

万福生科 (300268)

循环经济模式的稻米深加工企业

	秦军	傅佳琦
	021-38676768	021-38674635
	qinjun@gtjas.com	fujiaqi008094@gtjas.com
编号	S0880511010013	S0880511080004

本报告导读:

公司循环经济模式, 延伸稻米深加工产业链的同时提高资源综合利用效率。11-13 年 EPS: 0.96/1.23/1.56 元。建议询价区间: 24-27 元。

投资要点:

- 万福生科是湖南省一家主要从事稻米精深加工业务的公司。公司为我国稻米精深加工及副产品综合利用水平最高的循环经济型企业之一, 是废水、废渣无害化处理与综合利用的绿色环保企业。公司的主营产品有大米淀粉糖、食用米、大米蛋白粉、米糠。
- 循环经济将大米“吃干榨净”。企业产业链长, 产品线丰富。水稻经过加工处理后产生, 食用米, 淀粉糖, 蛋白质, 米糠油等产物, 延伸了产业链, 丰富了产品的同时大幅度提高作物经济效益。
- 公司近三年来销售收入和利润维持较高的增速。08-10 营收为 2.27/3.27/4.32 亿, CAGR 达到 37.79%, 净利润 0.26/0.39/0.55 亿, CAGR 达到 47.14%。
- 公司近三年综合毛利率高于行业平均。生产工艺使得原材料价格相对稳定。且公司采用循环经济模式提升原材料综合利用率, 同时领先的仓储能力使得公司加强了成本控制能力, 使得综合毛利率高于行业平均水平。
- 行业升级和消费替代使得淀粉糖市场前景广阔。蔗糖消费的增长带动了淀粉糖的增长。2000-2010 年间, 我国淀粉糖年产量复合增速约 23%。预计到 2011、2012 年产量将分别增长到 1144 万吨、1450 万吨, 年产量增长率将保持在 20%以上。
- 募投项目聚焦产能扩张及高附加值产品。“循环经济型稻米精深加工”将快速扩展公司产能以满足下游客户的需求。同时高附加值“食用级大米蛋白粉”和“精制米糠油”产品将提升公司的盈利能力。
- 盈利预测及询价建议。预计公司 2011-13 年营业收入为 5.26, 6.63, 8.28 亿元, 实现净利润 0.64, 0.83, 1.05 亿元, EPS 为: 0.96/1.23/1.56 元。建议询价区间为: 24-27 元, 对于 11 年 PE 为: 25X-28X。上市首日定价区间为: 28.8-32.4 元。

建议询价区间

24.00-27.00

上市首日定价区间

28.80-32.40

2011.09.09

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	5,000
本次拟发行量 (万股)	1,700
发行日期	2011.09.14
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	2011.9.22

发行前财务数据

每股净资产 (元)	4.92
净资产收益率 (%)	12.7%
资产负债率 (%)	51.6%

主要股东和持股比例

裴永福	29.99%
杨荣华	29.99%
盛桥投资	4.78%
余小泉	2.99%
刘井	2.69%
鸿景创投	1.19%
陈鑫	0.83%
彭志勇	0.66%
社会公众股	25.37%
合计	100%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	328	434	526	663	828
(+/-)%	44%	32%	21%	26%	25%
经营利润 (EBIT)	52	66	75	97	126
(+/-)%	16%	29%	12%	30%	29%
净利润	40	56	64	83	105
(+/-)%	54%	40%	16%	29%	27%
每股净收益 (元)	0.59	0.83	0.96	1.23	1.56
每股股利 (元)	0	0	0	0.17	0.21

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

万福生科是湖南省一家主要从事稻米精深加工业务的公司，是我国稻米精深加工及副产品综合利用水平最高的循环经济型企业之一，是废水、废渣无害化处理与综合利用的绿色环保企业。公司的主营产品有大米淀粉糖、食用米、大米蛋白粉、米糠。

万福生科本次将发行 1700 万股，公司董事长龚永福为实际控制人，与妻子杨荣华合计持有发行后 60%股本。

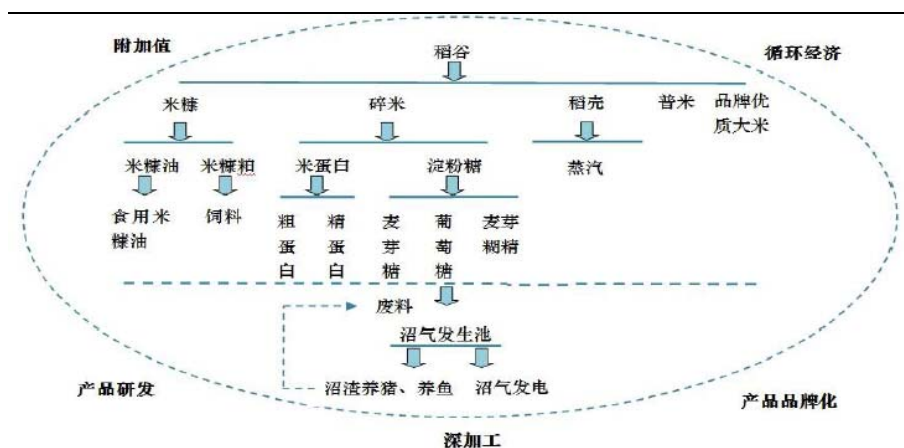
表 1 发行前后股本变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数 (万股)	比例	股数 (万股)	比例
龚永福	2,009.50	40.19%	2,009.50	29.99%
杨荣华	2,009.50	40.19%	2,009.50	29.99%
盛桥投资	320	6.40%	320	4.78%
余小泉	200	4.00%	200	2.99%
刘井	180	3.60%	180	2.69%
鸿景创投	80	1.60%	80	1.19%
陈鑫	55.5	1.11%	55.5	0.83%
彭志勇	44.5	0.89%	44.5	0.66%
中晓生物	40	0.80%	40	0.60%
李方沂	30	0.60%	30	0.45%
张苏江	20	0.40%	20	0.30%
邓鹰	11	0.22%	11	0.16%
社会公众股东	-	-	1,700.00	25.37%
合 计	5,000.00	100.00%	6,700.00	100.00%

数据来源：招股说明书 国泰君安证券研究

公司采用循环经济生产模式通过生物技术等手段对稻谷“榨干吃净”，企业产业链长，产品线丰富。水稻经过加工处理后产生，食用米，淀粉糖，蛋白质，米糠油等产物，延伸了产业链，丰富了产品的同时大幅度提高作物经济效益。

图 1：稻米循环经济生产模式

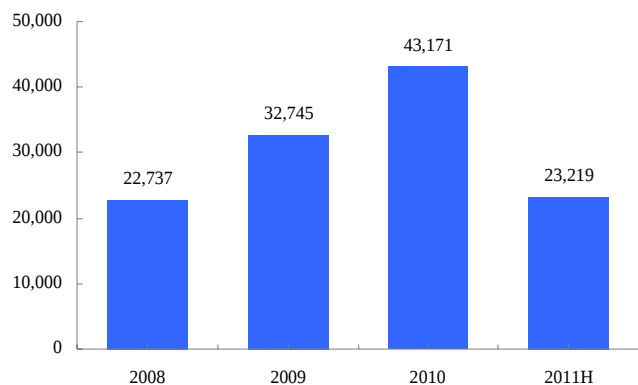


数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

2. 主业分析

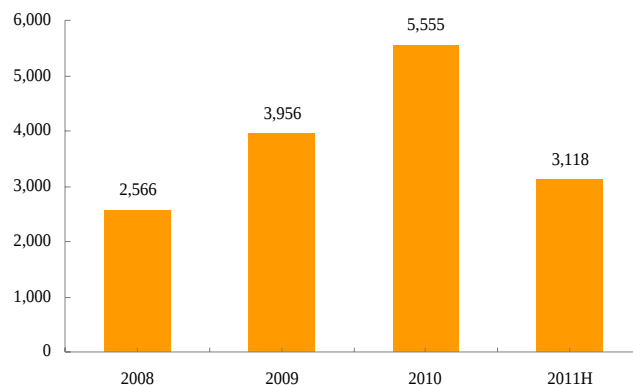
公司近三年来销售收入和利润维持较高的增速。08-10 营收为 2.27/3.27/4.32 亿, CAGR 达到 37.79%, 净利润 0.26/0.39/0.55 亿, CAGR 达到 47.14%。

图 2: 2008—2011H 主营业务收入 (万元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

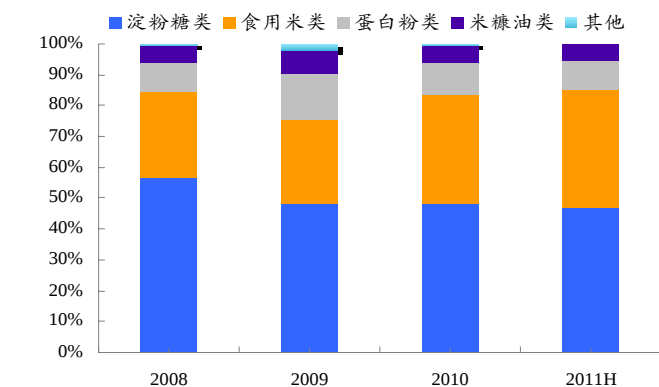
图 3: 2008—2011H 净利润 (万元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

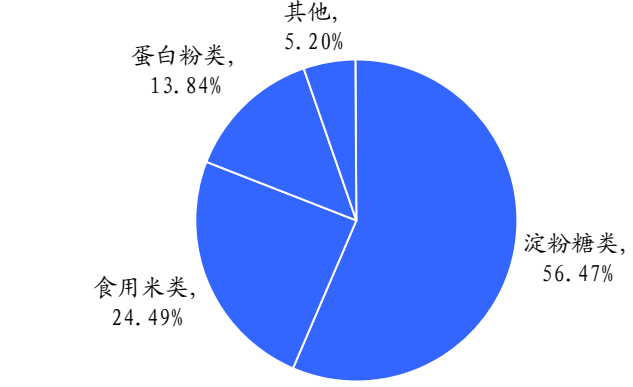
公司营业收入来自于淀粉糖类和食用米类产品的销售, 08-10 年两者合计占比 84%, 75%, 84%。同时也是公司毛利的主要贡献者, 2010 年合计贡献毛利占比达 81%。

图 4: 2008—2011H 主营业务构成



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

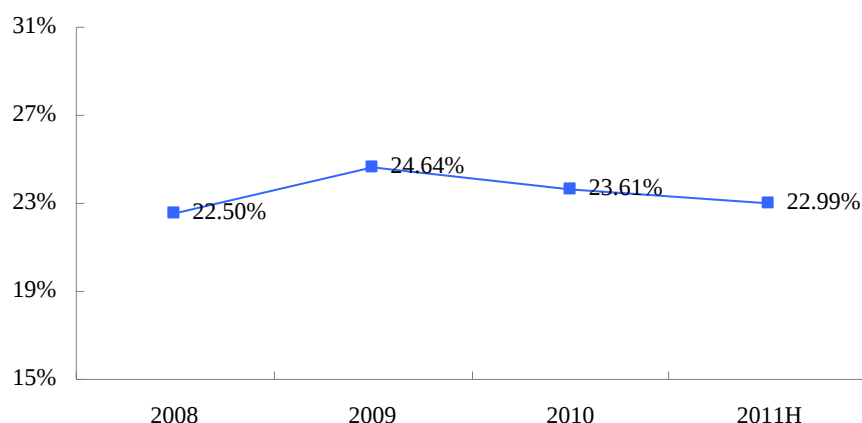
图 5: 2010 年毛利构成



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

公司近三年综合毛利率较为稳定, 为 23%左右。主要系公司核心产品淀粉糖类产品原材料为大米, 相比玉米和蔗糖生产, 原材料价格相对稳定。且公司采用循环经济模式提升原材料综合利用率, 同时领先的仓储能力加强了公司的成本控制能力, 使得综合毛利率高于行业平均水平。

图 6: 2008-2011H 毛利率变化



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

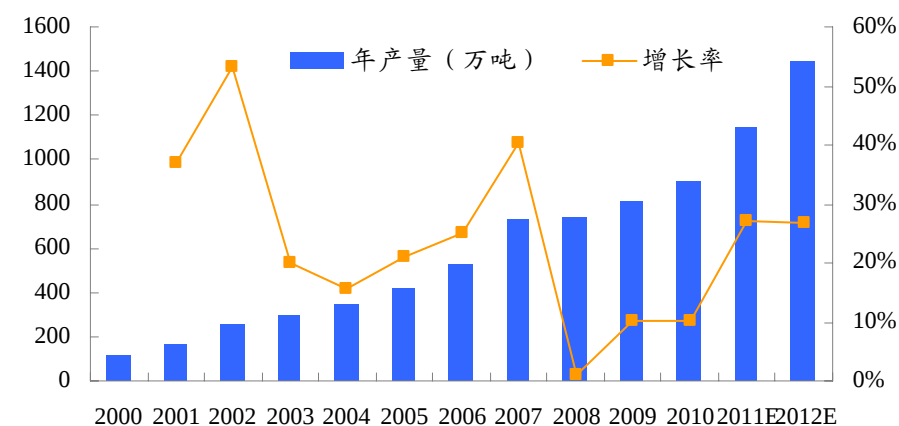
3. 行业概况

3.1. 消费升级和产品替代使得大米淀粉糖市场前景广阔

随着消费升级将带动人均糖类消费支出和含糖食品消费量快速增长。中国是世界第三大食糖消费国, 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, 明显低于 22.7 公斤的世界人均消费水平。食糖消费具有较大提升空间。食品工业中含糖食品 2002-2010 年复合增速达到 20%-30%。

蔗糖消费的增长带动了淀粉糖的增长。目前我国淀粉糖占食糖总消费量的比重不足 30%, 美国日本等国淀粉糖消费都占比 50% 以上, 存在较大的提升空间。2000 年-2009 年, 我国淀粉糖年产量的年复合增长率约为 24%, 远高于同期 GDP 增速。根据中国发酵工业协会淀粉糖分会数据, 2000-2010 年间, 我国淀粉糖年产量复合增速约 23%。预计到 2011、2012 年产量将分别增长到 1144 万吨、1450 万吨, 年产量增长率将保持在 20% 以上。

图 7 中国市场淀粉糖年产量及增长率



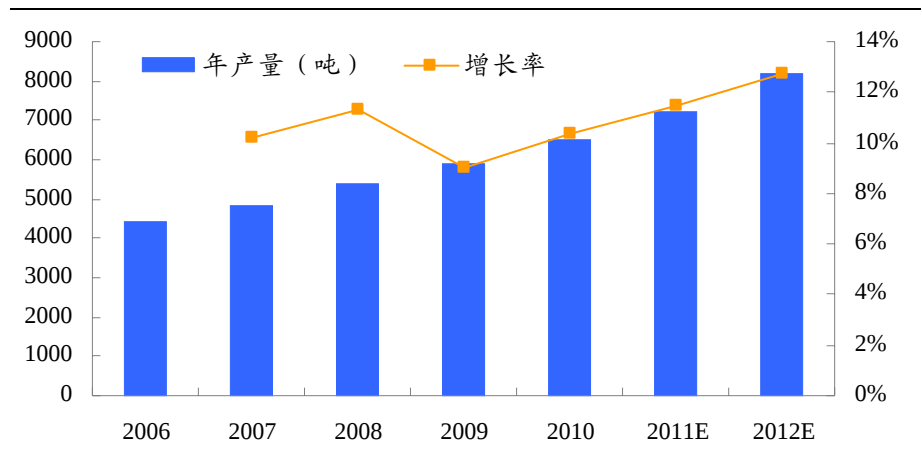
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3.2. 蛋白粉、米糠油行业稳步增长，前景可期

食用级大米蛋白粉由优质食用蛋白，氨基酸组成平衡合理，其营养价值可与鸡蛋、牛乳相媲美。另外，大米蛋白是低抗原性蛋白，食用后不会产生过敏反应，对生产婴幼儿食品十分有利，世界上很多国家都有婴幼儿大米蛋白营养粉出售。大米是唯一可以免于过敏试验的谷物。婴幼儿、老年、特殊人群用大米蛋白食品在市场上正呈普及之势。

我国大米蛋白粉行业的市场竞争程度较低。目前以大米为原料生产蛋白粉的厂家较少，大米蛋白粉行业市场竞争温和，且国内大米蛋白粉生产厂家主要以饲用蛋白粉为主，食品级蛋白粉的生产厂家较少。

图 8 中国大米食品级蛋白粉年产量及增长率



数据来源: 汉鼎资讯, 国泰君安证券研究

米糠被誉为“天赐营养源”，目前，国内对米糠的加工利用主要是生产米糠油。稻米初加工的副产品中 8% 左右为米糠，是稻谷加工过程中得到的最宝贵的副产品。米糠中不仅含有约 18% 的丰富油脂，而且含有大量的营养物质，集中了稻米中 64% 的营养素。

稻米糠油行业市场竞争程度较小，产品处于供不应求状态。目前米糠油生产企业相对较少，市场竞争程度较小。我国米糠油的行业增速约为 12%。根据有关咨询分析，2006-2012 年中国米糠油年产量、年需求量复合增长率分别为 11.6%、6.4%。

4. 竞争优势

4.1. 循环经济模式

公司采用循环经济模式，延伸了稻米深加工的产业链，与同类公司相比，获得了较多的高附加值产品，有效降低各类产品的生产成本，提升公司整体盈利能力。

4.2. 地理位置优越

公司地处湖南省，是稻谷主要生产地带，年产量在 2800 万吨左右。同时发达的大米加工业带来了每年 200 万吨左右的碎米产量。公司两大主

要原材料稻谷和碎米都能得到充分的供应。同时公司作为长江以南最大的淀粉糖企业，生产销售以湖南，广东，湖北为主，贴近销售主要产区，使得公司的运输成本较低。

4.3. 技术优势

稻米深加工产业链设计生产线较多，对生产工艺要求各不相同，公司自成立以来对科研重视，努力发展生产工艺，将碾米，谷物化学，生物工程，机电，空气动力等技术改进运用，融合成适合自身企业发展的工艺流程。

5. 募投项目

此次 IPO 募集资金拟投向四个项目，投资总额接近 3.8 亿元，主要用于产能进一步扩张以及相关产品的升级。随着下游食品工业，医药工业，化工等领域的发展，公司的产能趋于饱和。“循环经济型稻米精深加工”募投项目的建设，使得公司产能能够得到快速扩张，将提升对上下游企业的议价能力，而产能扩张带来的大量副产品也为进一步深加工提供了原料。

“5000 吨食用级大米蛋白粉”和“3000 吨精纯米糠油”项目将使得公司在目前生产饲用蛋白粉，毛糠油的基础上，进一步加工得到高附加值产品“食用级大米蛋白粉”和“精制米糠油”。提升未来公司的盈利能力。

表 2：募投项目收益预计

项目名称	投资总额	建设期	达产后年均 销售收入	达产后年均净 利润
循环经济型稻米精深加工	24,058	1	59,275	9,827
5000 吨食用级大米蛋白粉	9,653	1	15,697	4,202
3000 吨精纯米糠油技改项目	2,593	1	6,308	1,107
稻米生物科技研发中心建设	1,621			
募投项目合计	37,925		81,280	15,136

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

6. 盈利预测及估值

关键假设：

预计 11-13 年营收增长为：21%，26%，25%，净利润增速为：16%，25%，27%。产品主要毛利率维持相对稳定，主要产品淀粉糖 11-13 年毛利率分别为：28.1%，28%，28%。

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	328	434	526	663	828
营业成本	247	330	405	507	629
税金及附加	0	1	2	2	3
销售费用	10	12	16	20	25
管理费用	19	24	29	36	46

EBIT	52	66	75	97	126
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
财务费用	10	12	4	6	10
营业利润	42	53	71	91	115
所得税	4	6	7	8	11
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	40	56	64	83	105

预计公司 2011-13 年营业收入为 5.26, 6.63, 8.28 亿元, 实现净利润 0.64, 0.83, 1.05 亿元, EPS 为: 0.96/1.23/1.56 元。建议询价区间为: 24-27 元, 对于 11 年 PE 为: 25X-28X。上市首日定价区间为: 28.8-32.4 元。

作者简介:

秦军:

执业资格证书编号: S0880511010013

电话: 021-38676768

邮箱: qinjun@gtjas.com

秦军

北京大学经济学硕士

西安交通大学工学学士

傅佳琦:

执业资格证书编号: S0880511080004

电话: 021-38674635

邮箱: fujiqi008094@gtjas.com

同济大学理学学士/爱丁堡大学生物医学研究型硕士, 2009 年度加入国泰君安销售交易部, 现从事农业行业研究。

翟羽佳 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111090077

电话: 021-38674941

邮箱: zhaiyujia@gtjas.com

毕业于中国科学技术大学近代物理系, 理学学士, 工学硕士。2011 年加入国泰君安研究所。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		