

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

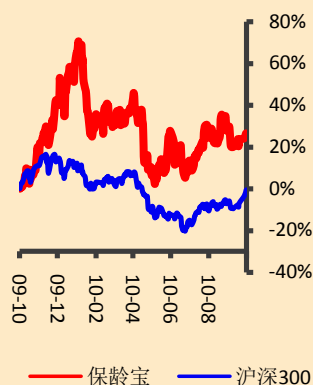
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/10/11

收盘价(元)	27.60
一年内最高价(元)	49.60
一年内最低价(元)	22.50
市净率	4.1
流通A股市值(亿元)	12.9

上市后公司股价与大盘的涨幅



投资要点

- 三季度业绩改善。**公司2010年三季报显示，第三季度实现收入1.96亿元，同比增长高达45.39%，而净利润同比增长也高达35%。三季度的业绩增速与二季度受成本上升所拖累的业绩下滑表现有了较大的改善，可以说是公司整个经营能力的一种体现，公司通过产品结构的调整（赤藓糖醇业绩贡献上升）来应对成本上升给公司带来的影响。我们前期的报告中强调了赤藓糖醇的优势和未来的成长性，某种程度上讲，三季度赤藓糖醇的业绩贡献应该不错。公司三季度业绩的改善在我们预期之中，这也是我们在中报中给出“增持”之后迅速改变看法，预计未来的业绩会有所回升，并在限售股解禁面临减持压力的情况下指出了投资机会，上调了投资评级至“买入”；但市场并没有因减持压力而跌出投资机会，可以说，一定程度上，市场已经对公司业绩的改善做出了反应。
- 四季度业绩高增速预计仍将继续。**四季度的收入增速和业绩增速估计仍将维持较好的水平，预计基本会维持在30%-40%的增速。此外，在成本方面，公司表示，由于玉米的丰收，玉米每吨的价格下降了100-200元/吨，下降幅度预计为5%左右。考虑到目前国际市场对货币贬值和可能的通胀预期，未来通胀仍有可能存在，所以未来玉米价格上涨仍是有可能的。但由于玉米价格同比增速本身的环比有所减缓，因此未来业绩增速估计会有不错的表现。
- 低聚果糖项目产品市场有待评估。**公司表示，目前低聚果糖已有部分液态产品给大客户试用，试用的效果反馈还有待进一步确认。我们预计低聚果糖项目至少能够盈亏平衡，那么如果市场反馈较好，那将贡献更多的11年业绩。
- 赤藓糖醇项目的存在使11年第一季度的业绩增速仍有可能维持30%-40%的水平。**赤藓糖醇项目投产是五月下旬，也就是说新产品赤藓糖醇对公司的业绩贡献将会在11年一季度持续。
- 盈利预测及估值** 鉴于国内玉米丰收和国际货币贬值预期以及通胀预期的大背景，我们考虑了公司的成本转嫁能力以及未来市场的增量。适当微调10-12年的EPS至0.48元、0.64元、0.86元的预测，对应的市盈率为57、43、32倍。长期（6-12个月）维持“买入”评级，但短期（近一两个月）是“增持”，即需要时间来消化估值压力从而赢得未来的增长空间。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	525.40	735.56	1089.80	1471.24
收入同比(%)	-2.08%	40.00%	48.16%	35.00%
归属母公司净利润(百万元)	39.27	49.99	66.23	89.24
净利润同比(%)	-12.29%	27.28%	32.50%	34.73%
每股收益(元)	0.38	0.48	0.64	0.86
P/E	73.09	57.42	43.34	32.17

表 1 前三季度净利润增速（12.19%）较中报的增速（2.55%）提升显著

	1H09	1-3Q10	1H10	1-3Q10	1H10 同比	1-3Q10 同比
一、营业总收入	247.97	383.27	327.27	523.98	31.98%	36.71%
二、营业总成本	224.65	349.43	305.81	488.21	36.12%	39.72%
营业成本	186.67	293.07	257.66	417.08	38.03%	42.31%
营业税金及附加	1.46	2.29	1.26	2.19	-13.18%	-4.57%
销售费用	9.87	14.10	20.64	29.86	109.07%	111.70%
管理费用	10.02	15.77	14.74	22.94	47.21%	45.47%
财务费用	15.56	22.75	9.96	14.54	-35.99%	-36.10%
资产减值损失	1.07	1.44	1.53	1.60	43.02%	11.45%
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%
投资净收益	0.30	0.30	0.32	0.32	0.00%	0.00%
四、营业利润	23.62	34.14	21.79	36.09	-7.73%	5.72%
加：营业外收入	1.92	2.14	4.57	4.88	137.76%	128.50%
减：营业外支出	0.00	0.00	0.27	0.27	#DIV/0!	#DIV/0!
五、利润总额	25.54	36.28	26.09	40.70	2.17%	12.21%
减：所得税	3.86	5.39	3.87	6.06	0.05%	12.29%
六、净利润	21.68	30.88	22.23	34.65	2.55%	12.19%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	#DIV/0!
归属于母公司所有者的净利润	21.68	30.88	22.23	34.65	2.55%	12.19%
每股收益	0.21	0.30	0.21	0.33	2.55%	12.19%
以上同比为相对数，以下为绝对数						
	1H09	1-3Q10	1H10	1-3Q10	1H10 同比	1-3Q10 同比
毛利率	24.72%	23.53%	21.27%	20.40%	-3.45%	-3.13%
营业税金及附加率	0.59%	0.60%	0.39%	0.42%	-0.20%	-0.18%
营业费用率	3.98%	3.68%	6.31%	5.70%	2.33%	2.02%
管理费用率	4.04%	4.12%	4.51%	4.38%	0.47%	0.26%
财务费用率	6.28%	5.94%	3.04%	2.77%	-3.23%	-3.16%
三项费用率	14.30%	13.73%	13.86%	12.85%	-0.44%	-0.88%
利润率	10.30%	9.46%	7.97%	7.77%	-2.33%	-1.70%
实际所得税率	15.13%	14.87%	14.81%	14.88%	-0.31%	0.01%
净利润率	8.74%	8.06%	6.79%	6.61%	-1.95%	-1.45%
归属母公司净利润率	8.74%	8.06%	6.79%	6.61%	-1.95%	-1.45%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2010 年第三季度收入增速和利润增速开始放量，其中净利润同比增长近 35%

	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比
一、营业总收入	135.30	142.13	138.05	189.22	196.70	21.06%	62.13%	16.21%	45.39%
二、营业总成本	124.77	140.53	131.05	174.76	182.40	28.49%	65.97%	19.95%	46.19%
营业成本	106.39	118.58	107.83	149.84	159.41	32.10%	69.94%	21.60%	49.83%
营业税金及附加	0.84	0.23	0.57	0.70	0.92	-82.83%	74.09%	-38.37%	10.42%
销售费用	4.23	7.04	8.39	12.26	9.22	121.47%	146.07%	89.56%	117.83%
管理费用	5.76	9.35	6.52	8.23	8.20	47.21%	57.85%	39.74%	42.45%
财务费用	7.19	5.81	4.99	4.98	4.58	-34.37%	-33.64%	-38.18%	-36.33%
资产减值损失	0.37	-0.48	2.77	-1.23	0.07	360.15%	2004.32%	-231.48%	-80.02%
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.32	0.00				
四、营业利润	10.52	1.61	7.00	14.79	14.30	-80.00%	13.17%	-15.15%	35.90%
加：营业外收入	0.21	8.43	2.90	1.67	0.31	137.13%	77.85%	475.05%	44.97%
减：营业外支出	0.00	0.00	0.27	0.00	0.00				
五、利润总额	10.74	10.04	9.64	16.46	14.61	-13.41%	23.23%	-7.12%	36.08%
减：所得税	1.53	1.65	1.45	2.42	2.19	-179.71%	23.28%	-10.06%	43.15%
六、净利润	9.21	8.39	8.19	14.04	12.42	-38.60%	23.22%	-6.59%	34.90%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
归属于母公司所有者的净利润	9.21	8.39	8.19	14.04	12.42	-38.60%	23.22%	-6.59%	34.90%
每股收益	0.09	0.08	0.08	0.13	0.12	-38.60%	23.22%	-6.59%	34.90%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数									
	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比
毛利率	21.36%	16.57%	21.89%	20.81%	18.96%	-6.97%	-3.59%	-3.51%	-2.40%
营业税金及附加率	0.62%	0.16%	0.41%	0.37%	0.47%	-0.96%	0.03%	-0.33%	-0.15%
营业费用率	3.13%	4.95%	6.08%	6.48%	4.69%	2.25%	2.07%	2.51%	1.56%
管理费用率	4.25%	6.58%	4.72%	4.35%	4.17%	1.17%	-0.13%	0.73%	-0.09%
财务费用率	5.31%	4.09%	3.61%	2.63%	2.33%	-3.45%	-5.21%	-2.31%	-2.99%
三项费用率	12.69%	15.62%	14.41%	13.45%	11.18%	-0.04%	-3.27%	0.92%	-1.51%
利润率	7.94%	7.07%	6.98%	8.70%	7.43%	-2.81%	-2.20%	-2.19%	-0.51%
实际所得税率	14.26%	16.43%	15.00%	14.70%	15.00%	34.28%	0.01%	-0.48%	0.74%
净利润率	6.80%	5.90%	5.93%	7.42%	6.31%	-5.74%	-1.87%	-1.81%	-0.49%
归属母公司净利润率	6.80%	5.90%	5.93%	7.42%	6.31%	-5.74%	-1.87%	-1.81%	-0.49%

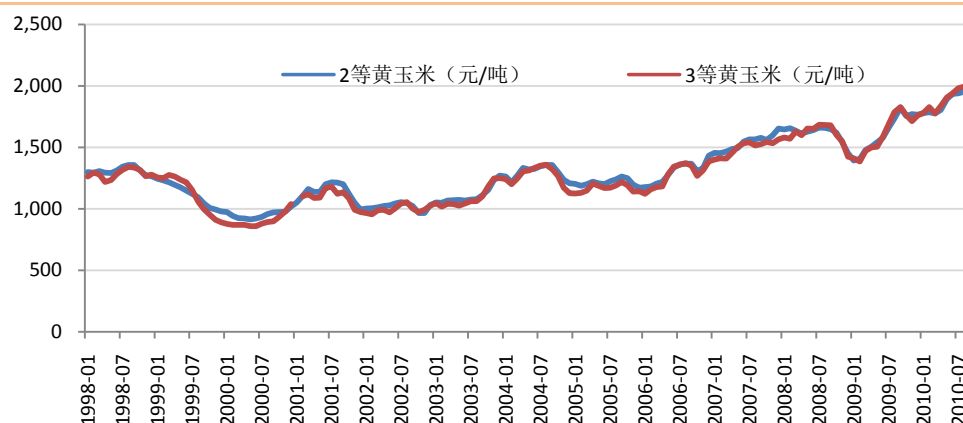
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 公司分行业和产品的营收及毛利状况（中报数据）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入 同比(%)	营业成本 同比(%)	毛利率同 比(%)
食品制造业	32,435.97	25,748.22	20.62%	32.28%	38.43%	-3.53%
监测行业	0.12	0.00	100.00%	-64.71%		0.00%
合 计	32,436.09	25,748.22	20.62%	32.27%	38.43%	-3.53%
主营业务分产品情况						
低聚糖	8,600.38	5,862.83	31.83%	-0.78%	14.52%	-9.11%
糖醇类	2,342.28	1,683.52	28.12%	204.03%	157.47%	13.00%
果葡糖浆	12,129.22	9,359.93	22.83%	37.38%	30.55%	4.03%
其他淀粉糖	6,731.40	6,298.25	6.43%	62.83%	67.25%	-2.47%
淀粉及副产品	2,632.68	2,543.69	3.38%	24.21%	34.52%	-7.40%
其他收入	0.12	0.00	100.00%	-64.71%		0.00%
合计	32,436.09	25,748.22	20.62%	32.27%	38.43%	-3.53%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 玉米价格上涨趋势未改，但同比增速有所放缓



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

表 4 预测资产负债表和利润表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	538	280	374	469	营业收入	525	736	1090	1471		
现金	395	100	100	100	营业成本	412	588	882	1190		
应收账款	72	89	131	179	营业税金及附加	3	3	4	6		
其他应收款	0	1	1	2	营业费用	21	44	65	88		
预付账款	21	23	38	50	管理费用	25	33	49	67		
存货	46	63	96	129	财务费用	29	15	18	22		
其他流动资产	4	5	8	10	资产减值损失	1	1	1	1		
非流动资产	546	678	754	824	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0		
固定资产	424	586	639	698	营业利润	36	52	70	97		
无形资产	79	78	86	94	营业外收入	11	7	8	8		
其他非流动资产	38	10	24	27	营业外支出	0	0	0	0		
资产总计	1084	959	1127	1293	利润总额	46	59	78	105		
流动负债	361	201	318	415	所得税	7	9	12	16		
短期借款	226	132	221	285	净利润	39	50	66	89		
应付账款	25	39	57	78	少数股东损益	0	0	0	0		
其他流动负债	110	30	40	52	归属母公司净利润	39	50	66	89		
非流动负债	61	49	49	49	EBITDA	94	94	123	159		
长期借款	53	41	41	41	EPS (元)	0.49	0.48	0.64	0.86		
其他非流动负债	8	8	8	8	获利能力						
负债合计	421	250	367	464	毛利率(%)	21.65%	20.04%	19.08%	19.14%		
少数股东权益	0	0	0	0	ROE(%)	5.93%	7.05%	8.72%	10.76%		
股本	80	104	104	104	ROIC(%)	8.59%	7.27%	8.11%	9.59%		
资本公积	486	462	462	462	估值比率						
留存收益	97	143	194	264	P/E	73.09	57.42	43.34	32.17		
归属母公司股东权益	663	709	760	829	P/B	4.33	4.05	3.78	3.46		
负债和股东权益	1084	959	1127	1293	EV/EBITDA	30.04	30.07	23.06	17.83		

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

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。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。