

加加食品：创造美味新生活

加加食品定价报告

报告关键点：

- 品牌、渠道优势明显；
- 差异化定位，实施创新战略；
- 盈利预测和定价分析

报告摘要：

- 品牌、渠道优势明显：**公司注重品牌形象和价值的培养，“加加”已成为全国市场上具有广泛社会知名度和美誉度的强势品牌。2010 年公司酱油产量排名行业第3 位。“盘中餐”牌小包装油在湖南、江西市场拥有良好的品牌知名度和广泛的市场认可度，取得了较为领先的市场地位和相对稳定的市场份额。公司的食醋、鸡精和味精等产品依托既有的品牌和渠道优势，在二、三线城市及县乡市场发展迅速，分别位列行业的第19 名、第10 名和第5 名。经过多年发展，公司已建立起在行业内较为领先的网络式营销格局，以二、三线城市和县、乡市场为重点目标市场，陆续在全国各地发展了近1,200家总经销商，形成以长沙、郑州两大生产基地为中心，辐射全国的销售网络。
- 差异化定位，实施创新战略：**1997 年-2000 年瓶盖创新战略。公司突破传统，采用带孔的酱油瓶盖，使用方便卫生，公司借此迅速打开湘、鄂、赣市场。2001 年-2004 年实惠拓市战略。以浓酱油上色为特征，配合“加加酱油，一瓶当作两瓶用”的营销策略，建立起覆盖全国市场的营销网络。2005 年-2009 年市场细分战略，将酱油市场进行细分，提出“炒菜用加加老抽、凉拌用加加生抽”引导家庭消费同时使用两瓶酱油。2010 年始至今实施“淡酱油”战略，适时推出全新的酱油品类“面条鲜”酱油，公司将以此为契机进一步加快在全国市场推行“淡酱油”战略。经过调研和考察国内市场，公司从2010年开始以新品“茶油”开拓我国食用植物油的“蓝海”市场。
- 募投项目弥补产能瓶颈：**年产20 万吨优质酱油项目建成投产后，公司酱油的产能将大幅增加，产品档次提升，市场占有率扩大，盈利能力将不断增强；年产1 万吨优质茶籽油项目符合国家对茶籽油的战略发展规划，是对公司现有植物油产品的有益补充，项目建成后将进一步丰富植物油产品的品种结构，提升公司的盈利能力，并将产生较好的经济效益和社会效益。
- 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18%、30.1%和23.2%，摊薄后的EPS 分别为1.01、1.49、2.16。目前A股食品饮料行业上市公司2011年的PE水平约为26-30倍，结合调味品行业的估值，给予2011年（EPS=1.01）26-35 倍 PE。考虑到上市首日存在一定的溢价，参照近一个月中小板上市公司首日的价格区间30.15-40.58元，约为2011年29.85-40.18倍的PE。
- 风险提示：**食品饮料业激烈的市场竞争和食品安全问题。

上市首日定价区间：

30.15 - 40.58 元

报告日期：2011-12-23

发行数据

总股本(万股)	12,000
发行数量(万股)	4,000
网下发行(万股)	800
网上发行(万股)	3,200
保荐机构	东兴证券股份有限公司
发行日期	2011-12-26
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

湖南卓越投资有限公司	53.41%
南京点量一期投资中心(有限合伙)	7.13%
湖南天恒投资管理有限公司	6.88%
嘉华卓越(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	6.43%
苏州大道成长投资中心(有限合伙)	6.36%
嘉华致远(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	4.47%
深圳市鼎源成长投资合伙企业(有限合伙)	3.64%
嘉华优势(天津)投资企业(有限合伙)	3.57%
杨子江	2.88%
长沙盈盛投资管理有限公司	1.75%

李铁

010-66581633
执业证书编号

徐昊

010-66581748
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450511020014

行业分析师

xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,201.6	1,375.6	1,623.4	2,112.2	2,602.7
Growth(%)	7.9%	14.5%	18.0%	30.1%	23.2%
净利润	89.0	132.8	162.1	238.5	345.3
Growth(%)	16.7%	60.3%	24.8%	47.1%	44.8%
毛利率(%)	23.6%	24.2%	24.6%	26.6%	29.2%
净利润率(%)	6.7%	9.4%	10.0%	11.3%	13.3%
每股收益(元)	0.68	1.08	1.01	1.49	2.16
每股净资产(元)	1.71	2.89	3.43	4.92	7.08
净资产收益率(%)	43.4%	38.3%	29.5%	30.3%	30.5%
ROIC(%)	29.3%	86.8%	48.3%	43.1%	35.5%

1. 公司概况

1.1. 公司业务概况

加加食品集团股份有限公司是一家集研发、生产、营销于一体的大型调味品生产企业，经过多年的发展，公司已建立起在行业内较为领先的网络式营销格局，以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场，陆续在全国各地发展了近 1,200 家总经销商，形成以长沙、郑州两大生产基地为中心，辐射全国的销售网络。公司实施以“加加”系列酱油为主导，食醋、鸡精、味精和食用植物油等多品类协同发展、共用营销渠道的经营战略。公司的主营业务为酱油、食用植物油和其他调味品的研发、生产和销售，主要产品包括酱油、食醋、味精、鸡精、食用植物油等五大类 180 个品种规格。酱油和食用植物油是公司的主要产品，报告期内产生的销售收入一直占公司收入总额的 85% 以上。

酱油作为公司的主导产品，公司建立了从研发、生产到销售的完整业务体系，是公司主要的收入和利润来源。食用植物油业务具有低毛利和高周转的特点，易受原材料价格波动影响，公司介入食用植物油业务的目的是利用酱油营销网络，及同属厨房食品的高度关联性，发挥协同效应，减少物流成本，为公司创造更大效益。公司食用植物油业务的基本原则是在控制风险的前提下，保证合理利润，不以追求产销规模为目的，加快产品周转，快速转移价格波动风险。食用植物油业务是公司重要的收入和利润来源。

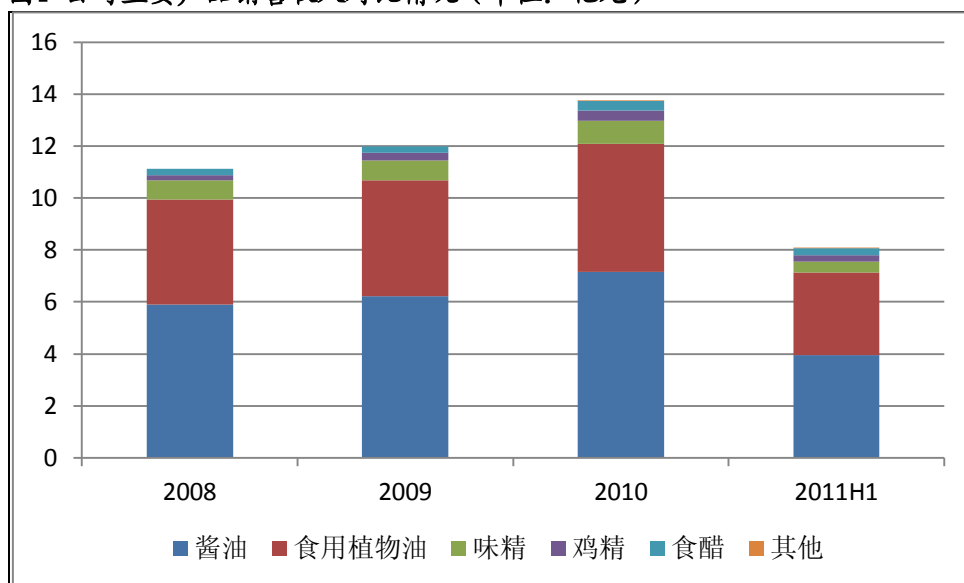
表 1: 2010 年我国酱油行业前十名企业

排名	公司名称
1	佛山海天调味食品股份有限公司
2	广东美味鲜调味食品有限公司
3	加加食品集团股份有限公司
4	李锦记（新会）食品有限公司
5	鹤山市东古调味品有限公司
6	江苏苏美食品有限公司
7	贵阳味莼园食品股份有限公司
8	哈尔滨正阳河调味品食品有限公司
9	河北天赐调料有限公司
10	四川省资阳市临江寺豆瓣有限公司

数据来源：中国调味品协会 安信证券研究中心

公司各类产品中居于核心地位的产品是酱油和食用植物油，属于公司的主要产品。2011 年 1-6 月、2010 年、2009 年和 2008 年，这两项产品产生的收入占公司主营业务收入的比例分别为 88.18%、87.90%、89.04% 和 89.28%。味精、食醋、鸡精等产品销售收入占比虽较小，但丰富了公司产品结构，有利于增强公司抗市场风险的能力，同时也为公司开辟了新的利润增长点。公司主要产品销售收入构成如下：

图1 公司主要产品销售收入对比情况（单位：亿元）



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

报告期内公司各类产品均呈增长趋势，主要原因是公司不断加大营销网络拓展的力度，同时不断加强品牌宣传和产品质量控制的力度，使公司产品的知名度和美誉度不断提升，带动公司产品的销售额逐年上涨；此外，公司根据市场需求变化，不断对产品结构进行优化调整，也为公司产品销售规模的扩张提供了有力帮助。另外，酱油、鸡精、食醋产品产生的销售收入同期大幅增长主要是受销售量增长所致，食用植物油产品产生的销售收入同期大幅增长主要是受销售量及平均销售价格的双重增长所致，味精产品产生的销售收入同期增长主要是受平均销售价格大幅增长所致。

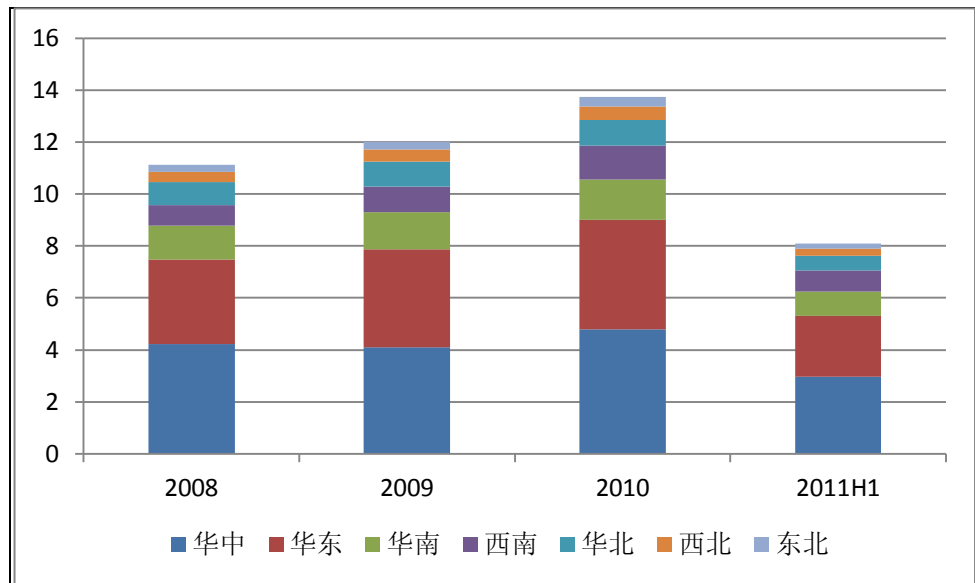
2010 年，公司酱油的产量为 192,436 吨，市场占有率为 3.30%。根据中国调味品协会公布的调味品著名品牌企业 100 强中 2010 年度主要产品的产量统计，2010 年公司酱油产量排名行业的前 3 名，仅次于佛山市海天、广州美味鲜。公司是中国酱油行业中为数不多的拥有全国性品牌影响力和渠道覆盖度的企业之一。凭借领先的规模优势、出色的创新能力、完善的制造工艺、优良的产品品质和突出的品牌渠道能力，公司产品在行业内具有较强的竞争力。

公司的食用植物油业务多年来稳步发展，“盘中餐”牌小包装油在湖南、江西市场拥有良好的品牌知名度和广泛的市场认可度。依托本公司强大的经销商体系，“盘中餐”品牌实施差异化竞争的策略，避开行业巨头的传统强势市场，紧抓县、乡（镇）、农村市场小包装油快速发展的市场机遇，在湖南、江西等地取得了较为领先的市场地位和相对稳定的市场份额。

公司的食醋、鸡精和味精等产品依托既有的品牌和渠道优势，在二、三线城市及县乡市场发展迅速，占据一定市场份额，充分发挥了业务的协同效应。根据中国调味品协会公布的调味品著名品牌企业 100 强中 2010 年度主要产品的产量统计，公司的食醋、鸡精和味精分列食醋行业、鸡精行业、味精行业的第 19 名、第 10 名和第 5 名。

报告期，公司营业收入按地区分类如下：

图 2 公司营业收入的区域分布 (单位: 亿元)



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

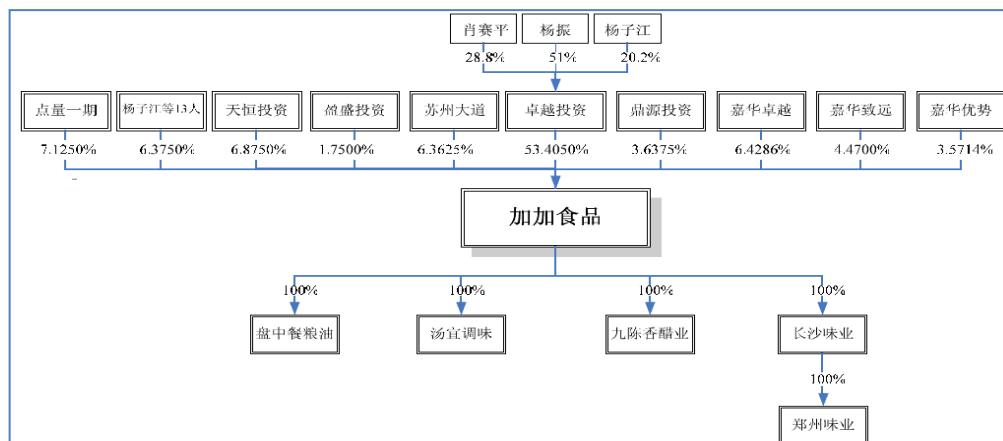
从销售地区分布看,公司销售区域主要集中在华中、华东、华南地区,2011年1-6月、2010年、2009年和2008年上述区域的销售收入占公司主营业务收入的比例分别为76.98%、76.86%、77.46%和79.01%,主要原因是公司目前已形成以长沙和郑州两大生产基地为中心,辐射全国的销售网络,这三大区域内产品运输半径短,而且这些地区人口密度大、经济发展水平高,公司在这些地区拥有庞大的客户消费群体且客户忠诚度较高。

1.2. 公司实际控制人和股东情况

杨振先生作为公司创始人,于1996年投资设立“加加酱业(长沙)有限公司”,涉足以生产酱油为主的调味食品生产行业。杨振先生师范毕业后从事教师工作,具备良好的知识基础,对社会事物有敏锐的观察力和独到的判断力。后辞去公职经商办实业,选择从事食品技术研究和食品生产销售,先后经营过糖果、果脯蜜饯、水果罐头、蛋糕等品类,之后转型从事研发、改进食品生产设备、工艺技术。通过几年的业务实践,杨振先生加深了对于食品行业的认识,尤其对如何改善食品的色、香、味有见解,期间对于人们日常生活最常见的主要调味品酱油、食醋给予了较多关注,先后自学了大量技术书籍、拜访国内行业专家、收集整理技术资料,做好充分准备,1996年决定投资酱油行业。杨振先生具有敏锐的品牌意识,设计了“加加”企业字号、商标和独具匠心的可调式瓶盖和鲜明产品包装,因区别于当时区域内同行业企业的生产环境、产品形象、销售模式的特点,公司在创立后的四年时间内超越湖南本地同行业企业,随后十余年间发展成为全国性调味品知名品牌。

卓越投资的股东杨振先生、肖赛平女士和杨子江先生(其中杨振先生与肖赛平女士为夫妻关系,杨子江先生为杨振先生与肖赛平女士之子,以下简称“杨振家庭”)合计持有卓越投资100%的股权,为公司的实际控制人。杨振家庭合计直接持有公司2.875%的股份(杨子江持股2.875%,杨振与肖赛平未直接持股),同时杨振家庭通过卓越投资间接持有发行人53.405%的股份,杨振家庭直接和间接合计持有发行人56.28%的股份。

图 3：发行前公司股权结构



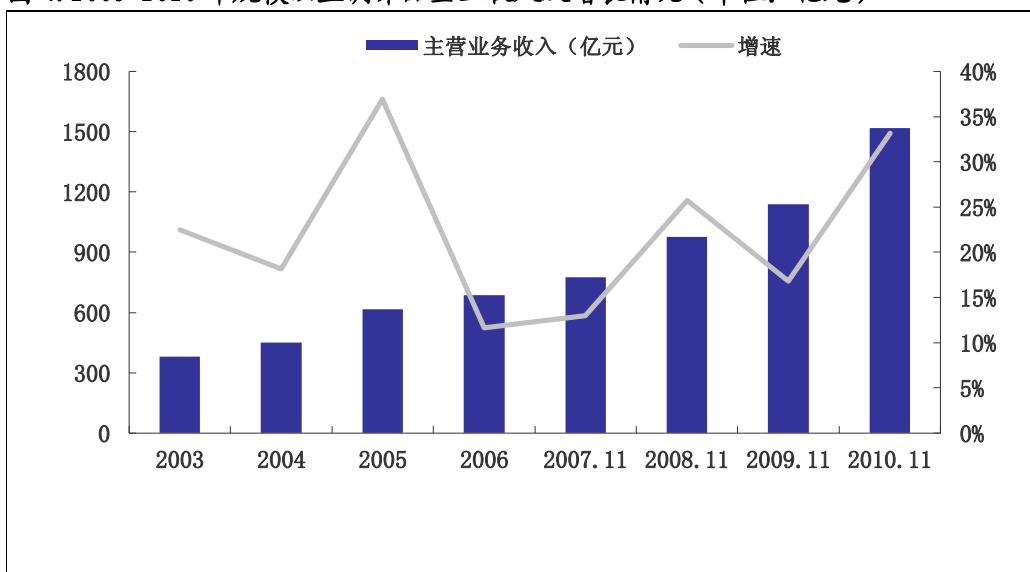
数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2. 小行业大市场

2.1. 调味品行业：

近年来，我国调味品行业发展迅猛，总产量已超过1,000万吨。随着我国消费水平不断提高，我国调味品市场消费量呈快速增长趋势，市场空间不断扩容。2009年1-11月，全国调味品、发酵制品制造业实现销售收入1,139.05亿元，同比增长16.80%。2010年1-11月，全国调味品、发酵制品制造业实现销售收入1,516.62亿元，同比增长33.15%。2003年至2010年，我国规模以上调味品、发酵制品制造企业主营业务收入年复合平均增长率达到21.85%。酱油、食醋和味精产业目前位列我国调味品行业市场规模的前三名。近年来上述三个细分子行业的主营业务收入占调味品行业总收入的比重一直在60%以上。

图 4：2003-2010 年规模以上调味品企业收入及增长情况（单位：亿元）

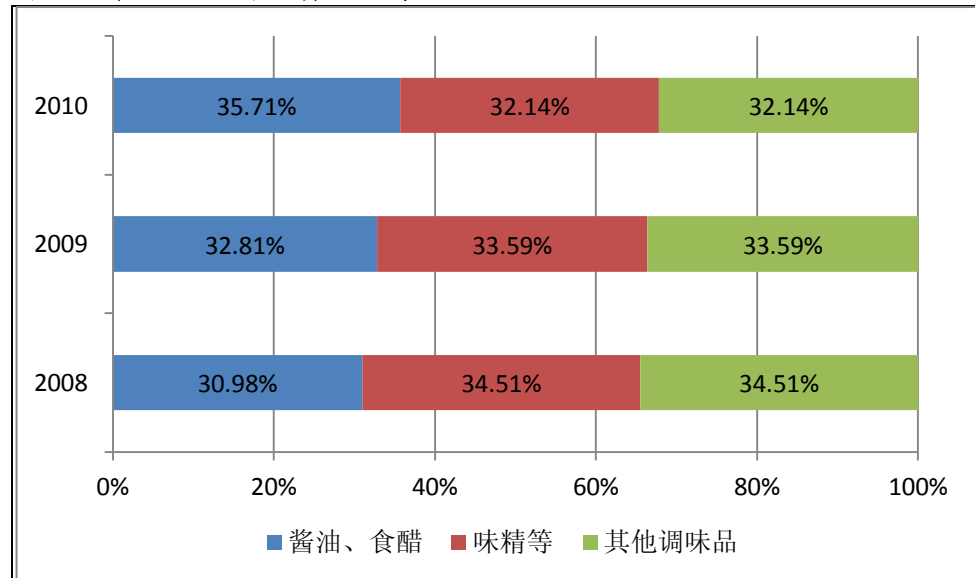


数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

经过多年发展，调味品行业标准和市场准入制度不断完善，市场运行逐步规范。工业化、现代化的生产方式得到较为广泛的应用，行业整体科技含量不断提升。调味品行业由原先的小规模甚至作坊式生产、粗放式经营为主，逐步向工业化、规模化、品牌化和规范化的方向过渡，在各细分子行业中形成了一批全国性品牌和企业，行业集中

度不断提高。但另一方面，由于我国调味品消费的区域性特色明显，消费群体的忠诚度较高，在未来较长时期内，区域性品牌仍将占据一定的市场份额。整体上看，随着我国居民收入水平不断提高、健康消费观念逐步养成，调味品行业正朝着更加健康、规范的方向迈进。

图 5 调味品分类主营业务收入情况



数据来源：调味品协会 安信证券研究中心

影响行业发展的有利因素有：家庭调味品消费市场稳步扩容、餐饮业繁荣带动调味品行业快速增长、居民饮食结构改变有利于调味品行业成长、国家政策扶持有利于行业发展、法律法规与行业标准推进调味品行业走向规范。不利因素有：行业管理水平有待提高、原材料价格波动较为剧烈。

2.2. 酱油行业：

目前全世界酱油年产量约 900 万吨。2010 年，我国的酱油总产量约为 580 万吨左右。21 世纪以来，我国酱油行业进入快速发展期。2003-2010 年我国酱油行业的年均复合增长率达 19.3%，大大超过同期我国国内生产总值的增速。

表 2 2003-2010 年我国酱油行业产量增长情况（单位：万吨）

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
产量（万吨）	169.12	169.04	196.43	267.24	310.46	359.35	532.2	583.2
增速	17.15%	-0.05%	16.20%	36.05%	16.17%	15.75%	48.10%	9.58%

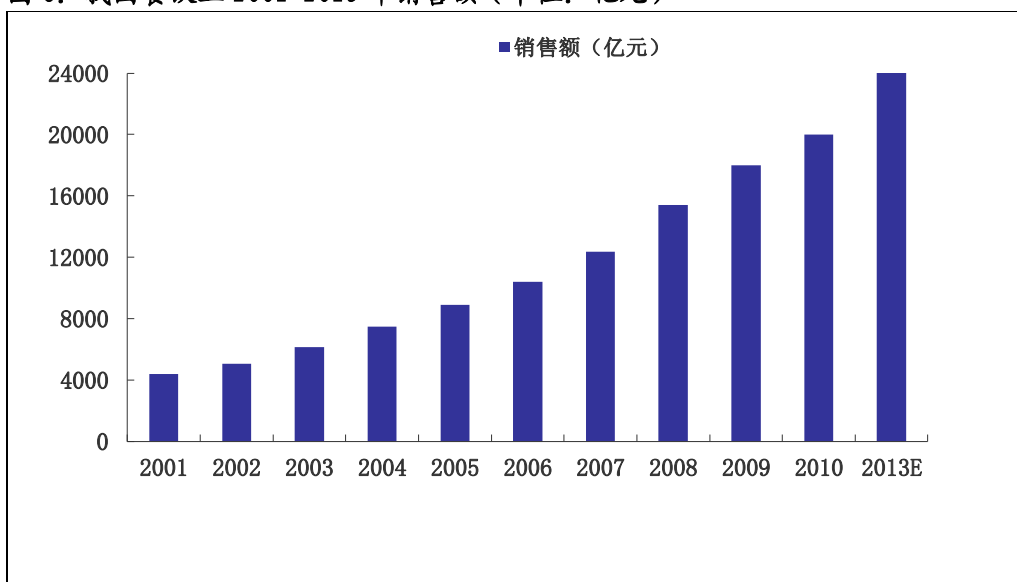
数据来源：Wind 安信证券研究中心

21 世纪以来，酱油行业进入快速发展期，产量大幅度增长。按 2003 年-2010 年酱油产量的年平均增长率 19.87% 计算，酱油行业 2011 年的产量将达到 699 万吨，新增酱油产量 116 万吨。公司新增产能 20 万吨，其中，第一年达产 12 万吨，公司酱油的产能将达到 32 万吨，占酱油市场总产量的比重仅为 4.58%，这与公司的行业地位是相匹配的，且产量增加的较少，不会对市场产生很大的影响。

目前，我国酱油行业的竞争格局分为三个层次，一是全国性大品牌，如海天、加加、李锦记和美味鲜等，市场区域涉及全国多个省份，品牌营销意识强，营销策略成熟；二是地方性强势品牌和外企品牌，包括以广东致美斋为代表的粤派酱油厂商，以上海老蔡、家乐为代表的沪派酱油厂商，以北京金狮、老才臣为代表的京派酱油厂商，以

及石家庄珍极、天津天立、福州民天、湖南龙牌、山东欣和等地方知名品牌，外资品牌则以雀巢美极、龟甲万、和田宽、淘大等为代表；三是小规模工厂或家庭作坊，一般采取自产自销，包装多为散装、袋或瓶等简易包装，产品价格低廉，主攻农村、乡镇市场。随着我国市场经济的逐步成熟与完善，市场竞争势必进一步激烈，而这种竞争最终都会归于品牌的竞争，产品的质量、公司的信誉，都将靠品牌来体现，国内酱油行业最终将形成“由几大强势品牌主导市场、另外几家作为补充”的格局。酱油作为中国调味品中的第一大产品，从产量角度而言，2009 年中国酱油产量排名前 10 位的企业产量总和占全国酱油总产量的比重不到 40%，行业集中度较低，阻碍了中国酱油行业进一步做大做强。植物油是最基本的生活资料之一，也是食品工业、餐饮行业的重要基础原料。随着国内经济的高速发展和人们生活水平的提高，食品加工业、餐饮业等相关行业迅速发展，直接带动了植物油的消费需求。近年来，我国植物油行业一直保持高速增长，2010 年 1-11 月，植物油加工行业实现销售收入 5,418.42 亿元，同比增长 25.56%。2001 年至 2010 年，我国植物油行业企业主营业务收入年复合平均增长率达到 24.36%。2010 年，我国植物油产量约为 2,071 万吨，其中，大豆油产量约为 1,042 万吨，菜籽油产量约为 485 万吨，花生油约为 221 万吨，棉籽油约为 133 万吨，其他还包括葵花籽油、玉米油等；而食用植物油消费量达到 2,540 万吨，巨大的国内需求需要进口大量油料和油脂进行加工才能满足。

图 6：我国餐饮业 2001-2013 年销售额（单位：亿元）



数据来源：中国烹饪协会 安信证券研究中心

国内需求方面，据估算，中国年人均酱油消费量约 3 升，仅为日本年人均消费量的三分之一，或其他习惯消费酱油的东方国家/地区的 30%-50%，显示我国酱油未来消费潜力较大，随着人民生活水平的提高，酱油的需求量会进一步增长。另一方面，随着《食品生产加工企业质量安全监督管理实施细则》等制度的实施，一批质量不达标企业将逐步被淘汰，为酱油品牌企业释放出一定空间，使其获得更大的市场份额。

2.3. 食醋行业：

食醋味酸而醇厚，液香而柔和，是烹饪中一种必不可少的调味品。各地酿醋工艺、口感等的不同，造就了恒顺香醋、山西老陈醋、天津独流老醋、四川保宁醋“四大名醋”。我国食醋生产厂家众多，生产企业近 6,000 家。全国食醋年产量约 300 万吨，其中最大企业年产量也仅 15 万吨左右，仅占全国总产量的 5% 左右，行业集中度偏低，行业竞争较为激烈。

从消费潜力角度看，目前我国人均年消费食醋约 2.3 公斤，日本人均消费约 7.9 公斤，我国食醋消费处于相对较低水平。从需求发展趋势看，人们对食醋的需求越来越大，

不再局限于传统的烹调中，以营养、保健等概念的食醋产品正日益受到越来越多人的青睐，醋类品种将不断丰富，食醋的消费将从调味醋向饮料醋、保健醋延伸。因此，未来我国食醋消费量的提升仍然存在着较大空间。

2.4. 鸡精行业：

鸡精、鸡粉是以鸡肉、鸡骨的粉末或其浓缩抽提物、食用盐、味精、呈味核苷酸钠及其他辅料为原料，添加或不添加香辛料和食用香料等增香剂经混合加工而成，具有鸡的鲜味和香味的复合调味料。

在欧美等发达国家，鸡精、鸡粉产品的消费量已占鲜味调味品总量的 80%以上，而国内鸡精、鸡粉与味精作为鲜味调味品的消费比例截至2008 年尚不足1：9。此外，2008 年我国部分经济发达地区鸡精、鸡粉人均年消费量为2.7 千克，低于其他习惯消费鸡精、鸡粉发达国家和地区的50%，不发达地区特别是广大农村市场的人均年消费量更是尚不足0.2 千克。这些数据显示，鸡精、鸡粉在我国的发展潜力巨大。根据中国调味品协会的测算，预计到2012 年，我国鸡精、鸡粉行业总销售量将达到36.4 万吨，年复合增长率约为25%左右。

目前，我国以生产鸡精、鸡粉为主的企业共计1,000 余家，其中规模以上企业不足200 家。我国鸡精、鸡粉行业集中度较高，市场主流消费主要由太太乐、家乐、佳隆、豪吉四个品牌主导，行业前两名合计市场占有率约达70%。

2.5. 味精行业：

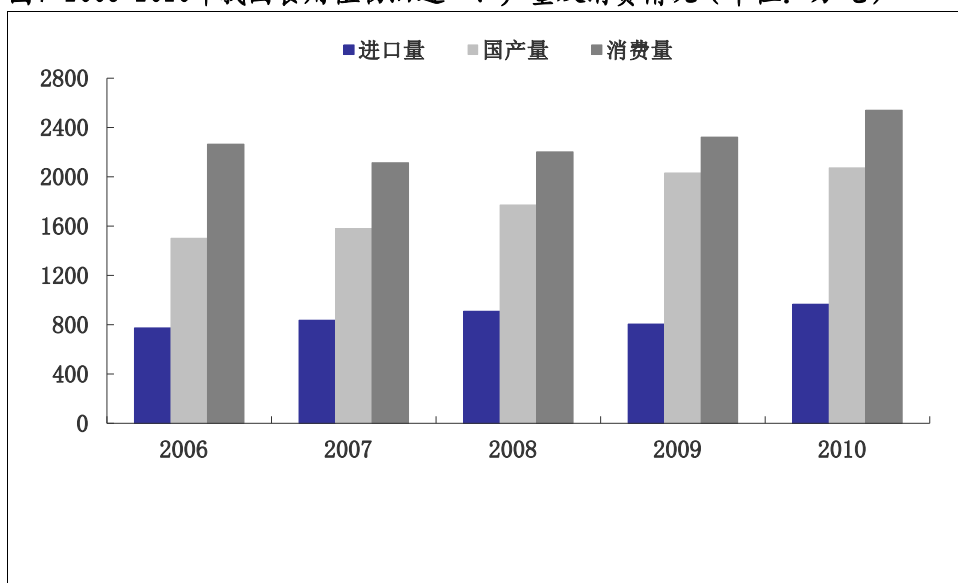
味精主要是通过玉米或大米等含淀粉较多的原料经发酵法加工而成的一种粉末状或结晶状的产品，主要成分为谷氨酸钠。我国味精生产自20 世纪80 年代开始进入高速发展阶段，并于1992 年成为世界味精生产的第一大国。2010 年我国味精产量达256 万吨，2002-2010 年的年均复合增长率达11.1%。

经历2007-2008 年的整合，味精企业约30-40%的产能退出市场。2009 年，国家进一步出台政策限制产能10 万吨以下的味精企业发展。味精生产企业的总数减少到目前35 家左右。相比其他调味品整体较低的品牌集中度，味精行业集中度相对较高。本公司从生产企业采购味精进行分装销售，不受该政策规定限制。从趋势上看，由于鸡精、鸡粉的替代效应，味精的市场份额整体上趋于下降。但目前国内仍有大多数消费者还有使用味精的习惯，而且从价格上来说，味精较鸡精更为便宜，在某些细分市场中仍有一定的优势。因此，在对价格较为敏感的餐饮市场以及农村消费市场，味精仍有一定的市场空间和增长潜力。

2.6. 食用植物油：

2010年，我国植物油产量约为2,071万吨，其中，大豆油产量约为1,042万吨，菜籽油产量约为485万吨，花生油约为221万吨，棉籽油约为133万吨，其他还包括葵花籽油、玉米油等；而食用植物油的消费量达到2,540万吨，巨大的国内需求需要进口大量油料和油脂进行加工才能满足。

图7 2006-2010年我国食用植物油进口、产量及消费情况（单位：万吨）



数据来源：国家粮油信息中心 安信证券研究中心

近年来，我国主要油料播种面积及产量变动不大，植物油消费严重依赖于油料和成品油的进口。2010年我国植物油总进口量达到965万吨，超过欧盟成为最大的植物油进口国。其中，棕榈油进口量高达650万吨，是我国最大的进口油种；大豆油直接进口量200万吨。与世界发达国家和地区相比，我国人均食用植物油消费量仍然处于较低水平，考虑到人口自然增长、人均消费增长以及城镇化等因素的影响，我国食用植物油消费需求仍将在较长时间内保持稳定增长趋势。食用植物油供给方面，在国家耕地面积不能大幅增长，并且国家奉行保粮政策的前提下，我国油料种植面积难以大幅提升。未来增长来源只能是单位产量的提高，包括研发和使用良种，增加肥效水平等，但是这样的内生性增长幅度难以达到我国食用植物油需求增长的速度，预计未来我国食用油消费增量仍然需要依靠进口来满足。

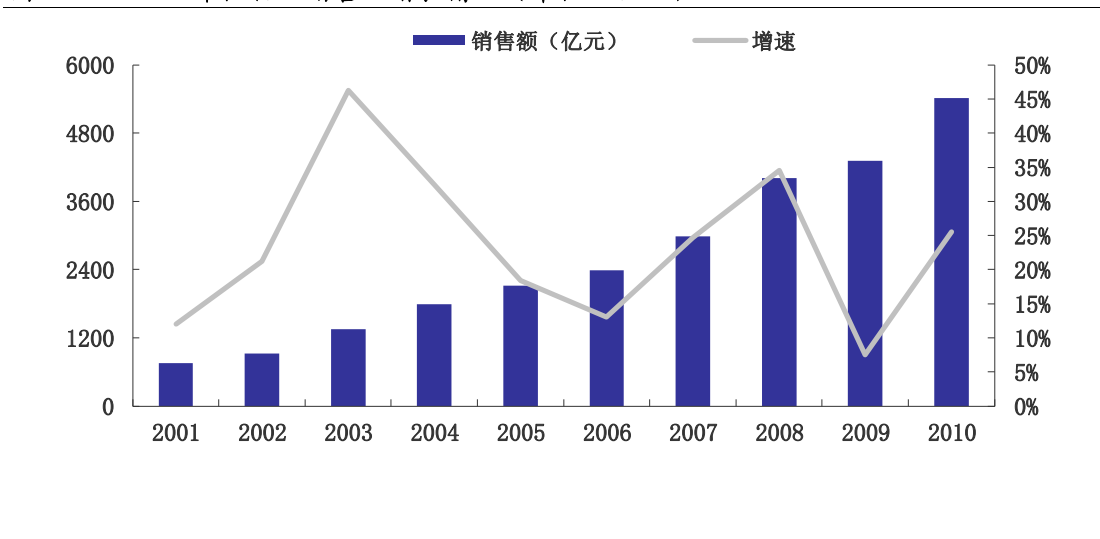
行业发展趋势是行业整合速度加快、食用植物油将占据主导地位、品牌小包装产品的市场份额将不断提高、高档食用植物油的需求将会逐渐增加。影响行业发展的有利因素有：产业政策扶持、餐饮业与食品工业的快速发展推动行业发展、行业秩序稳定，品牌之间有序竞争。不利因素有：食用植物油加工业对外依存度高，受国际市场影响大、国产食用植物油加工机械装备和综合利用的技术水平较低。

在豆油、菜籽油、花生油等传统品种领域，以益海嘉里和中粮集团为代表的行业巨头在下游控制了品牌小包装油的大多数市场份额，在上游掌握了大豆、棕榈油等主要原料的来源，在中游则掌握了70%以上的大豆压榨产能，对国内的食用植物油行业形成全面控制之势。在一线城市市场，国内中小企业很难在主流食用油品种上与领先者竞争；但在二、三线城市乃至县乡市场，一些中小企业、地方品牌则拥有一定的品牌、渠道和配送优势，占据较大的市场份额。

我国人口众多，是食用油消费大国，2010年我国食用植物油人均年消费量约18公斤，与欧美等发达国家人均消费量45公斤相比，差距非常大。随着经济的发展、生活质量的改善和消费观念的转变，人们更注重健康消费，对动物油脂消费越来越少，植物油消费逐年增加。显示我国食用植物油行业未来仍有较大增长空间。

茶油是由油茶树的果实——茶籽，经加工、提炼而得到的一种高品位、高营养价值的食用油，山茶科植物油主要分布于山区和丘陵地带，远离城市“三废”污染源，几乎不受化肥和农药等的污染，故从其种子中提取的油脂可算是名符其实的“绿色”食用植物油，而且不含有强致癌物质黄曲霉毒素B1以及芥酸、皂素和棉酚等对人体有害的物质，是食用植物油脂中的上品和佼佼者。

图8 2001-2010年植物油销售及增长情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind 安信证券研究中心

中国是世界上茶油产量最大的国家, 占全球总产量90%以上。2000年以来, 我国茶油产量总体上呈增长态势, 2008年全国生产茶油26.25万吨, 预计2010年产量将超过30万吨。目前我国茶油的年人均占有量仅0.2公斤, 远低于发达国家年人均占有橄榄油20公斤的水平, 食用油消费结构极不合理, 发达国家橄榄油的消费量一般占其植物油总消费量的40%以上。我国要达到年人均茶油占有量2公斤的标准, 全国茶油产量需增加10倍, 年缺口达250万吨左右, 可见未来茶油的市场需求非常旺盛。油茶副产品茶枯、茶壳的利用价值也非常高, 茶枯经深加工可生产茶皂素、抛光粉和饲料等。今后油茶副产品与油茶产品一样具有广阔的前景。

目前全国 14 个油茶主产省 (区) 共有油茶林面积4,500 多万亩。受气候、地貌等自然条件的影响, 油茶种植面积以湖南、江西、广西3 省 (区) 最大, 3省 (区) 面积占全国现有油茶林总面积的76.2%, 受原材料资源的影响, 我国茶籽油加工企业亦主要集中于湖南、江西和广西三地。油茶林原产地企业在茶籽油行业竞争中拥有较为显著的优势。

目前, 在湖南、江西已诞生了一批具有一定影响力的区域品牌, 如湖南的“金浩”、江西的“润心”、“绿海”等, 在当地享有一定知名度; 同时还涌现出一些专注茶籽油经营的企业, 比如江西的“绿源井冈”、“茶百年”等。整体而言, 茶籽油行业还处于起步成长阶段, 缺乏在国内、国际知名的品牌, 行业处于充分竞争态势。

2009 年我国年产茶油为28.30 万吨, 年人均占有量仅0.2公斤, 远低于发达国家年人均占有橄榄油20 公斤的水平, 食用油消费结构极不合理, 发达国家橄榄油的消费量一般占其植物油总消费量的40%以上。我国如要达到年人均茶油占有量2 公斤的标准, 全国茶籽油产量需增加10 倍, 年缺口达250 万吨左右, 可见, 未来茶油的市场需求非常旺盛。

3. 公司竞争优势

3.1. 创新战略优势

公司非常重视战略规划和营销策划。战略规划的核心在于建立一种独特的具有差异化的定位, 营销策划最大的作用则在于实现品牌在消费者心目中的定位。公司自始至终实施不断创新战略, 提出新的主张:

1997 年-2000 年瓶盖创新战略。传统酱油瓶盖大都采用封闭式塑料瓶盖，消费者使用时，既不方便又不安全，更不卫生。公司突破传统，采用一种带孔的酱油瓶盖，使用方便卫生，公司借此迅速打开湘、鄂、赣市场。

2001 年-2004 年实惠拓市战略。以浓酱油上色为特征，配合“加加酱油，一瓶当作两瓶用”的营销策略，建立起覆盖全国市场的营销网络。

2005 年-2009 年市场细分战略。根据市场消费需求并借鉴港、澳、台消费情况，将酱油市场进行细分，根据其功能特点，提出“炒菜用加加老抽、凉拌用加加生抽”的营销策略，引导家庭消费同时使用两瓶酱油。

2010 年始至今实施“淡酱油”战略。数据显示，日、韩及港、澳、台、粤地区，人均酱油消费量高出内陆消费者两倍以上，一个重要的原因是，这些国家和地区的酱油消费多以生抽为主。生抽酱油的特点是浓度低、味道鲜美、适用范围广，因而使用量大，公司据此制定“淡酱油”战略，并适时推出全新的酱油品类“面条鲜”酱油，市场反应良好，公司将以此为契机进一步加快在全国市场推行“淡酱油”战略。

3.2. 品牌优势

公司十分注重品牌形象和价值的培养，目前“加加”已成为全国市场上具有广泛社会知名度和美誉度的强势品牌。公司先后荣获了“中国名牌”、“中国驰名商标”、“国家级农业产业化重点龙头企业”三大国家级荣誉。公司先后被中国食品工业协会认定为“国家食品工业重点企业”、“中国食品工业突出贡献企业”；被中国调味品协会认定为“中国调味品行业酱油十强品牌企业”；被中国食品安全年会组委会认定为“食品安全示范单位”；被中国食品行业创新评选委员会授予“杰出创新企业奖”称号，还在搜狐网和饭统网的评比中获得“2009 消费者最喜爱、最放心调味品品牌”称号。同时，公司还获得了多项省、市级荣誉，“湖南省农业产业化龙头企业”、“湖南省质量管理奖”、“消费者信得过品牌”、“A 级纳税信用单位”、“2006 年度湖南省质量、环境管理体系运行优秀企业”、“食品卫生等级 A 级单位”、“湖南省农产品加工质量安全奖”、“全省加速推进新型工业化先进企业”、“长沙市工业二十强”、“长沙市利税大户”等。

多年积累起来的品牌形象，使公司在市场竞争中迅速脱颖而出，为公司扩大市场份额，进一步做大做强奠定了坚实的基础。

3.3. 销售渠道优势

经过多年的发展，公司已建立起在行业内较为领先的网络式营销格局，以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场，陆续在全国各地发展了近 1,200 家总经销商，形成以长沙、郑州两大生产基地为中心，辐射全国的销售网络；公司的经销商均为公司长期培植，忠诚度高，同时公司也十分注重维护好与经销商之间的关系，为经销商配备专业的业务服务团队，对其进行指导管理，协助其开拓本地销售渠道，因此，公司对销售渠道具有很强的控制力和影响力。受益于这种稳定和强大的经销商体系，公司得以将鸡精、食用植物油等产品与酱油产品共用销售渠道，节省了额外的渠道开拓支出，实现了低成本的多元化扩张，同时也为其他新产品快速推向市场奠定了坚实的基础。

报告期内，公司的销售收入持续增长。随着销售渠道的进一步完善，公司的市场竞争力进一步得到加强。

表 3 截至 2011 年 6 月 30 日，公司经销商情况

省级区域	经销商数量（家）	省级区域	经销商数量（家）
河南	104	福建	34
湖南	102	重庆	30
江西	81	陕西	25
山东	80	黑龙江	22
安徽	73	吉林	21

四川	72	甘青藏	21
湖北	68	内蒙古	20
江苏	65	贵州	20
山西	61	京津	17
河北	54	新疆	15
广东	49	广西	13
浙江	45	上海	10
辽宁	43	宁夏	10
云南	37	海南	7
合计		1199	

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3.4. 质量控制优势

公司已经建立了完善的质量控制体系和认证体系，从原材料、包装材料到产成品都制定了严格的检验标准。公司从原材料进厂、制程质量（内在和外在）控制、产品报批报检、出厂成品控制、售后质量跟踪控制等几个方面加强对产品质量的控制，培养员工在生产过程中的自检、互检和巡检意识，每一道工序都执行相关的质量管理制度，有效避免了产品质量控制盲点。公司通过了 GB/T22000-2006/ISO22000: 2005 食品安全管理体系和 GB/T19001-2008/ISO9001: 2008 质量管理体系，并实施食品危害分析控制，提高了食品安全的保障系数，能最大限度地保证生产出品质如一的优质产品。公司的质量控制卓有成效，获得了“湖南省质量管理奖”。

3.5. 管理优势

公司管理层均具有多年企业管理的实践经验，市场意识强烈，发展意识超前，并形成了一套行之有效的经营管理模式。在经营决策方面，实行扁平式管理，信息传递迅速、管理决策高效，能够不断地推陈出新，快速抢占市场；在成本和费用控制方面，公司采用全面预算管理和风险管理相结合的方法，严格控制成本，并通过改善工艺、改良设备优化生产，不断提高生产效率、降低单位生产成本；在人力资源管理方面，公司建立了完善的人才储备机制和员工培训体系，年培训率在 90%以上，为公司择优选择人才提供了广阔的空间，此外公司还针对管理人员、核心技术人员和销售制定了系列的选拔和激励制度，形成了稳定的管理团队、研发团队和销售团队，为公司的可持续发展奠定了坚实的基础。

3.6. 技术创新与产品研发优势

公司具有很强的技术创新与产品研发能力。公司先后投入大量资金，用于酱油、食醋、鸡精等产品的技术研发与新产品开发。公司创造性地推出了以稀态浇淋工艺与多菌种生物发酵技术相结合的新型发酵工艺，改善了酱油的风味，提高了酱油的品质，提高了产出率，并以此为基础研制了面条鲜酱油，在 2010 年推向局部市场，销量近 5,000 吨，深受市场欢迎。公司迄今为止仅酱油就推出了包括老抽类酱油、生抽类酱油在内的 33 个系列共 111 种规格的产品；食醋推出了陈醋、香醋、糯米白醋、金标醋等 4 个系列 12 种规格的产品；鸡精推出了 2 大系列 11 种规格的产品；食用植物油推出了 9 大系列 28 种规格的产品；味精推出了 3 个系列 18 种规格的产品。公司通过不断地开发新产品，扩大了产出规模，提高了市场占有率；通过不断地工艺改造和技术创新，提高了生产效率，降低了生产成本，进一步提升了公司的核心竞争力和抗风险的能力。

3.7. 多元化发展模式的优势

调味品具有单位价格较低、消费周期较长的特点，随着市场竞争的日趋激烈，品种多元化、产品多样化将成为调味品企业未来发展的必然选择。公司以加加牌酱油为主导产品，以食用植物油、食醋、味精和鸡精为辅的多品类产品协同发展、共用营销渠道的经营模式，能够最大限度地发现和挖掘市场机会，最大限度地扩大市场占有率，全面提升企业的整体盈利能力和抵御市场风险的能力。

4. 募投项目分析

表 4 本次发行募集资金投资项目按轻重缓急程度排序如下：

序号	项目名称	建设期
1	年产 20 万吨优质酱油项目	1 年
2	年产 1 万吨优质茶籽油项目	1 年

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

第一个项目由公司本部负责实施，第二个项目由公司的全资子公司盘中餐粮油承办，待募集资金到位后，由公司通过增资的方式将募集资金投入到全资子公司盘中餐粮油。

本次募集资金投资项目是实施公司战略发展规划、实现公司产品结构升级、完善公司产品结构的重要战略举措。项目建成后，公司综合竞争实力和盈利能力将得到大幅提升，公司的产品线将得以丰富。年产 20 万吨优质酱油项目建成投产后，公司酱油的产能将大幅增加，产品档次提升，市场占有率扩大，盈利能力将不断增强；年产 1 万吨优质茶籽油项目符合国家对茶籽油的战略发展规划，是对公司现有植物油产品的有益补充，项目建成后将进一步丰富植物油产品的品种结构，提升公司的盈利能力，并将产生较好的经济效益和社会效益。

本次募集资金到位后，公司的资产总额和股东权益将大幅提高，短期内公司资产负债率水平将大幅下降，提高了公司债务融资的能力，增强公司防范和抵御财务风险的能力。

本次发行后，公司净资产和每股净资产将大幅增长，在募集资金到位初期，由于各投资项目尚处于投入期，产生效益需要一定的时间，将使公司全面摊薄的净资产收益率在短期内有较大幅度的降低。但随着募集资金投资项目的逐步达产并逐步释放经济效益，将增强公司的市场竞争力，提升公司的盈利能力，公司的净资产收益率将稳步提高。

5. 盈利预测与定价分析

我们预测公司 2011、2012 和 2013 年的销售收入将分别实现增长 18%、30.1%和 23.2%，摊薄后的 EPS 分别为 1.01、1.49、2.16。目前 A 股食品饮料行业上市公司 2011 年的 PE 水平约为 26-30 倍，结合调味品行业的估值，给予 2011 年（EPS=1.03）26-35 倍 PE。

表 5 主要产品盈利预测（单位：吨、万元/吨）

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
老抽酱油	销量（吨）	115269	117213.4	126123.9	121014.2	123434.5	125903.2	125903.2
	单价（万元/吨）	0.3542	0.3478	0.3513	0.3589	0.3589	0.3589	0.3589
	销售额	40828.27	40766.82	44307.33	43431.99	44300.63	45186.64	45186.64
生抽酱油	销量（吨）	43857.66	52580.76	65807.84	81937.7	181537.7	241937.7	281937.7
	单价（万元/吨）	0.4163	0.4104	0.413	0.4328	0.4328	0.4328	0.4328
	销售额	18257.94	21579.14	27178.64	35462.64	78569.52	104710.6	122022.6
酱油合计	销量	159126.6	169794.2	191931.7	202951.9	304972.2	367840.9	407840.9
	收入	59086.21	62345.96	71485.96	78894.63	122870.1	149897.3	167209.3
普通植物油	销量（吨）	33975	52151	49559	52762	55400.1	58170.11	61078.61
	单价（万元/吨）	1.1856	0.8541	0.9136	1.07	1.07	1.07	1.07
	销售额	40280.76	44542.17	45277.1	56455.34	59278.11	62242.01	65354.11
茶油	销量（吨）	0	0	1177	2933.7	3080.385	9080.385	11080.39

	单价 (万元/吨)			3.4906	2.797	2.797	2.797	2.797
	销售额	0	0	4108.436	8205.559	8615.837	25397.84	30991.84
植物油合计	销量	33975	52151	50736	55695.7	58480.49	67250.49	72159
	收入	40280.76	44542.17	49385.54	64660.9	67893.94	87639.85	96345.95
食醋	销量 (吨)	6665.59	6631.42	9503.85	12649.98	16444.97	20556.22	24667.46
	单价 (万元/吨)	0.3656	0.372	0.3845	0.4234	0.4234	0.4234	0.4234
	销售额	2436.94	2466.888	3654.23	5356.002	6962.802	8703.502	10444.2
鸡精	销量 (吨)	1827.61	2465.88	2847.45	3073.1	3380.41	3718.451	3904.374
	单价 (万元/吨)	1.2171	1.2144	1.4401	1.5558	1.5558	1.5558	1.5558
	销售额	2224.384	2994.565	4100.613	4781.129	5259.242	5785.166	6074.424
味精	销量 (吨)	8257.37	7746.55	8598.82	7538.04	7538.04	7538.04	7538.04
	单价 (万元/吨)	0.8796	0.9931	1.0176	1.0828	1.0828	1.0828	1.0828
	销售额	7263.183	7693.099	8750.159	8162.19	8162.19	8162.19	8162.19

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

考虑到上市首日存在一定的溢价, 参照近一个月中小板上市公司首日的价格区间 30.15-40.58 元, 约为 2011 年 29.85-40.18 倍的 PE。

表 6 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%
002640	百圆裤业	2011-12-08	25.80	29.00	12.40
002641	永高股份	2011-12-08	18.00	18.60	3.44
002634	棒杰股份	2011-12-05	18.10	22.62	24.97
002639	雪人股份	2011-12-05	19.80	18.56	-6.26
002635	安洁科技	2011-11-25	23.00	28.00	29.91
002636	金安国纪	2011-11-25	11.20	12.44	11.07
002637	赞宇科技	2011-11-25	36.00	42.27	17.42
002638	勤上光电	2011-11-25	24.00	24.56	2.33
002632	道明光学	2011-11-22	23.00	28.76	25.04
002633	申科股份	2011-11-22	14.00	17.89	27.79

数据来源: Wind 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 市场风险

市场竞争风险: 目前, 国内调味品行业发展较快, 但行业集中度仍然偏低, 较低的行业内集中度导致国内调味品市场竞争激烈。另外, 在调味品行业巨大市场空间的吸引下, 外资企业纷纷进军中国调味品市场, 并利用资金、品牌优势大量收购国内知名调味品品牌与企业, 导致调味品行业的整合力度不断加大。行业整合行为将可能在一段时期内加剧国内市场竞争, 公司如不能及时有效地调整经营战略, 将可能面临市场发展空间受到挤压的风险。

主要原材料价格波动风险: 公司主营业务涉及酱油、食用植物油、味精、食醋和鸡精的生产和销售, 公司酱油产品主要原材料包括豆粕、焦糖色、味精等; 食用植物油产品主要原材料是原料油脂。2011 年 1-6 月、2010 年、2009 年、2008 年酱油产品原材料成本占其生产成本的比例分别为 50.24%、53.12%、51.98% 和 48.84%; 食用植物油产品主要原材料成本占其生产成本的比例分别为 91.55%、91.28%、91.58% 和 93.01%。公司生产经营所用原材料价格波动对公司生产成本影响较大。公司主要原材料价格受自然环境、供求关系等因素影响, 报告期内原材料价格行情呈现不规则的变化, 导致公司产品的毛利率波动, 进而影响公司的经营业绩。因此, 如果未来公司产品主要原材料价格产生大幅波动, 而公司不能适时采取有效措施, 可能会影响公司产品的市场

竞争力，并对公司的收入增长和盈利提升构成不利影响。

6.2. 业务与技术风险

技术风险：公司具有较强的技术创新与产品研发能力，先后投入大量资金，用于酱油、食用植物油、食醋、鸡精等主要产品的技术研发与新产品开发，至今主要产品共推出了180个品种规格。公司仍然在针对不同市场、不同消费层次的需求进行新产品开发，以保证市场竞争力。但是，随着人们生活水平的日益改善，消费者对食品、调味品的口味、营养、质量要求不断提高，如果公司不能适时推陈出新，满足不同层次消费者的需要，可能会影响公司的市场竞争力。

经销模式的风险：公司根据快速消费品的行业特性及自身的发展情况，绝大多数产品通过经销商对外销售，现阶段经销商在公司产品销售及创利方面发挥重要作用，这使得公司对经销商存在一定的依赖性。如果公司的重要经销商发生变动，将会对公司的经营业绩造成不利影响。在公司快速扩张时期，各产品通过共用经销商销售渠道，能够将产品及时推向终端，提高产品的市场占有率，扩大品牌影响力，提升消费者对品牌的忠诚度，但若过多依赖经销商渠道，不仅会失去在流通环节的部分利润，还可能在一定程度上影响公司对终端客户的了解度，使企业不能真实、准确地获知消费者对产品的反馈信息，以至于不能对市场作出快速的反应，导致终端的竞争失利。公司通过与经销商签订《经销协议书》的方式，对经销商销售本公司产品的价格、铺货区域等主要方面进行规范。但经销商仅在业务上受公司指导，人、财、物皆独立于公司，经营计划也根据其业务目标和风险偏好自主确定。而经销商直接面对消费者，其服务质量直接关乎公司品牌形象，若部分经销商的经营行为有悖于公司的品牌经营宗旨，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。虽然公司致力于加强对经销商的管理，定期或不定期地对经销商及其销售人员进行培训，提高其服务水平，并制定了较为完善的管理制度及扶持政策，但随着经销商销售区域的持续扩展，若公司管理水平及相应政策没有跟上，则可能出现部分经销商管理滞后，或其经营活动不能契合公司经营理念的情形，进而对公司的品牌形象和经营业绩造成不利影响。

6.3. 管理风险

实际控制人控制的风险：本公司实际控制人杨振家庭合计持有公司56.28%的股份（杨子江直接持股2.875%，杨振与肖赛平未直接持股，杨振家庭通过其三人共同投资的卓越投资间接持有发行人53.405%的股份）。本次发行后，公司实际控制人杨振家庭合计直接或间接持有公司6,753.6万股的股份，占公司发行后总股本的42.21%。虽然其持有公司股份比例有所下降，但仍然不能排除实际控制人利用卓越投资的控股股东地位通过行使表决权或其他方式对公司的经营决策、利润分配、对外投资等进行控制，进而损害公司其他股东利益的可能性。

经营规模扩大后的管理风险：截至2011年6月30日，公司酱油年产能20万吨，本次发行募集资金投资项目实施后酱油年产能将达到40万吨，较现有年产能扩大1倍。虽然公司经过十余年的快速发展，培养并吸引了一大批管理人才和技术人才，核心管理团队拥有多年行业管理经验且保持稳定，但是，随着募集资金投资项目的建成投产，公司资产规模和业务规模都将迅速扩大，这将对公司的经营管理能力提出更高要求。若公司的组织机构和管理制度不能进一步健全和完善，采购、生产、销售等方面的管理能力不能得到有效提高，将可能引发相应的管理风险，并对公司的盈利造成不利影响。

6.4. 募集资金项目风险

募集资金项目实施风险：公司本次募集资金将主要投资于年产20万吨优质酱油项目和年产1万吨优质茶籽油项目，项目预计总投资分别为47,874.42万元、14,916.12万元，合计62,790.54万元。募集资金投资项目的顺利实施可以扩大公司生产规模，调整产品结构，更好地发挥公司品牌与技术优势，增强公司盈利能力，提升公司的市场竞争力，促进公司持续稳定发展。虽然公司已对项目进行了充分的可行性论证，但如果募集资金不能及时到位、项目延期实施、市场环境突变、宏观经济状况大幅下滑等情况发生，将可能导致产品市场需求低于预期或者供求失衡，影响募投项目的投资收益水平。

募集资金项目市场风险：2011 年1-6 月、2010 年、2009 年、2008 年，公司营业收入分别为81,056.34万元、137,558.70 万元、120,163.60 万元和111,401.37 万元。待募集资金投资项目建成达产后，将新增酱油年产能20 万吨、茶油年产能1 万吨。尽管酱油、茶油行业发展势头良好，但新增产能的消化具有一定的不确定性，销售渠道建设和营销力量配备若未能与产能增长有效结合，可能对公司募集资金项目新增产能的消化构成一定风险。同时，酱油、茶油行业竞争对手的发展也可能对本次募集资金项目的投资回报和预期收益产生影响。

固定资产折旧增加导致利润下滑的风险：本次募集资金投资项目建成后，公司固定资产将增加49,763.93 万元，据此计算，项目建成后公司每年新增固定资产折旧费用3,776.73 万元。尽管项目完全建成并达产后，预计每年可新增营业收入145,699.54 万元，新增净利润22,705.97万元，但若市场出现重大不利变化或募集资金投资项目涉及的产品销售形势不佳，投资项目的收益水平将难以达到预期目标，投资回收期将可能延长，公司将面临因固定资产折旧费用大幅增加而导致利润下滑的风险。

6.5. 其他风险

食品安全控制风险：随着国家对食品安全的日趋重视、消费者食品安全意识的加深以及权益保护意识的增强，食品安全和质量控制已成为食品加工企业生产经营的重中之重。国家及相关部门相继颁布了《食品生产加工企业质量安全监督管理实施细则》、《中华人民共和国农产品质量安全法》、《中华人民共和国食品安全法》、《食品安全国家标准管理办法》等政策法规，用以规范食品加工企业的生产经营行为，以最大限度地保障消费者利益。相关行政主管部门将依法对公司产品加强检查检验，如发生不合格情形，可根据情况对公司采取责令限期改正、处以罚款、责令停业、限期整顿以及吊销营业执照等处罚措施；一旦该等情况发生，公司还可能面临消费者投诉及索赔风险，亦可能对公司品牌声誉和市场推广造成不利影响。

环保政策变化风险：2009 年12 月，环境保护部推出《酿造调味品工业水污染物排放标准》国家标准征求意见稿，该标准对酿造工业企业的水污染物排放限值、监测和监控要求做出了规定，尤其对新建企业水污染物排放限制更加严格，将可能增加企业环保相关成本。环保问题已经越来越受到我国政府的重视，今后不排除因国家环保政策日趋严格致使公司环保成本大幅增加的风险，可能对公司经营业绩带来一定影响。

高档酱油



酒店专用



特级酱油



加加蚝油



中档酱油



醋系列





植物油系列



茶油礼盒系列



加加鸡精

加加味精

加加排骨王

香麻油

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-20		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,201.6	1,375.6	1,623.4	2,112.2	2,602.7	成长性					
减: 营业成本	918.5	1,042.6	1,224.1	1,550.0	1,843.2	营业收入增长率	7.9%	14.5%	18.0%	30.1%	23.2%
营业税费	5.9	4.2	5.0	6.5	8.1	营业利润增长率	30.8%	40.9%	19.1%	48.3%	44.0%
销售费用	118.4	117.6	138.8	180.6	222.5	净利润增长率	16.7%	60.3%	24.8%	47.1%	44.8%
管理费用	32.1	35.6	42.0	54.7	67.4	EBITDA 增长率	14.2%	36.5%	20.0%	52.3%	44.0%
财务费用	-0.1	-2.3	-1.7	1.4	2.2	EBIT 增长率	15.2%	39.3%	19.7%	50.1%	44.1%
资产减值损失	-1.3	-2.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	-3.2%	47.5%	22.6%	49.0%	44.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-50.1%	120.4%	66.9%	75.9%	23.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	24.6%	69.0%	58.3%	43.5%	43.9%
营业利润	128.2	180.6	215.1	319.0	459.4	利润率					
加: 营业外净收支	2.0	0.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	23.6%	24.2%	24.6%	26.6%	29.2%
利润总额	130.1	181.0	216.1	318.0	460.4	营业利润率	10.7%	13.1%	13.3%	15.1%	17.6%
减: 所得税	41.1	48.2	54.0	79.5	115.1	净利润率	6.7%	9.4%	10.0%	11.3%	13.3%
净利润	89.0	132.8	162.1	238.5	345.3	EBITDA/营业收入	11.5%	13.7%	13.9%	16.3%	19.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	10.7%	13.0%	13.1%	15.2%	17.7%
货币资金	266.0	221.5	219.6	169.0	321.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	40	38	41	50	60
应收账款	93.7	41.1	48.5	63.1	77.8	流动营业资本周转天数	22	20	46	54	60
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	135	149	157	150	163
预付账款	87.3	199.0	330.1	496.1	693.5	应收账款周转天数	3	3	2	2	2
存货	64.3	163.4	191.9	242.9	288.9	存货周转天数	19	30	39	37	37
其他流动资产	-0.0	-0.0	-	-0.0	-0.0	总资产周转天数	181	192	209	227	254
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	68	63	99	131	151
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	43.4%	38.3%	29.5%	30.3%	30.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.3%	16.6%	14.9%	15.1%	16.5%
固定资产	135.2	157.3	213.4	368.4	498.4	ROIC	29.3%	86.8%	48.3%	43.1%	35.5%
在建工程	9.3	7.2	64.3	221.6	199.6	费用率					
无形资产	10.3	9.9	10.0	10.0	10.1	销售费用率	9.9%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
其他非流动资产	2.3	1.6	7.2	7.5	7.8	管理费用率	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
资产总额	668.4	800.9	1,085.0	1,578.7	2,097.1	财务费用率	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	116.0	98.0	97.0	191.0	189.7	三费/营业收入	12.5%	11.0%	11.0%	11.2%	11.2%
应付账款	149.6	137.2	134.9	170.8	203.1	偿债能力					
应付票据	100.0	60.0	70.5	89.2	106.1	资产负债率	69.3%	56.7%	49.4%	50.1%	46.0%
其他流动负债	97.7	159.2	234.0	340.7	465.9	负债权益比	226.0%	131.1%	97.8%	100.6%	85.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.10	1.38	1.47	1.23	1.43
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.96	1.02	1.12	0.92	1.13
负债总额	463.4	454.4	536.3	791.6	964.7	利息保障倍数	#####	-77.28	#####	233.74	212.97
少数股东权益	12.9	-	-	-	-	分红指标					
股本	55.6	120.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	136.4	226.5	388.6	627.1	972.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	205.0	346.5	548.6	787.1	1,132.4	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	89.0	132.8	162.1	238.5	345.3	EPS(元)	0.68	1.08	1.01	1.49	2.16
加: 折旧和摊销	10.3	10.5	12.8	24.1	34.5	BVPS(元)	1.71	2.89	3.43	4.92	7.08
资产减值准备	-1.3	-2.7	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	15.4	0.2	-1.0	-1.7	1.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	8.0	2.9	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	1.5	-18.3	-84.0	-70.4	-83.7	CAGR(%)	38.9%	37.5%	35.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	93.0	82.1	89.1	193.5	298.2	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	117.9	-62.6	-131.1	-336.1	-142.1	ROIC/WACC	7.8	23.1	12.9	11.5	9.5
融资活动产生现金流量	-42.5	-44.1	40.7	92.6	-3.5	REP	-	-	-	-	-

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。

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3 年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁、徐昊分别声明，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

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

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: 200123

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