

下半年盈利或环比增长 50%

公司公告:

洽洽食品发布中报, 2011 年 1-6 月公司实现营收 11.4 亿元, 同比增长 33%, 营业利润 0.93 亿元, 同比增长 15%, 净利润 0.72 亿元, 同比增长 17%, 每股收益 0.39 元。另外公布了利润分配的预案: 向全体股东每 10 股派 7 元 (含税) 现金股利, 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股

研究结论

● 盈利符合此前我们的预期。

分季度看, 今年二季度营业成本同比增长 39% 快于收入 33% 的增速, 不过可喜的是环比来看, 收入增加 1.3%, 成本环比下降 3%, 符合我们上次点评中预计成本将从高位下降的判断。二季度毛利率较一季度亦有小幅提升, 不过因为三费尤其是销售费用的增长、以及所得税计提的增加, 二季度净利率下降到 5.4%。(详见表 1)

● 下半年薯粉价格下降值得期待

上半年薯片业务实现收入 1.4 亿, 毛利率为 16.5%, 虽较去年下半年的 15% 略微提高, 但低于我们今年 20% 毛利率的预期。因为薯片价格具有一定的刚性, 其原材料薯粉价格的下降将改善公司薯片业务的经营情况。从去年 9 月至今今年 5 月, 薯粉价格一直在 1.2 万元/吨以上, 近几个月快速下跌, 从最高点至今下跌约 29%, 考虑到公司采购薯粉的滞后, 成本下降带来的收益将在下半年体现, 所以我们维持薯片业务的相关假设。

● 多重因素发力 下半年业绩值得期待

- 1) 下半年尤其是四季度是炒货销售的传统旺季, 以 2010 年为例, 下半年销售收入、利润总额较上半年增长 49%、42%;
- 2) 今年春节为 1 月 23 日, 较去年春节 2 月 3 日提前, 这使得部分产品收入将提前在今年 4 季度实现,
- 3) 县乡渠道下沉、新的生产线试生产或取得初步成效,
- 4) 通过并购进行行业整合、进军其他领域或有一定进展。

估值与投资建议

我们维持公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.96、1.26 元的盈利预测。基于公司在传统坚果炒货行业的优势和进军休闲食品领域后迎来的高增长, 上市之后公司品牌影响力扩大, 募投项目扩产以及利用超募资金可能并购优质资产, 公司的竞争力将进一步提高。综合公司的绝对和相对估值, 我们维持公司 36 元的目标价, 对应 2011 年的 PE 为 37 倍, 维持公司买入评级。

详情请参考深度报告《休闲食品航母呼之欲出》

风险提示: 食品安全问题; 原材料价格波动风险

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐卫

食品饮料行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210080004

施剑刚

食品饮料/农业行业资深分析师

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210020003

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 7 月 27 日)	33.80 元
目标价格	36.00 元
总股本/A 股 (亿股)	2
A 股市值 (亿元)	67
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2011 年 7 月 28 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测	单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2144	2976	3624	4399
同比(%)	30%	39%	22%	21%
归属母公司净利润	152	192	252	346
同比(%)	50%	26%	31%	37%
毛利率(%)	27%	27%	27%	29%
ROE(%)	29%	8%	9%	12%
每股收益(元)	1.01	0.96	1.26	1.73
P/E (倍)	33.3	35.2	26.8	19.5
P/B (倍)	9.7	2.7	2.5	2.3

相关报告

时间

《休闲食品航母呼之欲出》

2011-6-21

表 1：洽洽食品季度经营情况

		2010Q1	2010Q2	2011Q1	2011Q2	同比	环比
营业收入	百万元	428.61	433.10	567.61	574.83	32.7%	1.3%
营业成本	百万元	307.57	308.04	442.73	428.44	39.1%	-3.2%
销售费用	百万元	43.22	76.41	49.28	86.05	12.6%	74.6%
管理费用	百万元	19.97	21.91	25.07	30.56	39.5%	21.9%
财务费用	百万元	1.8	0.49	1.27	-18.21	-3845%	-1534%
营业利润	百万元	54.97	25.94	47.66	45.24	74.4%	-5.1%
利润总额	百万元	55.34	26.86	50.77	46.87	74.5%	-7.7%
净利润	百万元	41.87	19.79	40.86	31.31	58.2%	-23.4%
EPS	(元)	0.28	0.13	0.25	0.14	7.7%	-44.0%
销售毛利率	(%)	28%	29%	22%	25%	-11.8%	15.8%
三项费用率	(%)	15%	23%	13%	17%	-25.0%	28.5%
利润率	(%)	12.9%	6.2%	8.9%	8.2%	31.4%	-8.8%
所得税率	(%)	21%	19%	20%	27%	40.7%	37.9%
净利润率	(%)	9.8%	4.6%	7.2%	5.4%	19.2%	-24.3%

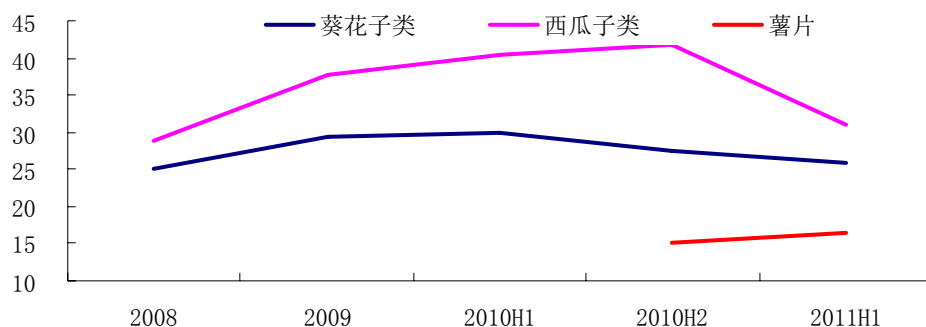
资料来源：东方证券研究所

表 2：洽洽食品半年度主要经营表现

项目	单位	2010H1	2010H2	2011H1	同比	环比
营业收入	百万元	862	1282	1142	32.6%	-10.9%
营业成本	百万元	616	942	871	41.5%	-7.5%
销售费用	百万元	120	162	135	13.1%	-16.7%
管理费用	百万元	42	65	56	32.8%	-14.0%
财务费用	百万元	2	(0)	(17)		3457%
营业利润	百万元	81	112	93	14.8%	-17.2%
利润总额	百万元	82	117	98	18.8%	-16.4%
净利润	百万元	62	90	72	17.0%	-20.2%
EPS	(元)	0.410	0.600	0.390	-4.9%	-35.0%
销售毛利率	(%)	29%	27%	24%	-16.9%	-10.5%
三项费用率	(%)	19%	18%	15%	-19.9%	-13.8%
利润率	(%)	9.5%	9.1%	8.5%	-10.4%	-6.2%
所得税率	(%)	21%	17%	23%	12.7%	35.6%
净利润率	(%)	7.2%	7.1%	6.3%	-11.7%	-10.4%

资料来源：东方证券研究所

图1 主要产品的毛利率变化

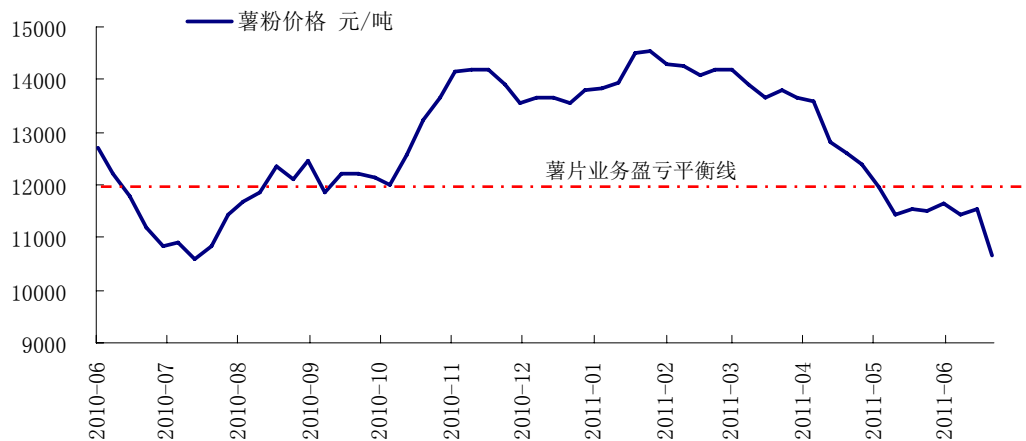


资料来源：中国统计局数据 东方证券研究所

薯粉价格下降 薯片业务下半年盈利有望改善

因为薯片价格具有一定的刚性，其原材料薯粉价格的下降将改善公司薯片业务的经营情况。按照我们的测算，当薯粉价格在 1.2 万元/吨左右时，薯片业务基本盈亏平衡，从去年 9 月至今年 5 月，薯粉价格一直在 1.2 万元/吨以上（见图 1），近几个月快速下跌，从最高点至今下跌约 29%，考虑到公司采购薯粉的滞后，成本下降带来的收益将在下半年体现。

图2 薯粉目前已降至 1 万元/吨左右，预计下半年均价在此价格附近震荡



资料来源：中国统计局数据 东方证券研究所

风险因素

食品安全问题

我们认为食品安全风险是食品饮料行业面临的主要风险。从近期出现的食品安全事件看，消费者和投资者往往会不计成本的抛弃出现问题的产品和股票，一旦出现食品安全问题，企业需要耗费大量

的人力、财力和物力来恢复品牌形象。我们认为在 2002 年出现的甜菊糖事件使得公司有一定的危机应对能力，公司也非常注重食品的健康卫生，例如 2007 年中国国家质检总局抽查瓜子的酸价、过氧化值超标、微生物和甜味剂含量时，对洽洽瓜子点名表扬。但如果出现与公司相关的食品安全问题，其经营业绩和股价将不可避免受到较大的负面影响。

原材料价格波动风险

在目前的通货膨胀的环境下，公司主要生产原料价格有上涨的趋势，2008 年度、2009 年度、2010 年度瓜子类原材料成本分别占公司生产成本的 66.60%、69.45%和 71.18%。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，会对公司的经营业绩产生不利影响。我们认为洽洽可以通过终端调价和调整产品结构缓解部分成本压力。但如果原材料价格的持续上涨对企业盈利直接构成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	2527	2501	2786	营业总收入	2144	2976	3624	4399
现金	192	1690	1489	1524	营业总成本	1951	2717	3287	3935
应收票据	2	2	2	3	营业成本	1558	2181	2629	3139
应收账款	42	66	77	92	销售费用	282	390	475	572
预付账款	46	96	129	165	管理费用	107	156	190	231
存货	531	657	795	988	财务费用	2	-15	-12	-12
非流动资产	406	634	943	1040	其他经营收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	248	435	654	704	营业利润	193	259	338	464
在建工程	46	59	103	128	营业外收入减支出	6	7	13	13
无形资产	92	128	171	196	利润总额	199	266	351	477
资产合计	1222	3161	3444	3826	减：所得税	37	64	88	119
					净利润	162	202	263	358
应付项目	394	560	662	796	少数股东损益	10	10	11	11
付息负债	170	0	0	0	归属母公司净利润	152	192	252	346
短期借款	170	0	0	0					
长期付息负债	0	0	0	0					
其他负债	84	0	0	0	成长能力				
负债合计	648	560	662	796	营业收入同比	30%	39%	22%	21%
所有者权益	574	2601	2782	3030	EBITA 同比	45%	25%	34%	39%
实收资本	150	200	200	200	归属母公司净利润同比	50%	26%	31%	37%
资本公积	57	1895	1895	1895	利润水平				
留存收益	318	453	629	872	销售毛利率	27%	27%	27%	29%
少数股东权益	48	53	58	63	销售净利率	8%	7%	7%	8%
负债和权益合计	1222	3161	3444	3826	整体绩效				
					ROE	29%	8%	9%	12%
经营活动现金流	60	212	279	342	ROIC	20%	18%	16%	20%
净利润	162	202	263	358	运营效率				
折旧摊销	38	58	89	99	应收账款周转率	54.6	55.3	50.6	51.9
营运资金变动	-140	-48	-73	-114	存货周转率	5.1	5.0	5.0	4.9
投资活动现金流	-88	-285	-399	-196	偿债能力				
资本支出	-79	-293	-397	-197	流动比率	1.4	4.5	3.8	3.5
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.5	3.3	2.6	2.3
筹资活动现金流	-7	1571	-82	-111	EBITA / I	156.0	-15.8	-24.8	-34.6
短期借款	-14	-170	0	0	资产负债率	53%	18%	19%	21%
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
普通股增加	0	50	0	0	EPS	1.01	0.96	1.26	1.73
资本公积	0	1838	0	0	每股净资产	3.50	12.74	13.62	14.84
其他	7	-147	-82	-111	P/E	33.3	35.2	26.8	19.5
现金净增加额	-35	1498	-201	35	p/B	9.7	2.7	2.5	2.3

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn