

食品加工

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 65.00 元

当前股价: 46.89 元

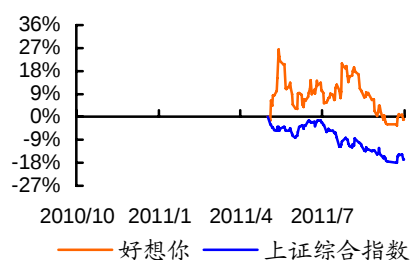
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2331.37
总股本(百万)	74
流通股本(百万)	19
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	3.78
资产负债率	63.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
好想你	-5.67	-12.44	0.00
上证综合指数	-4.75	-16.56	-22.47



相关报告

《好想你-调研简报: 经销商期权激励政策促进未来持续高增长》2011-9-26

好想你

002582

推荐

三季度点评: 业绩触底的弹性品种

好想你 10 月 20 日发布 2011 年三季度报, 公司实现营业收入 5.43 亿元, 同比增长 19.2%; 实现利润总额 8641 万元, 同比增长 13.6%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7808 万元, 同比增长 8.44%, 实现每股收益为 1.23 元, 符合市场预期。

- 三季度一般是每年最差的时候, 预计三季度新开专卖店数量不多, 因为每年新枣在四季度进行采购, 目前由于市场预期价格会降低而且质量更好, 都在等新产品, 经销商往往也赶在春节前开新店, 因此三季度应是业绩底部。三季度单季实现销售收入 1.4 亿元, 同比增长 2.7%, 实现利润总额 1662 万元, 11.6%, 归属母公司所有者净利润 1475 万元, 同比增长 10.6%, 主要财务指标与中期并无大的变化。
- 公司的原材料采购区主要是新疆若羌、阿克苏, 今年占比预计在 70-80%, 新疆地区至今天气很好, 预计若羌枣的收购价格将从去年每公斤的 50 多元降至 40 元以下, 阿克苏枣将从去年每公斤 30 多元降至 20 元左右。公司采购的河北和新郑等地区的枣价格已经大幅下降。新疆枣今年产量大幅增长, 价格下降 30% 农户心理比较难接受, 价格还没有和农户谈好, 公司一直没有进行采购, 目前农户价格降低了 10% 多, 仍在僵持。越往后拖对农户越不利, 因为枣在树上挂的越久越干, 重量越小, 而从收枣到铺到终端只需 10 天, 我们认为下降 20-30% 是大概率事件。
- 短期原材料价格下降将带来很高的利润弹性, 如果原材料价格大幅下降, 预计今年采购量将大幅提升, 目前经销商库存消耗的差不多了, 市场消化没有太大问题, 四季度开始业绩将呈现环比改善态势。四季度由于春节提前和价格下降, 预计全年收入 9 亿以上。如果原材料价格下降, 出厂价也会下调, 毛利率会维持在 25%-30%, 将促进销售额提升, 加之加盟店快速增长, 2012 年收入可能大幅增长。
- 长期增速主要取决于开店速度, 因为产品提价能力有限, 单店销售也较平稳, 而开店数量又取决于当年收枣情况。过去 3 年开店复合增速 56%, 未来几年这仍将是主要的扩张模式。省内市场去年占收入 46%, 其中有大约三分之一是高端礼品市场, 省外基本都是自己消费, 提价能力有限, 未来规模做大主要靠省外市场, 因此增长速度主要还是取决于开店速度。
- 报告最后对 EPS 做了原料价格波动和收入波动的敏感性分析, 供投资者参考, 我们会继续关注原枣采购价格。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.7/2.6/3.7, 对应 PE 分别为 27/18/13 倍, 6 个月目标价 65 元, 我们认为原材料价格大幅下降是大概率事件, 在质量提高、价格下降的情况下 2012 年收入和利润增速有很大弹性, 维持“推荐”评级。股价催化剂: 原料价格下降确定。
- 风险提示: 原材料价格波动, 大规模收枣后销售可能低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	657	924	1394	1992
同比(%)	61%	41%	51%	43%
归属母公司净利润(百万元)	94	126	191	271
同比(%)	83%	34%	51%	42%
毛利率(%)	26.6%	25.6%	26.5%	27.7%
ROE(%)	33.7%	10.4%	13.6%	16.1%
每股收益(元)	1.28	1.71	2.59	3.67
P/E	36.76	27.45	18.13	12.76
P/B	12.40	2.84	2.46	2.06
EV/EBITDA	36	23	16	11

资料来源: 中投证券研究所

我们会密切跟踪原料价格和销售情况，由于原材料价格和销售增速对 EPS 影响较大，我们做了 EPS 对原材料价格波动和收入波动的敏感性分析，其中假设毛利率不变，原材料价格下降的同时产品售价也会下降，收入的增速已经考虑了售价下降，综合单店销量增长和新开店速度增长的结果。在收入变动 30%-70%，原材料价格-30%-10%的区间内，EPS 在 1.9-2.8 间波动，如果不下雨，最理想的结果是原材料价格下降 30%，销量翻倍，产品售价下降 30%，单店销售额增长 20%，新开店增长 40%，综合收入增长 70%，这样 EPS 能够达到 2.8 元/股。供投资者参考。

表 1 原材料价格变动及收入变动对 EPS 的影响

2012 年 EPS		收入变化率（受销量和开店速度影响，已考虑价格下降的影响）				
		30%	40%	50%	60%	70%
原材料价格变化率	10%	1.91	2.00	2.14	2.21	2.30
	0%	2.09	2.20	2.41	2.51	2.60
	-10%	2.11	2.30	2.50	2.60	2.70
	-20%	2.21	2.36	2.59	2.65	2.78
	-30%	2.32	2.55	2.76	2.80	2.84

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附 9 月 23 日调研简报:

公司 9 月 19 日召开了经销商会议，出台了经销商期权激励政策，公司董事长石聚彬先生在 3 年内将自己持有的 300 万股股票的增值受益权捐赠出来，做为模拟期权委托公司按照经销商业绩及管理标准授予优秀经销商。公司网站公布了此次经销商期权激励政策，经销商不承担任何风险，也不需要交任何资金，今年第一期 50 万股在本次会议上授予了来自全国的 9 名优秀经销商，石聚彬先生与每位获得模拟期权的经销商签订了合同，这个激励能促进公司持续高增长。每年进行一次评估，将与基准日之间的盈利全部奖励给当年符合条件的经销商。

原枣采购价格主要取决于枣树挂枣之后的天气情况，枣树的种植面积一般较为稳定，但如果下雨可能会出现丰产不丰收的情况，例如去年新疆阿克苏的极端天气导致新疆大枣价格同比上涨了 60%。枣喜干旱而不耐潮湿，如果挂枣后期遇大量降雨，会出现裂果现象，进而减少产量。目前枣果的产量基本上每年保持约 20%的增速。但不同的品种的产量还要看当地的天气情况具体而定。

公司的原材料采购区主要是新疆若羌、阿克苏，今年占比将达到 70-80%。公司采购的原材料分为鲜枣和干枣，每年 9 月份开始采购鲜枣，用河北沧州的金丝鲜枣做蜜饯，河北金丝鲜枣去年占原料枣的 20%；每年 10 月下旬开始采购干枣，公司主要产品都是收购干枣，河南大约 10%，其中新乡 6%，山西陕西山东占不到 10%，去年新疆大枣的采购大约占 60%，预计今年会提升至 70%-80%。

现在已经采购的沧州鲜枣价格由去年的 1.76 元/公斤降至目前 1 元/公斤，相比去年同期下降了 40%左右；因为干枣还没开始收，预计新疆原材料价格应该会降 30%以上，预计从去年的 47 元/公斤降至 30-35 元/公斤，新乡干枣的价格也下降了大约 20%。今年新疆枣产量提高了 30%，同时去年商贩存的枣烂掉很多，有亏损，如果今年继续存货需要贷款，现在也不好贷款，农民那里不能欠账，因此商贩炒高原枣价格的概率不大。

今年公司可以动用的资金较为充裕，加之四季度销售旺季，回款快又多能补充一部分，资金足够收购大量原材料，如果今年新疆原料枣质量好，价格降低可以考虑多收购一些，去年仅 1.2 万吨。目前公司有冷库 4.5 万吨储能，可以保存 2-3 年。

如果原枣价格如期下降，11月初开始将使用较便宜的原材料。每年的9-11月份公司大约会收购全年计划用量的80%以上。到次年三季度，由于红枣库存的减少，原材料供应跟不上，三季度往往出现销量下降的现象。公司在去年以前一直是三季度原材料供应不足，去年因为健康情枣在阿克苏采购，而新疆遇到极端天气下雨导致干枣价格涨了60%，品质也变差了，因此影响了今年销量，去年的库存到目前仍没有用完，预计10月下旬能消耗完。

公司采购的原材料最主要的是新疆的灰枣，未来新疆的枣产量还会大幅增长，新疆阿克苏地区去年干枣产量20多万吨，公司去年仅采购了1万多吨，新疆计划未来五年将种植面积由140万亩提升到600万亩。枣的生产地和品种都比较集中，河南、山东、河北、陕西、山西五大传统产枣大省仍占据全国约85%的枣树种植面积和产量。新疆由于枣树种植的比较晚，目前占比较低，但未来将成为中国最大的优质干枣生产基地。从品类来看，目前我国起主导作用的十大主栽品种产量之和占据全国总产量的70%以上，公司采购的主要是灰枣，大概占5.1%的比重，健康情和精品红枣两大主要收入来源都是用灰枣。

公司虽从新疆采购原枣，但是相比新疆当地企业公司仍有优势，新疆地广人稀，距离消费区远，产成品不好运输，如果以干枣运到消费区成本更低，目前公司在新疆有2.8万吨储存能力，到气温较低时再运，运费比产成品大幅减少。

公司自建的枣树仅占原材料的1-2%，仅仅起到示范作用，未来这个比例也不会太高，因为一方面自己种枣树的周期长、前期投资大；另一方面目前土地以承包经营权转租赁的方式租赁，30年的租赁期，从1998年到2028年到期，枣树种完5年以后才能开始产果，到2028年正是最好的时候，枣树的产权没保证。目前在若羌、伊犁、新郑有租赁土地。

目前行业高度分散，公司的市占率不到2%，公司枣产品的主要需求来自河南以及江浙、湖南湖北、广东等南方城市，原枣主产区因为有自己的主产品种，所以较难打入，但除去山东、山西、陕西等主产区，其余地区空间也很大。去年河南占收入46%，前几年一直呈现不断下降的趋势，但今年可能占到60%的销售收入，因为今年健康情枣卖的不好，枣博士卖的较好，河南销售的枣博士较多。省内平均每家店收入200万元，省外30-40万元，主要是因为好想你在省外的品牌力还不够强，目前还不算是全国型的红枣龙头企业，随着专卖店的继续开设，未来品牌知名度提高和省外占比的提高都是逐步培养的过程。

不论枣产品市场还是公司的产品中，都是以原枣消费为主，短期内这种情况也很难发生改变，深加工在品类上会不断丰富。从市场销售额来看，中国枣产品市场的增长率在20%左右，市场处于快速增长期。其中深加工产品增速最快，在30%以上，但基数较小，仅占枣产品市场的5%，因此目前枣产品市场仍是以原枣为主。公司主营业务收入产品构成中健康情枣系列和精品红枣系列原枣产品2010年两者占主营业务收入的70.72%。

枣产品加工行业没有壁垒，最重要的是品牌、资金和渠道。公司上市超募的5个多亿，还贷1.9亿，补充流动资金2亿用来采购原枣，反应公司过去在原枣采购的资金上确实很紧张。

公司的销售渠道主要是通过专卖店，后续开设加盟店数量取决于今年收枣的品质，上半年由于经销商还有担忧，开店速度低于预期。预计经销商应该在原材料刚上市的时候，拿到第一批货时建新店，同时明年1月过年比较早，通常专卖店也会选择在过年前开店，因此下半年开店数量应该较多，预计到今年年底2500家加盟店。公司有特许经营、直营和商场超市三种销售模式，主要通过特许经营模式进行品牌推广和产品销售，占收入比重的92%。截至2011年6月30日止公司拥有加盟店有2035家，公司收购郑州的80家加盟店后，直营店将达到92家，直营店和经销商加盟店拿货价一样，终端指导价格加价幅

度至少不能低于出厂价的一定比例，不设上限。在对经销商的考核方面，公司每年进行一次考核。考核标准包括：销售额、新增店面、增长率、深加工产品的销售占比等。上半年开店数量低于预期，主要因为去年原材料成熟比较晚，产品提价 40%，去年 4 季度开始经销商缺货，今年一季度又赶上春节，因此前期经销商反映还可以，但 2 季度开始销售有所反应，消费者拿到产品后，发现质量有所下降，价格上也有所提高，影响了销售，也影响了开店数量，现在原来的店还有亏损，所以 7、8 月开店数量也不多。

今年公司收购了郑州 80 家加盟店，好的店会有不同程度的溢价，同时激励机制也比较到位，原来的经销商继续以管理者的角色经营完成规定额度内的利润部分经销商有 30%的分红权，超过规定额度的利润中 60-70%分给经销商。未来直营的比重还会继续提高，2 年内直营店超过 100 家，发达地市和不成熟的市场建旗舰店推动经销商，兼任所在地整个专门店市场的管理和市场信息收集。现在物流运输成本比较高，经销商库存不够的话会影响销售，未来要在省会建立配送中心，每个省建一个旗舰店方便管理。

现在公司还没有大规模做广告的计划，引入新的咨询机构后会先加强对专卖店的精细管理，包括专卖店员工培训、堆头如何摆放、店铺选址等。

公司渠道进入超市的速度比较慢，商超渠道占比仅 5%，主要是进商超的利润率较低，去年进去的超市今年盈亏平衡。目前公司在郑州已经进入丹尼斯卖场，上海已经进入欧尚、乐购，原来没有进商超，一是费用较高，二是农副产品价格波动大，但是不能经常和商超谈价格，如果名气大之后谈判能力强了才考虑，先把深加工和精品进到商超，主要是枣干、枣片、蜜饯等产品。在发展初期，公司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；而且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。等到品牌竖立起来之后进入商超的议价能力更强，但目前来说还是通过继续开店的形式可以获得更高的利润率并逐渐树立起品牌。

从长远来看，未来销售收入增长主要取决于新开店的数量，因为公司产品提价能力有限，单店销售较平稳。去年四季度总体提价 40%，销量受到影响，销量几乎没有增长，因此产品提价空间有限。专卖店在当地市场开拓成熟后销量比较稳定，近三年老店的平均销售额都在 50 万左右，单店平均销售增长很少，因此未来销售收入增长主要取决于新开店的数量。上市之后公司计划以每年 50%的增速开设新店。公司过去 3 年开店速度的符合增速 56%。预计今年新开 600-800，明年新开 1000 家，主要在华南、华东。

三季度或成为业绩的底部，四季度开始将呈现出环比改善的趋势，今年上半年实现收入 4 亿多，预计三季度能实现 1 个多亿，全年收入 9 亿多，同比增长 40%。一般经销商都选择四季度开店，上半年占比小，春节前开的多，目前由于市场预期价格会降，所以经销商没有大量压货，四季度第一个月铺货可能会比较大，今年四季度应该增幅较大。通常情况下，销售 1 和 4 季度占比较高，2、3 较低，1 季度和 4 季度总共 60%左右，4 季度略高于 1 季度，3 季度最差。

根据公司战略，如果原材料价格下降，出厂价也会下调，预计原材料价格至少下降 30%，终端价也会下降 20%以上，但会把毛利率维持在 25%-30%，这样可以提升单店销售额，加之专卖店数量会有增，综合收入将大幅增长。原材料占营业成本的 72%，原材料价格下降对毛利率影响很大。公司一般会尽量保持毛利率稳定，今年如果原材料降价，同步 10 月中旬产品也会降价，这样可以压低新原料的采购价格；如果原材料涨价，提价会滞后一段时间，防止原材料继续上涨，因此一般提价都晚，降价都早，原材料价格和产品价格会形成连锁反应。目前因为新疆还有 1 万吨没有卖掉，价格已经下降了 30%，明年收入和利润的弹性很大。

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

好想你-季报点评：业绩触底的弹性品种	2011/10/20
洽洽食品-传统炒货销量增长加快，利润率弹性已显现——跟踪报告	2011/10/20
贵州茅台-净利高增长，预收创新高——2011 年三季报点评	2011/10/17
贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估	2011/10/12
贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评	2011/10/11
白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评	2011/9/25
好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长	2011/9/23
双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺(深度报告)	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18

青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
白酒-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报——薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	506	1280	1493	1822	营业收入	657	924	1394	1992
现金	56	653	557	503	营业成本	482	687	1024	1441
应收账款	30	44	66	95	营业税金及附加	2	3	4	6
其它应收款	9	13	20	28	营业费用	28	42	70	110
预付账款	12	21	31	43	管理费用	39	55	91	129
存货	399	550	819	1153	财务费用	15	2	-2	8
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	248	279	281	290	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	4	4	4	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	183	186	192	196	营业利润	90	136	208	298
无形资产	26	26	26	26	营业外收入	17	0	0	0
其他	34	63	60	64	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	753	1559	1774	2112	利润总额	101	136	208	298
流动负债	379	249	273	340	所得税	7	9	17	27
短期借款	288	100	100	100	净利润	94	126	191	271
应付账款	26	34	51	72	少数股东损益	0	0	0	0
其他	65	115	122	168	归属母公司净利润	94	126	191	271
非流动负债	96	92	92	92	EBITDA	106	162	234	339
长期借款	62	62	62	62	EPS (元)	1.71	1.71	2.59	3.67
其他	34	30	30	30					
负债合计	474	341	365	432	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	55	74	74	74	成长能力				
资本公积	113	907	907	907	营业收入	61.0%	40.6%	50.9%	42.9%
留存收益	111	237	428	699	营业利润	73.7%	50.0%	53.1%	43.6%
归属母公司股东权益	279	1218	1409	1680	归属于母公司净利润	82.8%	33.9%	51.4%	42.0%
负债和股东权益	753	1559	1774	2112	获利能力				
					毛利率	26.6%	25.6%	26.5%	27.7%
					净利率	14.3%	13.6%	13.7%	13.6%
					ROE	33.7%	10.4%	13.6%	16.1%
					ROIC	16.2%	17.3%	18.2%	20.5%
					偿债能力				
					资产负债率	63.0%	21.9%	20.6%	20.5%
					净负债比率	73.81	47.48%	44.41	37.52%
					流动比率	1.34	5.14	5.47	5.36
					速动比率	0.28	2.93	2.47	1.97
					营运能力				
					总资产周转率	1.08	0.80	0.84	1.03
					应收账款周转率	25	24	24	24
					应付账款周转率	18.67	22.73	23.94	23.38
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.28	1.71	2.59	3.67
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.56	0.23	-0.79	-0.08
					每股净资产(最新摊薄)	3.78	16.50	19.09	22.76
					估值比率				
					P/E	36.76	27.45	18.13	12.76
					P/B	12.40	2.84	2.46	2.06
					EV/EBITDA	36	23	16	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434