

2010-10-15

佳隆股份 002495.SZ

受益于行业高速增长的鸡精鸡粉第一民族品牌

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ 鸡精、鸡粉行业的第一民族品牌：

公司是我国鸡精、鸡粉行业的第一民族品牌企业，主要从事鸡粉、鸡精产品的研发、生产和销售。2009年、2010年上半年公司分别实现鸡精鸡粉销售1.04、0.50万吨，分别实现鸡精鸡粉销售额1.89、0.97亿元。公司鸡精、鸡粉销售量合计居行业前三位，综合市场占有率达7%；其中公司的优势产品鸡精的销售量位居全国第二，市场占有率达19%。

◆ 受益于行业年均 25%以上的高速增长：

鸡精、鸡粉是具有丰富营养和味道鲜美的第三代调味品，是我国传统调味品向现代调味品转型的典型代表。05-08年我国鸡精、鸡粉年销量从8.2万吨快速提高至14.8万吨，年均符合增速达21.75%。随着人们健康饮食观念和消费升级需求的日益提升，未来鸡精、鸡粉对味精的替代速度将逐步加快，预计未来5-10年我国鸡精、鸡粉产品年销量将可能达到50万吨以上，年均符合增速高达25%。公司作为行业内技术领先、品质优异、营销网络健全的标杆企业，必将享受行业的高速增长。

◆ 全产业链优势和差异化营销优势明显：

作为业内极少数掌握关键半成品生产技术和工艺的企业之一，公司成本优势明显，因而能以中档的价位提供中高档的产品，充分享受价格优势。另外，在营销方面，公司实施差异化营销战略，专注于餐饮行业领域，绕开外资巨头的核心市场一线城市，形成了以二三线城市为主的精细网络。同时公司不断进行市场细分化、扁平化运作，不断下沉营销渠道，一级经销商数量从06年末的88家激增到10年6月的668家。随着公司营销渠道的进一步扁平化，我们预计未来三年公司销售收入将实现近30%的年均复合增长。

◆ 募投项目解决产能瓶颈

本次上市募集资金主要投向于新建年产2万吨鸡精、鸡粉生产基地建设项目、技术研发中心建设项目和市场营销网络建设项目。募投项目达产后，公司鸡精、鸡粉的生产能力将由目前每年1.2万吨提高到3.2万吨。公司过去两年产能严重不足，产能利用率超过100%，募投项目的投产将彻底解决公司的主要发展障碍，预计12年公司的销售收入将比09年实现翻倍以上的增长达到5亿元左右。

◆ 建议询价区间

按发行后股本摊薄计算，我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.61元、0.82元和1.21元。考虑到公司基本面水平、未来产能扩张情况及中小板上市公司的估值情况，我们认为公司的合理价值区间应为摊薄后2010年40-45倍的市盈率水平，预计公司合理价格为24.40-27.45元，建议一级市场的询价区间为26.84-30.20元。

业绩预测和估值指标

年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	177	235	275	352	501
净利润(百万元)	42	57	63	86	125
每股收益	0.40	0.55	0.61	0.82	1.21
每股净资产	1.16	1.79	8.65	9.35	10.39
ROE	34.61%	30.66%	7.01%	8.81%	11.61%

合理申购价格 26.84-30.20 元

预计上市合理价 24.40-27.45 元

询价开始日期 9月13日

分析师：

张力扬(S0930209060206)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人：

李卓

021-22169079

lizhuo_yjs@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	26
发行后总股本(百万股)	104
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-10-20
主承销商	国信证券股份有限公司
主要股东	林平涛
第一大股东持有比例(%)	28.85%

募股资金投向

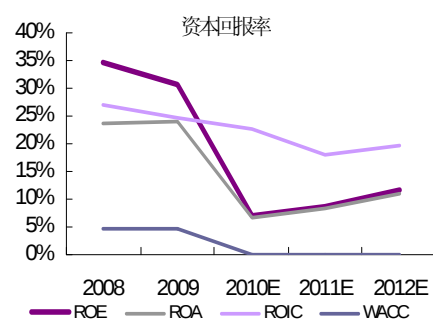
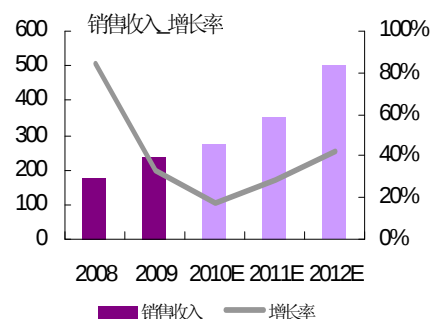
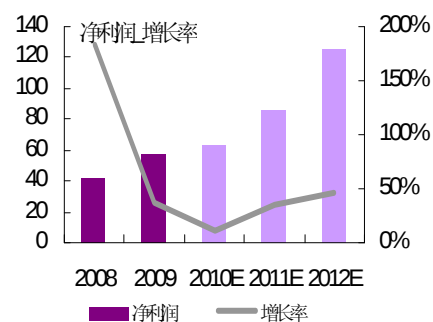
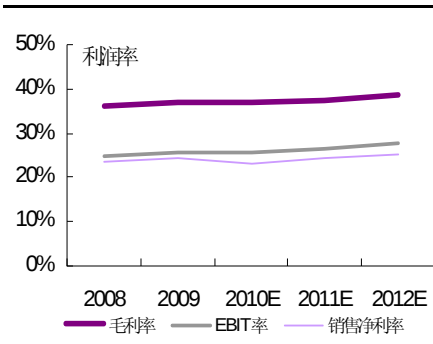
项目名称	金额(百万元)
2万吨鸡精、鸡粉生产基地建设项目	178.37
技术研发中心建设项目	32.78
市场营销网络建设项目	27.72
总金额	238.88

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	177	235	275	352	501
营业成本	113	147	174	220	306
折旧和摊销	0	18	6	9	14
营业税费	1	1	2	2	3
销售费用	10	12	14	18	25
管理费用	10	13	14	18	26
财务费用	1	1	-3	-7	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	43	59	73	100	146
利润总额	49	67	73	100	146
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	41.62	57.09	63.00	85.67	125.45

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	177	236	937	1,021	1,150
流动资产	111	149	805	749	792
货币资金	44	51	693	606	587
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	30	40	47	60	86
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1	2	2	3	4
存货	18	35	42	55	80
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	53	59	96	211	287
无形资产	12	20	19	18	17
总负债	56	50	38	49	70
无息负债	36	30	38	49	70
有息负债	20	20	0	0	0
股东权益	120	186	899	972	1,081
股本	73	78	104	104	104
公积金	10	41	675	687	706
未分配利润	38	67	121	181	270
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	24	44	60	69	92
净利润	42	57	63	86	125
折旧摊销	0	18	6	9	14
净营运资金增加	23	50	16	38	75
其他	-41	-81	-26	-64	-122
投资活动产生现金流	-12	-29	-50	-150	-100
净资本支出	-12	-20	50	150	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-9	-100	-300	-200
融资活动现金流	30	-7	633	-6	-10
股本变化	8	5	26	0	0
债务净变化	20	0	-20	0	0
无息负债变化	-6	-6	8	11	21
净现金流	43	7	642	-87	-18

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	84.62%	32.85%	17.02%	28.11%	42.42%
净利润增长率	183.97%	37.17%	10.35%	35.99%	46.44%
EBITDA 增长率	95.75%	80.48%	-2.06%	33.43%	49.66%
EBIT 增长率	95.75%	38.17%	17.86%	31.46%	49.95%
盈利能力 (%)					
毛利率	36.02%	37.14%	36.80%	37.55%	38.82%
EBITDA 率	24.60%	33.43%	27.98%	29.14%	30.62%
EBIT 率	24.60%	25.59%	25.77%	26.45%	27.85%
税前净利润率	27.52%	28.37%	26.74%	28.39%	29.19%
税后净利润率 (归属母公司)	23.57%	24.33%	22.95%	24.36%	25.05%
ROA	23.55%	24.15%	6.72%	8.39%	10.91%
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.61%	30.66%	7.01%	8.81%	11.61%
经营性 ROIC	27.10%	24.59%	22.54%	17.84%	19.67%
偿债能力					
流动比率	1.97	2.96	21.36	15.39	11.35
速动比率	165.03%	226.59%	2025.94%	1426.29%	1021.26%
归属母公司权益/有息债务	6.01	9.31	-	-	-
有形资产/有息债务	8.21	10.81	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.40	0.55	0.61	0.82	1.21
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.16	0.24
每股经营现金流	0.23	0.42	0.57	0.66	0.89
每股自由现金流(FCFF)	0.27	0.24	0.01	-0.94	-0.38
每股净资产	1.16	1.79	8.65	9.35	10.39
每股销售收入	1.70	2.26	2.64	3.38	4.82

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。