

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

发行上市情况

股本结构

发行股数	1500 万股
发行后总股本	6000 万股

股票发行价格

合理价值区间	36.0-39.6 元
建议询价区间	32.4-35.6 元

发行情况

网下发行数量	≤ 300 万股
网上发行数量	≥ 1200 万股
初步询价截止日	2010.09.03
主承销商	国都证券

投资亮点

- ❑ **双塔食品是粉丝行业的龙头企业。**公司是国内最大的龙口粉丝生产和销售企业，粉丝类产品主要包括纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝。2006 年，公司生产的“双塔”牌粉丝获得“中国名牌”产品称号，同年，“双塔”牌商标荣获“驰名商标”称号。公司还是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（GB/T19048-2008）主要制定者之一。
- ❑ **粉丝历史悠久，但行业发展水平低，集中度不高。**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：生产的起步阶段；集体化生产阶段；快速发展阶段；行业产业整合阶段，目前行业正处于第四整合阶段。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。
- ❑ **集中化和高端化是公司未来发展的机会所在。**现阶段粉丝行业呈现了规模化生产的趋势，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。此外，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。
- ❑ **公司发展形势较好，目前增长主要受产能瓶颈所致。**公司在08实现了收入和利润的高增长，但09年受产能所限，收入增长有限，但利润增长较大，利润的高增长主要受毛利提高所致，销量贡献阻碍了收入和利润的进一步增长。
- ❑ **抢占行业先机，未来发展可期。**我们认为公司是一个小行业大市场的潜力公司，至少在粉丝行业没有形成一强独大的时候，先上市的公司必将赢得先机，而且公司管理层的持股使我们有理由相信公司未来的发展是有保证的。
- ❑ **盈利预测及估值。**我们预计未来实现的每股收益大致为0.72元、0.64元、0.60元，而在2012年将实现0.91元的每股收益。考虑到公司未来的成长性，我们给予静态市盈率50-55倍的市盈率，合理价值区间为36-39.6元。建议询价区间为32.4 -35.64元。

目录

一、公司概况.....	4
1.1 公司基本情况.....	4
1.2 公司结构.....	4
1.3 本次发行概况.....	5
二、公司所在行业分析.....	6
2.1 粉丝行业历史.....	6
2.2 粉丝行业的演变.....	6
2.3 粉丝行业集中度非常低，发展水平低.....	7
2.4 粉丝作为传统产品，行业增速较慢.....	7
2.5 行业发展的大趋势——集中化和高端化.....	8
三、公司的财务分析.....	9
3.1 盈利分析.....	9
四、双塔食品的竞争优势和劣势.....	12
4.1 公司的竞争优势.....	12
五、战略目标和募投项目.....	14
5.1 公司的发展战略与目标.....	14
5.2 募投项目分析.....	15
六、盈利预测及估值.....	16
七、风险提示.....	17
重要声明.....	18

图目录

图 1 公司上市前的股权结构图	5
图 2 近些年来，中国粉丝行业销量增速趋缓	7
图 3 公司主营业务发展迅速，产品集中化程度越来越高	10
图 4 营收和利润高速增长	12
图 5 净资产回报率超过 30%，处于较高水平	12

表目录

表 1 本次股份发行前后的股权变化	5
表 2 中国出口国外的数量和金额，以日本、韩国为主	8
表 3 分产品的营业收入详细构成	10
表 4 公司分地区的销售收入以及市场贡献	11
表 5 分产品的销售毛利和销售毛利率	11
表 6 募投项目概况	15
表 7 盈利预测的主要指标	17

一、公司概况

1.1 公司基本情况

烟台双塔食品股份有限公司前身是成立于1992年的中外合资企业——烟台金华粉丝有限公司，2008年改制为股份有限公司。作为国内最大的龙口粉丝生产和销售企业，目前已开发和生产了多种系列的产品，形成了相对完整的生产体系。其中，粉丝类产品主要包括**纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝**。

2006年，公司生产的“双塔”牌粉丝获得“**中国名牌**”产品称号，同年，“双塔”牌商标荣获“驰名商标”称号。2009年7月，公司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。

公司还是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、食品安全信用A级企业、烟台市A级纳税人，全国农产品加工业出口示范企业和烟台市百强民营企业，**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（GB/T19048-2008）主要制定者之一**。

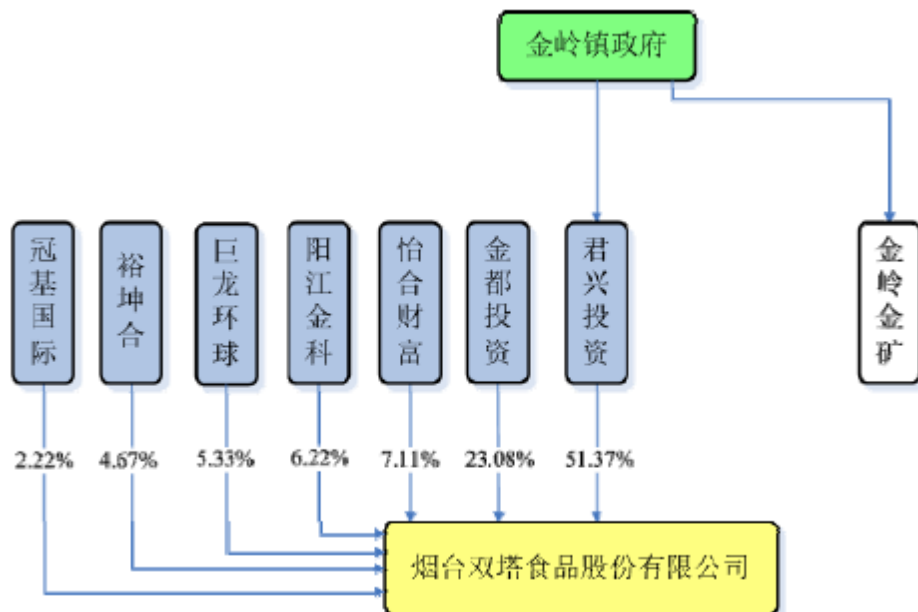
1.2 公司结构

2008年4月，加工总厂（09年3月改名为“招远市君兴投资管理中心”）联合金都投资、怡合财富、阳江金科、巨龙环球、裕坤合、冠基国际等六家企业法人共同发起设立烟台双塔食品股份有限公司。

公司控股股东为招远市君兴投资管理中心（简称“君兴投资”），实际控制人为招远市金岭镇镇办集体企业。

公司第二大股东金都投资是由公司高管，公司中层管理人员、核心技术人员或业务骨干等组建的一家公司，其中公司董事长杨君敏先生持有金都投资86%的股份。

图 1 公司上市前的股权结构图



资料来源：招股说明书

1.3 本次发行概况

公司本次发行前总股本4,500 万股。本次拟公司人民币普通股1,500 万股，占发行后总股本的25.00%。募集资金主要运用于公司年产20,000 吨粉丝项目。该项目建成投产后，预计新增产能：纯豆粉丝6,000 吨/年，杂粮粉丝14,000 吨/年，饲料蛋白2,400吨/年。

本次发行前后公司股本结构对比如下：

表 1 本次股份发行前后的股权变化

序号	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数	占比	持股数	占比
1	招远市君兴投资管理中心	23,120,000	51.37%	23,120,000	38.53%
2	招远金都投资有限公司	10,380,000	23.08%	10,380,000	17.30%
3	北京怡合财富投资顾问有限公司	3,200,000	7.11%	3,200,000	5.33%
4	阳江市金科投资有限公司	2,800,000	6.22%	2,800,000	4.67%
5	北京巨龙环球科技有限公司	2,400,000	5.33%	2,400,000	4.00%
6	上海裕坤合投资管理有限公司	2,100,000	4.67%	2,100,000	3.50%
7	冠基国际投资有限公司	1,000,000	2.22%	1,000,000	1.67%
	本次发行的股份	-	-	15,000,000	25.00%
	合计：	45,000,000	100.00%	60,000,000	100.00%

资料来源：招股说明书

二、公司所在行业分析

2.1 粉丝行业历史

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。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。

2.2 粉丝行业的演变

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，以公司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。

2.3 粉丝行业集中度非常低，发展水平低

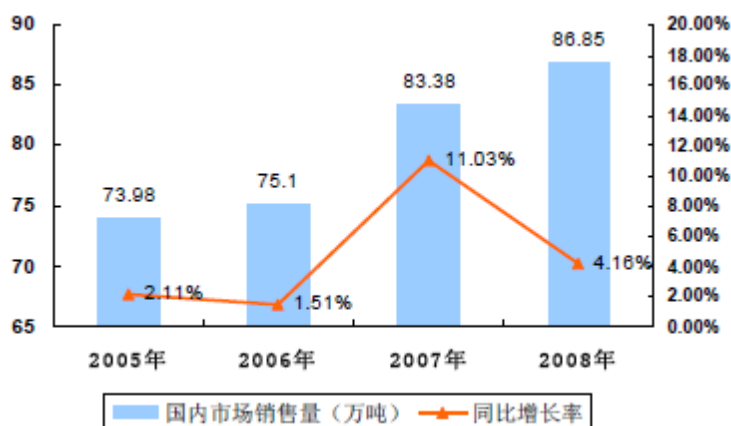
与我国其他农副食品加工工业一样，粉丝产业存在加工规模和整体水平较小、行业技术装备水平较落后、产品标准和质量控制体系不完善等不足，行业发展具有“小生产、大市场、小规模、大群体”的特征，整个行业大型企业较少，以中小型企业为主，甚至还存在部分家庭式生产作坊，产业集中度低。2007 年全行业国内销售粉丝约90万吨，但年生产规模达1万吨以上企业数量不足10 家，市场上大多数粉丝产品来自小规模的生产厂家，其中部分厂家没有获得国家相关部门颁发的食品生产许可证和卫生许可证，实现工厂化大规模生产的企业屈指可数。

2.4 粉丝作为传统产品，行业增速较慢

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。

根据中国市场调研研究中心数据显示，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 年分别比上年增长了1.51%、11.03%、4.16%。

图 2 近些年来，中国粉丝行业销量增速趋缓



资料来源：中国市场调研研究中心，湘财证券研究所

作为中国传统食品之一的粉丝在国外有着广阔的市场。2008 年我国粉丝出口数量为8.67 万吨，出口金额为11,476 万美元，出口市场按地域统计具体构成如下表所示：

表 2 中国出口国外的数量和金额，以日本、韩国为主

国家或者地区	出口数量（吨）	出口金额（万美元）
韩国	24,966	2,200
日本	14,012	4,211
菲律宾	8,239	784
印度尼西亚	8,031	759
美国	5,023	609
马来西亚	4,481	395
台湾省	3,909	405
香港特别行政区	2,716	382
越南	2,063	199
法国	1,426	185
其它国家和地区	11,834	1,346
合计：	86,700	11,476

资料来源：招股说明书

粉丝国外消费市场按地域可划分为以下三类：

- 1、以日本、韩国为代表的东亚国家 烟台地处山东半岛，自古以来与日本、韩国等东亚国家交流密切。烟台地区的粉丝对日本、韩国的饮食习惯产生了深远的影响，至今两国很多地方保留食用粉丝的传统，而且消费需求呈扩大趋势。
- 2、以菲律宾、马来西亚、印度尼西亚为代表的东南亚国家和地区 该区域市场以价格适中的杂粮粉丝为主，主要面向消费者是侨居海外的华人群体以及受中国饮食习惯影响的当地居民，粉丝已经成为当地的日常食品之一。
- 3、受中国饮食文化影响的欧洲、美洲等地区 近年来，随着我国经济的发展和国家软实力的增强，中国的传统饮食文化和传统饮食品牌逐渐开始在欧美地区产生影响，中餐行业在国外迅速崛起。作为对食品质量安全、营养结构、饮食文化有着更高要求的消费群体，该部分市场主要消费产品为纯豆粉丝和杂粮粉丝，消费者大都选择拥有较强影响力的品牌，其中以能代表中国特色和传统饮食文化的“龙口粉丝”为首。

2.5 行业发展的大趋势——集中化和高端化

1) 集中化

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。

2) 高端化

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。

三、公司的财务分析

3.1 盈利分析

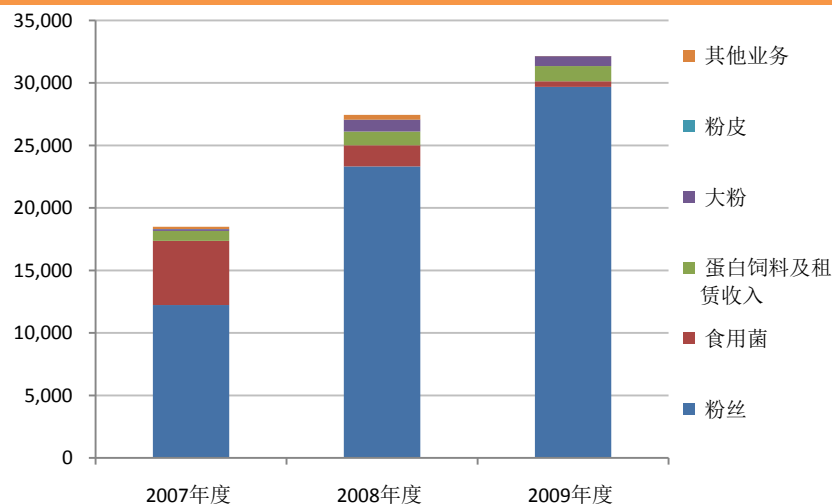
A) 营业收入分析-收入高速增长且受产能限制而放缓；产品结构主业突出

公司2007、2008、2009年实现营业收入185亿元、274亿元、321亿元，08、09年同比增长48.39%、17.11%。

09年收入增长放缓，一、是由于08年高速增长后形成的基数增大；二是由于遇到产能瓶颈。09年产能与08年保持相同（3万吨）的情况下，产量依然出现了大幅的增长，从08年的2.9万吨增长到09年的3.5万吨。09年的产能利用率高达117%。由此，公司在路演时对新项目的市场销售充满信心有一定的合理之处。

此外，从下图中我们发现，随着业务的发展，公司逐步将精力集中到了粉丝业务占总收入的比例从07年的66%上升到了09年的92%，之前的食用菌业务逐步萎缩。公司在路演时也表示，上市后将加大主营业务的发展。

图 3 公司主营业务发展迅速，产品集中化程度越来越高



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

出口纯豆粉丝，销量有所下降。受制于产能瓶颈，公司09奶牛出口纯豆粉丝数量有所下滑，公司表示这是出于优先保证内销市场所导致的。但受益于单价的大幅提升，出口收入依然出现了增长，从08年的2530万元上升到09年的2725万元。

表 3 分产品的营业收入详细构成

项目		2007 年	2008 年	2009 年
内销纯豆粉丝	价格（元/公斤）	10.99	11.43	11.54
	数量（吨）	4239.08	7526.54	11031.78
	收入（万元）	4658.75	8602.84	12730.67
内销杂粮粉丝	价格（元/公斤）	6.79	6.75	6.34
	数量（吨）	2868.33	8272.65	10995.02
	收入（万元）	1947.60	5584.04	6970.84
内销红薯粉丝	价格（元/公斤）	6.25	5.77	6.06
	数量（吨）	3002.40	6304.01	8991.25
	收入（万元）	1876.50	3637.41	5448.70
出口纯豆粉丝	价格（元/公斤）	14.07	15.53	17.46
	数量（吨）	1353.68	1629.33	1560.69
	收入（万元）	1904.63	2530.35	2724.96

资料来源：招股说明书

区域方面，公司主要的销售区域集中在华东和华中。华东地区一直是公司业务的主要市场之一，09年的销售占比高达37.69%，华中地区也有较大的占比，达19.77%。此外，公司在华南地区的市场业务开拓也较为迅速，从07年的不足一千万，09年已经实现销售收入近4500万，占比也从7%上升到了16%。

表 4 公司分地区的销售收入以及市场贡献

地区	2009 年		2008 年		2007 年	
	销售收入(万元)	占国内收入比例	销售收入(万元)	占国内收入比例	销售收入(万元)	占国内收入比例
华东地区	10,292.83	37.69%	7,936.61	40.17%	4,344.87	33.51%
华南地区	4,486.56	16.43%	2,911.79	14.74%	938.67	7.24%
华中地区	5,399.93	19.77%	3,666.70	18.56%	2,710.15	20.90%
华北地区	3,063.10	11.22%	1,670.38	8.45%	1,636.02	12.62%
西北地区	544.54	1.99%	402.41	2.04%	244.34	1.88%
西南地区	2,158.43	7.90%	1,461.59	7.40%	2,269.48	17.51%
东北地区	1,363.19	4.99%	1,707.93	8.64%	821.05	6.33%
合计	27,308.58	100.00%	19,757.41	100.00%	12,964.58	100.00%

资料来源：招股说明书

B) 公司毛利率变动分析

09年内销纯豆粉丝毛利大幅提升51%，主要是受销售数量大幅提升所致，而毛利率提升带来的贡献要小很多。其中，销量增长46%，而毛利率提升只有2.41%。

09年出口纯豆毛利增长高达59%，销量环比却是出现了下降，毛利的增长主要来自于出口单价上涨带来的毛利率的大幅提升（09年出口纯豆的毛利率大幅提升了47%。）

表 5 分产品的销售毛利和销售毛利率

			2009 年	2008 年	2007 年
内销纯豆粉丝	毛利	金额	2,700.47	1,783.17	1,353.46
		环比	↑ 51.44%	↑ 31.75%	↑ 469.78%
	销量	数量	11,031.78	7,526.54	4,239.08
		环比	↑ 46.57%	↑ 77.55%	↑ 848.72%
	毛利率	百分比	21.22%	20.72%	29.04%
内销红薯粉丝		环比	↑ 2.41%	↓ 28.64%	↓ 20.50%
	毛利	金额	1,591.11	1,445.13	698.35
		环比	↑ 10.10%	↑ 106.93%	↑ 5946.32%
	销量	数量	8,991.25	8,272.65	2,868.33
		环比	↑ 8.69%	↑ 88.41%	↑ 1188.38%
内销杂粮粉丝	毛利率	百分比	29.19%	30.27%	38.96%
		环比	↓ 3.57%	↓ 22.31%	↑ 301.23%
	毛利	金额	1,127.20	721.96	449.9
		环比	↑ 56.13%	↑ 60.47%	↑ 1029.83%
	销量	数量	10,995.02	6,304.01	3,002.40
内销杂粮粉丝		环比	↑ 74.41%	↑ 109.97%	↑ 305.75%
	毛利率	百分比	16.17%	16.97%	22.06%
		环比	↓ 4.71%	↓ 23.05%	↑ 175.76%

出口纯豆粉丝

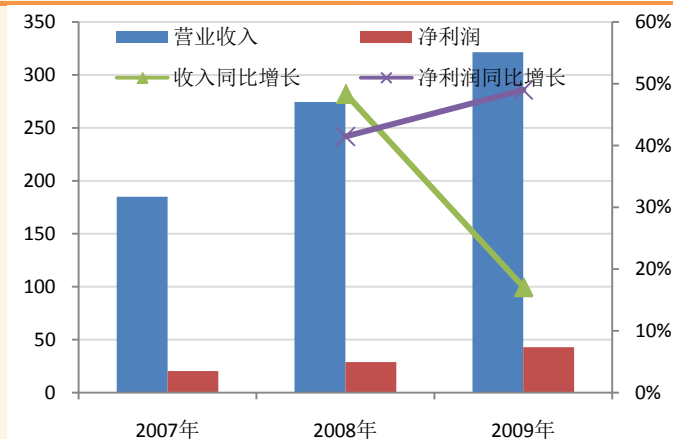
毛利	金额	1,129.63	710.31	490.12
	环比	↑ 59.03%	↑ 44.93%	↓ 37.82%
销量	数量	1,560.69	1,629.33	1,353.68
	环比	↓ 4.21%	↑ 20.36%	↓ 12.64%
毛利率	百分比	41.45%	28.07%	25.73%
	环比	↑ 47.67%	↑ 9.12%	↓ 22.63%

资料来源：招股说明书

C) 09年业绩受益于毛利率的提升，收入增速下降并未带来净利润增速的下滑。

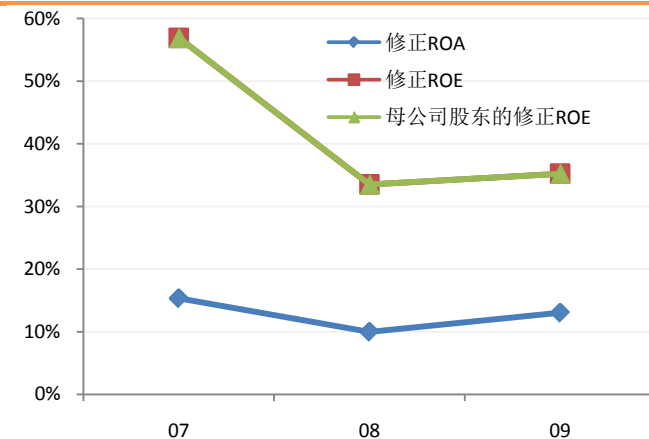
09年收入增速17%，而净利润增速高达49%，这主要原因就在于09年的粉丝毛利率（特别是高档纯豆粉丝毛利率）出现了提升所致。受此影响，公司ROE水平维持在30%以上的高位，说明公司的资产回报率还是相当高的。

图 4 营收和利润高速增长



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 5 净资产回报率超过 30%，处于较高水平



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

四、双塔食品的竞争优势和劣势

4.1 公司的竞争优势

1. 区位优势

(1) 原产地域保护、地理标志产品保护

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。

公司地处烟台招远市，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，同年公司主持制定的《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。

（2）区域内农作物丰富，原材料采购优势明显

公司地处山东半岛，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公司原材料采购提供了有利条件，保证公司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。公司附近有青岛、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公司的产品配送提供了有力支持。使得公司产品运输方便快捷，物流成本低，地域交通优势明显。

2、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，公司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。

公司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，公司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，公司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。目前公司正在向日本、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

保护公司在国外市场的品牌权益，维护公司长远利益。

3、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。公司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公司目前已经具备年产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。

4、技术优势

公司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。

此外，公司还具有销售网络、工艺等方面的优势。

五、战略目标和募投项目

5.1 公司的发展战略与目标

1. 整体发展战略

未来三年，公司将在龙口粉丝三百年文化积淀和技术传承的基础上，坚持走专业化发展道路，充分发挥国家火炬计划重点高新技术企业的示范作用，继承和发扬龙口粉丝品牌优势，倾力打造国内外市场品牌形象，使公司成为一个集粉丝产品研发、开发、生产、加工、销售、服务为一体的高新技术企业。公司将以高效的原材料采购能力和产品配送能力为发展动力，完善覆盖全国的销售终端，密切跟踪国内外市场动向，不断优化产品结构和品种，做大做强龙口粉丝这一传统品牌。

2. 主要经营目标

根据公司的整体发展规划，公司制定了未来三年业务发展目标：公司以“明理、诚信、竞合、发展”为经营理念，以产品创新、技术进步为动力，以规模生产、深化渠道、提升服务为支撑，以品牌宣传、品质优良为依托，以纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝为核心，与饲料蛋白、粗饲料等衍生产品相结合，使公司在继续保持国际、国内粉丝行业龙头地位的基础上，进一步提升公司综合竞争能力。到

2015年，公司力争达到年产粉丝类产品10万吨的规模，市场占有率达到10%以上。

5.2 募投项目分析

1) 募投项目概况

本次公开发行股票募集资金将用于年产20,000吨粉丝项目，项目总投资21,470万元，其中固定资产投资15,648.85万元，铺底流动资金5,821.53万元。

公司年产20,000吨粉丝项目建设的主要内容：6,000吨/年纯豆粉丝生产线1条、14,000吨/年的杂粮粉丝生产线1条、自动化包装车间2个以及2,400吨/年的饲料蛋白生产车间1个。配套粉丝生产所需的5,000吨/年淀粉生产车间1个、存储容量为4,000吨/次的物流仓库2个，同时扩建龙口粉丝科研中心、污水处理设施及其它配套项目。项目达产后，形成年产粉丝20,000吨、饲料蛋白2,400吨的生产规模。项目详细内容如下表所示：

表 6 募投项目概况

	投资金额	建设 期	预计年销售 收入	预计净利 润	投资利润 率	财务内部收 益率	投资回收期（不含建 设期）
年产2万吨粉丝项目	2.14亿元	1.5年	20688万	3539万	22%	22.5%	4.6年

资料来源：招股说明书

2) 项目投资的前景

如果本次发行以及募集资金投资项目建设能够顺利进行，在2012年公司设计生产能力将达到5万吨/年。按照年增18%的增速，在公司现有销售网络和团队的基础上，公司在2012年可以达到5.93万吨/年的销售能力，能够完成募集资金投资项目所增加产能的销售任务。

(1) 纯豆粉丝

纯豆粉丝属于高档粉丝产品，国内售价平均11.39元/公斤左右，出口售价平均15.04元/公斤左右。纯豆粉丝是公司销售收入的主要来源，2009年内销和出口的毛利率分别达到21.22%和41.45%。随着募集资金投资项目的实施，公司生产环节采取自动包装技术，包装成本大幅降低，销售毛利率将进一步提高，产品利润空间扩大。纯豆粉丝国内消费主要是高收入家庭日常消费或者高档酒店举办宴席作为配菜使用，消费产品以小包装为主，也有部分产品加以精美包装作为高档礼品或者旅游特产馈赠亲朋好友。国外消费市场主要是日本，出口到日本的粉丝大都是按照日本商家的要求，提供约定形状、规格、重量的粉丝半成品，在日本被进一步加工成即食粉丝。同时，由于中国传统饮食文化和饮食品牌受到西方国家的青睐，中餐行业在欧洲、美洲、澳大利亚等国家和地区迅速崛起，该区域市场对食品质量安全、营养结构、饮食文化有着更高要求，作为中国传统粉丝产品代表的纯豆粉丝存在广阔的发展空间。

(2) 杂粮粉丝

杂粮粉丝属于中档产品，价格适中，国内售价平均6.79 元/公斤左右，出口售价平均5.56 元/公斤左右，国内销售毛利率达到16.17%。募集资金投资项目中引进的自动包装技术和全封闭自动烘干技术，将大幅降低产品成本，提高销售毛利率。

杂粮粉丝国内销售主要面向中低端市场，销售渠道除商场超市外，大部分通过区域经销商流通到农贸批发市场和小型百货店，而后被大量的中低档次酒店、快餐店以及家庭消费，产品以大包装为主、小包装为辅。国外销售市场主要是东南亚、欧洲及澳大利亚等国家和地区。以菲律宾、马来西亚、印度尼西亚为代表的东南亚消费市场主要面向侨居海外的华人群体以及受中国饮食习惯影响的当地居民，粉丝已经成为当地的日常食品之一；西方国家主要受改善膳食结构观念的影响，加大了对杂粮粉丝的需求。

（3）饲料蛋白

1) 产品和市场特点

饲料蛋白一般分为植物性饲料蛋白和动物性饲料蛋白。植物性饲料蛋白主要来源于如豆粕、棉仁粕、菜籽粕和花生粕等榨油业副产品。其中豆粕是最主要、最优良的饲料蛋白，一般含粗蛋白质43%以上，含赖氨酸2.4%左右，含粗脂肪4-6%，是饲料的主要配料之一。

近几年，我国的畜牧养殖业对饲料的需求越来越大，特别是饲料蛋白，一直处于非常紧缺的状态。中国农科院饲料研究所有关专家在分析21 世纪我国饲料工业面临的问题时认为，饲料原料紧缺将是长期性的结构矛盾，目前主要是通过降低饲料中蛋白质添加量和进口部分饲料蛋白来解决，每年需花费大量外汇进口。甚至国内饲料行业中的某些企业在利益驱动下，用化学蛋白或其他卫生指标不达标、质量差的蛋白搭配在饲料里，去冲击市场，填补市场供需差，给养殖业造成了灾难。

目前我国饲料原料生产体系尚未建立，饲料生产在农业生产体系中尚未得到应有的地位，种植业品种单一，基本是南方产水稻、北方产玉米的格局。特别是从上世纪80年代以来，由于受比较利益的驱使，大豆种植面积和产量大减，致使饲料蛋白资源紧缺的矛盾加剧。据统计，目前我国饲料蛋白缺口达到1,500 万吨，我国每年自美国进口大豆粕400 万吨、大豆200 万吨、鱼粉100 万吨、肉骨粉30 万吨。据我国动物营养专家测算，如果我国人均摄入动物蛋白质达到世界平均水平，畜牧业总需求蛋白质饲料6,000万吨，届时将存在50%的需求缺口，即3,000 万吨，因此饲料蛋白市场前景广阔。

六、盈利预测及估值

其未来的收入增长和盈利增长，09年可能由于产能瓶颈而未能实现收入的大幅增加，但一旦募投项目投产后，销售会立马打开，迎来高增长。因此，我们处于谨慎性考虑，考虑了通胀带来的价格上涨因素，11年价格稍微做了些5%左右的增长。

而最终的盈率，由于10年公司上市以及创建品牌过程中的费用支出较大，因此10年的利润可能会出现一定程度的下滑。但投资者不必对此担忧，我们看好的是公司未来的发展。

此外，依照公司可能的发行价格区间，未来获得大量超募资金是大概率事件，我们预计未来如果需求面迫切的话，公司完全可以通过收购和行业整合的方式实现超常规的发展。因此，我们认为公司是一个小行业大市场的潜力公司，至少在粉丝行业没有形成一强独大的时候，先上市的公司必将赢得先机，而且公司管理层的持股使我们有理由相信公司未来的发展是有保证的。

我们预计未来实现的每股收益大致为0.72元、0.64元、0.60元，而在2012年将实现0.91元的每股收益。考虑到公司未来的成长性，我们给予静态市盈率45-55倍的市盈率，合理价值区间为32.4-39.6元。

表 7 盈利预测的主要指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	321.45	321.45	337.53	472.54
收入同比(%)	17.11%	0.00%	5.00%	40.00%
归属母公司净利润（百万元）	42.95	38.38	35.87	54.78
净利润同比(%)	48.99%	-10.65%	-6.55%	52.74%
毛利率(%)	22.83%	24.50%	26.00%	26.00%
每股收益(元)	0.72	0.64	0.60	0.91
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00

七、风险提示

产能受限而费用增长导致净利润暂时下滑的风险；食品安全风险

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。