

暂不评级

龙力生物 002604.SZ

目标估值：19.4~23.2 元

当前股价：29.74 元

2011 年 8 月 8 日

低聚木糖领头羊，低聚糖的火炬手

发行数据

发行前总股本(万)	13980
本次发行股数(万)	4660
发行后总股本(万)	18640
发行价(元)	21.50
发行市盈率(倍)	47.78
发行日期	7 月 20 日
上市日期	7 月 28 日

发行后主要股东

	持股比例
程少博	22.52%
山东高新投	15.52%
周锦清	4.19%

行业指数



资料来源：招商证券

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

王晗 (研究助理)

010-57601855
wanghan@cmschina.com.cn

龙力生物是国内第一家实现低聚木糖工业化生产的企业，且为高纯低聚木糖国内唯一生产商，具有技术力量、市场推广优势，上市融资后将有助于进一步巩固在低聚木糖领域的优势，同时丰富功能糖种类，有助于使用组合拳，更好的绑定客户。一年后目标价为 19.4~23.2 元，值得关注，但暂不推荐。

- **公司是低聚木糖产业领头羊。**低聚木糖与低聚异麦芽糖、低聚半乳糖、低聚果糖同为低聚糖“益生元”家族成员，低聚木糖具有起效点低、酸热稳定性好、不易被分解以及增值双歧杆菌功能最强等独特优势，在低 PH 值饮品和烘焙面包等领域都是完美选择。公司是国内第一家实现低聚木糖工业化生产的企业，且为高纯低聚木糖的国内唯一生产商（拥有专利），具有技术力量、市场推广优势，上市融资后低聚木糖产能将从 4000 吨跃迁到 10000 吨，领先优势显著。
- **募投项目将丰富公司的产品组合。**项目除增产 6000 吨低聚木糖，还新增 8000 吨食品级木糖与 200 吨阿拉伯糖联产、5000 吨晶体麦芽糖醇，麦芽糖醇属于糖醇里较高端产品，售价低于保龄宝生产的赤藓糖醇，高于木糖醇。由于功能糖的目标客户高度重合，因此有助于使用组合拳以绑定客户。
- **公司欲打造“玉米全株产业链”发展目标。**公司已经形成了以玉米芯→低聚木糖/木糖醇为主线的功能糖产品链、以玉米芯废渣/玉米秸秆→纤维素乙醇（6 万吨）/木质素（中试）为主线的新能源产品链，并计划打造以玉米→淀粉→淀粉糖（麦芽糖醇）为主线的淀粉糖产品链，形成对全株玉米的吃干榨尽。我们认为，新能源产品链立意很好，但规模难大，酶制剂与能源成本高，必须国家补贴才能盈利；麦芽糖醇作为新业务短期尚难倚重。
- **公司业绩增长主要看两点：**一是看明年财务费用的节约，二是纤维素乙醇项目能否获得国家补贴，而低聚木糖虽是主要利润支柱，未来市场空间也不错，但短期增速难快。以 2012 年业绩、25-30 倍 PE 定位，一年后的目标价为 19.4~23.2 元，新股上市定位高，值得关注，但暂不推荐。
- **风险因素：**低聚木糖毛利率下降风险；募投项目产能利用率不足。

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	810	1064	1248	1393	1561
同比增长	13%	31%	17%	12%	12%
营业利润(百万元)	88	100	114	162	184
同比增长	25%	14%	13%	42%	14%
净利润(百万元)	80	91	103	144	163
同比增长	20%	14%	13%	40%	13%
每股收益(元)	0.57	0.65	0.55	0.77	0.88
ROE	18%	15%	9%	9%	9%

资料来源：招商证券，注：2011 年起按新股本

正文目录

一、公司概况：低聚木糖的领头羊.....	3
二、业务分析：从玉米芯废物利用到玉米全株产业链.....	3
1、功能糖：功能食品大众化，大众食品功能化.....	4
2、淀粉及淀粉糖：我要飞得更高.....	8
3、纤维素乙醇：理想很丰满，现实很骨感.....	8
三、公司竞争力分析：内练一口气,外练筋骨皮.....	11
四、募投项目分析.....	12
五、盈利预测.....	13
六、估值与投资建议.....	15

图表目录

图 1：玉米全株产业链.....	4
图 2：功能糖产品分类.....	4
图 3：低聚糖产品吨售价（国内）单位：人民币元.....	6
图 4：低聚糖产品吨售价（日本）单位：日元.....	6
图 5：2009 年我国主要农作物秸秆资料利用状况.....	9
图 6：玉米芯产业链图.....	10
图 7：食品饮料行业历史 PEBand	16
图 8：食品饮料行业历史 PBBand	16
表 1、公司发行前后股权结构.....	3
表 2、低聚糖分产品特性及细分市场.....	5
表 3、低聚糖分产品毛利率情况.....	7
表 4、木糖醇主要生产企业情况.....	7
表 5、纤维素乙醇的生产成本构成.....	10
表 6、公司主要产品价格成本对照.....	11
表 7、公司募投项目表.....	12
表 8、募投项目前后相关产品产能变化情况.....	13
表 9、低聚木糖成本分项预测.....	14
表 10、销售收入结构预测.....	14
表 11、可比公司估值.....	16

一、公司概况：低聚木糖的领头羊

山东龙力科技股份有限公司是中国功能糖城山东禹城的重点支柱企业，低聚木糖是公司的最主要的利润来源，报告期内分别贡献毛利 13994 万元、14848 万元、15452 万元，分别占当年毛利比例为 75.01%，78.50%，64.55%。

公司是国内第一家实现低聚木糖工业化生产的企业。高纯度低聚木糖的生产方法 2004 年申请了国家发明专利，从而较早地建立了技术优势。公司的 95%以上高纯度低聚木糖生产技术，除日本三得利公司外一般生产企业很难掌握，在高端产品市场几乎不存在竞争。同时公司还是《低聚木糖》行业标准的主起草单位，在低聚木糖行业一直保持领先地位。龙力生物生产的低聚木糖产品是十年来食品配料行业被批准的第一个新资源食品。龙力牌低聚木糖还被国家公众营养与发展中心推荐为营养健康倡导产品，被山东省名牌战略推进委员会和山东省质量技术监督局联合认定为“山东名牌产品”。

公司董事长程少博先生拥有超过 18 年行业经验，十分重视科技研究，并具有第一个吃螃蟹的勇气。他带领公司在国内第一个实现了用玉米芯工业化生产低聚木糖，第一个实现了用玉米芯废渣生产燃料乙醇，近期又实现了从玉米芯废渣中提取木质素的中试，真正实现了对玉米芯的吃干榨尽。

表 1、公司发行前后股权结构

单位：万股

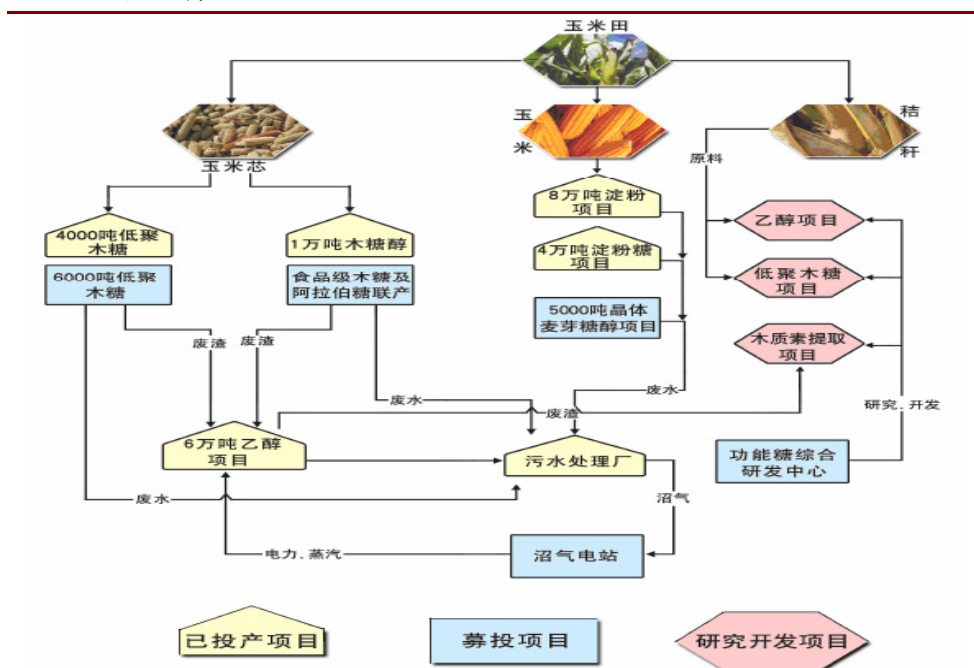
股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定期
	股数	比例	股数	比例	
程少博	4,198.5	30.0%	4,198.5	22.5%	2014 年 7 月 28 日
山东省高新投	2,893.7	20.7%	2,893.7	15.5%	2012 年 7 月 28 日
周锦清	781.8	5.6%	781.8	4.2%	2012 年 7 月 28 日
德华创投	674.8	4.8%	674.8	3.6%	2012 年 7 月 28 日
成就控股	610.0	4.4%	610.0	3.3%	2012 年 12 月 25 日
海澜集团	337.4	2.4%	337.4	1.8%	2012 年 7 月 28 日
先锋电器	170.0	1.2%	170.0	0.9%	2012 年 12 月 25 日
贝莱投资	150.0	1.1%	150.0	0.8%	2012 年 12 月 25 日
鲁信广告	29.5	0.2%	24.8	0.1%	2012 年 7 月 28 日
王光明等 43 位自然人	4,134.3	29.6%	4,134.3	22.2%	除顾东升、徐海、兰健外皆 2012 年 7 月 28 日
全国社会保障基金	-	-	4.7	0.0%	2012 年 7 月 28 日
本次发行的股份	-	-	4,660.0	25.0%	
总计	13980	100%	18640	100%	

资料来源：招股书

二、业务分析：从玉米芯废物利用到玉米全株产业链

公司围绕着打造“玉米全株产业链”的发展目标，已经形成了以玉米芯→低聚木糖/木糖醇为主线的功能糖产品链、以玉米芯废渣→纤维素乙醇为主线的新能源产品链，并正在打造以玉米→淀粉→淀粉糖为主线的淀粉及淀粉糖产品链。

图 1：玉米全株产业链

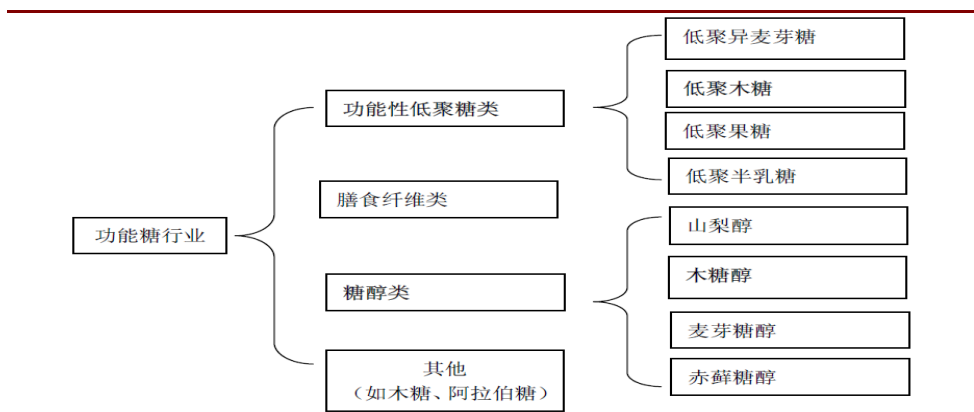


资料来源：招股说明书

1、功能糖：功能食品大众化，大众食品功能化

从温饱到小康到富裕，人们对食物的追求从吃饱到吃好到吃回健康。在吃好的阶段，由于大量摄入高热量的食物，肥胖、糖尿病、高血压、高血脂、肠道问题疾病等健康问题日益严重，消费者对健康食品的需求将迅速上升。同时在政府和企业的共同推动下，营养健康行业迅速发展壮大，保健食品、动物食品、功能性食品饮料、乳品等下游行业迅速发展，“益菌因子”、“无糖”、“益钙因子”、“预防龋齿”等概念被消费者所接受，带动了功能糖产品中的低聚糖和糖醇在全球范围内的需求增长。

图 2：功能糖产品分类



资料来源：招股说明书

低聚糖：小舞台大世界

低聚糖作为功能糖的一种，具有低热量，防龋齿，调整肠道功能，促进肠道有益菌增值等功效。在国际上，低聚糖产业已经发展成为一个重要的生物技术产业，市场化 20 多个品种，正在研发的品种有近百种，催生了 400 多亿美元的功能食品市场及 100 多亿美元的功能饲料市场。日本最早进入这个市场，产量最大的是低聚异麦芽糖。而欧洲和美国主要销售的是低聚果糖，美国低聚果糖和菊粉 2007 年的销售量达到 7.77 万吨，预计 2012 年将达到 12.16 万吨，西欧低聚果糖和菊粉 2007 年销量为 8.09 万吨，预计 2012 年将达到 14.26 万吨。

我国对低聚糖的研究虽晚于日本，但发展迅速。低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖、低聚木糖从 1997 年到 2001 年先后都是实现了工业化生产。山东保龄宝公司 1997 年首先实现了低聚异麦芽糖的工业化生产，云南天元健康食品有限责任公司和江南大学合作于 1997 年实现了低聚果糖的工业化生产，台资企业新金山生物科技有限公司率先在广东云浮市实现了低聚半乳糖的工业化生产。公司与中国农业大学联合研制开发了低聚木糖生产技术，于 2001 年通过教育部组织的国家科技成果鉴定，填补了国内空白，并在国内首家实现工业化生产。2005 年，公司低聚木糖产品被卫生部批准为新资源食品，是十年来食品配料行业被批准的第一个新资源食品。2009 年，日本市场各类低聚糖销售量约为 2.15 万吨，而国内市场仅保龄宝 2008 年低聚异麦芽糖的产量就达到了 3.3 万吨，我国的低聚糖产量已经远远超过日本。随着人们对营养健康的重视，特别是下游行业对“益菌因子”、“双歧因子”概念的推广（蒙牛、伊利等乳制品企业近年来广告的主题主要有两个：一是强调优质奶源，主要是为了抵消“三聚氰胺”事件带来的负面影响；二是围绕着“益生元”大打促进肠道健康牌），从而使得社会对低聚糖功效的认知度逐步提高，低聚糖类产品在保健食品、动物食品、功能性食品饮料、乳制品、食品、药品、农作物种植等下游行业中得到了广泛的利用，各类低聚糖产品的产销量均呈快速增长的态势。

表 2、低聚糖分产品特性及细分市场

品名	低聚木糖	低聚异麦芽糖	低聚果糖	低聚半乳糖
用量（克/天）	0.7-1.4	15-20	5-10	2-10
耐酸性（pH）	2.3-8	4-6	4-6	4-6
消化率	0.4%	10%	10%	少量
甜度	0.5	0.4-0.6	0.3-0.6	0.3-0.4
原料	玉米芯	淀粉	蔗糖、菊粉	乳糖
主要市场	保健食品、动物食品、功能饮料	乳品、保健食品	婴幼儿食品、乳品、保健食品	婴幼儿食品、乳品、保健食品

资料来源：招股说明书

在低聚糖家族中，低聚木糖具有起效点低、酸热稳定性好、不易被分解以及增值双歧杆菌功能最强等独特优势。这些独特的优势决定了它有属于它的单独的细分市场。

1、保健品行业将是未来高纯度低聚木糖的主要增长源。保健品多以胶囊、片剂的形式存在，单体空间一般在 0.4g-2g 之间，因此只有低聚木糖能够达到最低起效效果。我国 2009 年保健品市场规模为 911 亿元，较 2008 年增长 30.14%，随着收入水平的提高，人们对健康的重视度会越来越高，保健品的增长将拥有广阔的空间，预计未来保健品市场的复合增长率将不低于 30%。保健品行业的毛利较高，单体添加的成本较低，因此

保健品行业将是未来高纯度低聚木糖的主要增长源，龙力生物在高纯度方面的独占优势将使得它最好的受益于保健品市场快速发展。

2、饲料领域占有绝对优势。低聚木糖作为新型饲料添加剂，具有提高饲料转化率、提高动物免疫力（仔猪、仔鸡腹泻是影响成活率的最主要原因）和动物产品品质的功效，这对养殖企业来说绝对备受鼓舞，因为它很好解决了**困扰养殖行业的两大难题：饲料成本和疫病风险**。在我国，饲料市场是最早接受低聚木糖的市场，低聚木糖早在2003年就进入了饲料市场，并且目前饲料市场的用量占整个低聚木糖产量的30%。新世纪以来我国工业饲料行业发展迅速，年均复合增长率达到了8%，目前跟发达国家相比，我国工业饲料普及率还比较低，随着规模化养殖的比例不断提高，工业饲料的普及率也将继续提高，因此工业饲料行业未来空间还比较大。根据十二五畜牧业规划，工业饲料产量将达到2亿吨，按照10年产量1.56亿吨来算，这将有4000万吨左右的增长空间，按照0.02%的添加量，理论上将新增需求8000吨，加上目前饲料行业的添加率仅有10%，因此未来饲料行业的添加空间还比较大。龙力生物身处的山东省是我国第二大饲料生产省份，同时拥有全国第一大饲料生产企业六和集团，这为公司未来在饲料领域的发展提供了很好的市场和客户基础。

3、低PH值饮品和烘焙面包的完美选择。由于具有耐酸性，低聚木糖相对于其他低聚糖来说，在酸性环境下更加稳定，龙力生物根据低聚木糖的特性生产出终端产品：益常乐低聚木糖醋饮，将低聚木糖和保健醋的两个概念结合起来，具有醒酒护肝，降脂养颜，调理肠胃，提高免疫力等功效。低聚木糖由于其耐热性使得它可以用于高温烘焙的食品，同时低聚木糖在面包烘焙过程中，能赋予面包良好的色泽，提高面包的口感和改善面包内部结构，增大面包的体积，具有增强面包的持水性，减少面包在贮存中失水收缩和延长面包货架寿命的作用，提高产品的质量。因此低PH值饮品和面包领域将在未来给低聚木糖提供一个新的更广阔的增长空间。

4、在低聚糖共有市场方面低聚木糖看性价比也有机会。以2009年吨售价来看，龙力低聚木糖高纯度粉吨售价为188555元，目前市场使用最广泛的为低聚异麦芽糖，保龄宝的高纯度低聚异麦芽糖粉吨售价才9376元，两者相差20倍，但是从最低起效点角度来看低聚木糖只需要0.7克，而低聚异麦芽糖需要15克，两者相差21倍，从这个意义上讲，低聚木糖价格贵的劣势已经被起效点低所弥补。并且低聚木糖相对于低聚麦芽糖来说毛利空间要大的多，这留下了巨大的议价空间，因此未来在低聚糖共同的领域低聚木糖来说不但有机会而且机会还不小，关键在于如何做好市场推广。

图 3：低聚糖产品吨售价（国内）单位：人民币元

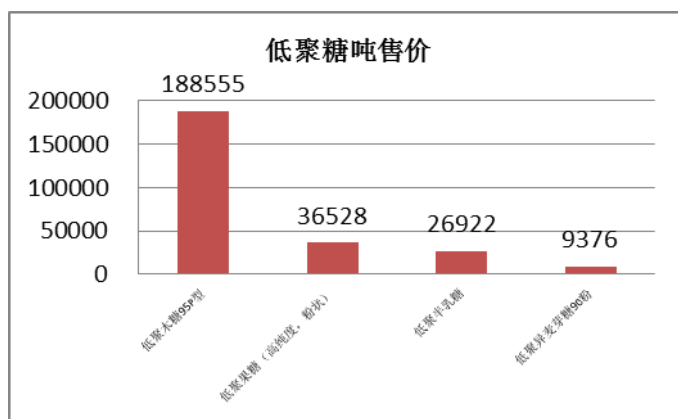
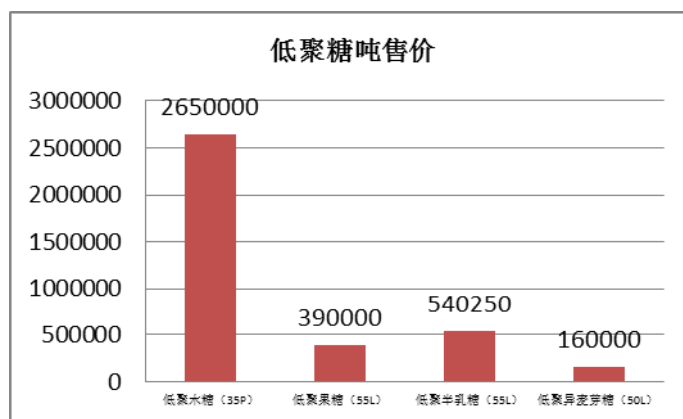


图 4：低聚糖产品吨售价（日本）单位：日元



数据来源：招股说明书

表 3、低聚糖分产品毛利率情况

项目	龙力生物	量子高科	保龄宝
产品名称	低聚木糖	低聚半乳糖 低聚果糖	低聚异麦芽糖
主要原材料	玉米芯粉	牛乳中的乳糖 白砂糖	玉米淀粉
2010年	64.67%	61.37%	43.25%
2009年	64.25%	59.15%	50.76%
2008年	65.26%	66.55%	45.69%

资料来源：招股说明书

低聚木糖市场集中度较高，价格稳定。低聚木糖的竞争程度因品种而有所不同，其中低纯度的低聚木糖因工艺简单，生产企业较多，存在一定的竞争关系，利润水平趋于下滑，而高纯度如95P型低聚木糖因生产企业较少，几乎不存在竞争，利润水平保持稳定。目前国内规模较大、市场占有率较高的低聚木糖生产企业为龙力生物、江苏康维、山东丰源中科生态科技有限公司和新疆恒丰糖业有限公司等，其中龙力生物产能4000吨为全国最大，高纯度低聚木糖也是唯一的生产商。

木糖醇市场启动早于低聚木糖，产业呈供过于求。功能性糖醇主要包括山梨醇、麦芽糖醇、木糖醇、赤藓糖醇、异麦芽酮糖醇等，木糖醇是功能性糖醇中的重要品种，是一种具有营养价值的甜味物质，商品木糖醇主要是用玉米芯、甘蔗渣经水解制取木糖、木糖加氢醇化、净化、结晶等工艺加工而成。国际上最早生产木糖醇的国家是芬兰，芬兰糖业公司生产历史悠久，生产技术水平较高，在全球有较高知名度，市场占有率较大。国外主要用于口香糖生产，其中以欧美用量最多，占全球70%以上。预计2010年木糖醇的全球销售金额将从2007年的6.4亿美元升至10亿美元。我国生产木糖醇始于上世纪60年代末，1980年后木糖醇提取工艺逐步成熟，2000年后，国际市场上木糖醇需求量剧增，我国木糖醇产品依靠成本优势大举进入国际市场，2005年产量达到2.5万吨左右，2007年出现产能过剩，木糖醇的出口数量由2000年的不足800吨发展到2007年的2.1万吨。国际金融危机一度需求波动之后正在逐步恢复，2010年1-10月出口量为1.34万吨，出口均价2523美元/吨，其中2010年10月出口价格已上升至2749美元/吨，不过从龙力生物看，木糖醇2010年的毛利率仅8.5%。目前我国木糖醇生产企业主要有福田药业、浙江华康、丹尼斯克甜味剂（安阳）有限公司、禹城绿健和龙力生物等，总生产能力约为10万吨。

表 4、木糖醇主要生产企业情况

公司	工厂	产能	产量
丹尼克斯	2004年在河南安阳市设立子公司主要生产木糖、木糖醇	1.5万吨	约1万吨
福田药业	1993年开始生产木糖醇，现在山东禹城、菏泽、河北永清设有工厂	4万吨	约2万吨
浙江华康	1983年即开始生产木糖醇，2003年在河南焦作设立木糖生产基地，2006年在吉林设立生产木糖的合资公司	3万吨	约2万吨
禹城绿健	成立于2000年，近几年开始生产木糖醇，主要产品为木糖醇和晶体麦芽糖醇	1.6万吨	约4000吨
龙力生物		1万吨	8000吨

数据来源：招股说明书

2、淀粉及淀粉糖：我要飞得更高

延长产业链，拉高毛利。龙力科技不论淀粉业务还是淀粉糖业务在市场上占有的份额都较低，2009年淀粉产量为6.16万吨，占全国市场份额仅0.36%，其淀粉主要用于生产淀粉糖和出售给保龄宝等企业去生产功能糖。由于淀粉和淀粉糖行业生产企业众多而且产能都远在公司之上，因此在这个行业毛利率并不高，2010年龙力科技淀粉及淀粉糖业务毛利率仅8%，而公司通过对**玉米→淀粉→淀粉糖为主线**的淀粉及淀粉糖产品链进一步延长成**玉米→淀粉→淀粉糖→晶体麦芽糖醇产品链**，能使得毛利率大幅提高。晶体麦芽糖醇、赤藓糖醇因技术复杂，生产企业较少，因而竞争相对较少，而毛利水平要高于木糖醇。公司在延长产业链，生产晶体麦芽糖醇方面有着**两个重要优势：成本和渠道**。我们认为不足之处在于规模尚小，糖醇产品较单一，该业务可与保龄宝的赤藓糖醇业务比较。

成本优势

公司生产晶体麦芽糖醇全部用的是自产淀粉，这相对于从外面企业购买淀粉生产晶体麦芽糖醇企业具有成本优势。

1、自制淀粉成本比外购淀粉价格要低。淀粉生产过程为将玉米浸泡后磨碎，分离得到液态淀粉乳，然后烘干成淀粉，包装后出售，如外购淀粉须重新液化调浆成淀粉乳才能使用，自制淀粉为后续环节节省了淀粉乳的烘干、包装、运输、以及重新调浆等费用。

2、自制淀粉的副产品如玉米纤维、玉米胚芽、玉米蛋白粉可外销。

龙力生物科技公司现有8.52万吨淀粉产能、4万吨淀粉糖生产线，能够生产出充足的高纯度麦芽糖浆，满足5,000吨晶体麦芽糖醇对1.6万吨高纯度麦芽糖浆的需求。这样公司相对于外购淀粉的生产企业来说有成本优势。

渠道优势

2009年我国麦芽糖醇的总产量为4.62万吨，较2008年增长48.41%，但晶体麦芽糖醇的产量较小，约为1.5万吨，且大部分用于出口。公司的国际贸易部门和子公司青岛世纪龙力，一直从事自产淀粉糖、功能糖及贸易产品的出口业务，在国外功能性食品配料市场已建立了广泛的客户群体和销售渠道，目前公司的海外客户已经遍布五大洲。通过公司的贸易业务，公司采购其他企业的晶体麦芽糖醇对外出口，并通过参与国内外食品配料展销会、论坛等形式，已掌握了部分稳定的生产型、贸易型客户，对美国、欧洲各国的市场、客户有了一定了解。

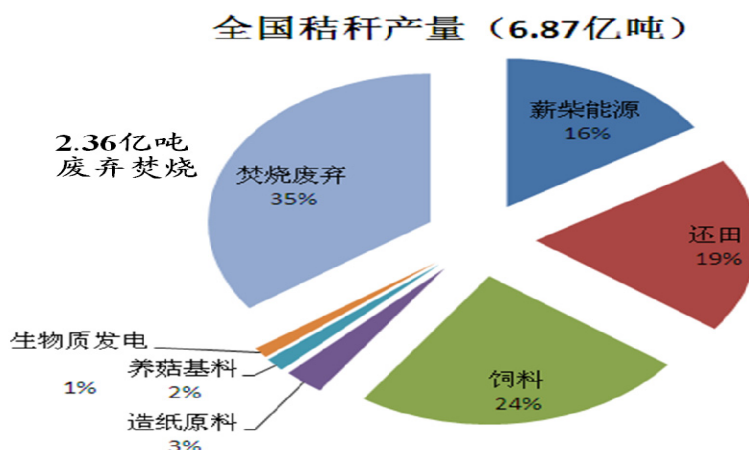
3、纤维素乙醇：理想很丰满，现实很骨感

理想很丰满

燃料乙醇可分为三代：第1代的粮食乙醇，以玉米、小麦等粮食为原料，第1.5代的非粮乙醇，木薯、甘蔗、甜高粱、红薯等经济作物为原料，二者同属淀粉基乙醇，利用的是原料中的淀粉或水解糖发酵。第2代的纤维素乙醇，以玉米秸秆、玉米芯等纤维素物质为原料，先通过纤维素酶将原料中的纤维素转化为可发酵的糖类物质，然后再转化为乙

醇，如果效能提升，这将大大节约粮食与土地资源。乙醇的用途则有食用、工业用、燃料用等几种。燃料乙醇为无水乙醇经变性后，可与汽油混配作为汽车燃料使用，目前我国销售的乙醇汽油，是汽油与燃料乙醇按照90:10的比例混合后的。燃料乙醇可替代石油，它提高汽油的辛烷值、有效地提高汽油的抗爆性，它氧含量高、可帮助汽油完全燃烧，减少对大气的污染。2009年我国秸秆产量在6.87亿吨，其中废弃焚烧掉的占35%为2.36亿吨，这2.36亿吨理论上可以生产3933万吨纤维素燃料乙醇，麦肯锡与诺维信公司2009年4月发布的研究报告称，到2020年我国纤维素乙醇可替代3100万吨汽油，减少二氧化碳排放9000万吨。

图 5：2009 年我国主要农作物秸秆资料利用状况



资料来源：国家统计局2010年年鉴、中国可再生能源发展战略研究丛书——生物质能卷

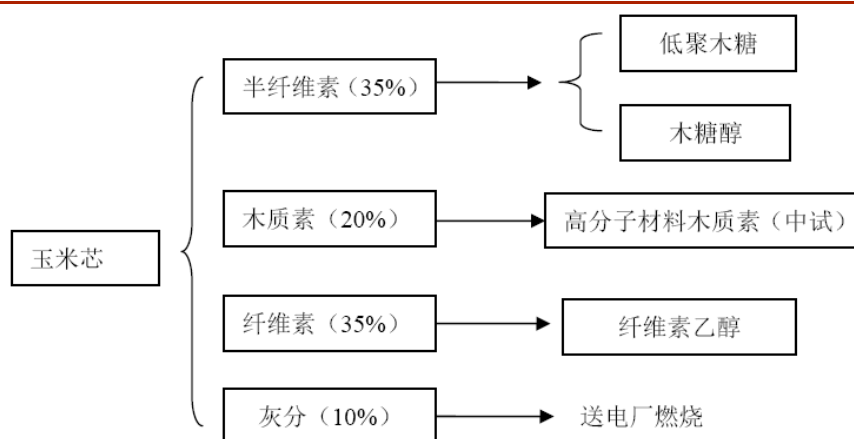
现实很骨感

然而我国燃料乙醇的产量增长并没有想象中那么迅速，特别是第2代纤维素乙醇。阻碍燃料乙醇发展主要有两个因素：成本和牌照；阻碍纤维素乙醇发展的，除此二者之外，还有秸秆燃烧发电与之竞争原料资源，目前发改委确定，生物质发电上网电价统一执行0.75元/KWH。

1、成本：不可承受之重

纤维素生产燃料乙醇的技术其实早已攻克，并初步建立醇电联产和醇糖联产两种商业模式，但是一直阻碍第二代燃料乙醇商业化生产的是它居高不下的成本问题。成本问题倒不是指原材料成本，而是指发酵过程中需要的转化酶成本与能源成本。事实上，公司所采用的玉米芯废渣较为便宜，成本仅26元/吨，此次公司募投后低聚木糖、食品级木糖、木糖醇三者合计的产能将达到28000吨，生产带来玉米芯废渣22万吨左右，满足4万吨乙醇生产没有问题。但每生产一吨燃料乙醇、酶的成本仍然不少于2000元，而影响酶成本的关键在于预处理技术。

图6：玉米芯产业链图



资料来源：招股说明书

表5、纤维素乙醇的生产成本构成

项目	2010年	2009年
直接材料	52.71%	45.62%
直接人工	1.50%	5.71%
能源动力	30.52%	12.31%
制造费用	15.27%	36.35%
合计	100.00%	100.00%

数据来源：招股说明书

2、牌照：开往春天的地铁

我国燃料乙醇行业实行严格的行业准入制度，已有5家企业获得燃料乙醇定点生产资格，分别是河南天冠燃料乙醇有限公司、吉林燃料乙醇股份有限公司、中粮生化安徽公司（原丰原生化）和中粮生化能源（肇东）有限公司4家企业主要以玉米、小麦生产粮食乙醇（第1代），广西中粮生物质能源有限公司主要以木薯为原料生产非粮乙醇（第1.5代）。其中中粮集团控股了三家公司，吉林乙醇为中石油控股、中粮参股，河南天冠由中石化参股40%，可见**股东背景是能否获得牌照的关键**。龙力生物虽然生产的是第二代燃料乙醇，并在2009年就向国家发改委递交了申请，但是至今也没有获得国家的批准。当然，即便按公司达产后6万吨的产能，**规模仍与五家定点公司相去甚远，生产成本过高，这可能也是拿不到牌照的原因，因此对于牌照能否在短期内获得审批通过，我们并不乐观。**

没有牌照意味着公司生产的乙醇只能以工业乙醇出售，而工业乙醇行业是个完全竞争行业，产品吨价较燃料乙醇低了1000多元，其下属子公司龙力乙醇2010年度亏损455万元。有了牌照，不仅销售价格提升，国家还能给予一定的补贴，当然这个补贴也随油价波动。以中粮生化安徽公司为例，2010年获得每吨1659元的财政补贴，较2009年减少了396.57元/吨，国家对第一代乙醇企业的补贴逐年减少，主要原因有两个：一是油价的不断上涨以及出厂价改为与93#汽油挂钩，使得企业盈利状况已经获得较大改善，二是为了保证饲料行业的用粮，国家对玉米深加工行业进行限制。预计在2013年左右国家会取消对第一代燃料乙醇的补贴。对于第二代燃料的补贴虽然很早就提出，但是一直迟

迟不能出台，目前美国对于纤维素乙醇的补贴标准为1美元/加仑，折合人民币约2150元/吨，参照第一代燃料乙醇的补贴标准和美国对纤维素燃料乙醇的标准，预计我国对纤维素燃料乙醇的补贴标准在750-2000元/吨之间。

对于龙力生物纤维素燃料乙醇业务，未来我们将继续跟踪牌照的取得进度、补贴标准的出台，以及预处理技术的提高，如果成功转为燃料乙醇销售，项目盈利没有问题，我们预计吨利将提高1875元（1200元价格提升+750元财政补贴+300元增值税返还+250元消费税返还+500元酶成本下降-500元乙醇变性的制造费用-625元所得税），该业务将可以实现吨盈利500-1000元。

三、公司竞争力分析：内练一口气，外练筋骨皮

内练一口气——技术力量是保障

业内对公司的评价为中国企业中难得的非常重视研发的企业，公司与中国农业大学合作，与2001年取得低纯度低聚木糖生产工艺的专利技术，填补了国内空白。经过独立研发，公司掌握了核心的低聚木糖酶解和膜分离技术，从而可以提炼出高纯度低聚木糖产品，于2004年独自申请了国家发明专利，从而较早地在行业内建立了技术优势，该技术获得2006年度国家技术发明奖二等奖。通过不断的技术改进，公司低聚木糖生产工艺始终处于行业领先水平，在高纯度低聚木糖产品上的优势地位明显。公司的95%以上高纯度低聚木糖生产技术，除日本三得利公司外一般生产企业很难掌握，在高端产品市场几乎不存在竞争。同时公司还是《低聚木糖》行业标准的主起草单位，在低聚木糖行业一直保持领先地位。龙力生物生产的低聚木糖产品是十年来食品配料行业被批准的第一个新资源食品。另外，公司积极开展低聚木糖终端产品的技术研发，已取得或申请已被受理的低聚木糖应用方面的发明专利共9项，公司最近三年研发的投入一直占营业收入的3%以上，本次募投的项目中也有近5000万投入到功能糖综合研究开发中心项目上，对研发的重视保证了公司技术营销模式的开展。

表6、公司主要产品价格成本对照

单位：万元	2008	2009	2010
研发投入	2,047.26	2,605.71	2,711.90
营业收入	66,517.40	71,393.31	88,475.87
研发投入占比	3.08%	3.65%	3.07%

资料来源：招股说明书

外练筋骨皮——市场推广是关键

低聚糖作为功能糖的一种，有着很多的优点，那么为什么各个国家发展的状况会不一样？为什么会有有的国家能够比较快，有的国家比较慢。为什么不同种类低聚糖之间发展也不一样？欧美低聚果糖的产量比较大，日本中国低聚异麦芽糖产量比较大？其关键是市场推广。

1、渠道优势

公司作为国内最早实现低聚木糖工业化生产的企业，2001年即开始从事低聚木糖产品

的研发、生产和销售，通过不断探索市场应用领域，目前已在保健食品、动物食品、功能食品、乳制品等行业拥有了稳定的客户群体，建立了技术水平高、开拓能力强的低聚木糖销售团队，目前已形成华东、华南、华北、华中及东北五个销售大区，覆盖全国所有省份的销售网络。

2、个案带动、技术营销

公司高度重视核心客户的开拓和维护，通过核心客户的示范作用，采用个案带动、技术营销等方式。公司低聚木糖在进入某一行业时，一般首先与行业内的优势企业合作，通过研发合作等形式，对企业的现有产品进行升级换代，或共同研发新产品，从而顺利成为客户的低聚木糖产品的供应商。由于现有客户的示范作用，公司通过个案营销的方式向下游行业其他企业展开技术营销。下游企业出于竞争的需要，必须不断升级产品，紧密跟随优势企业的步伐，引导其他企业使用公司的低聚木糖产品进行产品升级，取得了良好的效果。2010年对最大客户箭牌中国公司实现5043万元销售，销售占比4.74%。

3、品牌塑造

公司注重龙力牌低聚木糖产品的品牌建设，十年来投入大量资源，凭借产品的高品质，使公司已成为中国低聚木糖产品的标杆型企业，2007年8月“龙力”商标即被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，龙力牌低聚木糖被国家公众营养与发展中心推荐为营养健康倡导产品。2007年龙力牌低聚木糖产品被山东省名牌战略推进委员会和山东省质量技术监督局共同认定为“山东名牌产品”，在功能性食品配料企业中具有广泛的知名度。

四、募投项目分析

本次 IPO 发行募集资金净额为 9.27 亿元，超募 5.8 亿元。募投项目全部围绕着功能糖产品的发展，以打造“玉米全株产业链”为发展目标，发展循环经济。

表 7、公司募投项目表

序号	项目	投资总额 (万元)	建设期	预计销售收入 (万元)	预计净利润 (万元)
1	年产 6,000 吨低聚木糖建设项目	11,031.17	1 年	39,738.00	7,481.30
2	精制食品级木糖及结晶阿拉伯糖联产项目	8,982.24	1 年	22,080.00	4,609.50
3	年产 5,000 吨晶体麦芽糖醇项目	7,632.31	1 年	12,100.00	2,228.68
4	沼气发电项目	1,993.39	6 个月	1,431.60	391.46
5	功能糖综合技术研究开发中心项目	4,989.07	1 年		
	合计	34,628.18			

资料来源：招股说明书

募投项目将满足客户对产品剂型、含量的差异化需求，突破产能瓶颈，保证公司在低聚木糖行业领先的地位。公司在招股说明书中称，过去 3 年以来低聚木糖的销量（折标）从 2008 年的 2,849.51 吨增长到 2010 年 3,358.54 吨，复合增长率为 17%，产能利用率已提高至 84.82%，按照此增长率，今年就将遇到产能的瓶颈；同时低聚木糖产品结构不断优化，高端产品 70P 和 95P 的销量增长迅速，70P 产品 2008 年销量为 299.50

吨, 2010 年为 453.97 吨, 增长率为 51.52%, 95P 产品 2008 年销量为 292.48 吨, 2010 年为 478.28 吨, 增长率为 63.53%。公司现有生产线在 2004 年建成, 已经不能满足客户对低聚木糖更高、更差异化的需求, 且产能已基本饱和, 若不新增将成为未来增长的瓶颈。本次募投项目将会增加 6000 吨产能, 总产能达到 10000 吨, 将会在较长的一段时间内有效缓解产能压力。

募投项目将满足客户对功能糖的多样选择, 延长公司的产业链。公司募投的项目生产的木糖、阿拉伯糖、晶体麦芽糖醇都属于功能糖产品, 目标客户一致, 因此可以实现销售渠道共享。同时由于不同功能糖在理性指标存在差异, 已经有一些下游客户尝试将各种功能糖配合起来使用, 因此公司在延长产业链, 提高毛利的基础上, 也满足了客户对功能糖的多样选择, 可谓一举两得。

表 8、募投项目前后相关产品产能变化情况

单位: 吨	低聚木糖	食品级木糖	阿拉伯糖	晶体麦芽糖醇	合计
现有产能	4000			-	4000
募投增加产能	6000	8000	200	5000	19200
合计	10000	8000	200	5000	23200

资料来源: 招股说明书

募投项目符合公司一贯注重研发的理念, 有助于公司继续保持技术优势, 发展循环经济。本次募投项目功能糖综合技术研究开发中心项目以“培育创新主体完善技术平台、突破关键技术、提升创新能力”为项目建设目的, 以更好平台吸引人才, 为公司以功能糖为产业基础逐步延伸玉米全株产业链, 完善公司生物质综合利用的循环经济模式提供技术保障, 从而最终实现循环经济的崇高目标。

五、盈利预测

未来三年的盈利预测关键假设如下:

1、低聚木糖未来仍是公司利润的主要来源。公司新增的产能预计 12 年下半年将逐步达产, 14 年将全部达产, 达到 10000 吨, 2011 至 2014 年销量预计分别为 4000 吨、4433 吨、6000 吨、7500 吨。

我们预计低聚木糖毛利率逐步下行, 主要受吨价走低影响, 而成本相对稳定。1) 吨售价预计在未来三年继续走低, 原因有二, 一是过去的三年公司产品的吨售价逐年下降, 由于项目建成后销售的压力比较大, 为了使低聚木糖在和其他低聚糖的竞争中不落下风, 我们预测价格的下降趋势仍将持续, 二是未来的部分销量会由新增客户带来, 而新增客户有个免费试用期。2) 预计吨成本在 26000 元左右波动, 但是成本内部构成有比较大的变化, 可能呈现两升两降: 玉米芯成本、能源动力将上升, 制造费用、酶成本将下降。玉米芯采购价格去年上涨幅度最大, 吨价上涨了 351 元达到 773 元, 不过公司通过改进工艺, 吨使用玉米芯成本仅仅上涨 3%, 玉米芯有 300 公里的经济运输半径, 禹城作为功能糖城, 对玉米芯的争夺会使得玉米芯价格居高不下, 公司只能内部挖潜来消化, 预计吨玉米芯的成本年均上涨 5-10%。能源动力方面, 尽管有募投的沼气发电项目助益, 但总体成本仍可能小幅上升。

表9、低聚木糖成本分项预测

单位: 元/吨	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
制造费用	2848	5115	3053	3000	2800	2600	2400
直接人工	1252	1900	1038	1200	1200	1200	1200
直接材料-酶制剂	3127	2531	1725	1500	1200	1000	800
直接材料-玉米芯	5911	6762	6989	7700	8200	8600	9000
能源动力	4096	6106	6931	7000	7400	7400	7400
直接材料-其他辅料	5644	3937	5354	5400	5400	5400	5400
合计成本	22878	26351	25089	25800	26200	26200	26200

资料来源: 招股说明书、招商证券研究所

2、精制食品级木糖、阿拉伯糖以及晶体麦芽糖醇更类似于现金牛业务, 未来发展主要靠自身量的提高以及龙力这个品牌使得三者的渠道可以共享带来的平均渠道成本较低, 对于精制食品级木糖、阿拉伯糖以及晶体麦芽糖, 我们预计未来产能在达产后, 利用率能够逐步提高到 80% 左右, 毛利率略低于 20%。

3、超募资金将有效降低公司的财务费用。经过我们财务预测模型的分析, 该收益将是影响 2012 年业绩增量部分最重要的一块。

4、公司在未来可以继续享受高新技术企业 15% 的所得税率优惠, 另外, 按照税法规定公司产品出口业务享受一定的“免、抵、退”增值税优惠也将继续保持。

5、我们的盈利预测中没有考虑纤维素乙醇项目获得燃料乙醇的政策准入。

表10、销售收入结构预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
设计产能 (吨)					
低聚木糖	4000	4000	4000	5800	8800
木糖及阿拉伯糖				2400	6400
晶体麦芽糖醇				1500	4000
淀粉	85200	85200	85200	85200	85200
木糖醇	10000	10000	10000	10000	10000
纤维素乙醇	18000	60000	60000	60000	60000
销量 (吨)					
低聚木糖	3108	3359	4000	4433	6000
木糖及阿拉伯糖				1600	4800
晶体麦芽糖醇				1000	3000
淀粉	81037	63548	80000	80000	60000
木糖醇	6248	7892	8500	8500	8500
纤维素乙醇	1243	34493	42000	51000	60000
价格 (万元/吨)					
低聚木糖	7.44	7.11	6.80	6.80	6.40
木糖及阿拉伯糖				2.76	2.76
晶体麦芽糖醇				2.50	2.50
淀粉	0.19	0.24	0.28	0.30	0.30
木糖醇	1.82	1.59	1.69	1.70	1.70
纤维素乙醇	0.50	0.47	0.50	0.50	0.50

销售收入合计	809.9	1063.8	1247.9	1393.5	1561.0
低聚木糖	231.1	238.9	272.0	301.5	384.0
木糖及阿拉伯糖				44.2	132.5
晶体麦芽糖醇				25.0	75.0
淀粉	157.1	149.9	224.0	240.0	180.0
木糖醇	113.8	125.7	143.7	144.5	144.5
纤维素乙醇	6.3	161.3	210.0	255.0	300.0
商业	200.6	211.7	222.2	233.3	245.0
其他	101.0	176.4	176.0	150.0	100.0
合计收入增长率	13%	31%	17%	12%	12%
低聚木糖	8%	3%	14%	11%	27%
木糖及阿拉伯糖					200%
晶体麦芽糖醇					200%
淀粉	47%	-5%	49%	7%	-25%
木糖醇	-3%	10%	14%	1%	0%
纤维素乙醇		2473%	30%	21%	18%
毛利合计	191.3	241.3	269.3	318.7	380.3
低聚木糖	148.5	154.5	168.8	185.3	226.8
木糖及阿拉伯糖	0.0	0.0	0.0	7.4	24.5
晶体麦芽糖醇	0.0	0.0	0.0	4.0	13.5
淀粉	5.8	11.6	12.0	16.0	12.0
木糖醇	2.8	10.7	11.9	17.0	17.0
纤维素乙醇	(1.4)	19.1	29.4	35.7	42.0
商业	18.3	20.0	22.2	23.3	24.5
毛利增长率	-0.5%	26.2%	11.6%	18.3%	19.3%
低聚木糖	5.9%	4.0%	9.2%	9.8%	22.4%
木糖及阿拉伯糖					232.6%
晶体麦芽糖醇					237.5%
淀粉	-23.8%	99.9%	3.6%	33.3%	-25.0%
木糖醇	-56.0%	279.6%	11.1%	42.9%	0.0%
纤维素乙醇		-1422.8%	54.1%	21.4%	17.6%
毛利率	23.6%	22.7%	21.6%	22.9%	24.4%
低聚木糖	64.3%	64.7%	62.1%	61.5%	59.1%
木糖及阿拉伯糖				16.7%	18.5%
晶体麦芽糖醇				16.0%	18.0%
淀粉	3.7%	7.7%	5.4%	6.7%	6.7%
木糖醇	2.5%	8.5%	8.3%	11.8%	11.8%
纤维素乙醇	-23.0%	11.8%	14.0%	14.0%	14.0%

资料来源：招股说明书、招商证券研究所

六、估值与投资建议

功能糖属于朝阳产业，随着市场推广的不断深入，以及人们对于健康饮食的不断追求，功能糖将具有一个美好的前景。公司主要利润来源的低聚木糖，虽然是低聚糖里起步比较晚的产品，但是由于其独有的优势，未来市场巨大，龙力生物科技作为这个行业的领

头羊将最大程度上受益于这个行业的未来快速发展。随着上市后新募集项目的投产，公司不但能够继续保持低聚木糖的领先优势，而且新增的功能糖品种将使得公司在未来的竞争中可以使用组合拳。

公司业绩增长主要看两点：一是看明年财务费用的节约，二是纤维素乙醇项目能否获得国家补贴，而低聚木糖虽是主要利润支柱，未来市场空间也不错，但短期增速难快。以2012年业绩、25-30倍PE定位，一年后的目标位为19.4~23.2元，新股上市定位高，值得关注，但暂不推荐。

风险因素：低聚木糖毛利率下降风险；募投项目产能利用率不足。

表 11、可比公司估值

股票代码	公司名称	股价	PE
600298	安琪酵母	36.17	32.9
002286	保龄宝	19.78	49.5
300149	量子高科	13.04	86.9

数据来源：WIND，注：价格为8月5日收盘价

图 7、食品饮料行业历史PEBand

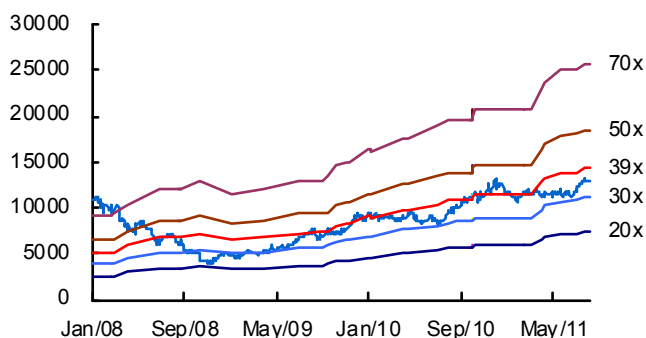
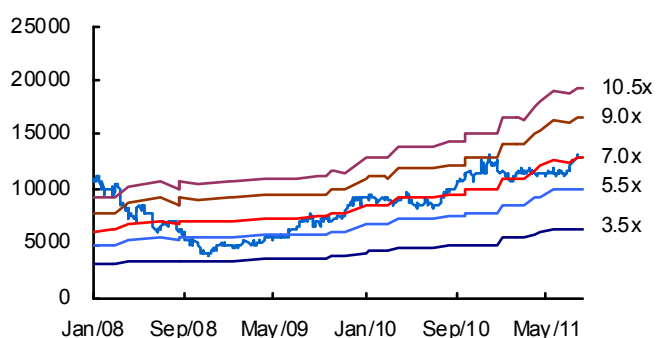


图 8：食品饮料行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；2、行业指数基期、基点对应于沪深300指数；

3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告：

- 1、《保龄宝－食品饮料行业背后的“军火商”》2009/8/18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	537	434	1112	922	864
现金	298	191	813	593	501
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	54	56	62	69	78
其它应收款	9	11	13	14	16
存货	168	153	196	215	236
其他	7	23	28	31	34
非流动资产	670	736	765	1073	1139
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	503	597	603	870	899
无形资产	30	70	93	133	170
其他	135	67	67	67	67
资产总计	1207	1171	1877	1995	2004
流动负债	378	336	49	170	58
短期借款	328	220	0	0	0
应付账款	25	23	27	30	33
预收账款	4	14	16	18	19
其他	21	80	6	122	6
长期负债	288	200	200	84	84
长期借款	223	116	116	0	0
其他	65	84	84	84	84
负债合计	666	536	249	253	142
股本	140	140	186	186	186
资本公积金	333	334	1214	1214	1214
留存收益	68	161	228	341	461
少数股东权益	1	0	0	0	0
母公司所有者权益	540	635	1628	1742	1862
负债及权益合计	1207	1171	1877	1995	2004

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	296	174	124	172	207
净利润			103	144	163
折旧摊销			61	68	84
财务费用			9	(14)	(11)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(49)	(27)	(30)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(265)	(97)	(90)	(376)	(150)
资本支出			(90)	(376)	(150)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(31)	(184)	588	(17)	(149)
借款变动			(294)	0	(116)
普通股增加			47	0	0
资本公积增加			880	0	0
股利分配			(36)	(31)	(43)
其他			(9)	14	11
现金净增加额	0	(107)	622	(221)	(92)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	810	1064	1248	1393	1561
营业成本	619	823	979	1075	1181
营业税金及附加	8	15	22	25	28
营业费用	22	39	56	70	94
管理费用	45	57	69	77	86
财务费用	40	31	9	(14)	(11)
资产减值损失	(10)	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益			0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	88	100	114	162	184
营业外收入	7	8	8	9	9
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	94	108	122	171	193
所得税	14	17	19	26	30
净利润	80	91	103	144	163
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	80	91	103	144	163
EPS (元)	0.57	0.65	0.55	0.77	0.88

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	13%	31%	17%	12%	12%
营业利润	25%	14%	13%	42%	14%
净利润	20%	14%	13%	40%	13%
获利能力					
毛利率	23.6%	22.7%	21.6%	22.9%	24.4%
净利率	9.8%	8.5%	8.2%	10.4%	10.5%
ROE	18.0%	15.4%	9.1%	8.6%	9.1%
ROIC	9.8%	10.6%	5.9%	6.7%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	55.2%	45.8%	13.3%	12.7%	7.1%
净负债比率	46.8%	35.0%	6.2%	5.8%	0.0%
流动比率	1.4	1.3	22.6	5.4	14.8
速动比率	1.0	0.8	18.6	4.2	10.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.7	0.8
存货周转率	3.2	5.1	5.4	5.2	5.2
应收帐款周转率	11.8	19.3	21.4	21.2	21.2
应付帐款周转率	13.5	34.2	37.3	37.8	37.9
每股资料(元)					
每股收益	0.57	0.65	0.55	0.77	0.88
每股经营现金	2.12	1.24	0.67	0.92	1.11
每股净资产	3.87	4.54	8.73	9.34	9.99
每股股利	0.19	0.19	0.19	0.17	0.23
估值比率					
PE	52.2	45.8	53.9	38.4	34.0
PB	7.7	6.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	14.5	12.5	12.9	10.9	9.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

王晗：清华大学生物学学士，剑桥大学生物学硕士。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名、2010 年度第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“公司”）编制。公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归公司所有。公司保留所有权利。未经公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。