

量子高科 (300149.sz)

低聚果糖行业的领头羊，产品定位高端，享受高毛利率

胡鸿 分析师
电话: 0755-82739763
eMail: hh6@gf.com.cn

汤玮亮 分析师
电话: 020-87555888-634
eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210070003

SAC 执业证书编号: S0260210020048

低聚果糖行业老大，产品结构向高端转移

公司核心产品为低聚果糖，且市占率在 40% 以上，连续两年市占率第一，09 年较 08 年有所下降，原因公司产能受限，但市场销量在增加。07 年低纯度、浆状 FOS 占公司产品销售收入比重为 48.28%，2010 年上半年时仅占 17.9%，而高纯度浆状 FOS 销售收入比重从 2.08% 提高至 48.21%，且 GOS 占销售收入的比重也从 0 升至 5.81%。

公司核心竞争力：具备较高毛利率，维持在 50% 左右

09 年以来原材料价格上涨迅猛，导致公司产品毛利率有所下降，尤其是低端产品，如低纯度浆状 FOS 毛利率从 2009 年的 38.88% 下降至 26.3%。随着公司产品结构调整，即增加高端产品的生产与销售，使其其综合毛利率下降不明显，2010 年上半年综合毛利率为 49.08%，近几年皆维持在 50% 附近。

低聚糖为代表的益生元行业现状：市场缺口大

09 年预计低聚果糖销量为 1.6 万吨。预计未来 5 年年均增长率将超过 44%，到 2014 年国内销售量将超过 10 万吨（若折算为 G50L，需求量将超过 15 万吨）。09 年我国国内企业销售的低聚半乳糖不足 2000 吨，预计未来 5 年低聚半乳糖将有 2-3 万吨需求。

盈利预测与估值：合理估值为 30 元左右

预计 10-12 年摊薄之后 EPS 为 0.55 元、0.66 元、0.79 元，按照 2011 年 40 倍 PE 测算，估值为 26.4 元，考虑到公司所处行业具备高成长性，公司产能受限问题已正在解决，上市合理估值为 30 元左右，对应 2011 年 45 倍 PE。近期新股吸引资金明显，不排除公司被资金追捧，但至少不应超过保龄宝的市值，即上市首日合理涨幅不应超过 50%。

风险提示

原材料价格波动风险；单一客户风险依赖风险；募集资金未能如期达产；

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	97.08	100.24	117.95	141.60	182.70
增长率(%)	49.20%	3.26%	17.66%	20.05%	29.03%
EBITDA(百万元)	29.45	38.20	46.48	54.01	72.01
净利润(百万元)	23.18	29.39	36.90	44.14	52.90
增长率(%)	93.48%	26.81%	25.55%	19.61%	19.84%
每股收益(元)	0.61	0.59	0.55	0.66	0.79

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	28.00 元
上市价格	30.00 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	67/17
主要股东:	量子集团
主要股东持股比例	43.05%

财务比率

ROE	29.03%
ROA	31.30%
资产负债率	25.71%
每股净资产(元)	2.03
2009 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	28.00
主承销商:	东海证券有限责任公司
发行市盈率	64.39

目录索引

一、公司基本情况：毛利率较高的低聚果糖行业老大	3
（一）产品结构以及定位：低聚果糖行业老大，产品定位高端	3
（二）主营产品毛利率和利润：综合毛利率稳定在 50%附近	4
（三）公司股权结构：管理层绝对控股	4
（四）公司技术优势：掌握高纯度粉状低聚果糖产业化技术的唯一者	5
（五）与竞争对手比较：具备毛利率较高优势	6
（六）公司上下游客户情况：对单个客户依赖程度较大	7
二、行业分析：前景灿烂无比	8
（一）益生元行业：正扬帆起航的朝阳行业	8
（二）低聚糖为代表的益生元行业现状：市场缺口大	10
（三）推动行业发展的因素：政策支持、下游行业增长推动	11
三、募投项目：解决产能受限问题，优化产品结构	12
四、盈利预测与估值分析：合理估值为 30 元左右	13
五、风险提示	13

图表索引

图 1：公司各产品销售收入（万元）	3
图 2：公司各产品销售收入占比情况	3
图 3：公司近三年各产品毛利率情况	4
图 4：公司股权结构	5
图 5：公司研发投入占营业收入比重一般	6
图 6：益生元分类情况	9
图 7：06-09 年国内低聚果糖销量	10
图 8：2010-2014 年低聚果糖销量预测	10
表 1：公司低聚果糖市场占有率情况	3
表 2：益生元行业核心技术比较	6
表 3：保龄宝和量子高科公司情况对比	7
表 4：公司部分优质客户	8
表 5：不同行业的销售金额及比例	8
表 6：FOS、GOS 以及 IMO 功效比较	9
表 7：募投项目主要指标分析	12
表 8：低聚糖盈利预测假设	13
表 9：09 年以来食品饮料板块新股上市后涨跌幅情况	13

一、公司基本情况：毛利率较高的低聚果糖行业老大

公司成立于2000年1月26日，办公地点位于广东省江门市，主要经营项目为以低聚果糖、低聚半乳糖为代表的益生元系列产品的研发、生产和销售。公司产品主要功能为双向调节人体肠道微生态平衡，增殖有益菌，抑制有害菌，保持肠道正常生理功能的健康功效。产品目前主要应用于保健品、乳制品、饮料、休闲食品等领域。

（一）产品结构以及定位：低聚果糖行业老大，产品定位高端

公司主导产品为低聚果糖和低聚半乳糖，归属于益生元产品，不同的益生元低聚糖细分领域，已有不同的企业占据市场第一的位置，公司在低聚果糖领域中连续两年占据市场第一的位置，2009年约占市场份额的40%以上，与2008年相比，有所下降，主要原因为产能受限，市场占有率情况有所下降；而在低聚异麦芽糖细分领域，山东保龄宝占据约70%的市场占有率；在低聚半乳糖细分领域，云浮新金山占据约60%的市场占有率。

表 1：公司低聚果糖市场占有率情况

低聚果糖产品名称	2008 年市场占有率	2009 年市场占有率	主要竞争对手
G50L	42.84%（排名第一）	55.11%（排名第一）	云南健生
除 G50L 外的其他品种	47.56%（排名第一）	49.79%（排名第一）	日本明治、ORAFIT 公司

数据来源：招股说明书

公司已形成低聚果糖FOS系列产品，覆盖了目前市场上不同形态（浆状、粉状）、不同纯度（50%~95%）产品，形态和纯度决定了不同的销售价格，高纯度的粉状销售价格最高。根据公司近三年产品收入结构看，公司主打产品重心逐渐移至高纯度粉状低聚果糖，同时加大低聚半乳糖的研发、生产和销售，07年低纯度、浆状FOS占公司产品销售收入的比重为48.28%，今年上半年时仅占17.9%，同样高纯度浆状FOS销售收入比重从2.08%提高至48.21%，且GOS占销售收入的比重也从0升至5.81%。

图 1：公司各产品销售收入（万元）

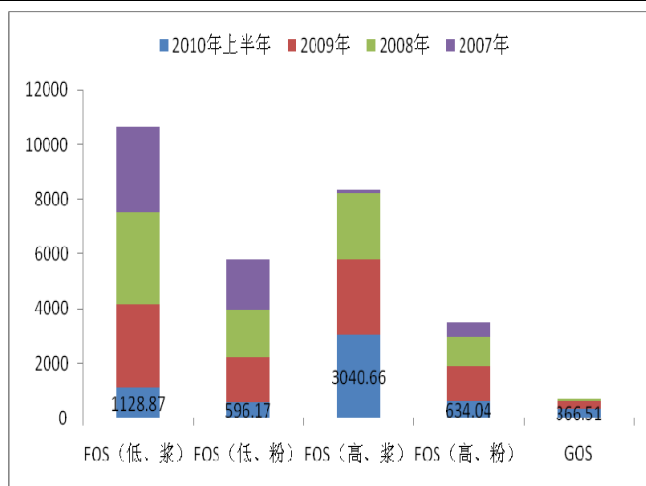
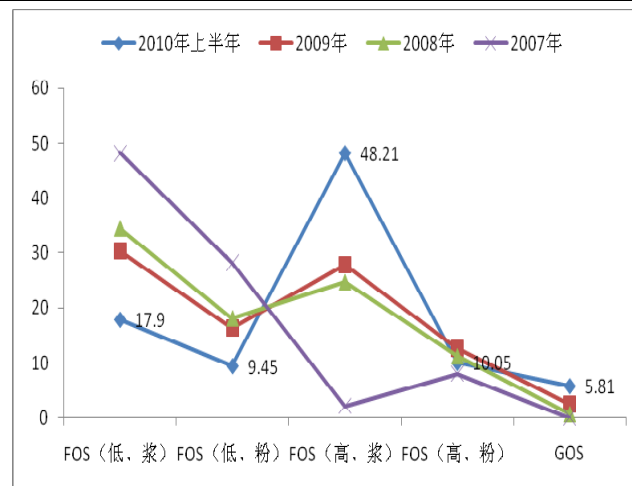


图 2：公司各产品销售收入占比情况

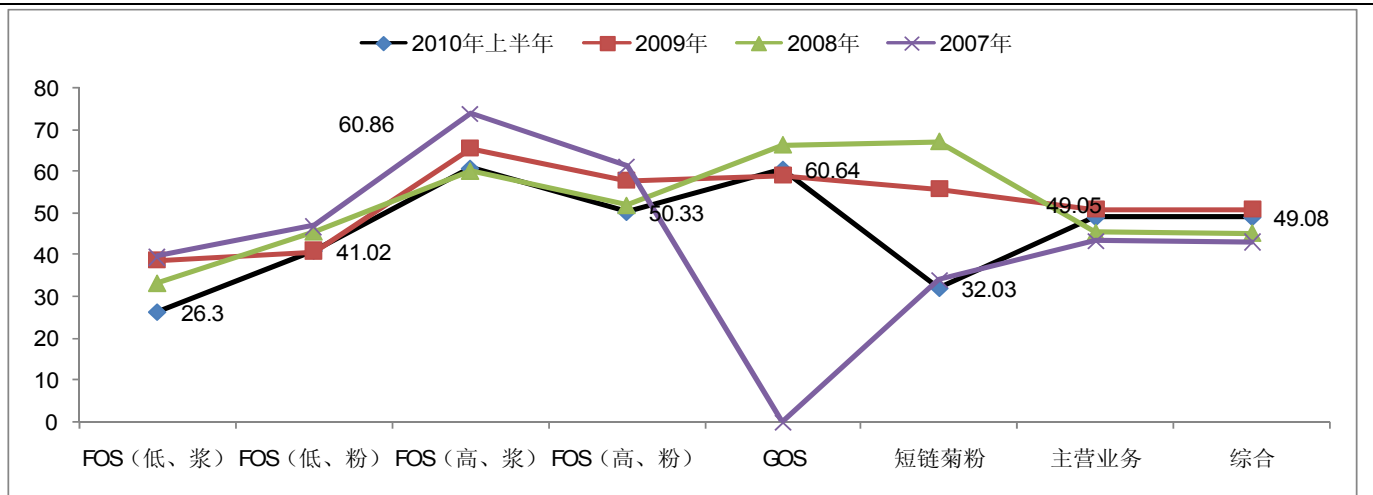


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）主营产品毛利率和利润：综合毛利率稳定在50%附近

公司核心产品低聚果糖的主要原材料为白砂糖，其占主要生产成本的55%左右，今年以来原材料价格上涨迅猛，创历史新高，导致公司产品毛利率有所下降，尤其是低端产品，如低纯度浆状FOS，毛利率从2009年的38.88%下降至26.3%。但由于公司调整产品结构，即增加高端产品的生产与销售，是其综合毛利率下降不明显，2010年上半年综合毛利率为49.08%，相比去年下降约2个百分点。

图 3：公司近三年各产品毛利率情况

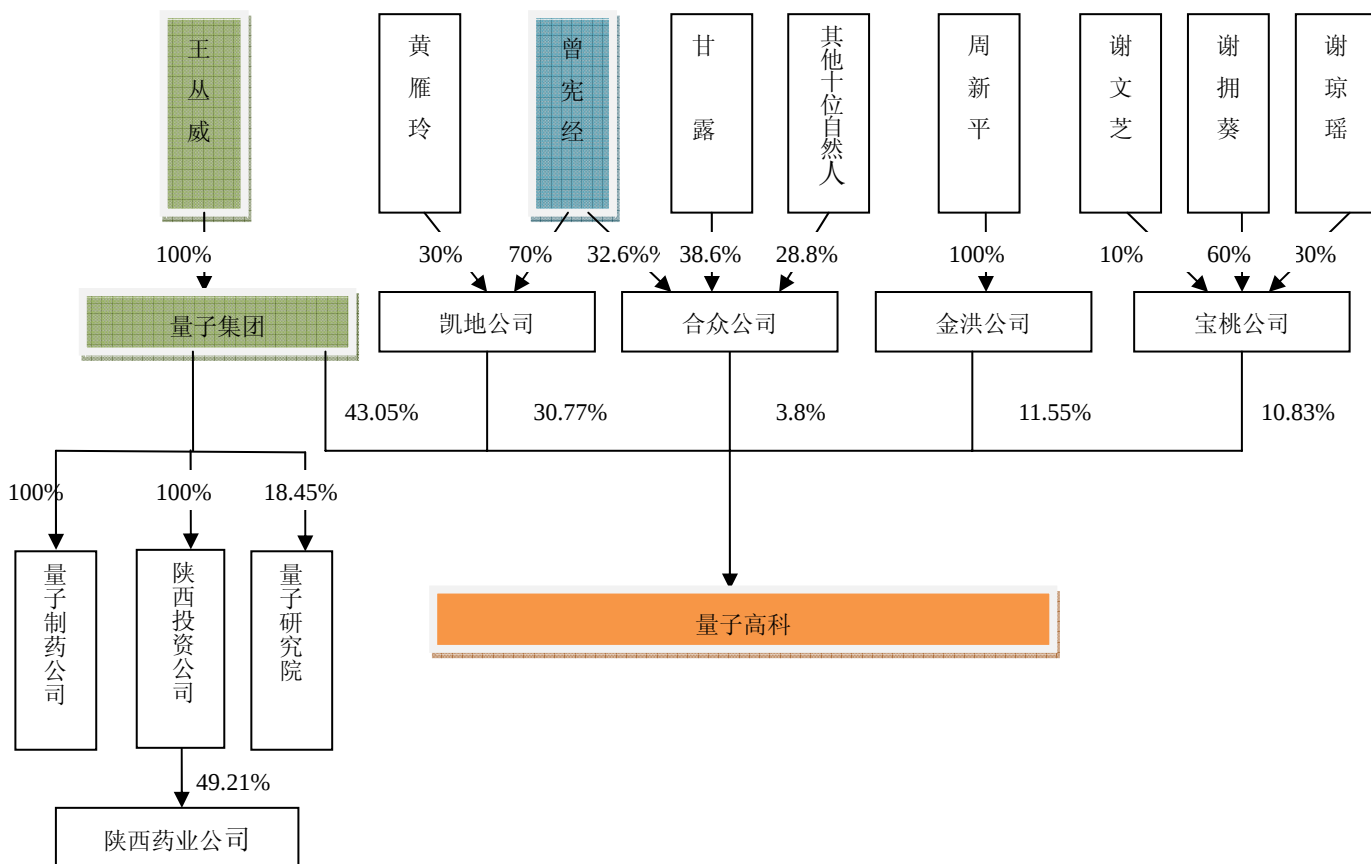


数据来源：招股说明书

（三）公司股权结构：管理层绝对控股

公司现有5名股东，均为法人股东，其中，王丛威先生通过持有公司控股量子集团100%股权，并通过量子集团间接持有本公司43.05%股权；曾宪经夫妇及其伯父曾昭政先生通过凯地公司和合众公司合计间接持有本公司32.15%股权。王丛威先生是公司公司的董事长，也是实际控制人，是公司的领导核心，对公司的经营方向，产品研发、企业发展方向等重大决策具有决定性的影响力。曾宪经先生作为总经理负责公司的日常管理和业务开拓。此外，甘露为公司董秘，谢拥葵和周新平为公司董事，杨新球为公司副总经理兼配料事业部总监，黎定辉为公司财务负责人，均持有公司股份。谢文芝、谢玲瑶为自然人，不参与公司经营管理。

图 4：公司股权结构



数据来源：招股说明书

(四) 公司技术优势：掌握高纯度粉状低聚果糖产业化技术的唯一者

益生元生产的核心技术在于拥有培养高品质特性“酶”的菌群培养技术和酶活性技术，公司的核心菌种经过了数十年的培育，生产出的益生元口味清甜，活性强，纯度高，菌种的培育和酶技术是其他竞争对手在短时间内无法超越的核心技术。技术优势主要有：

1) 拥有“用固定化果糖基转移酶法生产蔗果低聚糖的方法”发明专利，该专利使期限长达20年，剩余使用期11年，该技术有效避免了菌体细胞代谢产物可能造成的不良影响，免去脱色、脱盐工序，从而简化了工艺，酶可以反复使用，大大降低了生产成本。

2) 具备第三代固定化果糖基转移酶产品，其应用性能良好，低聚果糖一次转化率达55%-60%（国内普遍水平为50%-55%），酶的重复次数可达100批次以上。

3) 掌握技术难度高的高纯度（95%以上）粉状低聚果糖的产业化技术，为国内唯一一家同时具有高纯度低聚果糖和低聚半乳糖产业化技术并实现规模化生产的企业。

综合而言，说公司的技术优势主要体现在产品定制、独特口感、酶的转化次数，从而降低了原材料单耗、提高转化效率、使得其拥有较高毛利率。

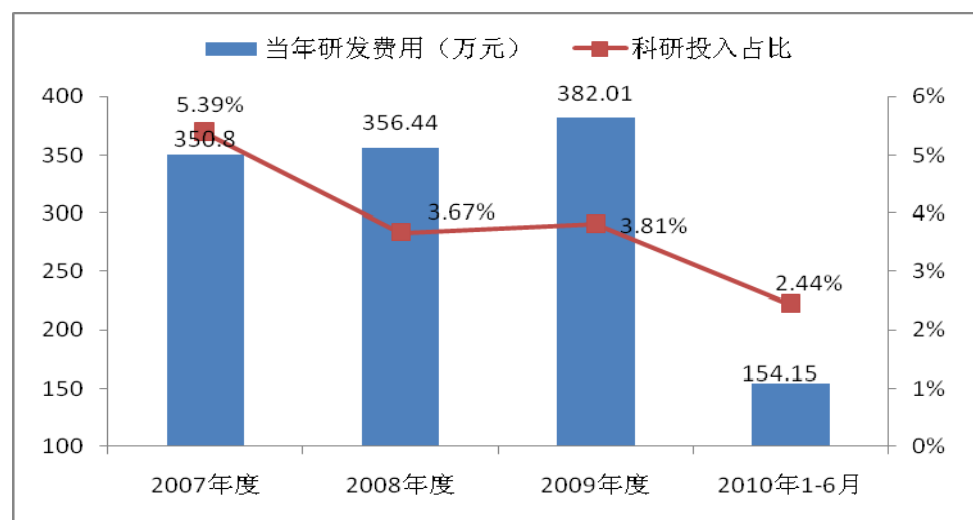
表 2：益生元行业核心技术比较

项目	国内普遍益生元生产厂家	量子高科
低聚果糖生产技术	核心技术 直接使用含酶菌体生固定化细胞技术	自主研发的第三代固定化果糖基转移酶技术
	技术水平 行业平均水平	国内领先
	技术特点 中间产品颜色较深，需进一步脱色、脱盐，工序较多，菌丝不能重复使用或重复使用率低，导致环保压力大、生产成本偏高。	有效避免菌体细胞代谢产物对低聚果糖产品可能造成的不良影响，酶可连续使用 100 批次以上，有效降低成本。
	是否掌握高纯度低聚果糖技术 技术难度大，尚未掌握	已推出技术难度高的 P95S 低聚果糖产品
低聚半乳糖生产技术	技术难度大，尚未掌握	掌握固定化细胞和固定化酶规模化生产低聚半乳糖技术

数据来源：招股说明书

此外，作为具备核心技术优势的企业，在研发投入上占比并不高，且每年投入比例不高于400万元，仅在07年时占营业收入5.39%。相比传统食品，双塔粉丝的研发投入比重低，双塔食品07-09年研发投入占营业收入的比重为5.37%。公司与同行业上市公司保龄宝相比，研发投入不低，保龄宝07年和08年研发投入占营业收入比重分别为1%和2%。不同的是，保龄宝的营业收入总额远大于公司，即07-08年保龄宝研发投入绝对值分别为414万元和1074万元。

图 5：公司研发投入占营业收入比重一般



数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

（五）与竞争对手比较：具备毛利率较高优势

公司所处的益生元功能的低聚糖行业具有非常不错的前景，但是行业不是仅有公司一家企业，由于数据的可得性，我们将其与已上市的保龄宝做比较分析。低聚

半乳糖的主要竞争对手为云浮新金山，由于其未上市，我们无法做比较。

表 3：保龄宝和量子高科公司情况对比

	保龄宝	量子高科
主要产品	果葡糖浆和低聚糖各占 35% 左右，且低聚糖以低聚异麦芽糖低端产品为主。但募集资金所投项目将于 2011 年达产，将新增 1 亿吨低聚果糖产能	低聚糖为主，且以高纯度浆状为主，总产能连续两年为 9000 多万吨，募集资金新增产能将于 2013 年达产，将新增 1 万吨低聚果糖和 2000 吨低聚半乳糖
市场份额	低聚异麦芽糖市占率约 70%	08 年和 09 年低聚果糖市占率约为 40% 以上，占据第一位置，但是随着保龄宝 2011 年低聚果糖达产，将会影响公司市占率
上游原料	玉米以及淀粉	蔗糖
下游大客户	蒙牛、伊利以及百事可乐	完美（中国）
营销方式	方案营销	提案营销
核心技术	低聚果糖技术国内平均水平	领先水平
定价能力	整体毛利率在 22%，主导毛利率几近 40%	整体毛利率 50% 附近，主打毛利率为 60%
营业收入	08-09 年营业收入约 5.3 亿元	营业收入在 1 亿元附近
净利润	约 4000 万元	约 3000 万元

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

值得一提的是，保龄宝将于 2011 年将占量子高科的低聚糖市场份额，这也是公司为什么一直强调调整产品结构，使得其不至于在低聚果糖的市场份额下滑厉害。

（六）公司上下游客户情况：对单个客户依赖程度较大

公司的上游客户主要为原材料白砂糖供应商，下游客户主要为营养保健品、乳制品、饮料行业等。

白砂糖占生产成本约 55%，白砂糖价格波动会影响公司盈利，只能从下游客户中转嫁，几乎很难规避。2010 年上半年，公司前五名的供货商占公司总采购比例的 55.34%，且向第一大供货商广西博宣食品公司采购白砂糖比例达 20.12%，从近几年趋势看，公司向其采购比例有上升趋势，一定程度上暗含公司与其合作紧密，目前未出现对其严重依赖。

公司的下游客户主要为直销行业或者保健品行业的完美（中国）、天津天狮；以及乳制品的蒙牛和伊利等。且在 07 年乳制品行业的销售金额占半壁江山，而 09 年度保健品行业的销售金额占总销售金额的一半。07-09 年伊利公司一直是公司前五大客户，但呈现逐渐下降的趋势，2010 年上半年则不在前五名销售客户中。

目前公司最大的下游客户为完美（中国）子公司，2007 年至 2010 年上半年对其销售收入占总收入的比重分别为 26.31%、41.11%、41.62 和 42.5%，严重依赖对其销售，存在一定的单个客户依赖风险。

表 4：公司部分优质客户

行业	部分优质客户
直销及营养保健品行业	完美（中国）、天津天狮、无限极、康富来、雅芳
乳制品行业	蒙牛、伊利、雅士利、贝因美、施恩、光明、燕塘、香港明一、美庐乳业、新希望乳业
其他行业	妥善生物、杏花村、太阳神、味奇生物、益菌生、泰龙儿童食品、德泰医药、交大昂立、劲牌、上海明蓉、天福茶叶、双奇药业、梧州冰泉

数据来源：公司招股说明书

表 5：不同行业的销售金额及比例

行业	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
乳制品	1,259.48	19.95%	3,217.87	32.10%	3,550.99	36.58%	3,299.23	50.71%
保健品	2,944.44	46.64%	4,680.72	46.69%	4,413.60	45.47%	1,923.74	29.57%
其他	2,108.55	33.41%	2,125.89	21.21%	1,743.04	17.96%	1,283.67	19.73%
合计	6,312.47	100.00%	10,024.48	100.00%	9,707.62	100.00%	6,506.65	100.00%

数据来源：公司招股说明书

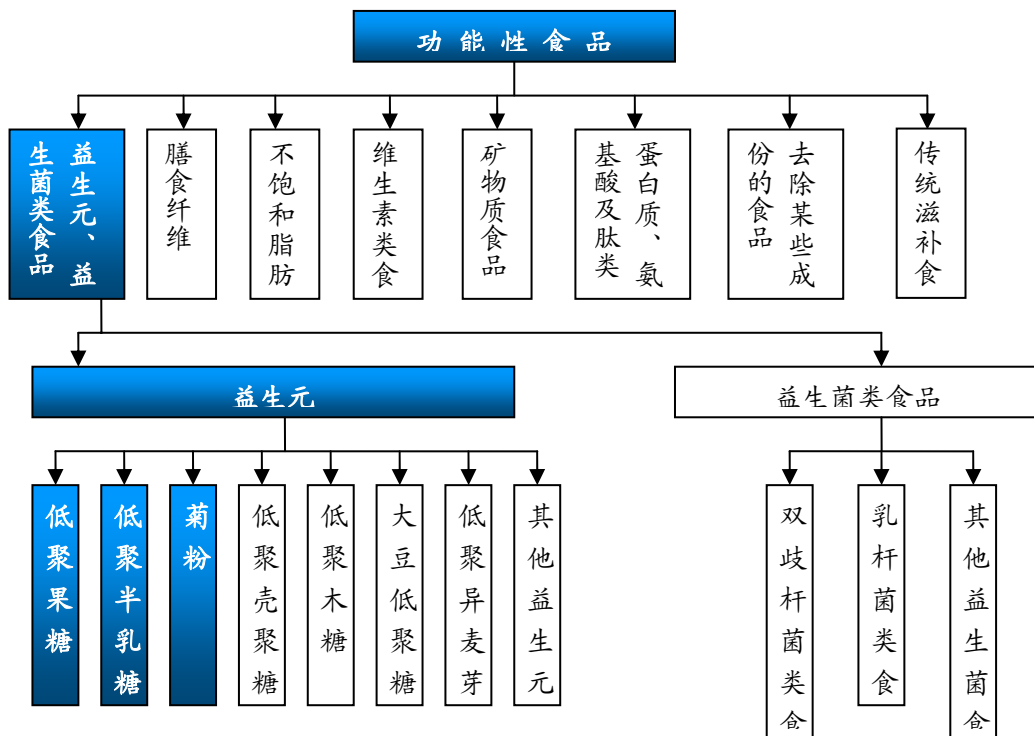
二、行业分析：前景灿烂无比

（一）益生元行业：正扬帆起航的朝阳行业

益生元目前在国际上已广泛应用于医药、临床营养、保健、食品、饲料、化妆品等多个行业，其主要代表功能性低聚糖在生产过程中涉及酶工程技术，按照产品目前主要应用领域，益生元行业可归属于营养产业之功能性食品。其主要的功能为：促进肠内固有益生菌的繁殖，双向调节肠道微生态平衡，产生有机酸酸化肠道pH，抑制有害菌的生长与毒素的产生。另外，摄取益生元有助于预防腹泻和便秘，调节机体免疫能力，降低血脂和胆固醇以及促进营养素的吸收。

常见的益生元主要是一些功能性低聚糖，但并不是所有的功能性低聚糖都是益生元，常见具有益生元功能的功能性低聚糖主要有：低聚果糖、低聚半乳糖、菊粉、大豆低聚糖、低聚壳聚糖、低聚木糖和异麦芽糖。不同品种之间其物化性能、生理功能有所差异。其中，低聚异麦芽糖在我国发展最早，产量最大，对双歧杆菌具有一定的增殖作用，但部分实验显示低聚异麦芽糖在增殖益生菌的同时在一定程度上也增殖了肉毒梭状芽孢杆菌和产气荚膜梭状芽孢杆菌等有害菌，价格相对较低；低聚果糖对双歧杆菌增殖效果明显，具有较为显著的提高矿物质吸收功效，价格适中；低聚半乳糖对双歧杆菌和乳酸菌同时有增殖性，价格最高。

图 6：益生元分类情况



数据来源：招股说明书

表 6：FOS、GOS 以及 IMO 功效比较

项目	低聚果糖（FOS）	低聚半乳糖（GOS）	低聚异麦芽糖（IMO）
益生菌的选择性	对双歧杆菌具有专一性	对双歧杆菌和乳酸菌具有增殖性	能促进双歧杆菌的增殖，部分实验显示在增殖益生菌的同时也促进了体内部分有害的肉毒梭状芽孢杆菌和产气荚膜梭状芽孢杆菌增殖
益生菌的增殖性	可迅速地增殖双歧杆菌 10-100 倍	可迅速地增殖双歧杆菌 10-100 倍，同时对乳酸菌有增殖性	增殖 2-4 倍
提高矿物质吸收性	CA、MG、P	CA、MG	
消化性	极难被人体消化；类似于水溶性膳食纤维，具有降低胆固醇和血脂的功能	极难被人体消化，具有膳食纤维相同的作用	能部分被人体消化酶消化，产物是葡萄糖，能被人体吸收
原料	蔗糖	乳糖	玉米淀粉等
甜味性质	接近蔗糖	甜爽	甜厚味
甜度	约为蔗糖的 30%-60%	约为蔗糖的 20%-40%	约为蔗糖的 40%-50%
最小有效剂量（纯量）	3 克/日	3 克/日	10 克/日

数据来源：招股说明书

（二）低聚糖为代表的益生元行业现状：市场缺口大

国外益生元行业起步于20世纪70年代，而我国在90年代中后期才开始有少数几家企业开始工业化生产，经历了几年的发展，至2007年“公众营养改善Oligo项目”推动下，我国以低聚果糖为代表的益生元行业得到一定成长。

根据CNFFI的2010年《益生元行业国内外市场研究报告》中指出：

1996年，世界功能性低聚糖总产量为8.5万吨，2002年已增至15万吨，2008年全球功能性低聚糖总产量约有30万吨以上，年均增长速度超过10%。日本年需求低聚糖达到4万吨，价值1.2亿美元，欧美各国年需30万吨，价值9亿美元，预计到2014年，国际市场低聚糖的需求量将达到50万吨以上，而实际主要发达国家的低聚糖产量才30多万吨，市场缺口很大。

2009年我国益生元功能性低聚糖的总销量约6.8万吨，由于技术研发产业化等原因，低聚异麦芽糖的产销量最大，所占比例约为60%，产销量第二大的是低聚果糖，所占比例接近25%。预计未来五年的年均增长率将超过25%，到2014年我国益生元的总销量将达到22-25万吨水平，且低聚果糖的销量占益生元的比重将与低聚异麦芽糖相当，达到40%-45%的水平。

低聚果糖：我国产能约1.6万吨，预计至2014年销售超过10万吨

2006年我国低聚果糖销量约0.6万吨，2007年超过0.8万吨，2008年超过1.45万吨，年均复合增长率高达55%。2008年、2009年虽然受到三聚氰胺事件和金融危机的双重影响，使低聚果糖迅猛的增长态势有所减缓，2009年预计低聚果糖销量为1.6万吨。国内厂家生产的基本上都是纯度55%左右的浆状单一产品，其工艺相对简单，而以P95S低聚果糖为代表的高纯度及粉状低聚果糖高端产品的需求大部分都是从日本、比利时等国进口。预计未来5年年均增长率将超过44%，到2014年国内销售量将超过10万吨（若折算为G50L，需求量将超过15万吨），市场推动力主要来源于营养保健品和食品行业。

（量子高科是国内少数一、两家可以生产高纯度（95%以上）低聚果糖的企业，且可根据客户需求提供纯度50%~95%浆状或粉状的全系列低聚果糖产品，在行业内具有强势的领先地位。）

图 7：06-09 年国内低聚果糖销量

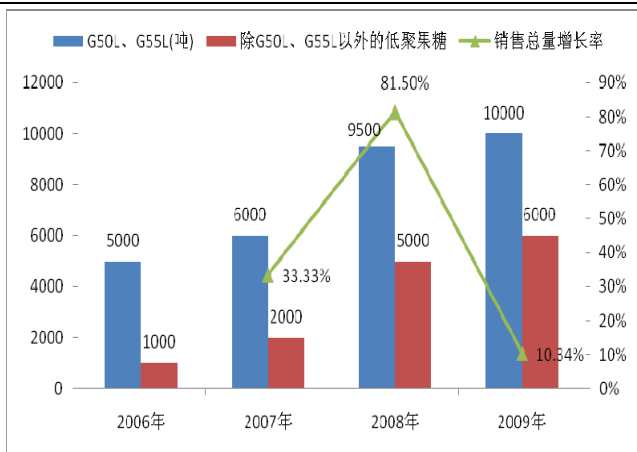
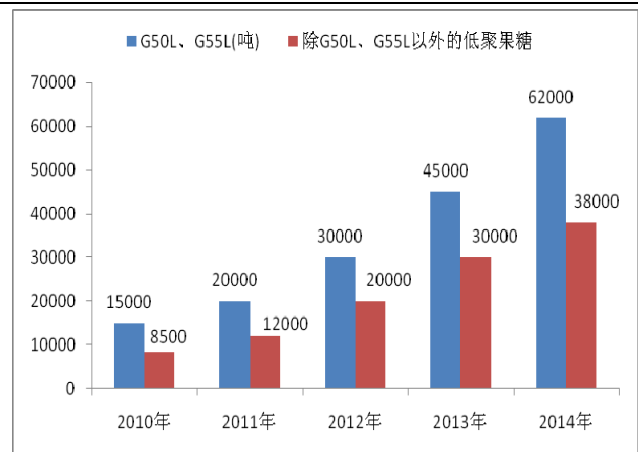


图 8：2010-2014 年低聚果糖销量预测



数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

低聚半乳糖：起步较晚，预计未来将迎来爆发性增长

在国外，低聚半乳糖已被广泛应用于婴幼儿奶粉、发酵乳、饮料、冰激凌、糖果、口服液等产品；而我国低聚半乳糖的市场才刚刚启动，2008年才零星地在市场上出现，目前主要应用于婴幼儿高端配方食品。由于低聚半乳糖的技术含量较高，大部分低聚半乳糖目前主要依赖于进口。

2009年我国国内企业销售的低聚半乳糖不足2000吨，预计未来2-3年低聚半乳糖的需求量预计将达到6000吨~10000吨，未来5年低聚半乳糖将有2-3万吨需求。预计依据为：根据近年的《中国人口统计年鉴》的数字表明，中国每年的新生婴儿数量接近2000万，0-3岁的婴幼儿总数达到6000万-7000万，则我国婴幼儿配方奶粉每年约有80万吨以上市场需求，按目前低聚半乳糖在婴幼儿配方奶粉的添加量一般在1.5~2.5%之间计算，低聚半乳糖的年需求量在1.5万吨左右。

（三）推动行业发展的因素：政策支持、下游行业增长推动

有利因素：

1) 政策因素：推动朝阳行业前行。

在《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》中，“推进公众营养改善活动”首次被写入政府五年规划纲要。

2) 国家标准及相关法规标准的颁布增加实际需求。

低聚果糖GB/T23528-2009国家标准于2009年11月1日起开始正式实施，其发布了低聚果糖推荐使用量。低聚果糖推荐添加量远高于目前终端产品实际使用量，国家标准的实施将显著提高终端产品的单位使用量，有助于低聚果糖市场扩容。

3) 消费者的营养健康消费观念逐步改变引发的巨大市场需求。

2009年12月18日，国家卫生部公布首次中国居民健康素养调查结果。结果显示，我国居民具备健康素养的总体水平仅为6.48%，即每100人中不到7人具备健康素养。我国消费者营养健康知识贫乏，有关益生元的生理活性功能还未被广大消费者所普遍认识，其应用也尚未普及，制约了益生元市场的发展速度，其社会效益尚未完全体现出来。

4) 下游应用行业需求持续增长

随着营养保健品、乳制品、饮料、烘焙食品等下游应用行业持续稳定增长，将带动具有特殊健康功效的益生元产品的需求。

5) 新应用领域被不断拓展：如饲料和化妆品行业

目前，低聚果糖主要添加在保健品和乳制品领域，而实际上饲料行业和化妆品行业同样具备良好功效。如添加了益生元的饲料，可通过增强饲养动物自身免疫力而有效取代普遍添加于饲料中的激素和抗生素，国际上已形成100多亿美元的添加功能性低聚糖的饲料市场；我国化妆品行业正以不容忽视的速度在高速发展，国家卫生部公告（2008年第16号）批准了低聚果糖作为化妆品原料使用。

不利因素：消费者认知需要时间

据欧洲有关单位调研消费者对功能性低聚糖的认知度表明：日本70%，法国16%，德国9%，英国3%，而我国对益生元的认知度不到1%。消费者认知度有待大幅提升，直接影响了终端产品企业对益生元应用产品的开发热情，而认知需要过程。

三、募投项目：解决产能受限问题，优化产品结构

公司此次上市募集资金主要有三种用途：**第一、扩大低聚果糖产能**，公司近两年产能受限，使得其市占率有所下降，募投项目达产后，公司将新增1万吨低聚果糖产能。**第二、抢占低聚半乳糖的市场份额**，当前市场存量比较小，总销量不足2000吨，但低聚半乳糖可以应用于婴儿奶粉中，随着中国爸爸妈妈们越来越重视婴儿营养，其将有美好的成长空间，募投项目达产后，将新增公司低聚半乳糖2000吨产能。**第三、继续加大研发力度，建设研发中心**。公司的中试项目有：90%以上的高纯度低聚半乳糖产业化工艺条件研究、低聚果糖、低聚半乳糖及复合益生元在特定行业中的应用研究。小试项目包括：90%以上高纯度菊粉的提纯技术研究、糖蜜生产饲料级低聚果糖产业技术研究、含钙低聚果糖生产技术在营养成分和保健品的应用研究。预研项目包括：果糖基转移酶活力提高研究、 β -半乳糖苷酶活力提高研究、酶法生产的低聚壳聚糖及其药用研究、富含益生元雪莲果的提取及提取物的应用开发。

募投项目皆在2013年达产，因此，近两年的公司增长点来源于一下三方面：（1）继续扩张公司现有产能，即继续扩大产销率，而公司大部分产品的产销率已达110%，继续扩张空间不大；（2）加大低端产品的代销，以置换高端产品的生产线，加大高端产品的供给；（3）开发自有品牌的终端产品，但与现有产品的销售渠道不一样，实际效果如何，存在一定不确定性；（4）2012年部分达产，预计贡献1937万元净利润。

表 7：募投项目主要指标分析

主要指标	1 万吨低聚果糖项目	2000 吨低聚半乳糖项目
年产销量（吨）	10000	2000
年销售收入（万元）	21655	6912
年利润总额（万元）	6333	2458
年净利润（万元）	5383	2089
投资回收期（年，税后、含项目建设期 24 个月）	5.2	5.4
盈亏平衡点（实际产能利用率%）	48.5	46.7
内含报酬率（%）	32.9	29.7

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

募集资金完全投产后，公司将新增销售收入28567万元，新增净利润7472万元，每年新增固定资产折旧1464万元。

四、盈利预测与估值分析：合理估值为30元左右

关键假设：第一、募投项目在2013年后完全达产；第二、公司各产品毛利率保持稳定；第三、产能小幅扩张；第四、低端产品收入占比降低；第五、不考虑终端产品销售情况。测算各产品销售收入结果如下表：

表 8：低聚糖盈利预测假设

销售收入	2009A	2010E	2011E	2012E
FOS（低、浆）	3038.19	2257.74	2370.63	2252.10
FOS（低、粉）	1640.03	1192.34	1192.34	1132.72
FOS（高、浆）	2777.39	6081.32	7981.73	11733.15
FOS（高、粉）	1262.55	1268.08	1531.21	1929.32
GOS	251.99	733.02	808.15	933.42
短链菊粉	225.87	262.40	275.52	289.30
合计（万元）	9196.02	11794.90	14159.58	18270.00

数据来源：广发证券发展研究中心

预计10-12年摊薄之后EPS为0.55元、0.66元、0.79元，按照2011年40倍PE测算，估值为26.4元，考虑到公司所处行业具备高成长性，公司产能受限问题已正在解决，上市合理估值为30元左右，对应2011年45倍PE。近期新股吸引资金明显，不排除公司被资金追捧，但至少不应超过保龄宝的市值，即上市首日合理涨幅不应超过50%。

表 9：09 年以来食品饮料板块新股上市后涨跌幅情况

名称	上市日期	发行价格	上市首日涨跌幅(%)	上市 5 日后涨跌幅(%)	上市以来涨跌幅(%)
金字火腿	2010-12-03	34.00	83.47	44.35	45.21
涪陵榨菜	2010-11-23	13.99	191.64	128.73	94.85
佳隆股份	2010-11-02	32.00	5.66	4.47	0.44
双塔食品	2010-09-21	39.80	13.99	0.70	17.11
珠江啤酒	2010-08-18	5.80	177.24	199.14	252.24
黑牛食品	2010-04-13	27.00	114.59	81.93	48.81
大北农	2010-04-09	35.00	72.20	72.86	21.30
永安药业	2010-03-05	31.00	40.48	38.23	8.77
皇氏乳业	2010-01-06	20.10	43.08	49.90	150.05
得利斯	2010-01-06	13.18	81.94	68.44	34.14
海大集团	2009-11-27	28.00	35.89	54.71	55.08
洋河股份	2009-11-06	60.00	46.52	55.00	303.20
保龄宝	2009-08-28	20.56	46.45	29.38	74.18

数据来源：广发证券发展研究中心

五、风险提示

原材料价格波动风险
单一客户风险依赖风险
募集资金未能如期达产

资产负债表

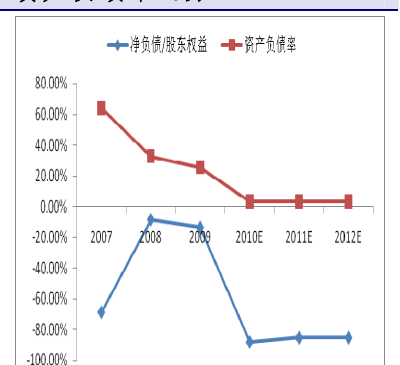
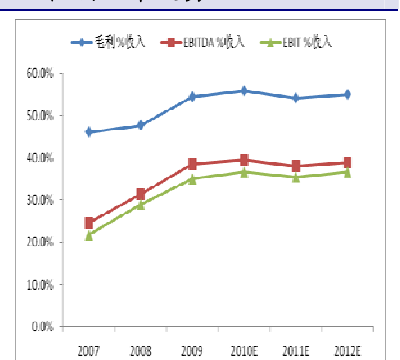
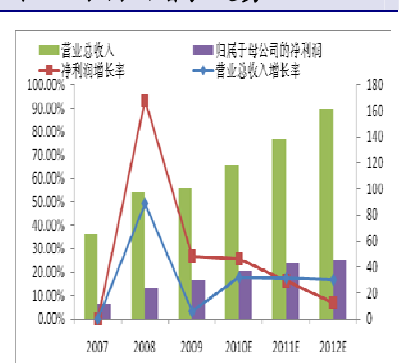
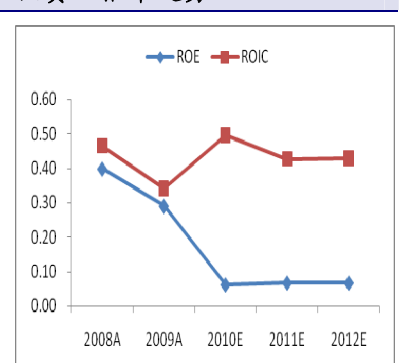
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	54	77	575	603	658
货币资金	19	29	527	547	589
应收及预付	25	32	36	39	49
存货	9	17	12	17	20
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	33	59	47	65	68
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	27	29	27	26	24
在建工程	1	24	14	34	39
无形资产	5	6	5	5	5
其他称其资产	0	0	0	0	0
资产总计	87	136	622	668	726
流动负债	28	31	22	23	29
短期借款	14	15	0	0	0
应付及预收	14	16	22	23	29
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	4	0	0	0
负债合计	29	35	22	23	29
股本	38	50	67	67	67
资本公积	1	7	452	452	452
留存收益	19	44	81	125	178
归属母公司股东权益	58	101	600	645	697
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	87	136	622	668	726

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	97	100	118	142	183
营业成本	53	49	55	68	85
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	8	8	10	12	15
管理费用	8	8	10	11	14
财务费用	1	0	0	-1	-1
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
营业利润	27	34	43	52	70
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	26	34	44	53	71
所得税	3	5	7	8	18
净利润	23	29	37	44	53
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	23	29	37	44	53
EBITDA	31	39	46	54	72
EPS (元)	0.61	0.59	0.55	0.66	0.79

资产负债率趋势

经营利润率趋势

收入与利润增长趋势

投资回报率趋势


现金流量表

单位：百万元

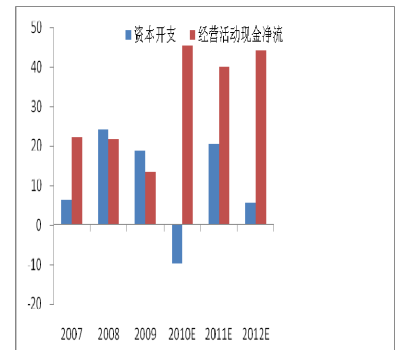
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	22	13	45	41	48
净利润	23	29	37	44	53
折旧摊销	2	3	3	3	3
营运资金变动	-6	-20	6	-6	-8
其它	2	1	0	-1	-1
投资活动现金流	-25	-17	10	-20	-5
资本支出	-24	-19	10	-21	-6
投资变动	-1	1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1	14	443	0	0
银行借款	25	32	-15	0	0
债券融资	-36	-31	-4	0	0
股权融资	11	18	462	0	0
其他	-1	-5	0	0	0
现金净增加额	-4	10	498	20	42
期初现金余额	23	19	29	527	547
期末现金余额	19	29	527	547	589

主要财务比率

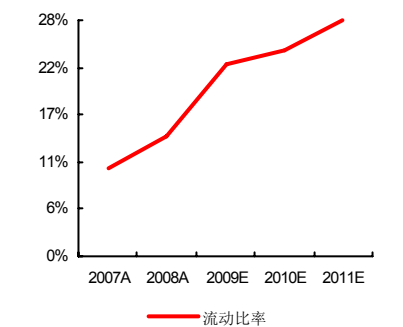
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	49.2%	3.3%	17.7%	20.0%	29.0%
营业利润	92.3%	29.0%	25.7%	20.0%	34.8%
归属于母公司净利润	93.5%	26.8%	25.5%	19.6%	19.8%
获利能力					
毛利率	45.3%	51.0%	53.2%	51.9%	53.7%
净利率	23.9%	29.3%	31.3%	31.2%	29.0%
ROE	39.9%	29.0%	6.1%	6.8%	7.6%
ROIC	46.5%	34.2%	49.6%	43.7%	47.6%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	25.7%	3.5%	3.5%	4.0%
净负债比率	-8.5%	-13.6%	-87.8%	-84.9%	-84.5%
流动比率	1.95	2.46	26.71	26.01	22.80
速动比率	1.04	1.48	25.40	24.45	21.28
营运能力					
总资产周转率	1.25	0.90	0.31	0.22	0.26
应收账款周转率	12.77	8.25	8.25	8.25	8.25
存货周转率	5.60	3.78	4.51	4.12	4.31
每股指标 (元)					
每股收益	0.61	0.59	0.55	0.66	0.79
每股经营现金流	0.57	0.27	0.68	0.61	0.71
每股净资产	1.53	2.03	8.96	9.62	10.41
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

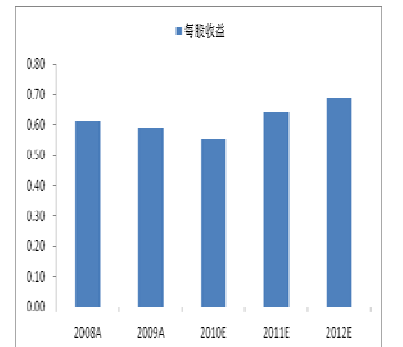
资本开支与经营活动现金流



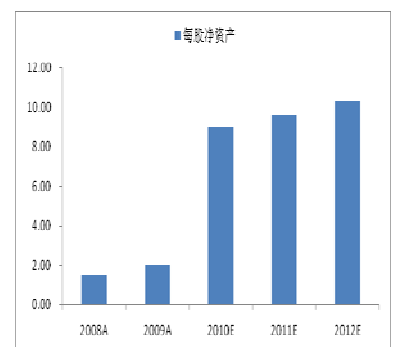
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发食品饮料行业研究小组

汤玮亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。