

稻米深加工领域的循环经济先锋

报告要点

万福生科（湖南）农业开发股份有限公司成立于 2003 年，主要从事稻米精深加工系列产品的研发、生产和销售。公司是稻米深加工行业中产业链最长的、循环经济模式发展得最充分的一家区域龙头。

公司产品主要包括大米淀粉糖类、大米蛋白粉类、米糠油类、食用米等四大系列。公司采用集中化采购模式，确保原材料稻谷的稳定供应。公司在国内首创以大米淀粉糖、大米蛋白为核心产品的稻米精深加工及副产物高效综合利用的循环经济生产模式，在稻米精深加工过程中实现生产物料的闭路循环利用，达到节约成本、优化产品层次的效果，有效提高整体经营效率和盈利能力。淀粉糖和大米蛋白将是公司未来几年的发展重点。

公司拟首次公开发行不超过 1,700 万股 A 股，募集资金计划用于投资循环经济型稻米精深加工生产线技改项目、年产 5,000 吨食用级大米蛋白粉产业化项目、年产 3,000 吨精纯米糠油技改项目和稻米生物科技研发中心建设项目。

我们预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 5.21 亿元，6.39 亿元和 7.81 亿元，归属于母公司的净利润分别为 6,556 万元，8,380 万元和 1.06 亿元，对应的每股收益分别为 0.98 元，1.25 元和 1.58 元。我们对公司 2011 年的业绩预测给予 20x~25x 市盈率，相对估值得到合理询价区间在 25.0~31.3 元/股。DCF 模型得到公司股票的合理价位约 26.18 元/股。

风险提示：原材料价格波动的风险；税收优惠和补助政策变化的风险。

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

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	434	521	639	781
增长率(%)	32%	20%	23%	22%
归属母公司所有者净利润(百万元)	55.6	65.6	83.8	105.8
增长率(%)	40%	18%	28%	26%
每股收益(元)	0.829	0.979	1.251	1.579
净资产收益率(%)	25.8%	9.3%	10.6%	11.8%
每股经营现金流(元)	1.75			
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：S0490510120007
 联系人：
 周密
 (8621)68751219
 zhoumi@cjsc.com.cn

正文目录

公司概况.....	4
公司发展迅速，毛利率较稳定	4
公司实际控制人为龚永福、杨荣华夫妇	6
稻米精深加工是我国的新兴行业.....	6
淀粉糖人均消费量有望得到提升	7
饲用蛋白粉和食品级蛋白粉前景皆可观	9
米糠油可有效缓解国内食用油供给压力	9
稻米的消费市场是中国最大最稳定的粮食市场之一	9
公司竞争优势分析	10
集中化采购模式确保稳定的原料供应	10
走循环经济模式，构建最长稻谷深加工产业链条	11
技术全面，优势凸显	12
募投项目概况	12
公司股票估值和询价建议	13
公司收入与盈利预测	13
公司股票询价建议	15
风险提示.....	16

图表目录

图 1: 2008 年到 2010 年公司营收及同比增速	4
图 2: 公司 2011 年 1-6 月销售收入占比	5
图 3: 公司 2011 年 1-6 月分地区销售收入占比	5
图 4: 2008 年到 2011H 公司主营业务收入构成变化	5
图 5: 公司 2008-2011H 销售毛利率和净利率变化	6
图 6: 公司 2008-2010 年存货和存货周转率变化	6
图 7: 公开发行后公司股权结构图	6
图 8: 国内稻米精深加工企业五种主要模式及其区位分布	7
图 9: 2009 年全球人均食糖消费量(公斤/人)	8
图 10: 2000-2009 年我国淀粉糖产量（万吨）以及同比增速	8
图 11: 2008-2011H 公司采购自三个渠道的稻谷比例	10
图 12: 2008-2011H 公司采购自三个渠道的稻谷单价	10
图 13: 打造循环经济产业链，基本实现玉稻谷的充分利用	11
表 1: 公司产品类别及细分产品	7
表 2: 公司在淀粉糖市场的占有率	8
表 3: 国家饲料工业办公室对蛋白质饲料供需的预测	9
表 4: 公司原材料的具体构成情况(吨、万元)	10
表 5: 发行人核心技术在主要产品的具体应用情况:	12
表 6: 公司募投项目资金使用情况（万元）	12
表 7: 募投项目的设计产年以及预计达产比例和产量	13
表 8: 公司收入成本情况预测（万元，吨，元/吨）	13
表 9: 可比上市公司估值水平	15
表 10: 公司绝对估值参数设定	15
表 11: 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	15
公司财务报表及指标预测	17

公司概况

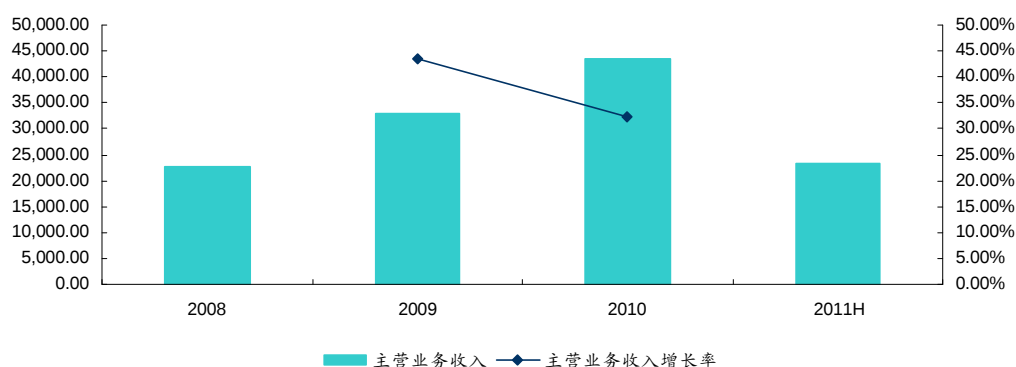
万福生科（湖南）农业开发股份有限公司前身为成立于 2003 年的湖南省桃源县湘鲁万福有限责任公司。2009 年 10 月 7 日，整体变更设立万福生科（湖南）农业开发股份有限公司。

公司主要从事稻米精深加工系列产品的研发、生产和销售，即以稻谷（碎米）为主要原料，通过物理、化学和生物技术生产大米淀粉糖、大米蛋白粉等系列产品。公司是稻米深加工行业中产业链最长的、循环经济模式发展得最充分的一家区域龙头。产品主要包括大米淀粉糖类、大米蛋白粉类、米糠油类、食用米等四大系列。

公司发展迅速，毛利率较稳定

公司在报告期内发展迅速，收入增速较快。2008-2010 年公司营业收入分别为 2.28 亿元，3.28 亿元，4.34 亿元，2011 年上半年公司营业收入为 2.32 亿元。2008-2010 年销售收入年复合增长率 37.83%。

图 1：2008 年到 2010 年公司营收及同比增速



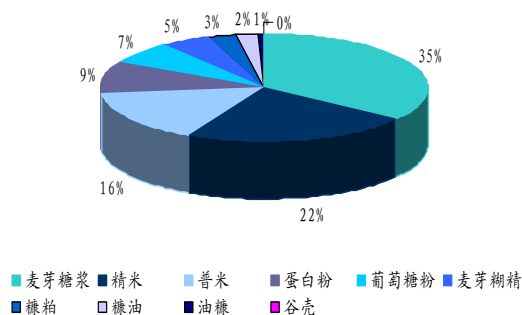
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

公司主要产品分大米淀粉糖、大米蛋白粉、米糠油、食用米四大类。

占公司主营业务收入比例最大的是大米淀粉糖类产品，包括高麦芽糖浆、麦芽糊精和葡萄糖粉，2011 年中期大米淀粉糖类产品占全部主营业务收入的 47%，其中麦芽糖浆占全部主营业务收入的 35%，也是公司产品中占主营业务收入比例最大的细分品种。

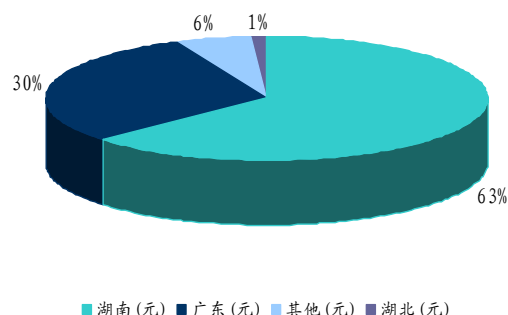
公司销售范围以湖南省内为主，2011 年中期湖南省内的销售收入占全部销售收入的 63%，其次是广东省，占全部销售收入的 30%。相较于北方玉米淀粉糖生产企业，本公司的淀粉糖产品销往南方市场可节约物流成本。

图 2：公司 2011 年 1-6 月销售收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究部

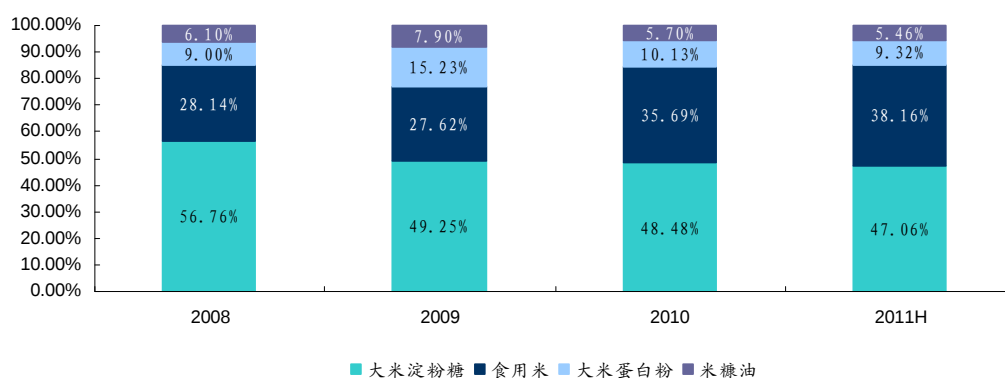
图 3：公司 2011 年 1-6 月分地区销售收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究部

大米淀粉糖收入占比从 2008 年的 56.76% 下降到 2011 年中期的 47.06%，食用米的收入占比从 2008 年的 28.14% 上升到 2011 年中期的 38.16%，其他两类主营产品的收入占比变化不大。

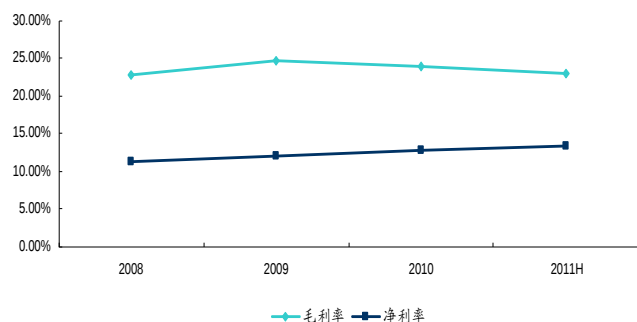
图 4：2008 年到 2011H 公司主营业务收入构成变化



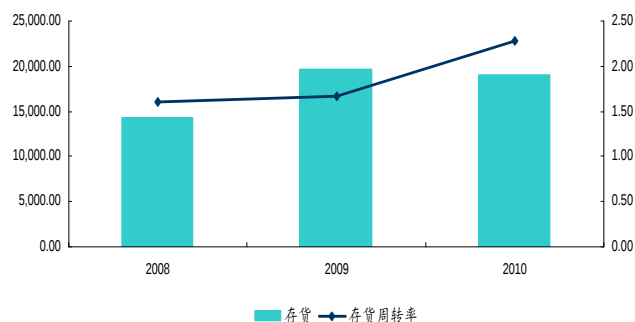
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

公司的销售毛利率一直稳定在 23% 左右，净利率从 2008 年的 11.24% 上升到 2011 年中期的 13.43%。

公司存货从 2008 年的 1.43 亿元上升到 2011 年中期的 1.90 亿元，存货周转率从 2008 年的 1.60 提高到 2010 年的 2.28。

图 5：公司 2008-2011H 销售毛利率和净利率变化


资料来源：Wind，长江证券研究部

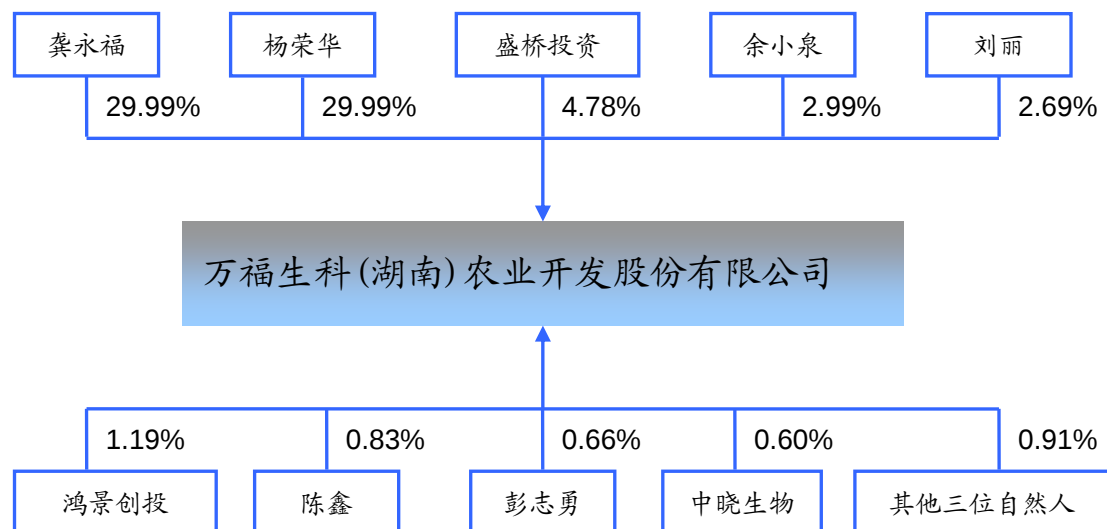
图 6：公司 2008-2010 年存货和存货周转率变化


资料来源：Wind，长江证券研究部

公司实际控制人为龚永福、杨荣华夫妇

本次发行前公司总股本为 5,000 万股，本次拟发行不超过 1,700 万人民币普通股，本次发行完成后，公司总股本不超过 6,700 万股。

公司发行前的并列第一大股东为龚永福、杨荣华夫妇，两人分别持有发行人 40.19% 的股权，是公司的实际控制人。龚永福任常德市人大代表，湖南省粮食行业协会第三届、湖南省粮食经济科技学会第五届理事会副会长。

图 7：公开发行后公司股权结构图


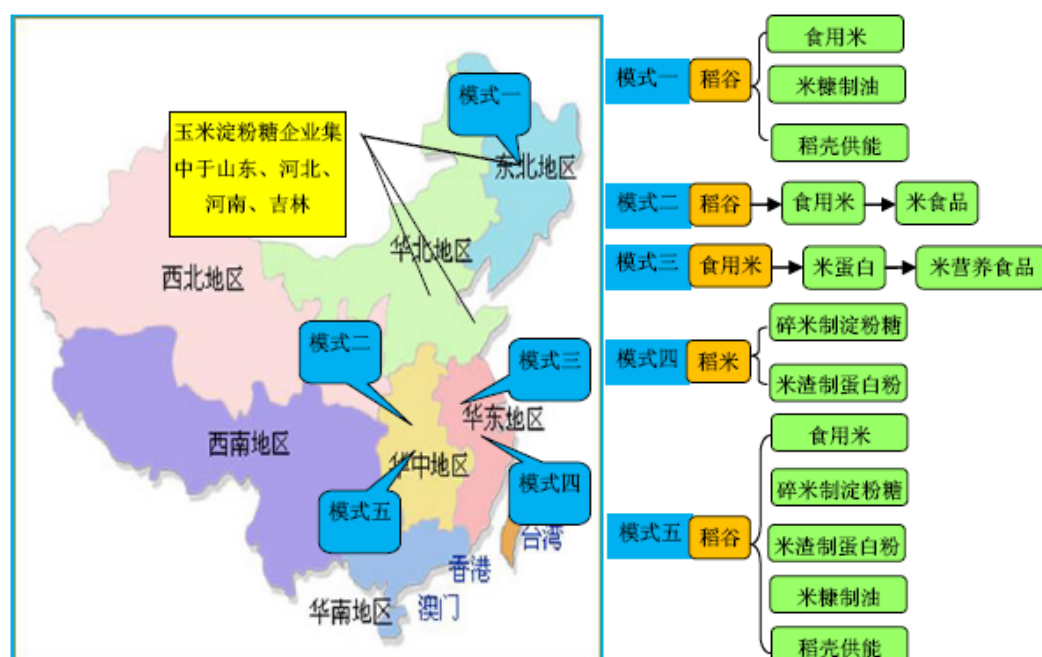
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

稻米精深加工是我国的新兴行业

长期以来，我国稻米加工仅处于初级加工状态，增值效应极低。粗略估算，我国每年稻谷加工食用米过程中约产生 1,000 多万吨米糠、1,700 多万吨碎米、3,000 多万吨稻壳的副产物，这些副产物基本没有进行更深入的转化和利用，资源浪费极为严重。

稻米精深加工行业在国内兴起不久，国内的稻米精深加工企业主要有五种模式。

图 8：国内稻米精深加工企业五种主要模式及其区位分布



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

模式一、五为典型的循环经济生产模式，对仓储能力、研发能力、资金实力的要求都比较高，进入门槛也相对较高。国内采用循环经济生产模式的企业较少。

公司属于采用模式五的一类企业，公司的大米精深加工产品分为食用米、大米淀粉糖、大米蛋白粉、米糠油四大类。

表 1：公司产品类别及细分产品

产品类别	目前主要产品
大米淀粉糖	高麦芽糖浆、麦芽糊精、葡萄糖粉
大米蛋白粉	饲料级蛋白粉
米糠油	米糠、米糠油、饲料用糠粕
食用米	普米、精米

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

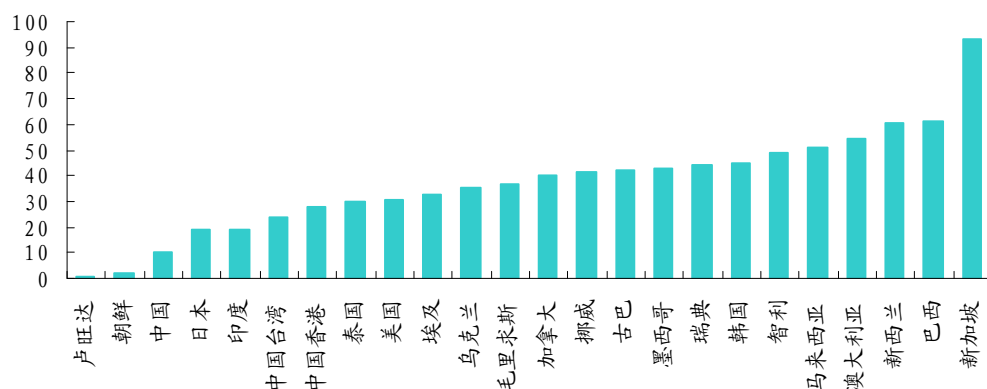
淀粉糖人均消费量有望得到提升

淀粉糖是指利用含淀粉的粮食、薯类等为原料，经过单酶法或多酶法制取的糖。与传统食糖相比，淀粉糖产品具有成形性能好、甜味口感适宜、热值低、营养丰富、保湿性强、食用不过敏等特点。

淀粉糖的一个很重要用途便是作为食品工业的甜味剂，因而淀粉糖与食糖之间是存在较大的交叉市场。淀粉糖对食糖形成替代的有利因素有二：一是淀粉糖在天都、黏度、胶黏性、增稠性、吸潮性和保潮性等方面有比食糖更好的表现；二是相对于食糖价格近十年来的大幅波动，淀粉糖的价格长期保持温和波动。

据联合国粮农组织统计，2009 年我国人均食糖消费量为 10.1 公斤，大大低于 22.7 公斤的世界人均消费水平。2009 年我国人均淀粉糖消费量仅 6 公斤，约占糖消费总量的 37%，同期欧美发达国家的淀粉糖消费占用糖总量的比均在 50% 以上。无论是从糖的总消费量上还是从糖类消费的结构优化上，都意味着淀粉糖市场有极大的提升空间。

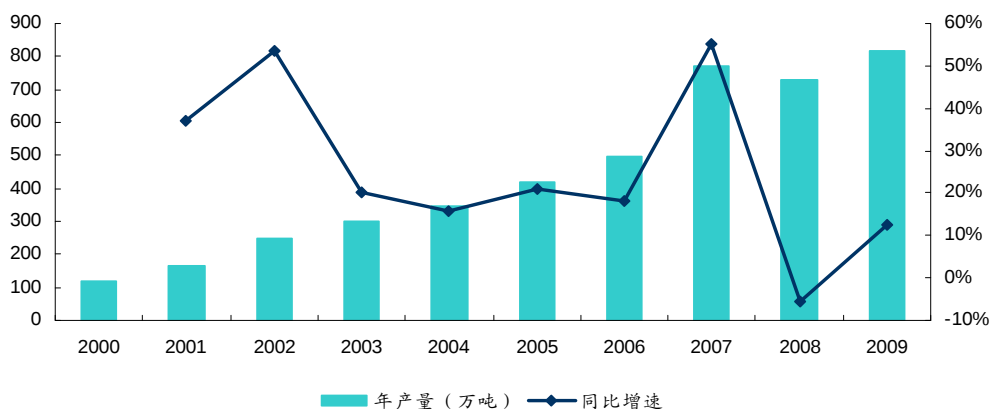
图 9：2009 年全球人均食糖消费量(公斤/人)



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

2009 年，我国淀粉糖产量大约为 818 万吨。2000 年-2009 年，我国淀粉糖产量的年复合增长率约为 24%。淀粉糖不仅大量应用于食品工业，在很多领域都有广泛用途，是很多工业产品的原料和初级产品。

图 10：2000-2009 年我国淀粉糖产量（万吨）以及同比增速



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

目前，北方玉米淀粉糖企业普遍规模较大，玉米淀粉糖也占据了国内淀粉糖市场的绝大部分份额，公司是“中国淀粉糖二十强”企业中三家大米淀粉糖企业之一（另两家武汉佳宝、广州双桥混合使用大米、玉米或玉米淀粉制糖）。

表 2：公司在淀粉糖市场的占有率

年份	公司产量 (万吨)	国内淀粉糖总产量 (万吨)	市场占有率
2007 年	2.77	772	0.36%
2008 年	4.2	728	0.58%

2009 年

6.26

818

0.76%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

饲用蛋白粉和食品级蛋白粉前景皆可观

蛋白粉主要成分为蛋白质，主要通过动植物蛋白水解制得，可用于营养性饲料添加剂，作为氨基酸补充物可代替鱼粉、豆饼等添加到饲料中制成高营养价值的动物饲料，用以改善营养水平。饲料级蛋白粉经过进一步加工处理，还可生产出食用级蛋白粉产品，人体可直接食用，用于营养补充，能够有效地满足人体对氨基酸的需求。蛋白粉还可作为护肤化妆品的生产原料，目前在世界营养学领域以及运动医学领域均受到广泛青睐。

蛋白质是浓缩饲料的主要原料，蛋白质资源紧缺是一个世界性的问题，我国更是蛋白质资源短缺的国家，蛋白质饲料原料的供应不足抑制了饲料工业的快速发展。

表 3：国家饲料工业办公室对蛋白质饲料供需的预测

项目	2000 年	2010 年	2020 年
需求量（亿吨）	0.45	0.6	0.72
供给量（亿吨）	0.21	0.22	0.24
缺口（亿吨）	0.24	0.38	0.48

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

食用级蛋白质粉的应用前景同样可观。食用级蛋白粉一个很重要的用途便是用作营养补充剂，而膳食营养补充剂是营养保健产业中的一个最重要的产品类别。据第四届中国营养保健产业高层论坛报告显示，2008 年，在金融危机的背景下，全球膳食营养补充剂的销售总额仍然达到 646.7 亿美元。而中国所处的亚太地区是全球膳食补充剂产品的最大市场，占全球总额的 43.16%，蛋白粉类产品约占中国膳食营养补充剂市场的 3.1%。

植物性蛋白质原料主要来源于谷物及豆类，其典型产品有大豆蛋白粉和大米蛋白粉。目前，市场上销售的绝大多数植物性蛋白粉都是用大豆进行深加工生产，其蛋白质含量可高达 80% 以上。这主要是由于大豆中蛋白质含量很高，约在 30%-40% 之间，大豆蛋白粉的产出率较高，因此其占据了植物性蛋白粉市场的绝大部分份额。稻米中蛋白质含量在 8% 左右，受技术制约因此大米蛋白粉产出率相对较低，但是稻谷精深加工制淀粉糖或发酵生产谷氨酸、柠檬酸等产品时，副产物为米渣，米渣中蛋白质含量高达 40%-70%，也被称作大米浓缩蛋白。

大米蛋白被公认为优质食用蛋白，主要是大米蛋白的氨基酸组成平衡合理，符合 WHO / FAO 推荐的理想模式，其中蛋氨酸含量较高。

米糠油可有效缓解国内食用油供给压力

我国水稻总产量约 2 亿吨，米糠的产量占 7%，米糠的出油率约为 15%，如完全利用可产 200 多万吨米糠油，约等于我国第二大油料花生的产油量，可有效缓解食用油供给压力。

目前，米糠油已受到世界许多国家的关注。世界米糠油年产量约 50 万吨，2006 年全球对精制米糠油需求缺口高达 45 万吨。

稻米的消费市场是中国最大最稳定的粮食市场之一

稻米是全球近 25 亿人口赖以生存的主要粮食，目前有 122 个国家和地区种植水稻。从地域分布看，90% 的种植面积和总产量集中在亚洲。全球大米产量在过去近 50 年增长了 1.83 倍，

2009 年到 2010 年产量达 4.32 亿吨。我国是世界上最大的稻米生产国和消费国，总产量居世界第一，占全球大米产量的 30% 以上，约为国内粮食总产量的 40% 左右，大米口粮消费占到细粮消费比重的 60% 以上，约有 8 亿人口以稻米为主食，稻米及其制品的消费市场是中国最大、最稳定的粮食市场之一。

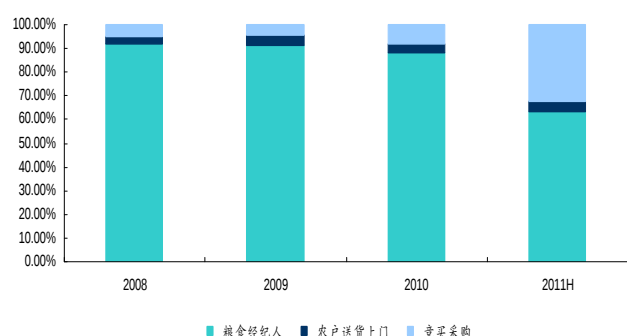
公司竞争优势分析

集中化采购模式确保稳定的原料供应

公司主要原材料为稻谷（早籼稻、晚籼稻）、碎米等。稻谷的采购主要是向种粮大户、粮食经纪人直接收购；从国家粮食批发市场采购拍卖的中央储备粮的轮换粮、托市粮、临时储备粮和省级储备粮以及农户送货上门。

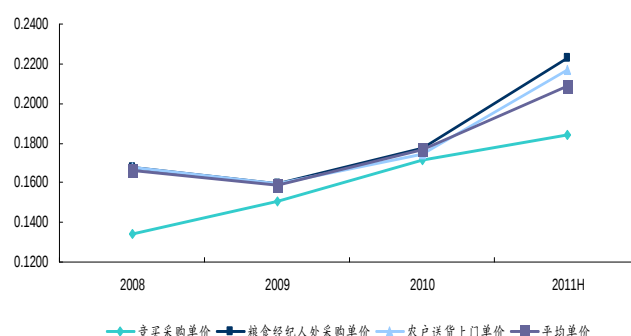
公司实行“公司+基地+农户”的模式，在桃源、汉寿、临澧、澧县、鼎城等区县联系农户达 15 多万户，订单种植优质稻面积达 30 多万亩；并与湖南农业大学合作，在种子繁育、良种推广、农资供应、生产技术等方面为联系农户提供优质服务；同时公司注重建设利益共享的关系密切的粮食经纪人队伍，通过一定规模数量的粮食经纪人将种植基地和农户同公司联系在一起，保障了稻米的供应。

图 11: 2008-2011H 公司采购自三个渠道的稻谷比例



资料来源：长江证券研究部

图 12: 2008-2011H 公司采购自三个渠道的稻谷单价



资料来源：长江证券研究部

公司地处湖南省常德市，位于华中双季稻种植区中心地带。湖南省每年稻谷产量大约 2800 万吨，约产生碎米 200 万吨。

碎米的来源除了自身食用米生产中副产，还购自周边大米加工企业和粮食经纪人，并采取常年收购的方式。

表 4: 公司原材料的具体构成情况(吨、万元)

	2008		2009		2010		2011H	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
稻谷	51556	8840	72688	12168	76990	13230	81861	15134
调节储备粮	13543	2215	14306	2360	8000	1354	9000	1638
碎米	-	-	3015	544	5258	1042	3221	728
其他	-	-	66	42	-	-	-	-
合计	65099	11055	90074	15114	90249	15626	94082	17500

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

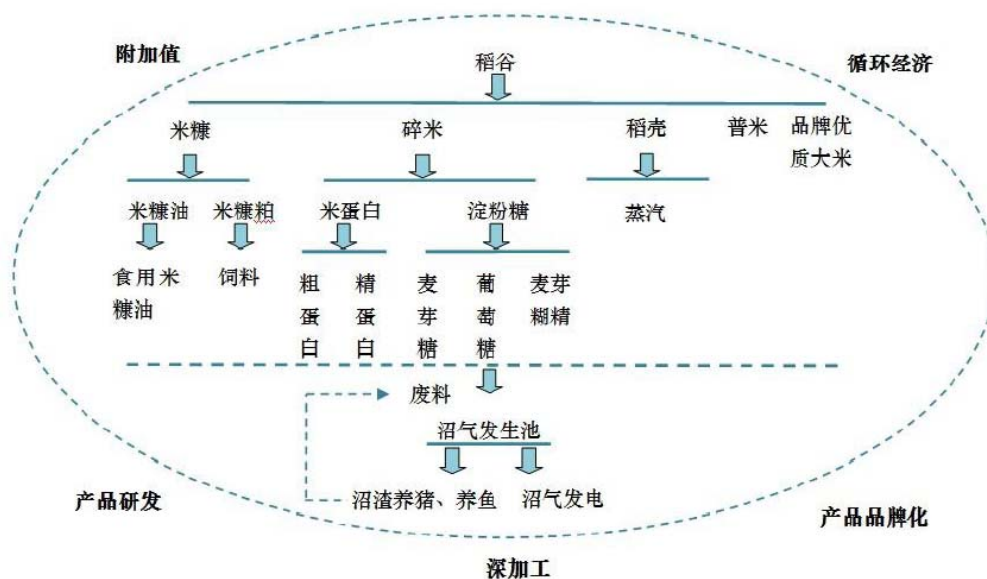
仓储方面，公司原有仓储能力 10 万吨，2007 年底新建成容量达 10 万吨的仓库，当前仓储能力 20 万吨。

走循环经济模式，构建最长稻谷深加工产业链条

公司在国内首创以大米淀粉糖、大米蛋白为核心产品的稻米精深加工及副产物高效综合利用的循环经济生产模式，并已成为循环经济水平和副产品综合利用效率最高、产业链条最长的企业之一。

公司通过生物技术等手段对稻谷“榨干吃净”，使稻谷全身变成了宝。一般 100KG 稻谷进行加工，大约能产生 65-70KG 大米主产品，剩余的 30-35KG 稻壳、碎米、米糠等为副产品。一粒水稻经过剥壳处理后，稻壳被输送到供热部门转化成热能；脱壳后的糙米加工成为食用米（包括普米和精米），副产物碎米转化生产大米淀粉糖（麦芽糖、麦芽糊精和葡萄糖粉），蛋白液（米渣）转化生产大米蛋白粉；稻谷脱壳后的米糠经过再加工，形成优质、营养价值极高的米糠油，榨油过程中形成饲料用糠粕；整个生产环节产生的废料用来沼气发电、生猪喂养等。

图 13：打造循环经济产业链，基本实现五稻谷的充分利用



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司实现了生产物料的闭路循环利用，达到“三废”零排放，完全符合循环经济减量化、再利用、资源化的特征。从而资源综合利用率较高，产品线丰富，综合毛利率同行领先。

公司采取独特的全程循环水浸泡洗米技术，从根本上解决了淀粉糖行业水耗高，环保不达标的问题；公司淀粉糖综合生产线设选用国内先进设备并在关键节点装置自动控制系统，实现了“一头多尾”的生产线布局，通过较少的设备投入，实现了多种产品的同时生产，有效提高了设备使用率，降低了生产成本。

公司将稻壳作为锅炉燃料，同燃煤比较，节约成本 30%，降低糖产品成本 40 元/吨，同时因无二氧化硫物质产生，降低了环保处理费用；公司利用沼气工程处理污水，污水经处理后循环进入车间冷却水系统，大大降低自来水用量，减少排放，减低车间用水成本。

技术全面，优势凸显

在稻米精深加工行业，企业的生产装备、工艺很大程度上决定了产品质量、生产成本和利润水平。由于循环经济型稻米精深加工产业在中国乃至世界范围内的产业规模较小，稻米精深加工产业链上的大多产品在国内尚没有成套的、标准化的工艺和设备可供直接选择。公司凭借多年自身实践工作中的积累摸索、持续的实验和技术改造，目前已取得葡萄糖结晶降温装置、组合式脱酸装置、旋液分离装置、液化层流系统等十一项专利设备，形成了成套配套设备进而构建了产业化的生产能力。公司在产业化能力构建方面确立了较大的竞争优势。

表 5：发行人核心技术在主要产品的具体应用情况：

产品	相应技术成果	技术类型
麦芽糖浆	以稻米为原料制取高纯度麦芽糖浆的方法	发明
麦芽糊精	以稻米为原料制取低 DE 值麦芽糊精的方法	发明
	一种大米生产麦芽糊精的方法	发明（受理申请）
葡萄糖粉	一种用大米生产结晶葡萄糖的方法	发明（受理申请）
	旋风分离装置	实用新型
	葡萄糖结晶降温装置	实用新型
	一种葡萄糖二次结晶溶糖装置	实用新型
蛋白粉	一种用大米提取大米蛋白的方法	发明（受理申请）
米糠油	一种米糠油的精练方法	发明（受理申请）
	旋液分离装置	实用新型
	组合式脱酸装置	实用新型
	一种油糠输送装置	实用新型
淀粉糖综合工艺	糖渣清洗装置	实用新型
	液化层流系统	实用新型
	物料增温装置	实用新型
	大米输送装置	实用新型
	生产车间降温装置	实用新型
	风力去皮技术	非专利技术
	独特剥离大米胚芽技术	非专利技术
	独特设备组装改造工艺	非专利技术

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目概况

公司拟首次公开发行 1700 万股 A 股，本次股票发行所募集资金在扣除发行费用后将用于以下项目：

表 6：公司募投项目资金使用情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	达产后年平均		建设期	项目背景
			销售收入	净利润		
1	循环经济型稻米精深加工生产线技改项目	24,058	59,275	9,827	1 年	扩大产能填补淀粉糖市场巨大缺口
2	年产 5000 吨食用级大米蛋白粉产业化项目	9,653	15,697	4,202	1 年	促进产品升级，未来利润新增长点
3	年产 3000 吨精纯米糠油技改项目	2,593	6,308	1,107	1 年	实现变废为宝，食用油市场新宠儿
4	稻米生物科技研发中心建设项目	1,621	-	-	1 年	加强科研，超越国内，领先世界
5	其他与主营业务相关的营运资金项目					
	合计	37,925	81,280			

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次募投项目的建设期均为 1 年。募投项目不仅有助于缓解公司当前的产能瓶颈，还有助于公司生产体系实现动态升级，提高高附加值产品的产量。稻米生物科技研发中心能增强公司的技术研发实力，用行业领先的技术水平为公司的长远发展保驾护航。

“循环经济型稻米精深加工生产线技改项目”实施后，将实现年转化稻谷 12 万吨、轮换粮 8 万吨、碎米 7 万吨。不但提高公司淀粉糖系列的高附加值产品的产量，同时提供大量的副产物和其他产品的原料，将有效降低公司整体生产成本，提升循环经济生产模式的经营效率。

“年产 5000 吨食用级大米蛋白粉产业化项目”与“年产 3000 吨精纯米糠油技改项目”，将利用公司目前所掌握的工业化生产技术为基础进行产业升级，提高蛋白粉和米糠油产品的附加值。

表 7：募投项目的设计产年以及预计达产比例和产量

序号	项目名称	产能 (吨/年)	预计达产比例			预计产量 (吨)		
			2012	2013	2014	2012	2013	2014
1	循环经济型稻米普米生产线 1 条	51,200	60%	80%	100%	30,720	40,960	51,200
	精深加工生产线精米生产线 1 条	25,200	60%	80%	100%	15,120	20,160	25,200
	技改项目高麦芽糖浆生产线 1 条	75,660	60%	80%	100%	45,396	60,528	75,660
	葡萄糖粉生产线 1 条	39,000	60%	80%	100%	23,400	31,200	39,000
	副产物：蛋白浆	9,100	60%	80%	100%	5,460	7,280	9,100
	副产物：米糠	14,080	60%	80%	100%	8,448	11,264	14,080
2	年产 5000 吨食用级大米蛋白粉	5,500	50%	75.20%	100%	2,758	4,136	5,500
	产业化项目速溶大米蛋白粉		0	0	100%	-	-	208
	饲料大米蛋白粉	5,828	68%	80%	100%	3,966	4,664	5,828
3	年产 3000 吨精纯米糠油技改项目	812	30%	-	-	241	425	812
	一级米糠油	433	111%	-	-	482	566	433
	二级米糠油	271	370%	-	-	1,004	708	271
	三级米糠油	1,444		-	-	-	629	1,444
	30%调和米糠油	21,664	74%	87.1%	100.0%	16,070	18,867	21,664

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司股票估值和询价建议

公司收入与盈利预测

收入成本预测基本假定：（1）公司募集资金投资项目按照计划进展；（2）公司市场销售情况良好，产品毛利率基本稳定。（3）公司税率优惠和政府补助可以保持。

我们预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 5.21 亿元，6.39 亿元和 7.81 亿元，归属于母公司的净利润分别为 6,556 万元，8,380 万元和 1.06 亿元，对应的每股收益分别为 0.98 元，1.25 元和 1.58 元。

表 8：公司收入成本情况预测（万元，吨，元/吨）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	22,824	32,765	43,359	52,126	63,893	78,084
食用米类小计	6,377	8,878	15,325	19,585	22,215	26,026
-- 普米	5,407	5,094	6,280	10,239	12,462	15,050
-- 精米	970	3,784	9,045	9,346	9,753	10,977
淀粉糖类小计	12,862	15,833	20,820	24,610	31,933	39,363

-- 麦芽糖浆	12,845	11,413	16,352	18,116	23,947	29,210
-- 葡萄糖粉	17	2,982	2,390	3,810	5,196	7,089
-- 麦芽糊精		1,439	2,078	2,684	2,791	3,064
蛋白粉类	2,038	4,895	4,350	4,611	6,072	8,433
米糠油类	1,382	2,541	2,446	2,821	3,172	3,762
-- 糠油	29	938	976	1,146	1,319	1,575
-- 油糠	1,344	223	438	357	405	474
-- 糠粕	10	1,379	1,032	1,318	1,449	1,714
其他（饲料、谷壳等）	165	618	418	500	500	500
销量（吨）						
食用米类小计	24,738	32,407	52,905	66,760	73,456	83,076
-- 普米	21,705	20,016	24,723	38,760	45,360	52,672
-- 精米	3,033	12,391	28,182	28,000	28,096	30,404
淀粉糖类小计	49,561	56,130	74,144	82,680	103,569	122,598
-- 麦芽糖浆	49,510	42,933	61,300	64,680	82,209	96,422
-- 葡萄糖粉	51	8,913	7,046	10,800	14,160	18,576
-- 麦芽糊精		4,284	5,798	7,200	7,200	7,600
蛋白粉类	5,111	9,519	10,378	10,000	12,543	16,591
米糠油类	9,885	13,410	11,366	12,539	13,497	15,451
-- 糠油	84	1,803	1,521	1,700	1,864	2,119
-- 油糠	9,742	1,574	2,577	2,000	2,200	2,500
-- 糠粕	59	10,033	7,269	8,839	9,434	10,832
平均售价（元/吨）						
食用米类	2,578	2,740	2,897	2,934	3,024	3,133
-- 普米	2,491	2,545	2,540	2,642	2,747	2,857
-- 精米	3,197	3,054	3,209	3,338	3,471	3,610
淀粉糖类	2,595	2,821	2,808	2,977	3,083	3,211
-- 麦芽糖浆	2,594	2,658	2,667	2,801	2,913	3,029
-- 葡萄糖粉	3,318	3,345	3,392	3,528	3,669	3,816
-- 麦芽糊精		3,358	3,584	3,727	3,876	4,031
蛋白粉类	3,988	5,142	4,191	4,611	4,841	5,083
米糠油类	1,398	1,895	2,152	2,250	2,350	2,435
-- 糠油	3,433	5,203	6,418	6,739	7,076	7,430
-- 油糠	1,379	1,418	1,701	1,786	1,839	1,894
-- 糠粕	1,644	1,375	1,420	1,491	1,536	1,582
产能（吨）						
食用米类						
-- 普米	60,000	60,000	60,000	60,000	90,720	131,680
-- 精米	6,000	20,000	20,000	20,000	35,120	55,280
淀粉糖类						
-- 麦芽糖浆	60,000	60,000	60,000	60,000	105,396	120,528
-- 葡萄糖粉	3,600	12,000	12,000	12,000	35,400	43,200
-- 麦芽糊精		8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
蛋白粉类	10,000	10,000	10,000	10,000	16,724	25,524
米糠油类						
-- 糠油	800	2,000	2,000	2,000	3,727	6,055
-- 油糠						
-- 糠粕				16,070	18,867	21,664
营业成本（万元）	17,625	24,685	32,985	39,721	48,333	58,804
食用米类小计	5,632	7,692	12,784	16,521	18,809	22,073
-- 普米	4,879	4,628	5,545	9,041	11,004	13,289
-- 精米	753	3,064	7,239	7,480	7,805	8,784
淀粉糖类小计	9,278	11,180	14,962	17,486	22,594	27,815

-- 麦芽糖浆	9,267	8,152	11,758	12,841	16,892	20,566
-- 葡萄糖粉	11	2,036	1,750	2,777	3,768	5,131
-- 麦芽糊精		992	1,453	1,868	1,933	2,118
蛋白粉类	1,300	3,163	2,914	2,977	3,902	5,393
米糠油类	1,339	2,104	2,105	2,388	2,678	3,172
-- 糠油	22	722	781	908	1,040	1,224
-- 油糠	1,309	215	427	344	390	460
-- 糠粕	8	1,167	898	1,135	1,248	1,488
其他（饲料、谷壳等）	75	545	220	350	350	350
营业收入（万元）	22,824	32,765	43,359	52,126	63,893	78,084
YOY		43.55%	32.33%	20.22%	22.57%	22.21%
营业成本（万元）	17,625	24,685	32,985	39,721	48,333	58,804
毛利率	22.78%	24.66%	23.93%	23.80%	24.35%	24.69%

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 25.0 元/股~31.3 元/股

目前业务相近公司 2012 年的平均 PE 为 31 倍。参照公司未来几年的业绩成长性，我们对公司 2012 年的业绩预测给予 20x~25x 市盈率，对应的合理询价区间在 25.0 元/股~31.3 元/股。

表 9：可比上市公司估值水平

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（x）	
		2011/9/8	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002286	保龄宝	18.90	0.41	0.68	0.97	46.10	27.78	19.56
300149	量子高科	12.50	0.27	0.29	0.43	46.30	42.96	28.88
300138	晨光生物	27.57	0.90	0.98	1.49	30.65	28.14	18.52
002597	金禾实业	32.77	1.45	1.30	1.68	22.60	25.21	19.55
	平均					36.41	31.02	21.63

资料来源：Wind，长江证券研究部

绝对估值：合理价值约为 26.18 元/股

我们应用 DCF 模型得到公司股票的合理价位约 26.18 元/股。

表 10：公司绝对估值参数设定

假定	企业价值	203,294
股数	6700	27,855
TV 增长率	1.0%	0
WACC	10.82%	175,439
短期投资	778	26.18

会计年度截止日：12/31

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TV
FCF	17,338	17,983	18,994	17,929	15,023	15,536	16,211	22,965	24,021	25,110	258,323
PV(FCF)	15,646	14,644	13,957	11,888	8,989	8,389	7,898	10,097	9,530	8,990	92,487

资料来源：长江证券研究部

表 11：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				
		0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%
W A C C	9.5%	30.27	30.91	31.36	31.83	32.57
	10.0%	28.28	28.83	29.21	29.61	30.25
	10.5%	26.49	26.96	27.30	27.64	28.19
	10.8%	25.45	25.88	26.18	26.50	27.00
	11.0%	24.88	25.29	25.58	25.88	26.35
	11.5%	23.42	23.78	24.03	24.29	24.70
	12%	22.10	22.41	22.63	22.86	23.22

资料来源：长江证券研究部

风险提示

● 原材料价格波动的风险。

公司原材料主要是稻谷和碎米，品种单一，原材料占生产成本比重较大。稻谷价格上涨导致的成本上涨会给公司经营带来压力。同时公司原材料存货占比偏高，存货占总资产的比重在37%以上。如果原材料价格发生意料外的上涨，将给公司带来非常大的营运压力，削弱公司盈利能力。

● 税收优惠和补助政策变化的风险。

公司享受多项针对高科技企业、农业初加工、国家储备商品、农业产业化等的税收优惠和政府补贴，虽然占利润总额的比例较小，但如果未来国家税收优惠政策和补助政策有变，将对公司的盈利能力产生不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	434	521	639	781
营业成本	330	397	483	588
毛利	104	124	156	193
% 营业收入	23.9%	23.8%	24.4%	24.7%
营业税金及附加	1	2	2	2
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	12	16	21	26
% 营业收入	2.8%	3.0%	3.3%	3.3%
管理费用	24	29	37	45
% 营业收入	5.5%	5.6%	5.8%	5.8%
财务费用	12	8	2	1
% 营业收入	2.8%	1.6%	0.3%	0.2%
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	53	69	93	118
% 营业收入	12.3%	13.2%	14.6%	15.1%
营业外收支	8	4	0	0
利润总额	61	73	93	118
% 营业收入	14.1%	14.0%	14.6%	15.1%
所得税费用	6	7	9	12
净利润	56	66	84	106
归属于母公司所有者的净利润	55.6	65.6	83.8	105.8
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.83	0.98	1.25	1.58
现金流量表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	72	183	186	198
取得投资收益	1	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-103	-5	-6	-8
其他	-8	0	0	0
投资活动现金流净额	-112	-5	-6	-8
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	425	0	0
银行贷款增加（减少）	66	-220	0	0
筹资成本	12	-8	-2	-1
其他	-23	0	0	0
筹资活动现金流净额	54	197	-2	-1
现金净流量	14	374	178	189

资料来源：长江证券研究部

资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	58	432	610	799
交易性金融资产	8	8	8	8
应收账款	9	10	13	16
存货	190	229	279	339
预付账款	22	26	32	39
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	286	705	941	1200
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产合计	777	633	486	338
无形资产	29	28	26	25
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	-588	-588	-588	-588
资产总计	506	779	867	977
短期贷款	220	0	0	0
应付款项	5	6	7	9
预收账款	1	2	2	2
应付职工薪酬	0	0	1	1
应交税费	2	2	3	3
其他流动负债	4	5	6	8
流动负债合计	233	15	19	23
长期借款	55	55	55	55
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
负债合计	291	74	77	81
归属于母公司	215	706	789	895
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	215	706	789	895
负债及股东权益	506	779	867	977
基本指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.829	0.979	1.251	1.579
BVPS	4.30	14.11	11.78	13.36
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	2.91	-1.65	-2.22	-2.70
ROE	25.8%	9.3%	10.6%	11.8%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。