

公司研究

新股研究

建议询价区间： 25.83-29.52 元

销售网络优势决定未来业绩成长

——佳隆股份(002495)新股研究

核心观点

询价结论：

预计公司10年、11年全面摊薄每股收益为0.65元和0.82元。相关行业可比上市公司09年平均市盈率为48.9倍，10年平均市盈率为37.1倍。考虑到行业成长空间和公司销售网络优势，我们认为公司对应11年合理市盈率估值区间在35倍-40倍，预计公司二级市场的合理价格为28.70元-32.80元之间，建议一级市场询价为区间25.83元-29.52元。

主要依据：

公司主营业务为鸡粉、鸡精产品的研发、生产和销售。2008年，公司鸡粉、鸡精销售量合计居行业前三位，综合市场占有率达7%，是我国鸡精、鸡粉行业第一民族品牌企业；公司优势产品鸡粉销售量全国排名第二，市场占有率达19%。2009年，公司鸡粉、鸡精合计产能1.2万吨，本次发行新股募集资金将用于新增鸡粉产能1.2万吨、鸡精产能0.8万吨，公司年产能将达到3.2万吨。

根据中国调味品协会《中国鸡精、鸡粉行业研究报告》预测，2012年鸡精、鸡粉总销售量将达到36.40万吨，公司募投项目达产后的年产量占未来市场总销售量的比例仅为8.79%，消化新增产能具备良好的市场基础。

04年公司开始营销改革，06年在河南实施营销渠道下沉战略，经销商优胜劣汰考核，逐步改革原有省级总经销制度，将原来二、三级分销商升级为直接客户。公司将继续实施“渠道下沉”策略，将可以快速复制的成功市场开发模式逐步向其他地区拓展，从而实现鸡粉、鸡精产品“推广一片、成熟一片”的快速扩张。营销改革推动公司业绩近3年持续高增长。

风险提示：

1、市场竞争风险；2、二、三线城市和农村市场培育的风险；3、主要市场集中于餐饮市场的风险；4、技术被替代的风险。

基础数据

总股本(万股)	10400.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	2.36
每股净资产(元)	2.39
建议询价区间(元)	25.83-29.52

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	234.62	293.79	369.62	542.24
同比增速(%)	32.85%	25.22%	25.81%	46.70%
净利润(百万)	57.09	67.48	85.62	126.19
同比增速(%)	37.17%	18.19%	26.89%	47.38%
EPS(元)	0.55	0.65	0.82	1.21

研究员： 王明德
 电话： 010-84183372
 Email: wangmingde@guodu.com
 执业证书编号： S0940200010025
 研究员： 徐昊
 电话： 010-84183293
 Email: xuhao@guodu.com
 执业证书编号： S0940210060003

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 公司此次发行概况

公司名称	广东加隆食品股份有限公司
公司简称	加隆股份
发行地	深圳
发行日期	2010-10-20
申购代码	002495
发行股数(万股)	2600
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	10400
每股收益(2009)年	0.75
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.55
发行前每股净资产(元)	2.72

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

2、公司概况

公司主营业务为鸡粉、鸡精产品的研发、生产和销售。2008 年, 公司鸡粉、鸡精销售量合计居行业前三位, 综合市场占有率达 7%, 是我国鸡精、鸡粉行业第一民族品牌企业; 公司优势产品鸡粉销售量全国排名第二, 市场占有率达 19%。2009 年, 公司鸡粉、鸡精合计产能 1.2 万吨, 本次发行新股募集资金将用于新增鸡粉产能 1.2 万吨、鸡精产能 0.8 万吨, 公司年产量将达到 3.2 万吨。

中国调味品协会《中国鸡精、鸡粉行业研究报告》显示, 在欧美等发达国家, 鸡精、鸡粉产品的消费量已占鲜味调味品总量的 80%以上, 而我国鸡精、鸡粉与味精作为鲜味调味品的消费比例截至 2008 年底尚不足 1:9。虽然现阶段味精在我国调味品行业中的市场规模较大, 是最主要的鲜味调味品, 但作为第三代鲜味调味品的鸡精、鸡粉产品优势明显, 市场认同度正快速提升, 市场地位的相对弱势表明未来市场发展空间的广阔, 因此, 鸡精、鸡粉在调味品行业中的地位将有望逐步提升。

根据中国调味品协会预测, 2012 年鸡精、鸡粉总销售量将达到 36.40 万吨, 公司募投项目达产后的年产量占未来市场总销售量的比例仅为 8.79%, 顺利消化新增产能具备较为良好的市场基础。

2004 年起, 公司开始摸索经销模式改革, 在原有省级总经销的模式下, 依托各地办事处积极协助地区级分销商进行市场的开发, 重点培育地区级等二、三级分销网络, 使之成为公司营销网络的重要组成部分。2006 年起, 公司以河南省为试点开始进行经销模式改革, 实施营销渠道下沉战略, 实行经销商优胜劣汰考核, 逐步改革原有省级总经销制度, 将原来二、三级分销商升级为直接客户, 并不断开拓其他市、县级空白市场。

销售网络改革带来公司业绩在 07 年至 09 年持续高增长。未来几年, 公司将继续实施“渠道下沉”计划, 将可以快速复制的成功市场开发模式逐步向其他地区拓展, 从而实现鸡粉、鸡精产品“推广一片、成熟一片”的快速扩张。销售网络优势将持续推动公司业绩增长。

表 2: IPO 募投项目

项目名称	总投资(万元)	建设期(年)
2万吨鸡精、鸡粉生产基地	17837	1
技术研发中心建设	3278	1
市场营销网络建设	2772	1
合计	23877	

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

3、盈利预测

表 3：加隆股份盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	17,660.00	23,461.99	29,378.84	36,961.85	54,223.69
营业收入(万元)	17,660.00	23,461.99	29,378.84	36,961.85	54,223.69
营业总成本(万元)	13,393.56	17,579.82	22,105.44	27,521.17	40,049.15
营业成本(万元)	11,299.02	14,748.69	18,722.69	23,231.65	33,801.38
营业税金及附加(万元)	80.28	140.12	176.27	221.77	325.34
销售费用(万元)	950.50	1,235.86	1,521.82	1,958.98	2,873.86
管理费用(万元)	984.30	1,274.02	1,498.32	1,955.28	2,846.74
财务费用(万元)	78.78	121.62	126.33	103.49	151.83
资产减值损失(万元)	0.68	59.51	60.00	50.00	50.00
其他经营收益(万元)					
公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(万元)	4,266.44	5,882.17	7,273.40	9,440.68	14,174.54
营业外收入(万元)	777.48	774.50	700.00	700.00	700.00
营业外支出(万元)	183.30	0.00	100.00	150.00	150.00
利润总额(万元)	4,860.62	6,656.67	7,873.40	9,990.68	14,724.54
所得税(万元)	698.63	947.61	1,125.90	1,428.67	2,105.61
净利润(万元)	4,162.00	5,709.06	6,747.51	8,562.01	12,618.93
少数股东损益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4,162.00	5,709.06	6,747.51	8,562.01	12,618.93
全面摊薄每股收益(元)	0.40	0.55	0.65	0.82	1.21

数据来源：国都证券研究所

4、估值定价

表 4：可比上市公司估值表

股票代码	公司名称	09EPS	10EPS	09年 PE	10年 PE
600305.SH	恒顺醋业	0.22	0.39	76.83	43.73
002365.SZ	永安药业	0.93	1.07	35.23	30.73
002286.SZ	保龄宝	0.44	0.56	61.68	48.85
600298.SH	安琪酵母	0.78	1.04	48.13	35.95
平均		0.59	0.76	48.90	37.12
002295.SZ	佳隆股份	0.55	0.65		

数据来源：Wind，国都证券研究所

预计公司 10 年、11 年全面摊薄每股收益为 0.65 元和 0.82 元。相关行业可比上市公司 09 年平均市盈率为 48.9 倍，10 年平均市盈率为 37.1 倍考虑到行业成长空间和公司销售网络优势，我们认为公司对应 11 年合理市盈率估值区间在 35 倍-40 倍，预计公司二级市场的合理价格为 28.70 元-32.80 元之间，建议一级市场询价为区间 25.83 元-29.52 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 ± 5%之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com