

洽洽食品：炒货行业的领军企业

洽洽食品询价定价报告

报告关键点：

- 坚果炒货行业呈现持续快速增长态势；
- 行业龙头，市场占有率行业领先；
- 品牌优势突出；
- 快速供应链管理提升竞争力。

报告摘要：

- **坚果炒货行业呈现持续快速增长态势：**在我国国民经济持续快速增长、人民消费水平不断提高的背景下，我国坚果炒货行业呈现持续快速增长的态势。据统计，2005-2009年坚果炒货行业销售收入分别为197亿元、218亿元、244亿元、280亿元、322亿元，年复合平均增长率为13.06%。
- **行业龙头，市场占有率领先：**洽洽食品作为坚果炒货行业的龙头企业，综合实力强，规模优势明显。公司是业内唯一一家销售规模上十亿元的大型企业，综合市场占有率行业排名第一。
- **品牌优势突出：**公司成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌，在国内市场取得绝对的领先地位。2006年，“洽洽”商标在中国品牌研究院公布的中国100最具价值品牌排行榜上名列第88位，品牌价值18.22亿元。2006-2008年，洽洽品牌连续位居“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。公司是业内唯一一家在国际市场具有较强影响力的企业，2009年国际市场销售额突破5,000万元。
- **快速供应链管理提升竞争力：**公司拥有业内先进的销售管理系统（DCMS），实现客户订单自助在线提交，极大提升了订单处理效率和精度，动态管理客户订单与库存状况，不断降低渠道成本、优化渠道效率；计划和采购部门按照“以销定产”的原则，基于历史销售数据、系统中订单情况和未来订单预测，滚动安排生产计划和安全库存策略；生产部门拥有业内领先的机械化、自动化和信息化水平，主要产品类别可保证收到客户订单后24-72小时内出货。
- **募投项目增强竞争力：**募集资金投资项目的实施将优化公司的生产基地布局，增强公司快速响应和服务市场的能力，建立优质原料供应的长效机制，提升生产自动化及信息化水平，从而不断增强公司的核心竞争力，确保公司能够抓住行业整合的机遇，不断提高公司产品市场份额，巩固和提升公司行业龙头地位。
- **盈利预测和定价分析：**我们预测公司2011、2012和2013年的销售收入将分别实现增长17.90%、14.30%和17.00%，摊薄后的EPS分别为0.99、1.23和1.46元。目前A股食品饮料行业上市公司2010年的PE水平约为30-35倍。给予2011年（EPS=0.99）30-35 x PE，对应30.00-35.00元作为建议询价区间。考虑到上市首日一般存在一定的溢价，但近一个月由于市场调整，中小板上市公司首日的价格涨幅较小，因此我们预计上市首日的价格区间仍为30.00-35.00元。
- **风险提示：**食品饮料行业的竞争风险和食品安全问题的系统性风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,649.3	2,143.8	2,526.9	2,887.7	3,378.8
Growth(%)	-18.6%	30.0%	17.9%	14.3%	17.0%
净利润	107.2	161.7	218.0	272.9	321.8
Growth(%)	-2.6%	50.1%	29.7%	25.2%	17.9%
毛利率(%)	28.0%	27.3%	29.2%	29.5%	29.5%
净利润率(%)	6.1%	7.1%	7.8%	8.6%	8.6%
每股收益(元)	0.68	1.01	0.99	1.23	1.46
每股净资产(元)	2.76	3.83	13.96	15.32	16.93
净资产收益率(%)	25.9%	28.2%	7.8%	8.9%	9.5%
ROIC(%)	21.8%	32.5%	31.1%	33.7%	24.7%

建议询价区间：

30.00 - 35.00 元

上市首日定价区间：

30.00 - 35.00 元

报告日期：2011-02-16

发行数据

总股本(万股)	15,000
发行数量(万股)	5,000
网下发行(万股)	1,000
网上发行(万股)	4,000
保荐机构	国元证券股份有限公司
发行日期	2011-02-21
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

合肥华泰集团股份有限公司	65.00%
亚洲华海贸易有限公司	25.00%
合肥华元投资管理有限公司	10.00%
合肥华泰集团股份有限公司	65.00%
亚洲华海贸易有限公司	25.00%
合肥华元投资管理有限公司	10.00%

李铁

010-66581633
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450210010314

1. 公司概况

1.1. 公司业务概要

洽洽食品属于食品饮料的坚果炒货行业，专业从事坚果炒货类食品的生产和销售，目前主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、山核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品，适合不同消费群体食用。为满足现代社会消费多元化发展的需要，公司针对不同消费群体开发了各种类型的产品。主要产品如下表所示：

表1 洽洽食品分类概况

产品大类	具体产品	产品说明
葵花子	香瓜子	洽洽香瓜子使用多种香辛料调配，在保证产品具有瓜子香味的同时，有“多食不上火”的特点。
	原香瓜子	洽洽原香瓜子选用特定品种的葵花籽原料，经清理后进行连续炒制而成，使瓜子成品呈现出特有的香、酥、脆特点。
	凉茶瓜子	洽洽凉茶瓜子参考密制凉茶配方，在瓜子煮制过程中添加多种药食同源中草药，使消费者在品味瓜子香味的同时，能够体会到凉茶的味道。
	奶香瓜子	洽洽奶香瓜子添加多种香辛料和调味料，经煮制干燥而成，产品具有浓郁的奶香味、焦香味，产品还具有“多食不上火”的特点。
西瓜子类	小而香西瓜子	小而香是将西瓜子用猛火炒制之后配以秘制调配的香辛料，其独特而浓郁持久的香味正是该产品最大的特点。
	大片西瓜子	大片西瓜子外观亮丽、口味宜人，其独特的口味是由香辛料在煮汁时入味而成。瓜子呈黑色、亮泽、甜咸适中、风味突出、入味均匀，无焦糊味，外表干爽。
南瓜子	茶瓜子	茶瓜子系用茶汁煮制南瓜子而成，而配以茶汁煮制之后，更含有茶多酚等抗氧化物质，可以提高身体免疫机能。
	好南仁南瓜子	洽洽好南仁南瓜子，以多味中草药精心煮制，并采用独特的精烘焙工艺生产。
豆类	小南香	洽洽小南香系原味产品，最大程度地保留了其原有的营养成分。
	怪味豆	怪味豆系由蚕豆油炸后经多味糖浆包衣而成，糖浆的使用使得产品中的蛋白质、脂肪和碳水化合物三大营养要素平衡。
花生类	奶油香花生	花生有“长生果”之称，含有丰富的矿物质，尤其是红色皮衣含有丰富的铁。
	椒盐香花生	花生米炸透后，内部无软心，色泽金黄，而且炸得均匀，吃起来香、酥、脆。
	花生果	花生果是未去壳的花生煮制干燥而成，最大程度保留了花生的营养成分，并与香瓜子一样因其独特的煮制工艺而具有久食不上火的优点。
	怪味花生	怪味花生由花生裹粉、油炸后经糖浆拌料而成，糖浆的使用使得产品中的蛋白质、脂肪和碳水化合物三大营养要素平衡，是儿童味美、营养的食品。
高档坚果类	开心果	洽洽开心果采用自然不漂白的工艺，使产品具有“黄壳、紫衣、绿仁”的特性，最大限度保留了天然的营养价值。
	山核桃	洽洽山核桃选用野生成熟鲜果精制加工而成，其味香脆可口，富含多种营养。
	腰果	腰果又名鸡腰果、介寿果，因其坚果呈肾形而得名，为世界著名的四大干果之一。
	杏仁	杏仁是高级营养滋补品，含蛋白质 22.5%，且氨基酸比例平衡，最优氨基酸组合和其他植物蛋白的质量相当。

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司主营业务突出，报告期公司主营业务收入按产品类别核算的结构较为稳定，主要来源于葵花子与西瓜子类的生产销售，以上两者收入合计占到公司主营业务收入的 80% 以上。公司以市场需求为导向，坚持“以坚果炒货为核心，向休闲食品拓展”的方针，2010 年实现销售收入约 21.4 亿元，毛利约 5.85 亿元，毛利率达 27.36%。

根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会统计显示，本行业最近三年销售收入超过 10 亿元的大型企业只有洽洽食品一家；2007-2009 年度，洽洽食品每年销售收入全行业排名均居首位，综合市场占有率行业排名第一位。

1.2. 公司发展历史沿革及股权结构

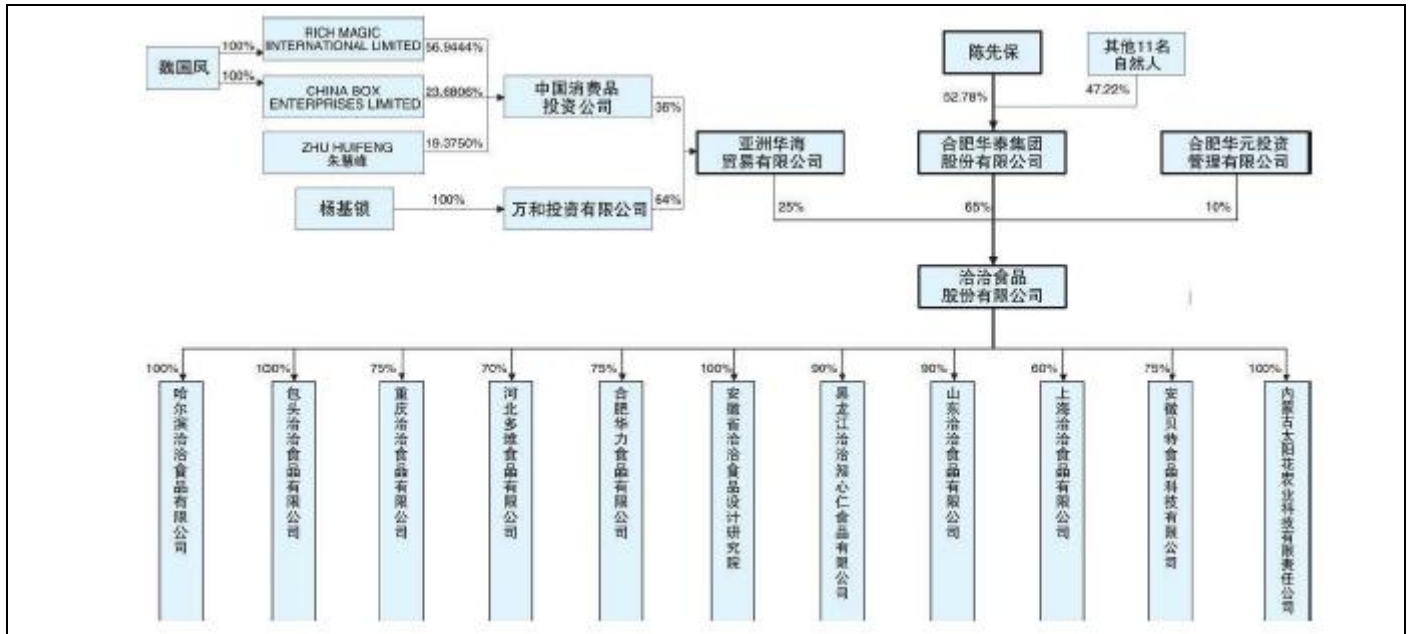
公司前身为安徽洽洽食品有限公司，成立于 2001 年 8 月 9 日，历经增资入股，以及股份制改造，最终发展成现在的洽洽食品股份有限公司。

表 2 公司历史及股权结构变化一览

时间	事件	备注
2001 年 8 月 9 日	公司前身 - 安徽洽洽食品有限公司设立。由华泰集团、亚洲华海分别以人民币 360 万元(75%)、人民币 120 万元(25%) 货币出资设立。	注册资本人民币 480 万元。
2002 年 12 月 24 日	第一次利润转增：公司 2001 年度未分配利润 810.49 万元人民币转增资本，转增后公司注册资本由 480 万元变更为 1,290.49 万元。	本次利润转增资本完成后，各股东的出资比例不变。
2003 年 12 月 16 日	第二次利润转增：将公司截至 2003 年 5 月 31 日的未分配利润中的 1,566.80 万元人民币转增资本，转增后公司注册资本由 1,290.49 万元变更为 2,857.29 万元。	本次利润转增资本完成后，各股东的出资比例不变。
2005 年 3 月 15 日	第三次增资：公司注册资本由 2,857.29 万元增加到 6,648.09 万元，其中华泰集团以实物资产评估作价 2,843.10 万元投入，亚洲华海以港币 900 万元（折合人民币 947.70 万元）投入。	本次增资完成后，各股东的出资比例不变。
2008 年 3 月 28 日	华泰集团将其持有的安洽公司 10%股权转让给合肥华元。	
2008 年 6 月 6 日	由华泰集团、亚洲华海、合肥华元作为发起人，以安洽公司截至 2008 年 3 月 31 日经审计的净资产 205,617,681.22 元按 1: 0.72951 的比例折成 150,000,000 股，整体变更设立股份有限公司。	整体变更后，公司注册资本为 15,000 万元。

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 1 发行前公司股权结构图



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

截至 2010 年 6 月 30 日，注册资本为 15000 万元。公司本次发行前股本总额为 15,000 万股，本次拟向社会公开发行 5,000 万股，占发行后总股本的 25.00%。发行股份及发行前、后股本变动情况如下：

表 3 发行前后股本变动情况

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	持股数量 (万股)	所占比例	持股数量 (万股)	所占比例
(一) 发行前股东				
华泰集团	9,750	65.00%	9,750	48.75%
亚洲华海	3,750	25.00%	3,750	18.75%
合肥华元	1,500	10.00%	1,500	7.50%
(二) 社会公众股	-	-	5,000	25.00%
合 计	15,000	100.00%	20,000	100.00%

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

1.3. 公司实际控制人及重要股东概况

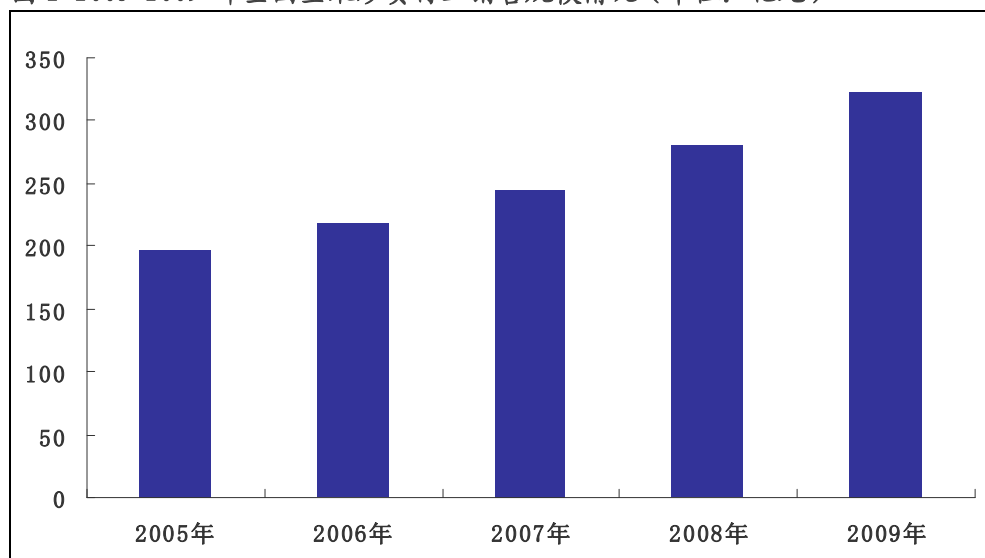
公司的实际控制人为陈先保先生，现任公司董事长。陈先保先生通过持有华泰集团 52.78% 股权间接持有公司 34.3% 股权，成为公司的实际控制人。

2. 消费升级、购买力提高是坚果炒货行业发展主推力

2.1. 行业概况

坚果炒货食品是以果蔬籽、果仁、坚果等为主要原料，添加或不添加辅料，经炒制、烘烤（包括蒸煮后烘烤）、油炸、水煮、蒸煮、高温灭菌或其他加工工艺制成的制品。随着经济的快速发展，消费者可支配收入的增加，消费观念的转变，消费者对休闲食品的需求有所提高，对于坚果炒货食品的口味、功能和健康等各方面的要求也越来越多，需求的多样化、差异化推动了坚果炒货行业的快速发展。近年来，在我国国民经济持续快速增长、人民消费水平不断提高的背景下，我国坚果炒货行业呈现持续快速增长的态势。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会出具的文件，2005-2009年坚果炒货行业销售收入分别为197亿元、218亿元、244亿元、280亿元、322亿元，年复合平均增长率为13.06%。

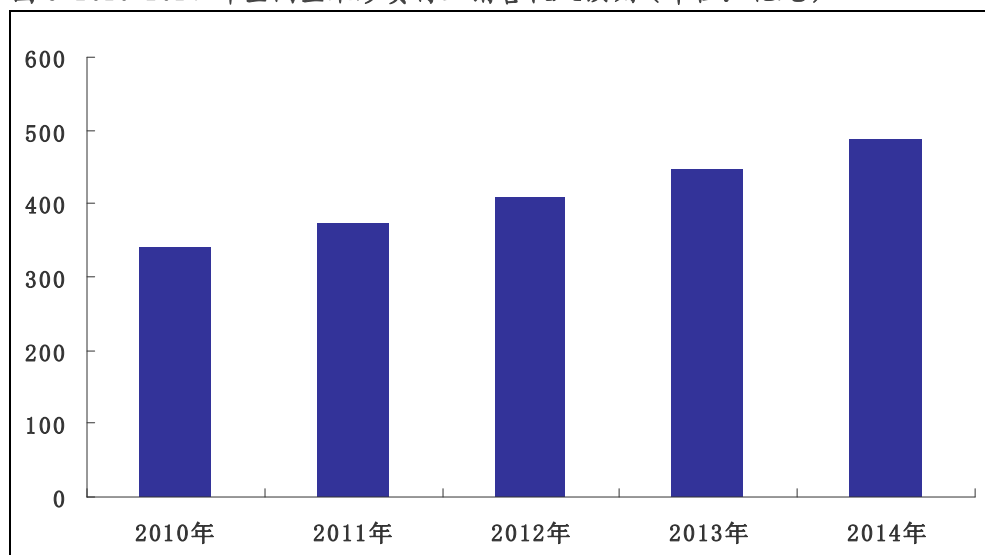
图 2 2005-2009 年全国坚果炒货行业销售规模情况（单位：亿元）



数据来源：中国食品协会坚果炒货委员会 安信证券研究中心

谨慎预计未来几年本行业将保持10%左右的增长速度，我国坚果炒货行业未来的市场从2010年的339.82亿元增长到2014年的487.93亿元。

图 3 2010-2014 年全国坚果炒货行业销售收入预测（单位：亿元）



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2.2. 消费升级、需求多样化和购买力提高是坚果炒货行业发展主推力

坚果炒货食品是受到我国各族人民喜爱的传统食品，将成为21 世纪最具潜力的营养休闲食品之一。未来坚果炒货行业的发展潜力主要来自以下三个方面：第一，伴随人们生活水平的提高和营养知识的普及，市场消费向高端化发展，为产业升级和品牌企业提供发展潜力；第二，伴随人们对品质要求的提高，市场消费呈现多样化的发展态势，人们对多种坚果炒货食品均表现出极大的消费热情，形成了传统坚果炒货与高档坚果共同发展，大众产品与高端产品共存，产品线不断细分、延伸的局面；迫切需要根据不同人群进行市场细分，开发不同类型、口味的细分产品，这为坚果炒货生产企业扩大销售规模、培育更多主导产品、开发新产品提供了广阔的市场空间。第三，未来一段时期，我国国民经济将继续快速增长，消费水平将逐步提高，在大城市消费量平稳增长的前提下，坚果炒货的消费区域将逐步延伸到中小城市及农村，我国广阔的消费市场和日益增长的消费能力必将进一步推动我国坚果炒货产业的持续快速发展。

2.3. 行业竞争格局

我国坚果炒货行业属于完全竞争的市场，截至2009年末国内共有规模不等的生产企业近500家，并已形成了若干全国性品牌和区域品牌主导市场的销售局面，其中洽洽食品作为我国现代炒货行业的领军企业，一直专注于坚果炒货行业，产品品类齐全，营销网络覆盖全国，市场竞争地位绝对领先。

按照销售规模大小分类，本行业企业可以划分为销售收入超10亿元、1-10亿元、1亿元以下三大梯队企业。目前，本行业销售收入超过10亿元的大型企业只有洽洽食品一家，销售收入在1-10亿元的企业主要有真心、正林、徽记、阿明、天喔、大好大等。目前，洽洽食品已经成为国内坚果炒货行业的龙头企业，尤其是在品牌地位和企业规模方面具有绝对的竞争优势，是行业内唯一一家销售收入上十亿元的坚果炒货企业。从细分产品、区域市场方面分析，本公司目前主要竞争对手为安徽真心食品有限公司、四川徽记食品产业有限公司、兰州正林农垦食品有限公司、上海三明食品有限公司等。

表 4 竞争对手产品特点

竞争对手	竞争对手主要产品
真心食品	主要从事食品炒货的加工与销售。
徽记食品	主要产品有“徽记”牌煮瓜子、生瓜子，“徽记”牌花生、怪味胡豆，“好巴食”牌蛋苕酥、南瓜酥、胡萝卜酥等。
正林农垦	主要产品是西瓜子，是中国市场上成立较早的品牌瓜子生产企业。
三明食品	主要产品从原有的香瓜子、西瓜子、白瓜子、桃仁、花生果、坚果类等传统炒货类食品，发展到现今鸭肫肝、牛肉干、牛肉丝、鱼片、蜜饯、糖果等各类中高档的休闲食品。

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

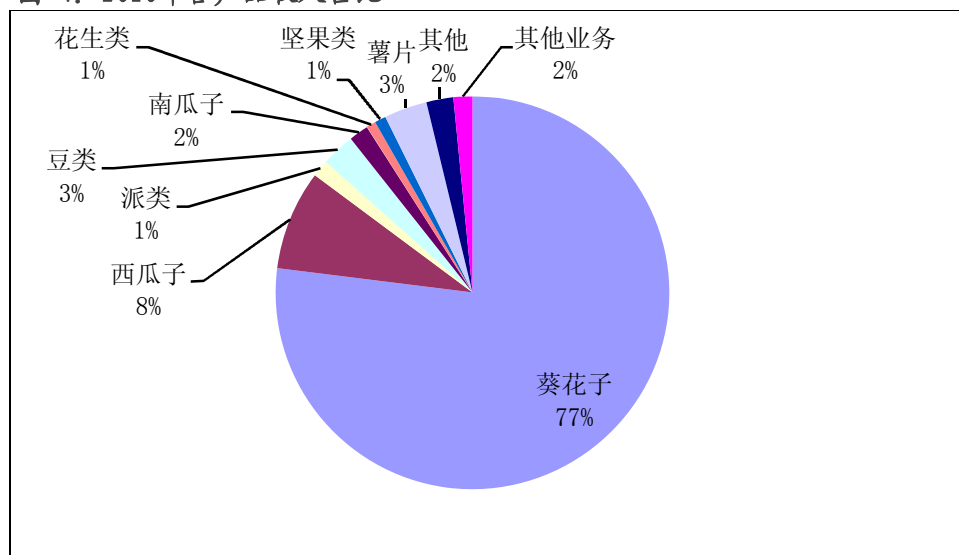
3. 公司的竞争优势

3.1 品牌优势突出

公司自成立以来就高度重视品牌发展战略，坚持生产一流产品、塑造一流品牌的发展方针，凭借优质的产品和服务，产品深得广大消费者认可，在市场上树立了良好的声誉，成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌，在国内市场取得绝对的领先地位。2002 年，“洽洽”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。2006 年，“洽洽”商标在中国品牌研究院公布的中国100 最具价值品牌排行榜上名列第88 位，品牌价值18.22 亿元。2006-2008 年，洽洽品牌连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。

公司先后在中央电视台、《榜上有名》、《欢乐总动员》等知名栏目投放广告，“洽洽，快乐的味道”等广告语获得了良好的推广效果。公司推出了文化卡片，在葵花子产品包装袋内放入了图文并茂的卡片，让消费者在品尝瓜子的同时，还可以了解历史人物和赏析诗词，更好地享受到休闲的乐趣，这一策略很好地诠释了洽洽品牌的文化内涵，使公司休闲食品品牌的形象更加突出。公司是业内唯一一家在国际市场具有较强影响力的企业，2009 年国际市场销售额突破5,000 万元。

图 4：2010年各产品收入占比

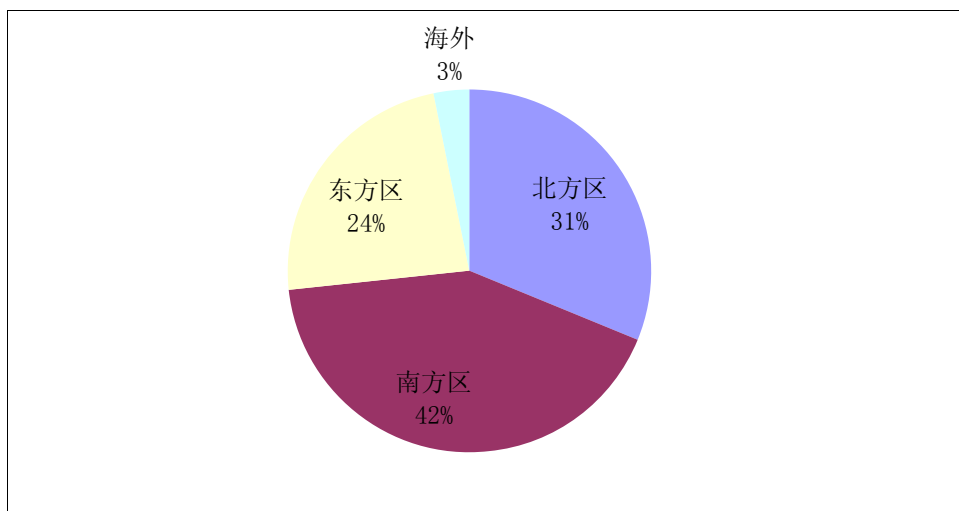


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3.2 全国性销售网络 终端掌控力强

公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，终端掌控能力强，市场反应速度快，销售渠道稳定、通畅。目前，本公司将全国市场划为21 个片区，有117 家办事处、1100 家专业经销商及4 家大型零售商。本公司拥有一支经验丰富的专业化营销队伍，并建立了一整套完善、行之有效的营销管理体系和营销模式。特别是通过良好的激励机制，造就了一支责任心强、执行力强、忠诚度高的优秀销售管理团队，保证了公司销售业绩的稳步发展。依靠强大的销售网络，本公司不仅保持了业内排名第一的销售规模，而且更为进一步扩大市场份额、不断推出新产品提供了保障。

图 5：2010 年主营业务收入地区分布情况



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

3.3 行业龙头，规模优势明显

目前我国坚果炒货行业企业众多，规模普遍偏小，较难形成规模效益。公司作为坚果炒货行业的龙头企业，综合实力强，规模优势明显，先后荣获了“中国农产品加工企业 50 强”、“中国食品工业百强企业”、“中国食品工业质量效益先进企业奖”等称号。本公司是业内唯一一家销售规模上十亿元的大型企业，综合市场占有率行业排名第一。公司凭借规模化的生产和良好的成本控制，各项效益指标行业领先，具备较强的抗风险能力。

成本效益优势

在采购成本控制方面，对原料主要采取集中采购的方式，首先进行种植资源调查，然后进行具体分析和预测，再制订原料价格预算控制及考核激励措施；同时，对辅料及包装材料采购实行严格的招投标制度，从源头上控制采购成本。在生产环节，利用 ERP 系统中的生产制造模块与生产成本的三级核算方法，将成本指标层层分解，责任到人，严格控制上下道工序的生产成本；同时，积极推进作业标准化工作，通过多种管理手段提高公司内部生产效率，减少不必要的流程；此外，充分依靠先进的科学技术，不断提高生产设备的机械化、自动化水平，降低生产成本。在各项费用管理方面，建立了严格的预算管理和费用报销审批制度，将各项成本费用控制在较低水平。

快速供应链管理优势

公司拥有业内先进的销售管理系统（DCMS），实现客户订单自助在线提交，极大提升了订单处理效率和精度；计划和采购部门按照“以销定产”的原则，基于历史销售数据、系统中订单情况和未来订单预测，滚动安排生产计划和安全库存策略；生产部门拥有业内领先的机械化、自动化和信息化水平，主要产品类别可保证收到客户订单后 24-72 小时内出货；销售部门通过销售管理系统（DCMS）动态管理客户订单与库存状况，不断降低渠道成本、优化渠道效率。

本公司在引领行业技术创新、标准化、新产品开发等方面取得了较好的成果，创造了行业内多个第一，将坚果炒货制造方法“变炒为煮”，开发建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线，参与制定了国内第一个地方标准。本公司拥有专利 36 项，其中发明专利 2 项，实用新型 8 项；牵头起草了国家标准 1 项、行业标准 5 项，荣获了安徽省科技进步奖 2 项、合肥市科技进步一等奖 1 项。

3.4 产品的技术创新优势

公司在引领行业技术创新、标准化、新产品开发等方面取得了较好的成果，创造了行业内多个第一，将坚果炒货制造方法“变炒为煮”，开发建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线，参与制定了国内第一个地方标准。本公司拥有专利 36 项，其中发明专利 2 项，实用新型 8 项；牵头起草了国家标准 1 项、行业标准 5 项，荣获了安徽省科技进步奖 2 项、合肥市科技进步一等奖 1 项。

4. 公司经营模式简介

4.1 采购模式

原材料的采购是本公司采购工作的核心，主要采用供应商采购的模式。公司分别于每年的 5-6 月份和 8-9 月份进行原料种植资源调查，对全国主要原料种植品种、面积、总产量和质量水平进行详细了解，制订切实可行的采购策略，保证采购到足够的优质原料。公司建立了灵活的采购定价机制，结合掌握的全国当年原料种植状况及各区域实际情况，制订市场化的采购价格和质量奖罚制度，同时在采购旺季，采购人员遍布全国各主要产区，动态掌握市场价格和质量信息，并通过先进的信息化手段及时反馈公司，为公司采购决策提供基础。此外，公司还积极开发新的采购渠道和方式，如在

全国原料采购区域建立自行设置的收购网点、在全国原料批发市场建立贸易基地、电子商务网上采购以及加快海外原料资源开发等，以增强公司对原料市场的掌控能力和快速反应能力。

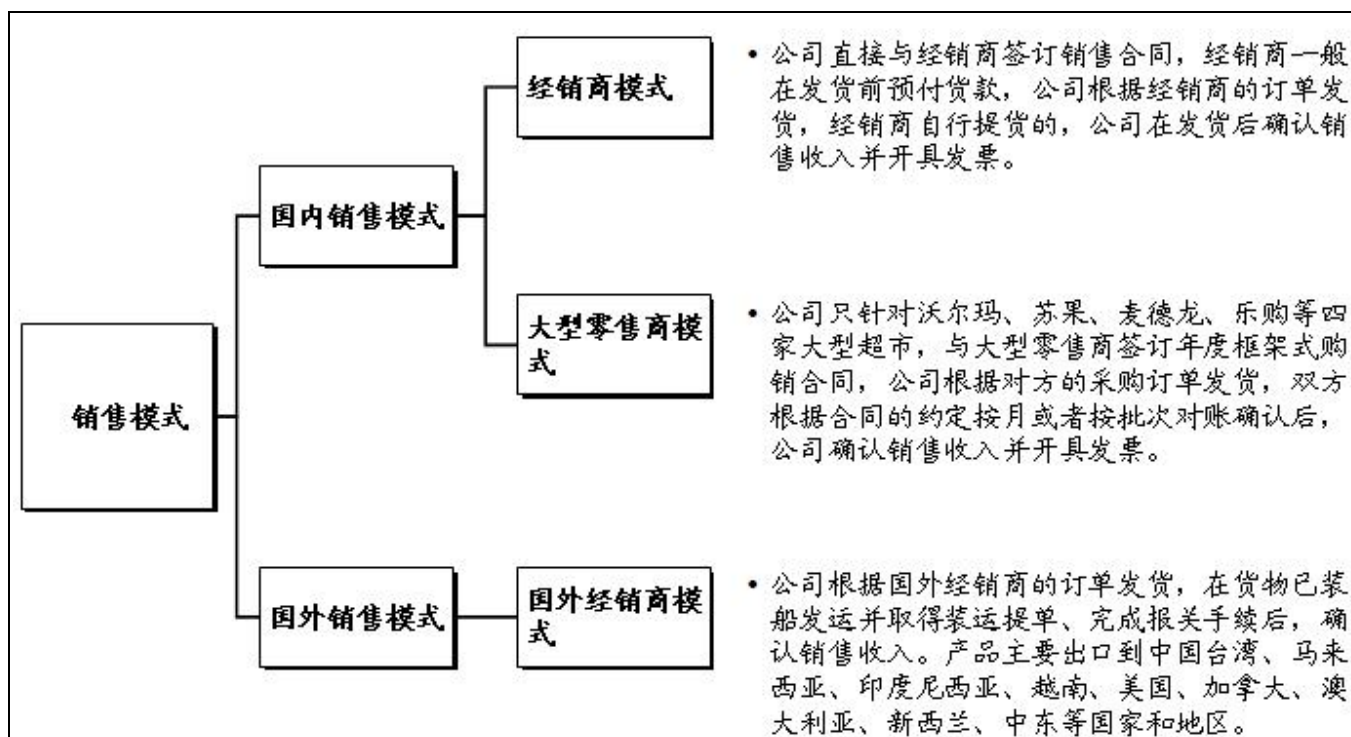
4.2 生产模式

坚果炒货类食品作为快速消费品，消费者对其新鲜度有较高要求，因此公司始终坚持“以销定产”的生产模式，根据市场需求合理组织生产，严格控制库存，确保产品新鲜度。本公司主要以自有生产设备进行原辅材料加工，经过风选、手选、煮制、烘干等程序制造不同类型的产品。目前，本公司除在合肥设有生产基地外，在内蒙古、重庆、黑龙江、山东等地也设有生产基地。今后，本公司将按照贴近目标销售市场的原则，在主要原料种植基地和销售市场就近建设新的生产基地，不断优化公司生产布局，更好地满足市场需求。

4.3 销售模式

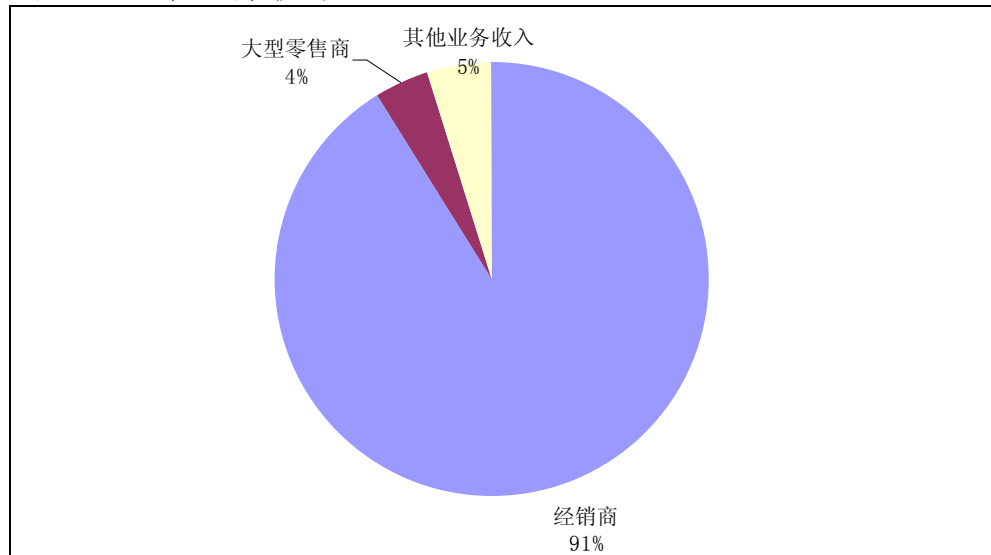
公司国内的销售客户分为经销商和大型零售商两种，国外的销售客户是国外经销商。针对不同的客户，公司采取不同的销售模式。

图 6：公司销售模式汇总



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

图 7: 2009年各销售模式收入占比



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

5. 募投项目分析

本次募集资金将按轻重缓急投资于下列项目，项目预计总投资为52,004.90万元:

表 5: 募集资金项目

序号	项目名称	建设投资	流动资金	项目投资总额	项目批准情况
1	哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目	23,848.30	3,691.20	27,539.50	黑龙江省发展和改革委员会黑发改外资[2009]526号文核准
2	洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目	6,262.07	3,000.00	9,262.07	巴彦淖尔市发展和改革委员会巴发改服字[2008]630号文核准
3	洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目	11,266.20	938.40	12,204.60	合肥市发展和改革委员会发改核[2008]345号文核准
4	洽洽食品股份有限公司供产销全流程业务信息平台建设项目	2,998.73	-	2,998.73	合肥市发展和改革委员会发改核[2008]344号文核准
	合计	44,375.30	7,629.60	52,004.90	-

数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

本次募集资金运用将全部围绕主业进行，将优化公司的生产基地布局，增强公司快速响应和服务市场的能力，建立优质原料供应的长效机制，提升生产自动化及信息化水平，从而不断增强公司的核心竞争力，确保公司能够抓住行业整合发展的机遇，不断提高公司产品的市场份额，巩固和提升公司行业龙头地位。

- 在葵花子类产品的主要原料产区建厂，将优化公司的生产基地布局，不仅能够解

决原料运输和产品销售的反向物流问题，有效控制和平衡采购、销售供货环节的物流成本，提高公司主导产品的生产能力，而且多品种组合生产供应市场，将缩短公司产品供应市场空间距离和时间，保证为各地消费者供应新鲜产品，增强公司在当地及周边地区消费市场的快速响应能力，更好地满足市场的需要。

- 在葵花籽主要原料产区建设原料基地，将建立优质原材料供应的长效机制，从根本上确保公司产品“保鲜”战略的落实，提高公司葵花籽原料供应的质量和原料存储的安全性。
- 对部分非葵花类产品进行工艺技术提升及自动化改造，提高非葵花类产品的生产效率和产能，能够满足消费者多样化的市场需求，为落实公司主导产品多样化发展的战略奠定坚实基础。此外，实现葵花子类产品纸塑包装的自动化，将提高包装效率，节省大量的人工，能够提高公司供应链响应速度和效率，更好地满足今后公司销售规模不断扩大的需要。
- 开发适合快速消费品行业和公司管理需要的全业务流程信息平台，将实现各种业务信息资源的充分调配和共享，有利于公司业务流程优化，提高公司的整体协作水平和工作效率，增强公司的综合竞争力。

6. 盈利预测与定价分析

考虑到公司在行业中的龙头地位，参考公司的发展规划和募投项目产能释放，我们谨慎地预测公司未来3年葵花子瓜子等主要炒货销量的增速高于行业近年平均增速2个百分点达到15%。另外，公司在2009年进行了大幅提价后，我们预计公司未来几年提价幅度有限，幅度为基本冲抵原料上涨的压力，基本维持产品原盈利水平，公司综合毛利率的提升受益于整体产品结构的升级。

表6 公司主要产品盈利预测（销量：吨，销售额：元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
葵花子类						
销量	103150	78392	101214	116396	128036	143400
销售额	1439561400	1212978168	1651149100	1993762538	2258932956	2656505156
西瓜子类						
销量	8811	6092	6381	7338	8439	9705
销售额	188951895	150434735	176154300	184962015	251950633	304230389
豆类						
销量	6785	2826	3908	4689	5392	6471
销售额	86848000	39921066	59567100	75054546	88902110	112016658
南瓜子类						
销量	2426	1486	1053	1159	1275	1402
销售额	71918770	45826236	34372300	38943816	44123343	49991748
花生类						
销量	2145	987	867	953	1049	1154
销售额	37159980	17897059	16698300	19286537	21851646	25238651
派类						
销量	6693	3338	1956	1956	1956	1956
销售额	94270905	50056648	29328500	30212141	30816384	31740876
坚果类						
坚果销售额	49833600	25906200	19754000	20741700	21778785	22867724
薯片类						
薯片销售额			75872000	79665600	82055568	85337791

数据来源：安信证券研究中心

预计公司 2011、2012 和 2013 年的销售收入将分别实现增长 17.90%、14.30% 和 17.00%，摊薄后的 EPS 分别为 0.99、1.23 和 1.46 元。目前 A 股食品饮料行业上市公司 2010 年的 PE 水平约为 30-35 倍。给予 2011 年 (EPS=0.99) 30-35 x PE，对应 30.00-35.00 元作为建议询价区间。

考虑到上市首日一般存在一定的溢价，但近一个月由于市场调整，中小板上市公司首日的价格涨幅较小，因此我们预计上市首日的价格区间仍为 30.00-35.00 元。

表 7 A 股近一个月中小企业板首日涨跌幅

股票代码	简称	上市日期	发行价	收盘价	涨跌幅%
002545	东方铁塔	2011-02-11	39.49	41.17	4.25
002546	新联电子	2011-02-11	33.80	46.40	37.28
002542	中化岩土	2011-01-28	37.00	35.92	-2.92
002543	万和电器	2011-01-28	30.00	28.03	-6.57
002538	司尔特	2010-01-18	26.00	23.94	-7.92
002539	新都化工	2011-01-18	33.88	29.60	-12.63
002540	亚太科技	2011-01-18	40.00	34.50	-13.75
002541	鸿路钢构	2011-01-18	41.00	38.31	-6.56
002535	林州重机	2011-01-11	25.00	29.00	16.36
002536	西泵股份	2011-01-11	36.00	38.58	7.17

数据来源: Wind 安信证券研究中心

7. 风险提示

原材料价格波动风险

葵花籽、西瓜籽、南瓜籽等农副产品是公司生产产品的主要原材料，2007 年度、2008 年度、2009 年度、2010 年瓜子类原材料成本分别占公司生产成本的 65.91%、66.60%、69.45%和 70.18%。原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响。如果原材料价格上涨，而产品售价保持不变，产品毛利率水平将会下降，会对本公司的经营业绩产生不利影响。

原材料采购不足的风险

公司生产所需原材料的主要种植地区为内蒙古、东北、新疆等地区，在募投项目实施后，公司产能将迅速扩大，对原材料的需求大幅增加。原材料的种植面积和产量受农民种植意愿和当地气候影响，因此，存在原材料采购数量不足的风险。

销售的季节性风险

公司主要产品为休闲食品，具有季节性的消费特点，销售旺季集中在春节、中秋、国庆、元旦等节假日前后。随着居民消费水平的提高，休闲食品有消费日常化的趋势，销售的季节性特征将趋于淡化。但如果在消费集中的旺季，公司不能准确把握市场，及时组织安排生产和调整库存储备，公司将面临部分产品准备不足失去商机或生产过剩造成积压浪费的季节性经营风险。

食品质量安全控制的风险

公司建立了在 ISO9001 和 HACCP 质量保证体系基础上的先进质量管理体系，形成了供方管理、入厂检测、在线检测、产品出厂检测、市场售中检测的全流程质量监控体系。公司自成立以来，在历次的国家级市场抽检中，产品质量均符合要求。尽管如此，如果公司的质量管理工作出现疏忽或因为其他原因发生产品质量问题，不但会产生赔偿风险，还可能影响公司的信誉和公司产品的销售，因此，公司存在由于产品质量安全控制出现失误而带来的潜在经营风险。

市场竞争风险

由于炒货行业具有进入门槛相对较低、传统生产工艺相对简单的特点，导致各地存在大量的生产销售规模较小、生产工艺落后、卫生条件较差的炒货生产企业。截至 2009 年末，国内共有规模不等的炒货企业近 500 家，也形成了若干家规模较大、实力较强、市场认知程度较高的品牌生产企业。但大量存在的中小企业产品的销售价格较低，品牌生产企业虽占据了较大的市场份额，但仍面临恶性竞争的风险。

募集资金投资项目风险

本次募集资金项目建成后，公司固定资产规模将扩大。尽管本次募集资金项目预期收益良好，但如果市场环境发生重大变化，募集资金项目的预期收益可能无法完全实现，公司存在因固定资产折旧费用增加而导致利润下降的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-2-14		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-18.6%	30.0%	17.9%	14.3%	17.0%
减: 营业成本	1,649.3	2,143.8	2,526.9	2,887.7	3,378.8	营业利润增长率	-9.4%	56.2%	39.4%	25.9%	17.2%
营业税费	1.7	2.6	3.0	3.5	4.1	净利润增长率	-2.6%	50.1%	29.7%	25.2%	17.9%
销售费用	248.9	282.0	333.6	381.2	446.0	EBITDA 增长率	-6.4%	38.3%	28.9%	22.1%	17.8%
管理费用	77.0	106.6	125.6	143.5	167.9	EBIT 增长率	-11.5%	43.2%	41.8%	16.6%	17.8%
财务费用	12.5	1.8	7.1	-16.8	-17.9	NOPLAT 增长率	-8.6%	39.1%	37.1%	15.8%	18.5%
资产减值损失	-2.1	0.3	0.6	0.4	0.6	投资资本增长率	-6.7%	43.4%	7.0%	61.7%	3.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	15.2%	38.7%	386.5%	9.8%	10.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	123.6	193.0	269.2	338.9	397.3	利润率					
加: 营业外净收支	9.0	6.0	-	-2.0	-	毛利率	28.0%	27.3%	29.2%	29.5%	29.5%
利润总额	132.6	199.0	269.2	336.9	397.3	营业利润率	7.5%	9.0%	10.7%	11.7%	11.8%
减: 所得税	25.4	37.3	51.1	64.0	75.5	净利润率	6.1%	7.1%	7.8%	8.6%	8.6%
净利润	107.2	161.7	218.0	272.9	321.8	EBITDA/营业收入	10.1%	10.7%	11.7%	12.5%	12.6%
						EBIT/营业收入	8.2%	9.1%	10.9%	11.2%	11.2%
资产负债表						运营效率					
货币资金	227.1	192.1	2,358.8	2,177.6	2,489.2	固定资产周转天数	50	42	36	47	58
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	47	44	55	56	54
应收账款	38.9	44.3	55.9	63.9	74.7	流动资产周转天数	159	119	278	381	347
应收票据	-	2.4	-	-	-	应收帐款周转天数	10	7	7	7	7
预付帐款	25.9	45.7	68.6	94.7	125.2	存货周转天数	84	71	81	81	80
存货	314.4	531.2	607.4	692.0	808.9	总资产周转天数	229	183	333	455	432
其他流动资产	-	-	-2.6	-2.8	-3.1	投资资本周转天数	113	103	106	126	135
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	25.9%	28.2%	7.8%	8.9%	9.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	11.1%	13.2%	6.3%	7.1%	7.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	21.8%	32.5%	31.1%	33.7%	24.7%
固定资产	251.0	248.2	257.5	503.8	576.6	费用率					
在建工程	3.3	46.4	18.6	184.9	74.0	销售费用率	15.1%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
无形资产	91.1	89.0	89.1	117.1	117.2	管理费用率	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	10.8	22.7	5.1	5.1	5.1	财务费用率	0.8%	0.1%	0.3%	-0.6%	-0.5%
资产总额	962.4	1,222.0	3,458.4	3,836.3	4,267.7	三费/营业收入	20.5%	18.2%	18.5%	17.6%	17.6%
短期债务	183.9	170.0	170.0	162.0	152.8	偿债能力					
应付帐款	172.4	264.3	271.9	309.7	362.0	资产负债率	57.0%	53.0%	19.3%	20.1%	20.6%
应付票据	40.0	38.3	44.1	68.6	80.2	负债权益比	132.7%	112.9%	23.9%	25.2%	26.0%
其他流动负债	123.1	145.9	185.9	236.6	291.5	流动比率	1.17	1.32	4.60	3.89	3.94
长期借款	-	-	-35.0	-35.0	-35.0	速动比率	0.56	0.46	3.69	3.00	3.03
其他非流动负债	29.3	29.7	29.7	29.7	29.7	利息保障倍数	10.90	107.66	38.78	-19.13	-21.17
负债总额	548.8	648.1	666.5	771.6	881.1	分红指标					
少数股东权益	39.3	48.5	69.2	95.1	125.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	150.0	150.0	200.0	200.0	200.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	224.3	375.4	2,522.7	2,769.6	3,060.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	413.6	573.9	2,791.9	3,064.7	3,386.5						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	107.2	161.7	218.0	272.9	321.8	EPS(元)	0.68	1.01	0.99	1.23	1.46
加: 折旧和摊销	32.7	38.1	19.5	39.1	46.0	BVPS(元)	2.76	3.83	13.96	15.32	16.93
资产减值准备	-2.1	0.3	0.6	0.4	0.6	PE(X)	44.4	29.6	30.4	24.3	20.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.9	7.8	2.1	2.0	1.8
财务费用	13.4	10.6	1.2	7.1	-16.8	P/FCF	-	-56.4	53.6	-25.4	24.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	2.7	2.1	2.4	2.1	1.8
少数股东损益	5.9	9.6	20.7	25.9	30.6	EV/EBITDA	27.9	20.5	13.7	11.8	9.5
营运资金的变动	190.8	-133.3	-32.7	-5.8	-39.7	CAGR(%)	36.5%	25.8%	21.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	286.4	103.1	233.2	315.7	341.3	PEG	1.2	1.1	1.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-49.6	-81.0	-0.1	-473.8	-0.1	ROIC/WACC	2.3	3.4	3.2	3.5	2.6
融资活动产生现金流量	-232.2	-34.1	1,957.9	8.8	8.7	REP	4.1	1.9	1.6	1.0	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034