

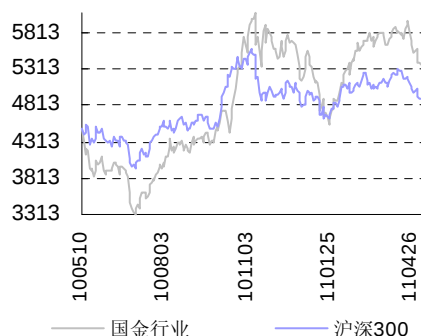
好想你(002582.SZ) 食品行业

新股研究

上市定价(人民币): 65.00 元
 目标价格(人民币): 61.42-71.65 元
 询价价格(人民币): 61.50 元
 长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	18.60
总股本(百万股)	55.20
国金食品指数	5376.50
沪深 300 指数	3121.40
中小板指数	6751.27



枣业大王 红遍中国

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.933	1.705	2.047	2.988	4.289
每股净资产(元)	3.54	5.05	19.90	21.99	25.42
每股经营性现金流(元)	-0.03	-0.75	1.25	1.46	2.43
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	107.87	132.45	140.83	140.83	140.83
净利润增长率(%)	38.10%	82.82%	60.51%	45.94%	43.54%
净资产收益率(%)	26.36%	33.74%	10.29%	13.59%	16.87%
总股本(百万股)	55.20	55.20	73.80	73.80	73.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **枣业大王:** 好想你是国内最大的红枣生产和销售企业, 公司目前红枣产能 16000 吨。目前公司红枣加工、销售居行业第一名, 市场占有率 1.8%。
- **红枣品类足以支撑百亿市值公司的诞生:** 红枣作为滋补休闲产品, 将充分受益于消费升级。礼品需求/保健需求/休闲需求三者将成为拉动行业持续实现产品和档次升级的三驾马车。
- **公司未来有较多的增长看点:** 红枣产品形成长产品线, 公司不断推出各种红枣系列产品, 如枣粉/枣酪/枣饮/枣干等, 任何一个系列产品都有可能形成新的消费热点。同时公司试图凭借“木本粮”的概念积极向其他果品拓展, 如推出核桃等坚果产品, 完善其中高端产品线。
- **渠道网络在发展中完善, 在发展中壮大:** 公司的营销网络尚处于粗放式管理阶段, 营销网络由 300 多家经销商和近 2000 家门店组成。目前公司正加大经销商及店长的培训, 增加直销比例及各主要市场管理人员, 公司渠道网络将在发展中完善并壮大。

风险提示: 食品质量稳定风险, 原材料成本上涨风险, 渠道管控风险。

盈利预测及投资建议

- 我们预计: 2011-2013 年公司收入为 10.48、15.36、22.69 亿元, 同比增长 59.5%、46.6%、47.7%, 净利润为 1.51、2.20、3.05 亿元, 同比增长 60.51%、45.58%、38.46%。全面摊薄后对应 EPS 为 2.047、2.980、4.127 元。考虑到公司较好的成长性, 结合同类公司估值水平及中小板整体估值水平, 建议给予公司 11 年 30-35 倍的估值, 目标区间为 61.42-71.65 元。

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况及投资要点	3
红枣行业龙头企业	3
竞争优势：品牌、品质、规范化管理先发优势与渠道相辅相成	4
红枣行业著名品牌	4
特许加盟模式：公司的快速增长的主要原因	4
受益农产品品牌化消费趋势，深加工枣品增长潜力巨大	6
行业高增长趋势不变	6
行业高度分散，品牌化经营空间大	6
政府税收优惠及补贴对净利影响较大	8
募投项目：扩产及渠道建设	8
盈利预测、股票估值和定价	8
风险提示	11
食品安全风险	11
原材料质量和价格波动风险	11
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

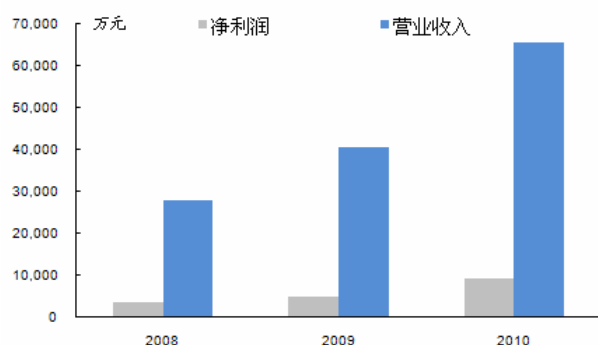
图表 1：销售收入及净利润实现快速增长	3
图表 2：健康情红枣和精品红枣是公司两大主力产品系列	3
图表 3：销售区域分布	4
图表 4：公司股权结构	4
图表 5：市场高度分散	5
图表 6：特许经营为最主要渠道	5
图表 7：全国专卖店分布情况	5
图表 8：红枣历史产量及未来产量预测	6
图表 9：行业产品结构以粗加工原枣为主	7
图表 10：深加工产品增长快速	7
图表 11：红枣行业规模及未来增长预测	7
图表 12：红枣制作工艺较为简单	7
图表 13：红枣行业利润率水平较高	7
图表 14：公司净利率水平处于快消品较高水平	8
图表 15：公司的 IPO 募投项目	8
图表 16：可比食品上市公司平均 11 年 PE 为 43.16 倍	9
图表 17：WACC 估值	9
图表 18：近期中小板发行平均 11 年 PE 为 31.46 倍	10
图表 19：销售分拆	12

公司概况及投资要点

红枣行业龙头企业

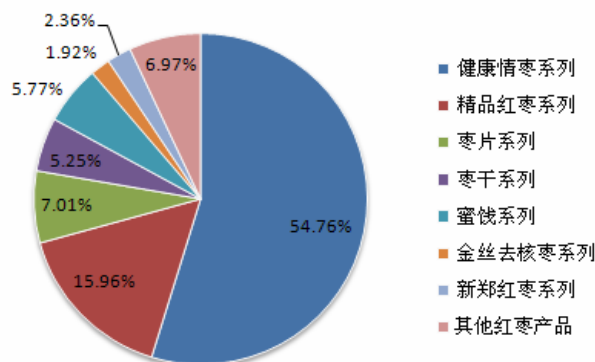
- 好想你是国内最大的红枣生产和销售企业，公司目前红枣产能 16000 吨。公司为农业产业化国家重点龙头企业、农业产业化行业十强龙头企业，主要从事红枣系列产品的研发、生产和连锁销售。公司已建立起比较完善的产品线，能生产十大系列 230 多个单品的产品。报告期内公司红枣加工、销售居行业第一名，市场占有率 1.8%。目前公司完成了原材料采购全国化、生产基地产区化、销售网络规模化的初步布局，公司步入高速成长轨道。
- 2010 年公司的营业收入和净利润分别达到 6.57 亿元和 9036 万元。报告期内，公司主营业务收入保持持续增长：08-10 年主营业务收入年均复合增长率 53.37%，净利润复合增长率达到 58.89%。公司目前行业市场占有率 1.8% 排名行业第一。
- 发行前公司总股本为 5520 万股，本次拟发行 1860 万股，占发行后总股本的 25.2033%。董事长石聚彬持股 56.6%。深创投、百瑞创投、秉原创投分别持股 6.3%、6.3% 和 1.6%。
- 红枣品类足以支撑百亿市值公司的诞生。红枣作为滋补休闲产品，将充分受益于消费升级。礼品需求/保健需求/休闲需求三者将成为拉动行业持续实现产品和档次升级的三驾马车。比如公司高档产品 10 年销售实现过半亿，价格为普通产品的 5-10 倍仍供不应求。10 年四季度一次性提价 40% 仍实现旺销就充分说明红枣消费升级潜力巨大。
- 公司未来有较多的增长看点：红枣产品形成成长产品线，公司不断推出各种红枣系列产品，如枣粉/枣酪/枣饮/枣干等，任何一个系列产品都有可能形成新的消费热点。同时公司试图凭借“木本粮”的概念积极向其他果品拓展，如推出核桃等坚果产品，完善其中高端产品线。
- 渠道网络在发展中完善，在发展中壮大。公司的营销网络尚处于粗放式管理阶段，由于渠道的急速扩张，管理难以细化（100 余销售人员要管理 300 多家经销商和近 2000 家门店）。我们认为渠道才是优秀消费品企业长治久安之本，未来公司尚需在扩张规模和管理质量间取得有机的平衡。目前公司正加大经销商及店长的培训，增加直销比例及各主要市场管理人员，公司渠道网络将在发展中完善并壮大。

图表1：销售收入及净利润实现快速增长



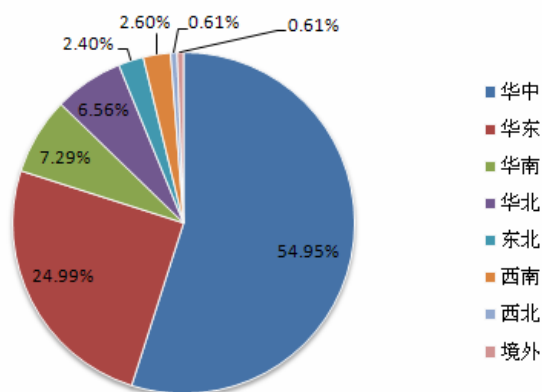
来源：国金证券研究所；招股说明书；

图表2：健康情红枣和精品红枣是公司两大主力产品系列



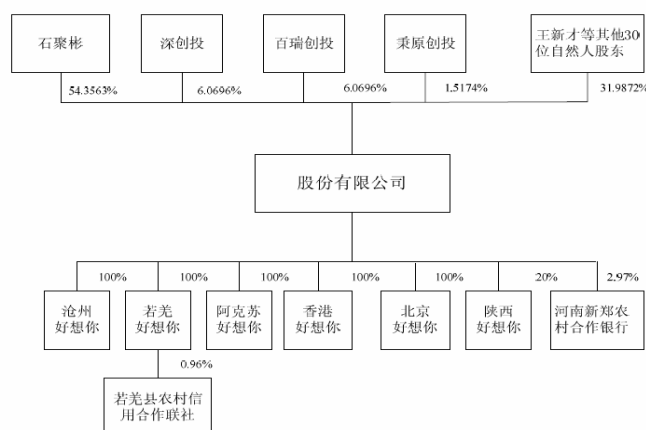
来源：国金证券研究所；招股说明书；

图表3：销售区域分布



来源：国金证券研究所；招股说明书；

图表4：公司股权结构



来源：国金证券研究所；招股说明书；

竞争优势：品牌、品质、规范化管理先发优势与渠道相辅相成

红枣行业著名品牌

- **红枣行业第一品牌，华中地区知名度高。**公司目前在消费者心目中形成了良好的形象，在红枣行业树立了良好的口碑，“好想你”品牌已深入人心，先后荣获了“河南省食品工业第一品牌”、“河南省著名商标”称号，2008年被国家农业部评为“中国名牌农产品”，2010年被国家工商总局商标局认定为中国驰名商标。广泛认可的自创品牌成为产品销售的强大助推器。另外，公司的红枣频繁遭到不法厂商假冒生产，也从侧面反映公司品牌的影响力，综合来看公司的红枣品牌优势显著。
- **产品品质优于散装品种。**根据我们的草根调研，公司的产品口感和包装上存在一定辨识度，消费者的消费动因中产品品质的影响不可忽略。在产品品质上形成偏好而产生的差异化将构成公司的竞争力之一。**产品明星产品风味认可较高。**通过对上海市10家经销商消费者的抽样调查，公司的产品风味存在一定辨识度，消费者的消费动因中“口味”的影响不可忽略。在产品口味上形成偏好而产生的差异化将构成公司的竞争力之一。
- **规范化管理的先发优势。**由于红枣在国内历史悠久，进入壁垒低。目前多达几千家的生产企业使得行业集中度较低；精细化深加工技术尚未普及，绝大多数企业仍采取自然晒制的传统方法。最大的缺点就是浆烂损失和营养损失严重，以及卫生标准难以达标。好想你你是红枣行业中率先规范化管理的企业，其通过自建的省级红枣工程技术中心和外联的红枣产品联盟为依托进行的产品研发，参照医药行业GMP标准进行规模化、标准化的安全生产，通过统一管理标准的1800家连锁专卖店及其他销售网络进行的品牌化营销，具有一定的先发优势。

特许加盟模式：公司的快速增长的主要原因

- **覆盖全国，华中华东市场为主。**从覆盖区域来看，公司的并没有明显的覆盖盲区，销售均有分布，华中和华南地区销售收入比重较大。
- **行业第一的经销商数目，以特许经销商为主快速扩张。**截至2010年12月31日，公司在全国283个城市开设了1,819家连锁专卖店，专卖店遍及全国大部分主要城市，近年来专卖店的数量正在高速增长，由2008年初479家迅速增加到2010年末的1,819家。公司通过特许经销合同对专卖店实现多方面的支持和严格的管理，专卖店要求统一布点、统一装修、统一工装、统一宣传、统一价位。相比商场超市渠道，通过连锁加盟的模式可以实现销售渠道的低成本快速扩张；另外，专卖店渠道销售回款及时，费用可控，应对市场的快速反应能力强，便于坚决贯彻执行公司意图和战略，是公司高速成长的主要因素之一。**通过对好想你公司15家华中和华东地区分销商的电话调研我们发现目前：经销商销售业绩大多数良好，个别大**

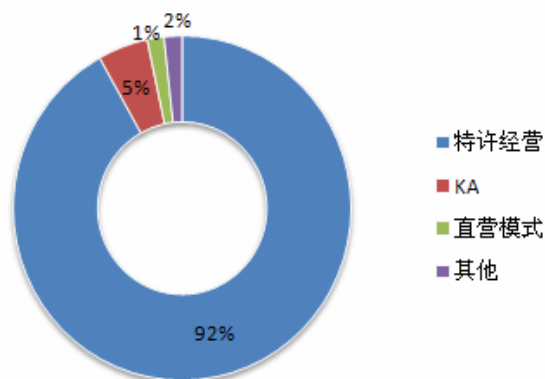
型门店销售量超过百万元。中小型门店销售量也超过 20 万元。高档次礼盒装产品需求量较大，说明品牌存在一定粘性和认知。

图表5：市场高度分散

企业名称	市场份额
好想你枣业股份有限公司	1.80%
山东鼎力枣业食品有限公司	1.20%
山西天骄食业有限公司	0.90%
沧州恩际生物制品有限公司	0.70%
山东裕华集团农业有限公司	0.50%
其他	94.60%

来源：国金证券研究所；招股说明书；

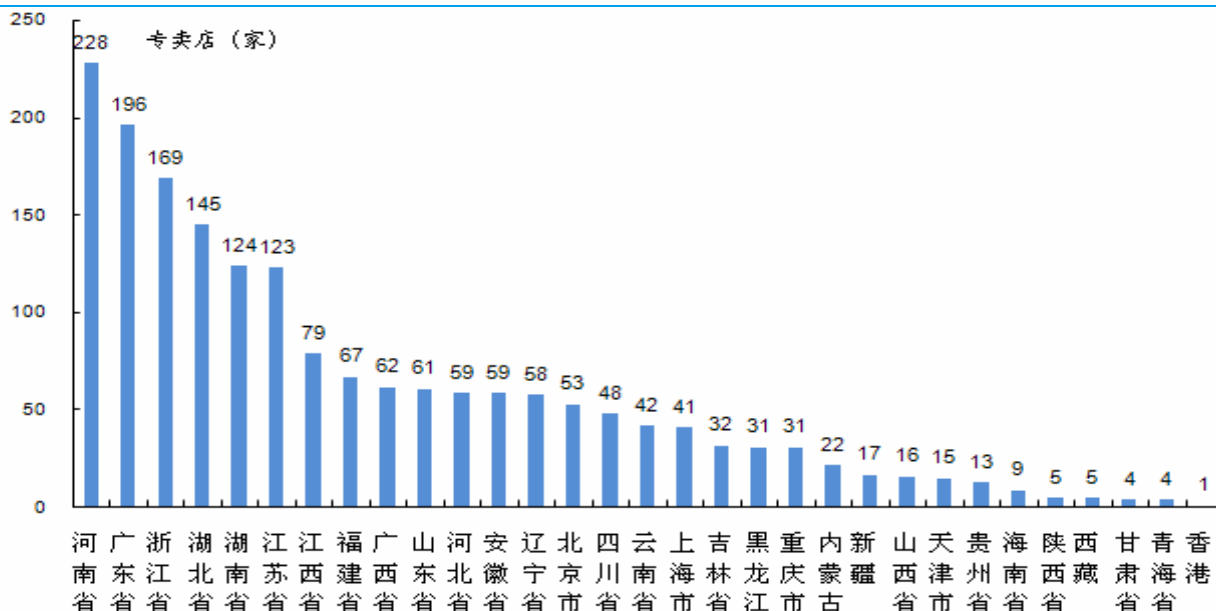
图表6：特许经营为最主要渠道



来源：国金证券研究所；招股说明书；

- **渠道建设模式单一，渠道控制能力不强。**2010 年通过特许经营模式实现的销售收入占总销售收入的比为 91.86%，通过商场超市模式实现的销售收入占总销售收入的比为 4.8%，通过直营模式实现的销售收入占总销售收入的比为 1.61%，其他方式实现的销售收入占总销售收入的比为 1.72%。加盟店是被特许经销商发展的独立店，在人、财、物上皆独立于公司，加盟店与公司的利益诉求并不完全一致，加盟店在贯彻公司意图、执行公司发展战略方面可能偏离公司目标，从而影响公司销售业绩，甚至影响公司品牌形象。因此加盟渠道对公司的管理和管控提出较高要求。
- **由于资金周转问题，KA 客户前期发展较少，未来将弥补短板。**由于商超由较长的汇款账期，公司受限资金瓶颈前期对商超渠道开发不足，此次发行成功将极大缓解公司资金周转瓶颈，加速其对商超渠道的开发。

图表7：全国专卖店分布情况



来源：国金证券研究所

受益农产品品牌化消费趋势，深加工枣品增长潜力巨大

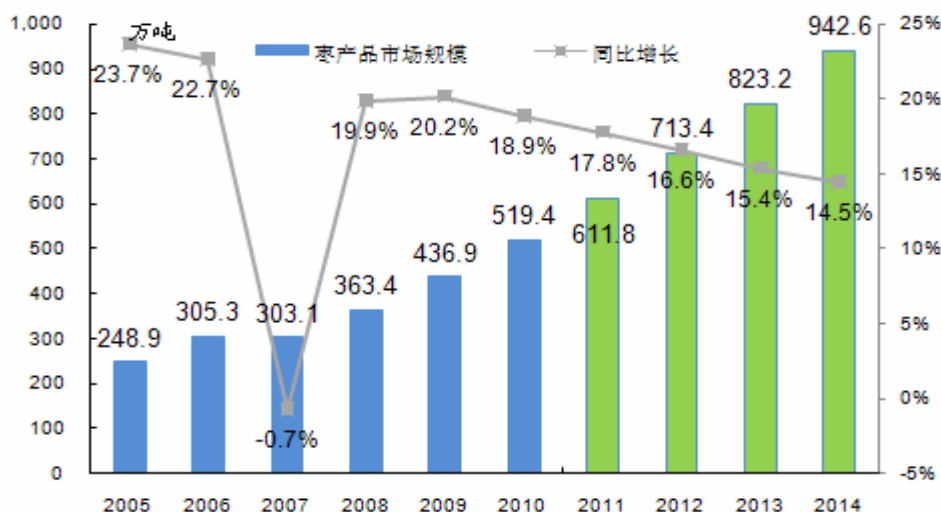
行业高增长趋势不变

- **优质枣产品供应量和市场对农产品需求升级需求的缺口，潜藏巨大商机。**尤其是市场上高档优质的枣产品比例较低，市场需求远大于供应量。据估计，2009年枣产品国内需求量约为500万吨左右，而枣产量只有436万吨，缺口达到60多万吨。未来枣产品的需求量将保持10%左右的年增长率，尤其是部分优良品种和高档深加工品，需求的增长率超过20%。从市场销售额来看，2005-2009年中国枣产品市场的复合增长率达到20.3%，市场处于快速增长期，这主要是得益于下游消费者的旺盛需求。
- **枣是药食同源的绝佳食品，行业具有食补、健康的理念符合消费升级的方向。**随着生活水平的大幅提高，“药补不如食补”的观念正深入人心并日益流行，人们对营养型果品及其加工品的需求必然会大幅度增加。在需求的带动下，未来枣产品市场仍有巨大的发展潜力。随着社会的进步人们越来越重视生活质量的提高，给枣类产品带来新的发展机会。随着国家经济的高速发展，人们收入的不断提高和生活质量的改善，对枣特别是优质枣及枣产品的需求将显著增长。
- **由于红枣产量稳定、市场需求巨大，所以短期供不应求现象不变。市场规模保持年平均增速12%的稳步增长，2011-2015年市场规模从300亿元增长到400-500亿元左右。**我们认为未来红枣行业会保持较高增速，行业发展潜力巨大，品牌化运营企业得益于行业的高速增长，发展潜力巨大。

行业高度分散，品牌化经营空间大

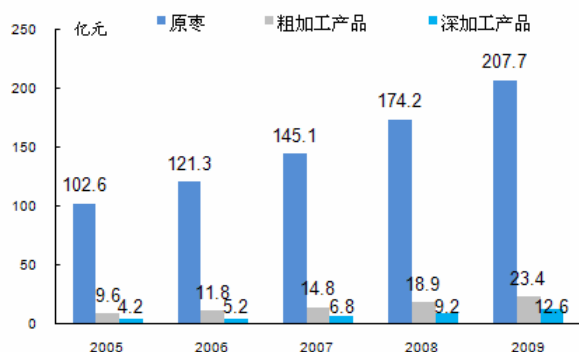
- **枣行业市场份额高度分散。**目前，中国枣产品生产企业多达数千家，在重点枣产区，几乎每个县都有数家规模较大的枣产品生产企业，而手工作坊类型的小企业更是数不胜数。从品牌结构可以发现，整个行业集中度较低。市场份额前五名的企业的市场占有率之和不足7%，好想你作为市场第一名仅占1.8%。市场集中度非常低。中小企业及作坊占据市场份额高达90%。
- **红枣行业门槛不高，但品牌化经营者仍属小众。**红枣行业门槛并不高，一方面它是一种原材料成本占比高的行业，占比达80%以上，相对而言，技术设备投入较低，因此，新进入竞争者在技术设备上容易复制，只要有一定的原材料供应渠道即可参与竞争。我们认为红枣行业虽然整体进入门槛不高，但大部分小作坊式经营难以向品牌化经营转变。

图表8：红枣历史产量及未来产量预测



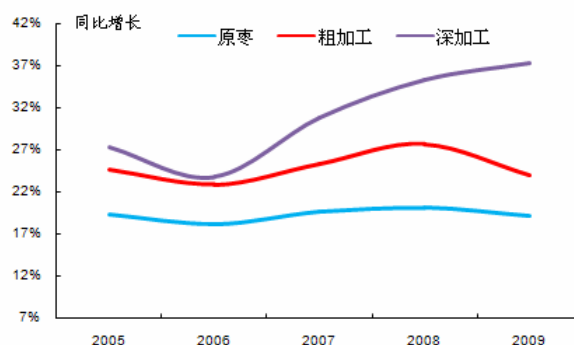
来源：国金证券研究所

图表9：行业产品结构以粗加工原枣为主



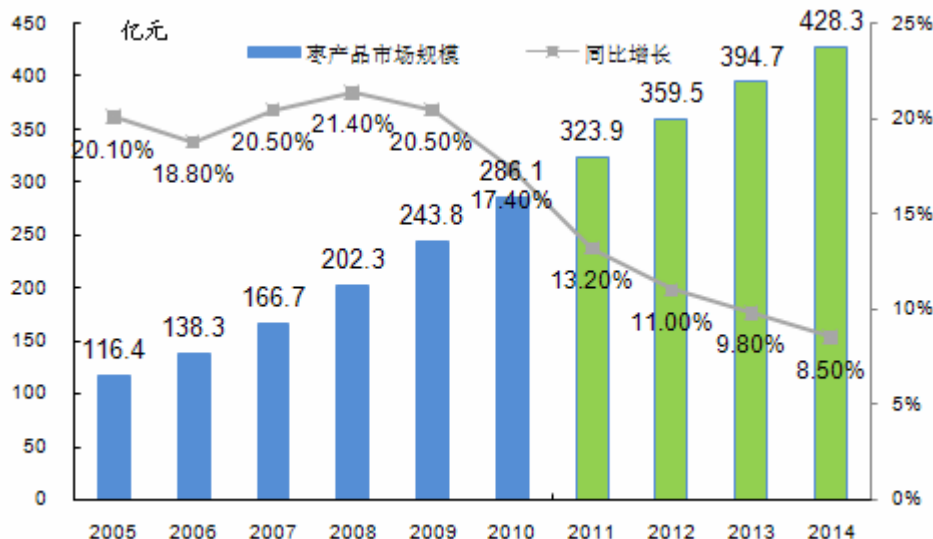
来源：国金证券研究所；招股说明书；

图表10：深加工产品增长快速



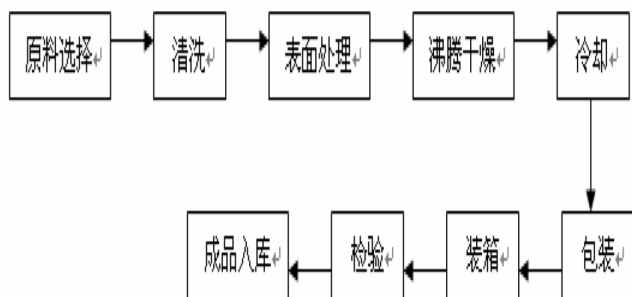
来源：国金证券研究所；招股说明书；

图表11：红枣行业规模及未来增长预测



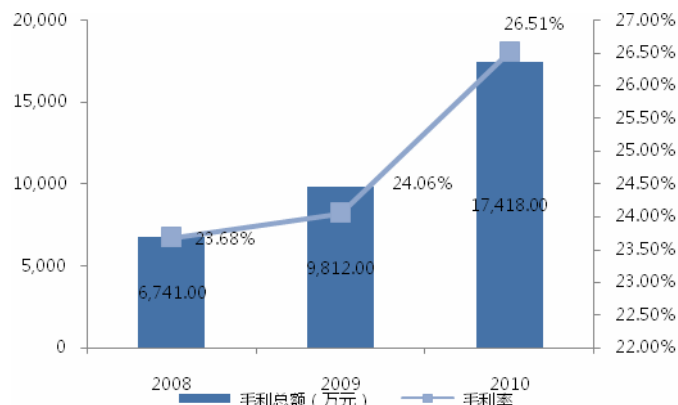
来源：国金证券研究所

图表12：红枣制作工艺较为简单



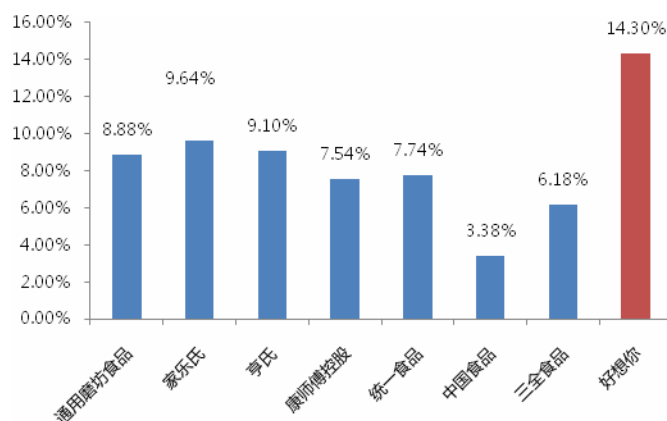
来源：公司资料，国金证券研究所

图表13：红枣行业利润率水平较高



来源：公司资料，国金证券研究所

图表14：公司净利率水平处于快消品较高水平



来源：公司资料，国金证券研究所

图表15：公司的IPO募投项目

序号	项目	投资总额 (万元)	募集资金额 (万元)
1	新郑加工基地年产4,400吨红枣系列产品深加工建设项目	16,663.76	16,663.76
2	阿克苏加工基地年产3600吨红枣系列产品深加工建设项目	11,986.18	11,986.18
	合计	28,649.94	28,649.94

政府税收优惠及补贴对净利影响较大

- 公司 2008 年增值税优惠为 12.49 万元，所得税优惠 687.74 万元，政府补贴 882.62 万元，合计 1582.85 万元，占当年利润总额 38.45%；2009 年增值税优惠为 21.69 万元，所得税优惠 844.67 万元，政府补贴 629.3 万元，合计 1495.66 万元，占当年利润总额 25.53%；2010 年增值税优惠为 15.01 万元，所得税优惠 2075.59 万元，政府补贴 1644.3 万元，合计 3764.9 万元，占当年利润总额 36.92%。
- 目前公司享受的增值税优惠主要为自产农产品销售免增值税和农产品出口退税，公司享受所得税优惠为农产品初加工免所得税。随着公司深加工产品比例的提升，我们预期税收优惠比例将逐步降低。

募投项目：扩产及渠道建设

- 公司此次IPO募集的资金主要用于产能扩张。本次募投项目为扩建年产 8,000吨好想你红枣系列产品深加工项目，产能扩建后公司产能24000吨能够更好的满足包装红枣的供不应求现象。项目位于河南郑州国际机场工业区和新疆维吾尔自治区阿克苏市市南工业园区。项目完成后，公司将新增万吨冷库2座、红枣预处理车间2座、枣片车间2座、枣博士车间1座、健康情车间2座以及成品库及包装库房1座。本项目预计总投资28,649.94万元，其中建设投资16,480.55万元，流动资金12,169.39万元，新增建筑面积51,580平方米（未加冷库）。项目达产后，年实现总销售收入56,260万元，税后利润9,663万元。
- 未来 5 年内增加特许经销商数目同时增加自营门店数目。上市前按照 50 家/月的速度增加特许加盟店数目，上市后利用充裕的资金，计划门店增速 100 家/月，并将直营店的数目在 2 年内提升到 10%，5 年后提升至 30%。进一步提高渠道控制力，并加大 KA 的投放力度，已弥补特许加盟商快速扩张所带来的风险。

盈利预测、股票估值和定价

- 本公司为大众食品企业，以沪深两市食品农业行业中的相关企业为参考（黑牛食品、双塔食品、金字火腿、洽洽食品、星河生物、贝因美、佳隆股份、涪陵榨菜）。可比企业 11 和 12 年平均 PE 为 43.16 倍和 32.18 倍。

- 我们预计：2011-2013 年公司收入为 10.48、15.36、22.69 亿元，同比增长 59.5%、46.6%、47.7%，净利润为 1.51、2.20、3.05 亿元，同比增长 60.51%、45.58%、38.46%。全面摊薄后对应 EPS 为 2.047、2.980、4.127 元。考虑到公司较好的成长性，结合同类公司估值水平及中小板整体估值水平，建议给予公司 11 年 30-35 倍的估值，目标区间为 61.42-71.65 元。

图表16：可比食品上市公司平均 11 年 PE 为 43.16 倍

代码	证券简称	收盘价 1900/1/0	一致预期EPS		市盈率		总市值 (亿元)
			2011E	2012E	2011E	2012E	
002387.SZ	黑牛食品	31.25	0.86	1.17	36.34	26.71	41.72
002481.SZ	双塔食品	27.30	0.60	0.81	45.50	33.70	32.76
002515.SZ	金字火腿	37.90	0.81	1.10	46.79	34.45	27.86
002557.SZ	洽洽食品	34.35	0.95	1.21	36.16	28.39	68.70
300143.SZ	星河生物	22.16	0.43	0.72	51.53	30.78	32.66
002570.SZ	贝因美	42.41	1.24	1.56	34.20	27.19	180.69
002495.SZ	佳隆股份	25.74	0.64	0.79	40.22	32.58	26.77
002507.SZ	涪陵榨菜	19.63	0.36	0.45	54.53	43.62	30.43
平均值					43.16	32.18	

来源：国金证券研究所

图表17：WACC 估值

II、WACC													
每股价值	65.95	TV增长率						2.0%					
企业值	3,990.64	WACC						9.76%					
股票价值	3,640.57	债务						350.07					
		投资						4.73					
		少数股东权益						0.00					
会计年度截止日：12/31		2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	-52.61	-175.41	-127.55	-7.62	99.80	182.69	334.78	469.91	545.32	625.18	8,212.27	10,106.75	
PV(FCF)	-47.93	-145.59	-96.45	-5.25	62.64	104.45	174.39	223.00	235.76	246.24	3,234.64	3,985.91	

来源：国金证券研究所

图表18：近期中小板发行平均11年PE为31.46倍

证券简称	发行价格	一致预期EPS		发行市盈率	
		2011E	2012E	2011E	2012E
天顺风能	24.90	0.70	0.90	35.47	27.63
新界泵业	32.88	0.99	1.35	33.17	24.31
金杯电工	33.80	1.13	1.48	29.95	22.86
杭锅股份	26.00	0.86	1.03	30.18	25.27
林州重机	25.00	0.80	1.19	31.09	21.07
西泵股份	36.00	1.23	1.53	29.36	23.48
海立美达	40.00	1.31	1.90	30.43	21.00
司尔特	26.00	0.74	0.98	35.11	26.60
新都化工	33.88	1.15	1.55	29.37	21.85
亚太科技	40.00	1.06	1.72	37.76	23.23
鸿路钢构	41.00	1.65	2.26	24.78	18.17
中化岩土	37.00	1.06	1.40	35.06	26.35
万和电气	30.00	1.14	1.45	26.29	20.71
杰赛科技	28.00	0.98	1.30	28.71	21.46
东方铁塔	39.49	1.63	2.11	24.26	18.76
新联电子	33.80	1.19	1.57	28.37	21.59
春兴精工	16.00	0.66	0.86	24.13	18.52
金新农	24.00	0.83	1.25	28.91	19.24
凯美特气	25.48	0.83	1.17	30.87	21.76
千红制药	32.00	1.26	1.62	25.40	19.72
尚荣医疗	46.00	1.18	1.88	39.05	24.45
宝鼎重工	20.00	0.88	1.26	22.76	15.89
南方轴承	17.00	0.65	0.87	26.12	19.44
惠博普	26.00	0.69	1.02	37.75	25.44
顺荣股份	35.00	1.32	1.79	26.58	19.52
辉隆股份	37.50	1.23	1.56	30.48	24.08
洽洽食品	40.00	0.96	1.22	41.66	32.85
世纪游轮	30.00	0.75	0.95	40.07	31.72
亚威股份	40.00	1.21	1.72	33.19	23.32
通达股份	28.80	0.98	1.39	29.47	20.67
徐家汇	16.00	0.60	0.66	26.72	24.13
兄弟科技	21.00	0.71	0.91	29.68	23.06
森马服饰	67.00	2.24	3.08	29.89	21.73
张化机	29.50	1.09	1.41	27.11	20.94
上海绿新	31.20	1.03	1.27	30.29	24.53
益盛药业	39.90	1.01	1.30	39.64	30.77
唐人神	27.00	0.85	1.07	31.69	25.27
百润股份	26.00	0.72	0.95	36.33	27.49
步森股份	16.88	0.62	0.82	27.33	20.62
贝因美	42.00	1.27	1.59	33.19	26.41
德力股份	28.80	0.99	1.30	29.20	22.23
宁基股份	86.00	2.63	3.60	32.74	23.87
国电清新	45.00	0.85	1.74	52.88	25.88
明牌珠宝	32.00	1.22	1.60	26.23	19.98
群兴玩具	20.00	0.62	0.86	32.44	23.16
通达动力	19.00	0.66	0.83	28.76	22.96
雷柏科技	38.00	1.11	1.65	34.28	23.07
闽发铝业	15.18	0.45	0.65	33.65	23.23
中京电子	17.00	0.53	0.71	32.19	23.79
圣阳股份	25.80	0.78	1.08	33.09	23.88
平均值				31.46	23.16

来源：国金证券研究所

风险提示

食品安全风险

- 食品安全风险是食品类企业面对的最严重风险。一旦出现食品安全问题，对公司的美誉度、产品销售都会产生负面影响。

原材料质量和价格波动风险

- **原材料价格波动风险：**目前公司红枣绝大多数的采购均采用市场化的收购模式，在红枣成熟的季节，公司派采购人员到全国各地主要的产枣区进行收购，然后将采购的红枣运输到公司冷库进行保存。市场化收购的收购价格随行就市，存在一定的波动性，收购红枣的品质差别也比较大，对现场采购人员的红枣品质鉴定能力以及依据红枣品质议价的能力提出了较高的要求。
- 红枣虽然素有“铁杆庄稼”之称，具有耐寒，耐热，又耐旱涝等特性，相对不易受自然灾害的影响。但是极端干旱、沙尘暴、暖冬、严寒和冰雹等异常气候和枣树病虫害也会造成红枣减产和红枣质量下降。如果上述自然灾害大面积出现，公司的红枣采购数量和采购质量可能得不到保证，公司采购成本也会增加，公司经营业绩将会受到一定影响。**2009年红枣的产量和质量受到自然灾害的严重影响，产品质量受到较大影响。**

图表19：销售分拆

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
健康情枣系列						
平均售价(元/公斤)	53.36	57.86	64.15	94.30	103.73	114.10
增长率(YOY)	N/A	8.43%	10.87%	47.00%	10.00%	10.00%
销售数量(吨)	2,465.58	3,477.38	5,592.76	6,152.04	8,612.85	12,057.99
增长率(YOY)	N/A	41.04%	60.83%	10.00%	40.00%	40.00%
销售收入(百万元)	131.57	201.20	358.78	580.14	893.41	1,375.85
增长率(YOY)	N/A	52.92%	78.32%	61.70%	54.00%	54.00%
毛利率	24.58%	21.52%	24.91%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本(百万元)	99.23	157.90	269.41	435.10	670.06	1,031.89
增长率(YOY)	N/A	59.13%	70.62%	61.50%	54.00%	54.00%
毛利(百万元)	32.34	43.30	89.37	145.03	223.35	343.96
增长率(YOY)	N/A	33.88%	106.41%	62.28%	54.00%	54.00%
占总销售额比重	47.23%	49.64%	54.76%	55.36%	58.15%	60.65%
占主营业务利润比重	48.40%	44.10%	51.17%	51.63%	54.25%	56.60%
精品红枣系列						
平均售价(元/公斤)	90.77	103.32	111.13	185.00	203.50	223.85
增长率(YOY)	N/A	13.83%	7.55%	66.48%	10.00%	10.00%
销售数量(吨)	403.66	653.75	940.82	1,034.90	1,448.86	2,028.41
增长率(YOY)	N/A	61.96%	43.91%	10.00%	40.00%	40.00%
销售收入(百万元)	36.64	67.55	104.55	191.46	294.84	454.06
增长率(YOY)	N/A	84.36%	54.78%	62.60%	52.94%	30.77%
毛利率	32.55%	28.88%	31.98%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本(百万元)	24.71	48.04	71.12	130.19	200.49	308.76
增长率(YOY)	N/A	94.39%	48.03%	83.07%	54.00%	54.00%
毛利(百万元)	11.93	19.51	33.44	61.27	94.35	145.30
增长率(YOY)	N/A	63.57%	71.39%	83.24%	54.00%	54.00%
占总销售额比重	13.15%	16.66%	15.96%	18.27%	19.19%	20.02%
占主营业务利润比重	17.85%	19.87%	19.14%	21.81%	22.92%	23.91%
其他系列产品						
平均售价(元/公斤)	21.54	22.96	25.45	30.54	32.07	33.67
增长率(YOY)	N/A	6.63%	10.83%	20.00%	5.00%	5.00%
销售数量(吨)	5,121.82	5,945.29	7,537.54	9,045.05	10,854.06	13,024.87
增长率(YOY)	N/A	16.08%	26.78%	20.00%	20.00%	20.00%
销售收入(百万元)	110.31	136.53	191.84	276.25	348.07	438.57
增长率(YOY)	N/A	23.77%	40.51%	44.00%	36.94%	23.03%
毛利率	20.44%	25.91%	27.04%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本(百万元)	87.76	101.16	139.97	201.66	254.09	320.16
增长率(YOY)	N/A	15.28%	38.37%	44.07%	26.00%	26.00%
毛利(百万元)	22.55	35.37	51.87	74.59	93.98	118.41
增长率(YOY)	N/A	56.84%	46.64%	43.81%	26.00%	26.00%
占总销售额比重	39.60%	33.68%	29.28%	26.36%	22.65%	19.33%
占主营业务利润比重	33.75%	36.03%	29.69%	26.55%	22.83%	19.49%
销售总收入(百万元)	278.57	405.34	655.23	1047.93	1536.42	2268.57
销售总成本(百万元)	211.75	307.17	480.56	767.04	1124.73	1660.90
毛利(百万元)	66.82	98.17	174.67	280.89	411.68	607.68
平均毛利率	23.99%	24.22%	26.66%	26.80%	26.79%	26.79%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	282	408	657	1,048	1,536	2,269
增长率		44.7%	61.0%	59.5%	46.6%	47.7%
主营业务成本	-215	-310	-482	-767	-1,125	-1,661
% 销售收入	76.3%	75.9%	73.4%	73.2%	73.2%	73.2%
毛利	67	98	175	281	412	608
% 销售收入	23.7%	24.1%	26.6%	26.8%	26.8%	26.8%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-6
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-16	-17	-28	-52	-77	-113
% 销售收入	5.6%	4.1%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-11	-21	-39	-68	-100	-136
% 销售收入	3.8%	5.2%	5.9%	6.5%	6.5%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	39	59	106	158	231	352
% 销售收入	14.0%	14.5%	16.1%	15.1%	15.0%	15.5%
财务费用	-6	-9	-15	0	9	5
% 销售收入	2.2%	2.1%	2.3%	0.0%	-0.6%	-0.2%
资产减值损失	0	1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	1	1	1
% 税前利润	1.4%	0.9%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	34	52	90	158	241	358
营业利润率	11.9%	12.7%	13.8%	15.1%	15.7%	15.8%
营业外收支	8	7	11	10	10	10
税前利润	41	59	101	168	251	368
利润率	14.6%	14.4%	15.4%	16.0%	16.3%	16.2%
所得税	-4	-7	-7	-17	-30	-52
所得税率	9.4%	12.1%	7.0%	10.0%	12.0%	14.0%
净利润	37	51	94	151	221	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	37	51	94	151	221	317
净利率	13.2%	12.6%	14.3%	14.4%	14.4%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	37	51	94	151	221	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	9	16	23	37	56
非经营收益	6	8	13	-2	-6	-6
营运资金变动	-39	-70	-164	-80	-143	-187
经营活动现金净流	9	-2	-41	92	108	179
资本开支	-56	-76	-73	-130	-261	-289
投资	-4	0	-1	-1	0	0
其他	1	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-60	-76	-73	-131	-261	-289
股权募资	45	15	0	1,083	-13	0
债权募资	26	66	174	-322	0	1
其他	-6	-9	-22	-10	-49	-57
筹资活动现金净流	65	73	152	751	-62	-56
现金净流量	14	-5	37	713	-215	-166

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	24	19	56	768	554	387
应收款项	38	22	39	52	76	112
存货	124	220	399	525	709	956
其他流动资产	9	17	12	25	36	52
流动资产	195	278	506	1,370	1,374	1,507
% 总资产	59.9%	61.9%	68.7%	79.0%	69.6%	64.1%
长期投资	11	5	5	6	5	5
固定资产	104	146	199	328	558	797
% 总资产	32.1%	32.6%	27.0%	18.9%	28.3%	33.9%
无形资产	15	20	27	30	35	40
非流动资产	130	171	231	365	600	844
% 总资产	40.1%	38.1%	31.3%	21.0%	30.4%	35.9%
资产总计	325	450	736	1,736	1,974	2,350
短期借款	82	128	288	0	0	0
应付款项	62	54	76	135	198	292
其他流动负债	12	16	14	70	91	120
流动负债	156	198	379	205	289	411
长期贷款	28	48	62	62	62	63
其他长期负债	10	18	34	0	0	0
负债	194	264	474	267	351	474
普通股股东权益	131	195	279	1,469	1,623	1,876
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	325	460	753	1,736	1,974	2,350

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	1.599	0.933	1.705	2.047	2.988	4.289
每股净资产	5.604	3.538	5.054	19.903	21.993	25.418
每股经营现金净流	0.396	-0.034	-0.749	1.246	1.459	2.426
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.600	0.720	0.864
回报率						
净资产收益率	28.53%	26.36%	33.74%	10.29%	13.59%	16.87%
总资产收益率	11.47%	11.20%	12.50%	8.70%	11.17%	13.47%
投入资本收益率	14.83%	13.98%	15.68%	9.27%	12.07%	15.63%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	44.66%	61.01%	59.49%	46.61%	47.65%
EBIT增长率	N/A	49.74%	79.33%	48.86%	46.53%	52.48%
净利润增长率	N/A	38.10%	82.82%	60.51%	45.94%	43.54%
总资产增长率	N/A	41.36%	63.91%	135.78%	13.71%	19.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.2	16.2	14.0	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	104.8	202.5	234.2	250.0	230.0	210.0
应付账款周转天数	14.8	25.3	19.5	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	91.8	105.3	101.7	96.7	104.9	97.6
偿债能力						
净负债/股东权益	65.60%	80.47%	105.52%	-48.09%	-30.29%	-17.29%
EBIT利息保障倍数	6.4	6.9	7.0	414.5	-25.9	-69.5
资产负债率	59.75%	57.50%	62.96%	15.38%	17.76%	20.18%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室