



开始部署上游资源

买入维持

投资要点:

- 目前新郑拥有 2100 亩枣地，加上此次新建 2000 亩，共有 4100 亩枣地
- 看好公司作为国内第一家规模化红枣相关企业的未来成长空间

报告摘要:

- 公司拟使用部分超募资金投资设立全资子公司-新疆大枣树农林有限公司: 公司已于 2011 年 5 月 20 日成功登陆中小板，募集资金净额 8.14 亿元，其中公司募投项目预计投资总额为 2.86 亿元，超募资金 5.28 亿元。此次公司拟使用超募资金 3000 万元用于投资设立全资子公司新疆大枣树农林有限公司，子公司成立后将主要负责新疆原料基地的开发建设及经营。
- 短期难以贡献业绩，但产业链上游延伸利于公司长期稳定优质货源与价格: 新疆大枣由于皮薄肉厚而享有美誉，近年来公司在新疆采购原枣的比例逐年上升，2010 年在新疆采购原枣近 1.2 万吨，采购占比达 59%。本次开发的 2000 亩枣地一旦到达结果期，预计可贡献 1000 多吨的原枣产品，一方面可以解决公司高端产品原材料稳定供给的问题，同时另一方面也可以稳定部分货源价格，利于成本控制。但由于此次开发的 2000 亩原枣地几乎全部是枣苗，预计离结果期还需 5-6 年的培育期，因此短期难以贡献业绩。
- “好想你”具有产品、渠道、管理经营方面的优势，确保未来三年可实现爆发式增长: “万家店”的渠道拓展速度、“木本粮”产品计划及营养安全概念、经销商利润丰厚（一级 36% 空间）、经营团队上下一心业绩动力强决定了好想你过去未来都有足够的发展动力。而当前红枣市场处于高速增长期，但还没有一个行业龙头出现，未来可快速跑马圈地者将得天下。好想你枣业在行业竞争中具有先发优势，不论从产品、品牌、渠道、资源掌控方面都走在前面，我们看好公司长期发展趋势。
- 盈利预测、估值和投资建议: 预计 2011-2013 年收入分别为 8.3 亿元、11.2 亿元和 15 亿元，增速为 26.6%、34.2% 和 34.4%；2011-2013 年归属母公司净利润分别为 1.2 亿元、1.7 亿元和 2.4 亿元，增速为 30%、38% 和 40%，EPS 分别为 1.657 元、2.292 元和 3.22 元，维持“买入”评级。

食品饮料行业

联系人:

苏青青

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20110519	865	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券新股研究报告好想你新股研究报告——好想你: 中国第一枣 002582 食品饮料行业苏青青》，2011.5

图 1：分产品销售收入及毛利率预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品一：健康情枣系列						
产品单价（元/吨）	53363	57860	64151	67359	70726	74263
YOY		8%	11%	5%	5%	5%
产品销量（吨）	2466	3477	5593	6711	8725	11342
YOY		41%	61%	20%	30%	30%
营业收入（百万元）	132	201	359	452	617	842
YOY		53%	78%	26%	37%	37%
营业成本（百万元）	99	158	269	339	463	632
YOY		59%	71%	26%	37%	37%
毛利额（百万元）	32	43	89	113	154	211
YOY		34%	106%	26%	37%	37%
毛利率	25%	22%	25%	25%	25%	25%
占销售收入比重	47%	50%	55%	54%	55%	56%
占毛利额比重	48%	44%	51%	50%	51%	51%
产品二：精品红系列						
产品单价（元/吨）	90768	103324	111127	116683	122517	128643
YOY		14%	8%	5%	5%	5%
产品销量（吨）	404	654	941	1035	1138	1252
YOY		62%	44%	10%	10%	10%
营业收入（百万元）	37	68	105	121	139	161
YOY		84%	55%	16%	16%	16%
营业成本（百万元）	25	48	71	82	95	110
YOY		94%	48%	15%	16%	16%
毛利额（百万元）	12	20	33	39	45	52
YOY		64%	71%	16%	16%	16%
毛利率	33%	29%	32%	32%	32%	32%
占销售收入比重	13%	17%	16%	15%	12%	11%
占毛利额比重	18%	20%	19%	17%	15%	13%
产品三：其他系列（枣干、						
产品单价（元/吨）	21536	22964	25451	27487	29411	31176
YOY		7%	11%	8%	7%	6%
产品销量（吨）	5122	5945	7538	9422	12249	15923
YOY		16%	27%	25%	30%	30%
营业收入（百万元）	110	137	192	259	360	496
YOY		24%	41%	35%	39%	38%
营业成本（百万元）	87	101	140	186	256	347
YOY		16%	39%	33%	37%	36%
毛利额（百万元）	23	35	51	73	104	149
YOY		53%	45%	41%	44%	43%
毛利率	21%	26%	27%	28%	29%	30%
占销售收入比重	40%	34%	29%	31%	32%	33%
占毛利额比重	34%	36%	29%	32%	34%	36%
营业总收入（百万元）	279	405	655	832	1117	1500
营业总成本（百万元）	211	307	481	608	813	1089
毛利额（百万元）	67	98	174	224	303	411
毛利率	24%	24%	27%	27%	27%	27%

资料来源：宏源证券研究所

图 2：可比上市公司估值一览表

代码	公司名称	收盘价	EPS		YOY	PE	
		2011-5-12	2011E	2012E		2011	2012
002507	涪陵榨菜	20.0	0.46	0.61	33%	43	33
002515	金字火腿	27.7	0.81	1.09	35%	34	25
002387	黑牛食品	30.5	0.86	1.17	36%	35	26
300146	汤臣倍健	109.0	2.72	4.08	50%	40	27
002557	洽洽食品	33.7	0.95	1.21	27%	35	28
002481	双塔食品	26.8	0.6	0.81	35%	45	33
002570	贝因美	39.2	1.25	1.56	25%	31	25
600887	伊利股份	37.8	1.23	1.59	29%	31	24
600597	光明乳业	9.2	0.27	0.33	22%	34	28
平均估值水平						37	28

资料来源：朝阳永续，宏源证券研究所

附表 1: 三张报表盈利预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	282.11	408.09	657.06	831.80	1116.79	1501.34
减: 营业成本	215.30	309.92	482.38	607.63	813.42	1089.80
营业税金及附加	0.81	1.00	1.67	2.18	2.92	3.93
营业费用	15.79	16.81	28.19	39.93	55.84	78.07
管理费用	10.76	21.27	38.84	45.75	61.42	82.57
财务费用	6.21	8.56	15.15	0.89	-7.44	-24.18
资产减值损失	0.29	-0.99	0.93	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.58	0.50	0.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.55	52.02	90.36	135.43	190.63	271.14
加: 其他非经营损益	7.62	6.56	10.80	8.41	8.41	8.41
利润总额	41.17	58.57	101.16	143.84	199.04	279.55
减: 所得税	3.89	7.10	7.03	21.58	29.86	41.93
净利润	37.28	51.47	94.13	122.26	169.18	237.62
减: 少数股东损益	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	37.28	51.49	94.13	122.26	169.18	237.62
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	12.19	3.28	41.89	1132.39	4042.47	1047.08
应收和预付款项	46.83	39.27	51.23	68.91	84.28	123.97
存货	123.60	220.29	398.66	324.47	643.56	653.39
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	11.09	4.63	4.73	4.73	4.73	4.73
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	104.38	156.23	215.71	344.37	421.48	463.58
无形资产和开发支出	14.58	20.15	25.61	27.81	29.51	30.71
其他非流动资产	0.00	0.00	1.14	0.57	0.00	0.00
资产总计	312.68	443.86	738.98	1903.26	5226.04	2323.48
短期借款	82.00	128.00	288.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	61.87	54.19	76.34	450.75	3554.36	384.17
长期借款	28.08	48.08	62.07	162.07	212.07	242.07
其他负债	9.87	18.26	33.59	33.59	33.59	33.59
负债合计	181.81	248.53	460.00	646.42	3800.02	659.83
股本	23.32	55.20	55.20	73.80	73.80	73.80
资本公积	56.74	113.11	113.11	950.11	950.11	950.11
留存收益	50.60	27.02	110.67	232.94	402.12	639.74
归属母公司股东权益	130.66	195.32	278.98	1256.84	1426.02	1663.64
少数股东权益	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	130.86	195.32	278.98	1256.84	1426.02	1663.64
负债和股东权益合计	312.68	443.86	738.98	1903.26	5226.04	2323.48
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	15.45	6.69	-26.21	571.64	2910.49	-2991.71
投资性现金净流量	-59.62	-76.02	-73.37	-147.85	-97.85	-77.85
筹资性现金净流量	64.52	72.56	151.52	666.71	97.44	74.18
现金流量净额	20.35	3.23	51.95	1090.50	2910.08	-2995.38

资料来源: 宏源证券研究所

附表 2：财务分析指标一览表

财务分析和估值指标汇总						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	23.68%	24.06%	26.58	26.95%	27.16%	27.41%
三费/销售收入	11.61%	11.43%	12.51	10.41%	9.83%	9.09%
EBIT/销售收入	14.59%	14.35%	15.40	17.40%	13.57%	15.68%
EBITDA/销售收入	16.29%	16.69%	17.70	20.37%	15.97%	18.45%
销售净利率	13.22%	12.61%	14.33	14.70%	15.15%	15.83%
资产获利率						
ROE	28.53%	26.36%	33.74	9.73%	11.86%	14.28%
ROA	13.17%	13.20%	13.69	7.60%	2.90%	10.13%
ROIC	#DIV/0!	19.32%	23.16	18.42%	15.49%	-11.12%
增长率						
销售收入增长率	0.00%	44.66%	61.01	26.60%	34.26%	34.43%
EBIT 增长率	0.00%	42.27%	72.70	43.07%	4.74%	55.27%
EBITDA 增长率	0.00%	48.19%	70.75	45.68%	5.27%	55.35%
净利润增长率	0.00%	38.06%	82.87	29.89%	38.37%	40.45%
总资产增长率	0.00%	41.95%	66.49	157.55%	174.58%	-55.54%
股东权益增长率	0.00%	49.49%	42.83	350.52%	13.46%	16.66%
经营营运资本增长率	0.00%	62.05%	70.53	-42.47%	-588.21	160.01%
资本结构						
资产负债率	58.15%	55.99%	62.25	33.96%	72.71%	28.40%
投资资本/总资产	77.06%	83.68%	85.12	41.28%	-33.19%	75.72%
带息债务/总负债	60.54%	70.85%	76.10	25.07%	5.58%	36.69%
流动比率	1.27	1.44	1.35	3.38	1.34	4.75
速动比率	0.41	0.23	0.26	2.67	1.16	3.05
股利支付率	0.00%	0.00%	11.14	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00	100.00	88.86	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.90	0.92	0.89	0.44	0.21	0.65
固定资产周转率	3.98	3.20	3.28	4.65	6.51	5.29
应收账款周转率	17.83	19.93	21.94	32.62	30.56	35.35
存货周转率	1.74	1.41	1.21	1.87	1.26	1.67

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年 4 月加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 好想你、贝因美。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。