	24	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	6	2	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	0.6%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	140	216	238	199
资产减值损失	1	0	1	1	无形资产	18	18	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	43	57	75	97	其他非流动资产	-33	-33	-33	-33
% 营业收入	13.3%	17.3%	18.3%	18.6%	资产总计	347	798	880	989
营业外收支	9	1	1	1	短期贷款	124	0	0	0
利润总额	52	58	75	98	应付款项	31	31	38	49
% 营业收入	16.1%	17.4%	18.4%	18.7%	预收账款	21	22	27	34
所得税费用	9	9	11	15	应付职工薪酬	5	5	6	8
净利润	43	49	64	83	应交税费	12	12	15	19
归属于母公司所有者					其他流动负债	4	4	6	7
的净利润	43.0	49.1	64.0	83.2	流动负债合计	197	74	92	117
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.72	0.82	1.07	1.39	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	7	7	7	7
经营活动现金流净额	0	80	78	92	负债合计	204	81	98	124
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	143	718	782	865
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	143	718	782	865
固定资产投资	-18	-103	-61	-5	负债及股东权益	347	798	880	989
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-18	-103	-61	-5		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.716	0.819	1.067	1.386
股权融资	0	525	0	0	BVPS	3.19	15.95	17.37	19.22
银行贷款增加（减少）	43	-124	0	0	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	6	-2	2	2	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-12	0	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	37	399	2	2	EV/EBITDA	1.40	-4.77	-3.91	-3.74
现金净流量	19	376	19	89	ROE	30.0%	6.8%	8.2%	9.6%

资料来源：长江证券研究所

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。