

加加食品 (002650.sz)

“淡酱油”+“茶籽油”进一步推动公司未来量价齐升

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

酱油销量位居第三, 品类丰富的调味品公司

公司主要产品以酱油和食用植物油为主, 两者占总收入比重超过 88%。08 年-11 上半年销售收入分别为 11.1 亿、12 亿、13.7 亿和 8.1 亿, 年复合增长率为 11.15%。2010 年拥有 20 万吨 酱油产能, 市场占有率 3.3%, 产量居行业第三, 而食醋、鸡精和味精分列各自行业的第 19、第 10 和第 5 名。公司在品类研发和营销方面不断创新, 如面条鲜和茶籽油为公司两大明星产品。

品牌和区域优势结合强大销售网络打造公司高毛利率

08 年-10 年毛利率逐年上升, 分别为 23.31%、23.58%、24.19%, 但是 2011 年由于成本大幅上涨, 下滑至 23.49%。高毛利的主要原因为: 第一、占总毛利的 70% 的酱油产品毛利高, 如面条鲜产品售价高于行业平均 18%, 且高毛利生抽占比提高; 第二、公司在华中、华南、华东地区具有很高的品牌认可, 连续三年贡献总收入 77% 左右, 使得其定价可较高; 第三、公司以二、三线城市和县乡为重点销售布局, 已有 1200 名总经销, 区域差异化竞争提升综合毛利率。

酱油和食用植物油行业: 未来将形成价量齐升态势

1) 2010 年酱油年产量 580 万吨, 但人均消费仅为日本的 1/3, 且未来高毛利率的生抽降替代老抽、高档替换中档趋势明显, 若淡化成功, 预计可新增 5 倍酱油消费量。2) 我国植物油存在大量进口依赖, 且行业受政策扶持较多, 根据行业预测, 预计未来茶油年缺口达 250 万吨, 公司茶籽油募投项目前景光明。

盈利预测与估值: 12 个月内合理估值 30 元左右

我们预计 11-13 年公司销售收入为 15.75 亿元、19.31 亿元和 23.23 亿元, 股本全面摊薄后, 对应的 EPS 分别为 0.82 元、1.13 元和 1.42 元, 给予 2012 年 25-30 倍 PE, 则 12 个月内合理估值为 27 元-33 元。

风险提示: 食品安全问题、原材料价格异常波动

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1201.64	1375.59	1574.99	1930.86	2322.93
增长率(%)	7.87%	14.48%	14.50%	22.60%	20.31%
EBITDA(百万元)	137.05	186.14	193.31	262.09	328.07
净利润(百万元)	81.02	129.87	130.49	180.52	227.34
增长率(%)	16.70%	60.30%	0.47%	38.34%	25.94%
每股收益(元)	1.46	1.08	0.82	1.13	1.42
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1.09	-0.66	-0.73	-1.05	-1.51

数据来源: 加加食品集团股份有限公司财务报表、广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	27.00-33.00 元
上市价格	27.00-33.00 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	120/0
-----------------	-------

主要股东:

湖南卓越投资有限公司	
主要股东持股比例	53.405
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	37.4778
ROA	17.6781
资产负债率	56.734

2010 年报数据

发行消息

发行价格(元)

主承销商:

东兴证券股份有限公司

发行市盈率

目录索引

一、公司情况：酱油、植物油为主的调味品龙头企业	3
（一）行业地位：酱油产量居前三，食用植物油产能较低.....	3
（二）收入结构：酱油、食用油占比 88%，销售区域以华中为主.....	4
（三）毛利率：稳中有升，近年皆在 23%以上	6
（四）公司股权结构：实际控制人杨振家庭绝对控股.....	7
（五）公司的竞争优势：网络式营销格局发挥协同效应.....	8
（六）与竞争对手比较：公司毛利率高于行业平均水平.....	9
（七）酱油产品原材料占生产成本比重 50%左右.....	10
（八）渠道终端：以二、三线城市和县、乡为重点.....	11
二、行业分析：未来将呈现量价齐升态势	11
（一）调味品行业：消费升级带来市场扩容.....	11
（二）酱油行业：找准蓝海市场，传统行业老树开新花.....	12
（三）植物油加工行业：茶油细分行业前景一片光明.....	12
（四）影响行业发展的因素	13
三、募投项目：把握消费动向，优化产品结构	14
四、盈利预测与估值分析：12 个月合理估值 30 元左右	15
五、风险提示	16

图表索引

图 1：公司近年酱油产量情况	3
图 2：公司近年植物油产量	3
图 3：公司各个产品收入情况（单位：百万元）	5
图 4：公司分区域收入占比情况（百万）	5
图 5：公司主要产品展示	5
图 6：公司近三年酱油、食用油产品利润率	7
图 7：2011 年三大费用率皆上升	7
图 8：2011 年净利率下滑明显，但毛利率较稳定	7
图 9：公司股权结构	8
图 9：2003 年-2010 年规模以上调味品企业主营业务收入及增长情况	12
图 10：2006-2010 植物油的产量及消费量情况（万吨）	13
表 1：2010 年酱油行业产量居前十名企业	4
表 2：公司食用植物油产品的主要竞争对手情况	4
表 3：公司发行前后前十大股东持股股权结构	8
表 6：原材料占生产成本的比重	10
表 7：发货分类占比情况	11
表 8：募投项目主要指标分析（单位：万元）	15
表 8：公司各产品收入盈利预测	16

一、公司情况：酱油、植物油为主的调味品龙头企业

公司成立于1996年，办公地址为湖南省宁乡县，主营从事调味品的研发、生产、销售，其主要产品以酱油和食用植物油为主，其中，两者销售收入占总收入比重超过88%，此外，公司还生产食醋、鸡精、味精等产品。

（一）行业地位：酱油产量居前三，食用植物油产能较低

2010年，公司酱油的产量为19.24万吨，市场占有率为3.30%，根据中国调味品协会数据，2010年公司酱油产量位居行业第3，而食醋、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。

2010年食用植物油产量仅为5.07万吨，09年产量为5.2万吨，总产能为8万吨，相比行业主要竞争对手，如益海嘉里集团和中粮集团，其产能非常低，09年益海嘉里集团产能为685万吨，而中粮集团也超过190万吨。公司的食用植物油的产品主要为“盘中餐”牌小包装油，其在湖南、江西市场实施差异化竞争的策略，避开行业巨头的传统强势市场。

根据公司规划，未来三年公司调味品业务开发重点将围绕“淡酱油”战略展开，食用植物油业务则将以茶籽油战略为发展核心。

图 1：公司近年酱油产量情况

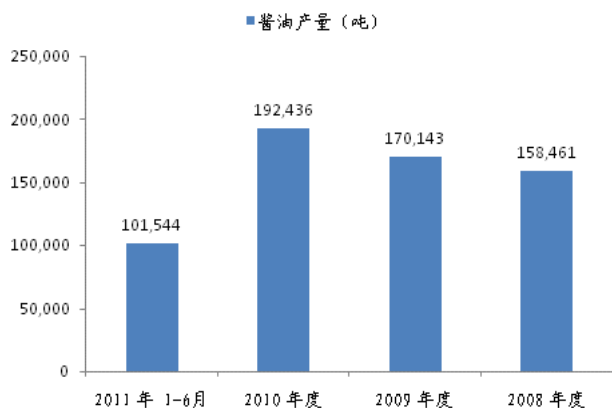
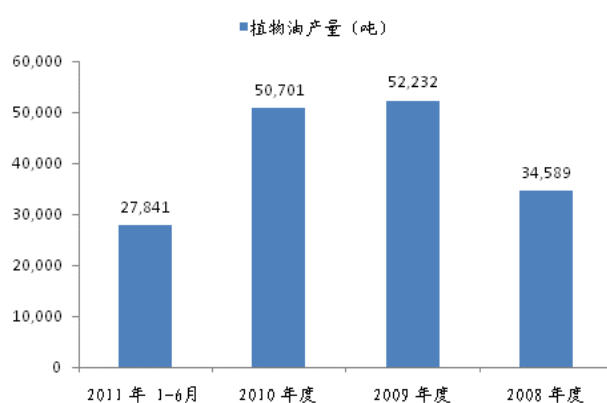


图 2：公司近年植物油产量



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 1： 2010 年酱油行业产量居前十名企业

产量排名	单位名称	产量（吨）
1	佛山市海天调味食品股份有限公司	938418
2	广东美味鲜调味食品有限公司	470084
3	加加食品集团股份有限公司	192417
4	李锦记（新会）食品有限公司	148049
5	鹤山市东古调味食品有限公司	110131
6	江苏苏美食品有限公司	109000
7	贵阳味莪园食品股份有限公司	63500
8	哈尔滨正阳河调味食品有限公司	49140
9	河北天赐调料有限公司	48150
10	四川省资阳市临江寺豆瓣有限公司	45093

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2： 公司食用植物油产品的主要竞争对手情况

名称	产品	年产能（09年）
益海嘉里集团	旗下品牌包括金龙鱼、胡姬花、口福、香满园、元宝、鲤鱼等	658万吨
中粮集团有限公司	拥有“福临门”、“四海”、“滋采”、“五湖”、“喜盈盈”、“艾维”、“康盛”等多个小包装油品牌	193.5万吨

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

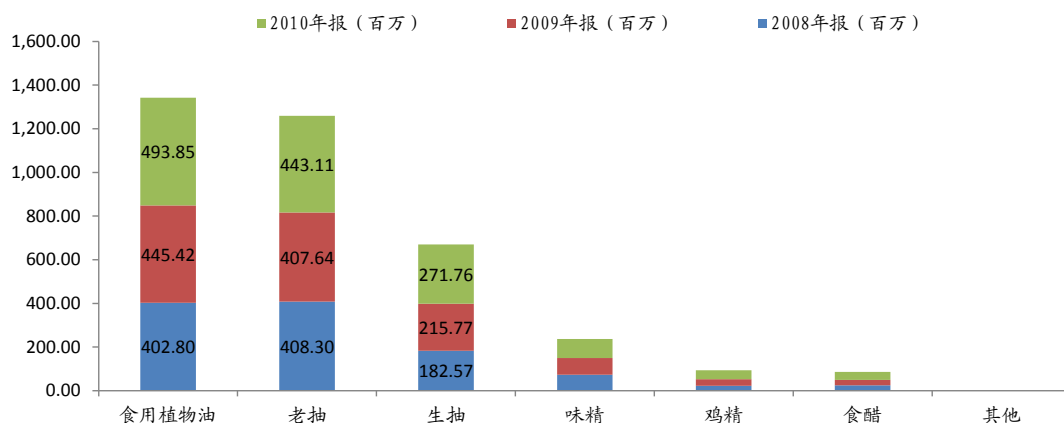
（二）收入结构：酱油、食用油占比 88%，销售区域以华中为主

08年到11年上半年公司的总收入分别为11.1亿、12亿、13.7亿和8.1亿，08-10年复合增长率为11.15%。

酱油和食用植物油是公司的主要产品和收入和利润来源，两者收入占总收入的比重分别为89.28%、89.04%、87.90%和88.18%，基本稳定在**88%**左右。其中，酱油占收入比重超过50%，09-10年收入比重分别为51.87%和51.96%，且老抽占比持续下降，从09年老抽占比33.92%下降至2011年上半年的26.79%，且未来生抽占比仍将上升，主要原因：生抽酱油浓度低、味道鲜美、适用范围广，因而使用量大，并且生抽整体档次、平均单价皆超过老抽，公司将积极发展生抽产品。

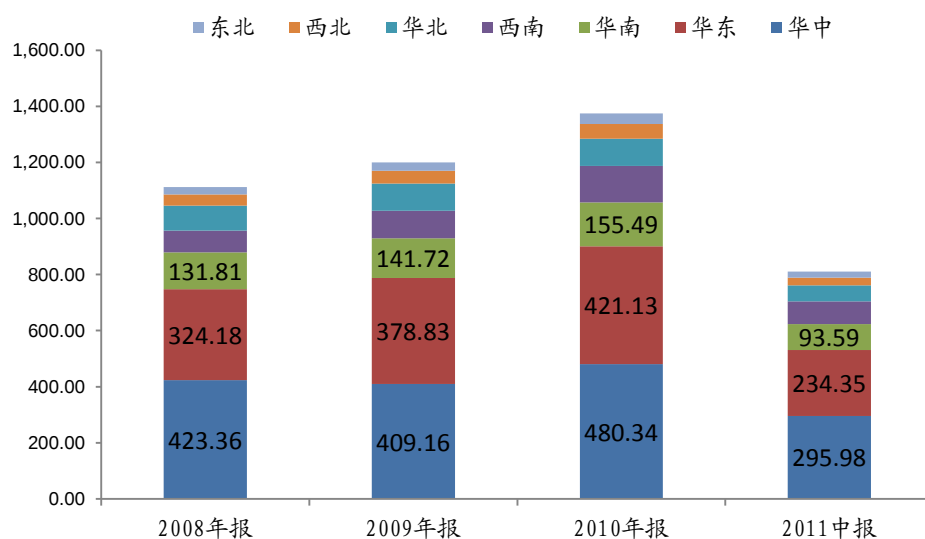
公司目前的销售区域主要分布在**华中地区、华东地区和华南地区**，08年-11年上半年上述区域的销售收入占总收入的比例分别为79.01%、77.46%、76.98%、和76.86%，稳定在**77%**左右，其中华中地区稳定在1/3左右，华东占比接近30%，华南占比11%左右。公司目前已形成以**长沙和郑州两大生产基地为中心，辐射全国的销售网络**，这三大区域内产品运输半径短，而且这些地区人口密度大、经济发展水平高。

图 3： 公司各个产品收入情况（单位：百万元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 4： 公司分区域收入占比情况（单位：百万元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 5： 公司主要产品展示





数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）毛利率：稳中有升，近年皆在 23%以上

08-10年，公司综合毛利率分别为23.31%、23.58%、24.19%，基本稳定在23%左右，呈现稳中上升趋势，但是2011年成本大幅上涨，11年上半年小幅下滑至23.49%。

分产品来看：酱油产品08-10年毛利率在33%以上，而10年毛利率较09年35.84%的毛利率下滑3.35个百分点，主要原因为：09年9月湖南、江西、四川销售区域，2010年4月广西销售区域，产品改按出厂价结算（销售价格扣减相应区域运费标准后），相当于销售价格较前此降低。

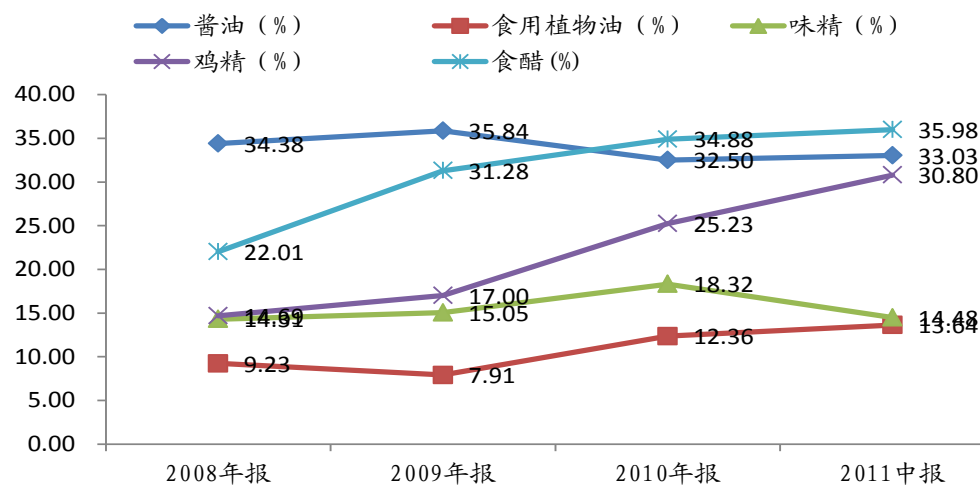
其中，生抽的毛利率高于老抽毛利率2个百分点左右，2011年上半年，生抽的毛利率为34.48%，而老抽的毛利率仅为31.84%。

08-11年，食用植物油产品的销售收入占总收入的比例为35.91% - 39.51%，毛利率相比酱油，明显较低，其过去三年毛利率区间为7%-14%，但呈现逐渐上升的趋势，09年仅为7.9%，而今年上半年则升至13.64%。主要原因为：一方面公司提高了售价，另一方面公司调整了产品结构，如2010年提高售价并推出高端茶油新品，使得综合毛利率有所提高。

此外，公司鸡精产品的毛利率近三年也呈现持续上升趋势，毛利率从17%上升至30.79%，但其占总收入比重仅为3%左右，故其对公司利润贡献并不明显。

而味精和食醋产品毛利率也有所增长，其中，食醋毛利率在2011年上半年增至35.98%，而味精毛利率也有所上升。

图 6：公司近三年酱油、食用油产品利润率



数据来源：招股说明书

此外，公司净利率水平基本保持在7%左右，08年-11年年上半年，公司净利率分别为7.28%、7.41%、9.68%、6.95%。

费用率方面：11年上半年销售费用上升至10.64%，主要原因为公司加大了营销团队的建设、及产品宣传推广和促销方面的投入，而管理费用也升至3.19%，缘于公司业务规模的扩大及员工福利的提升，导致保险费、福利费、折旧费提高，最后，财务费用上升至0.78%的原因除加息以外，公司为按计划开展募投项目而垫入较多资金，导致利息支出较高。

图 7：2011 年三大费用率皆上升

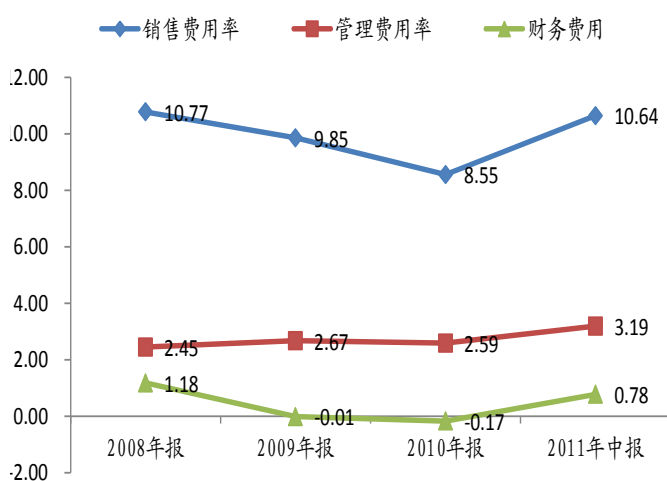
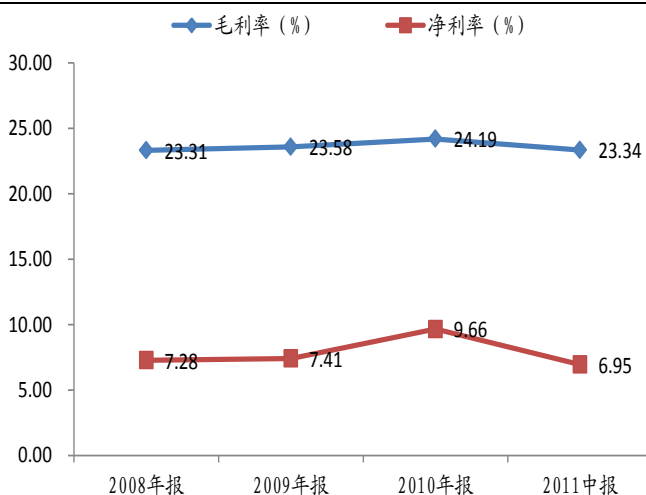


图 8：2011 年净利率下滑明显，但毛利率较稳定



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(四) 公司股权结构：实际控制人杨振家庭绝对控股

公司现有22名股东，前10位为法人股东，12名为自然人股东。其中，卓越投资的股东杨振先生、肖赛平女士和杨子江先生持有公司控股股东卓越投资100%股权，并通过卓越投资间接持有本公司53.41%股权，杨振家庭合计直接持有公司

2.875%的股份，合计持有56.28%的股份，处于绝对控股地位。

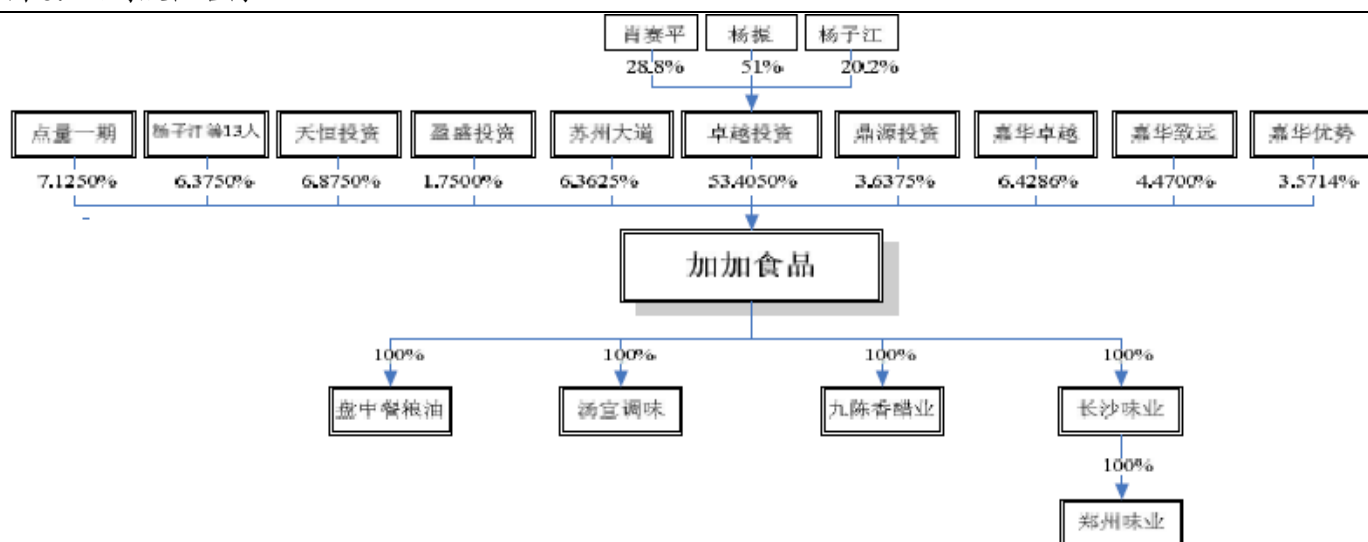
盈盛投资由公司中层管理人员、优秀员工持有本公司股权设立，其中盘中餐粮油面条生产部经理蔡申炎出资比例为7.2%，加加公司生产部经理王杰、九陈香醋业生产部经理许争鸣、郑州味业供应部经理洪立华、公司财务经理李和平等22人出资比例为3.57%，公司优秀员工成应知、欧海均等10人出资比例均为1.43%。

表 3：公司发行前后前十大股东持股股权结构

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	持股数量（万股）	所占比例%	持股数量（万股）	所占比例
卓越投资	6,408.6	53.405	6,408.6	40.0538
点量一期	855.0	7.125	855.0	5.3438
天恒投资	825.0	6.875	825.0	5.1563
嘉华卓越	771.4	6.4286	771.4	4.8215
苏州大道	763.5	6.3625	763.5	4.7719
嘉华致远	536.4	4.47	536.4	3.3525
鼎源投资	436.5	3.6375	436.5	2.7281
嘉华优势	428.6	3.5714	428.6	2.6786
杨子江	345.0	2.875	345.0	2.1563
盈盛投资	210.0	1.75	210.0	1.3125
二、社会公众股	-	-	4,000.0	25
合计	12,000.0	100	16,000.0	100

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 9：公司股权结构



数据来源：招股说明书

（五）公司的竞争优势：网络式营销格局发挥协同效应

公司在酱油产品方面主要竞争对手包括佛山市海天调味食品、广东味美鲜、李锦记

(新会)食品,在食用油产品方面的主要竞争对手有益海嘉里集团、中粮集团等。与这些企业相比,公司的竞争优势主要有:

1、创新战略优势:独特差异化定位,营销深入人心

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。公司曾经提出的瓶盖创新战略、浓酱油上色特征、“炒菜用加加老抽、凉拌用加加生抽”的营销策略都获得成功。2010年始至今实施“淡酱油”战略,并适时推出全新的酱油品类“面条鲜”酱油。

2、原料优势:“东方橄榄油”茶油前景灿烂无比

我国的特产的茶油是由油茶树的果实——茶籽加工、提炼得到的食用油,号称“东方橄榄油”,具有独特的食物功能,其色清味香,不饱和脂肪酸含量高,长期食用茶籽油,对于心脑血管疾病具有很好的医疗保健作用。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,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。

3、市场模式优势:网络式营销格局发挥协同效应

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,实施差异化竞争的策略,避开行业巨头的传统强势市场,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。公司还为经销商配备专业的业务服务团队,对其进行指导管理,因此,公司对销售渠道具有很强的控制力和影响力。

4、技术创新与产品研发优势

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。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。

(六)与竞争对手比较: 公司毛利率高于行业平均水平

公司毛利率在23%左右,高于行业平均水平18.63%。我们主要选取食品、农产品加工行业上市公司与本公司主营业务相近的恒顺醋业、新赛股份、金健米业、莲花味精、中炬高新作比较。

1)公司的综合毛利率低于恒顺醋业和中炬高新,原因在于公司食用植物油毛利率较低,拉低公司综合毛利率水平。从产品结构看,恒顺醋业主业酱醋产品毛利率基本维持在35%左右,主要原因公司在食醋行业品牌力明显,获得定价权,较易转移成本波动,使得综合毛利率较高,而公司的酱油毛利率也维持在33%,与恒顺醋业相当;与中炬高新的酱油主业相比,中炬高新的酱油毛利率2010年仅25.06%,低于公司酱油产品毛利率。

2)公司相比其他公司具有较强的盈利能力。食用植物油产品的毛利率与新赛股份相比,2010年高14.25个百分点,2009年高1.32个百分点,2008年低3.73个百分点,毛利率逐年提升,主要原因为:公司的食用植物油产品处于原料油脂的下游,并主要通过

经销商在市场销售，而公司在食用植物油产品方面的议价能力较强，能够快速转化成本上涨的压力。

表 4：同行上市公司比较

证券简称	2009 年			2010 年		
	营业收入 (百万)	净利润 (百万)	毛利率 (%)	营业收入 (百万)	净利润 (百万)	毛利率 (%)
新赛股份	1226.90	15.96	7.94	1886.27	42.39	10.95
恒顺醋业	1173.97	35.26	26.97	1148.89	36.09	31.06
金健米业	1227.86	5.40	16.53	1252.36	6.65	15.89
莲花味精	2478.63	186.60	11.88	2697.8	22.18	5.61
中炬高新	959.53	70.30	27.31	1277.92	100.98	29.12

来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

（七）酱油产品原材料占生产成本比重 50%左右

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。公司主要原材料价格受自然环境、供求关系等因素影响，08年-11年上半年将有产品原材料成本占其生产成本的比例在**48.48%到53.12%**之间；就酱油产品而言，受物价上涨带来上游原材料价格涨势明显，包装材料价格和运输物流成本也有一定程度上升，给酱油生产带来压力。

食用植物油产品主要原材料成本占其生产成本的比例在**91.28%~93.01%**之间。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，加快产品周转，快速转移价格波动风险。

公司不存在对单个供应商的依赖，由于预期味精、原料油脂、麦麸等原材料价格上涨，公司大幅度扩大了原材料采购规模，通过向供应商提前付款的方式锁定部分货源和价格。

表 6：原材料占生产成本的比重

产品	项目	占生产成本的比重 (%)			
		2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年中报
酱油	豆粕	4.36	7.84	6.22	7.85
	焦糖色	10.6	11.83	16.49	12.75
	味精	13.05	14.59	13.33	13.43
	食盐	4.33	4.61	4.21	4.56
食用植物油	原料油脂	93.01	91.58	91.28	91.55
味精	散味精	89.53	89.2	98.48	89.92
鸡精	鸡粉	11.83	10.66	11.74	11.68
	蛋白粉	6.05	6.06	1.04	5.57
	味精	28.38	30.66	30.04	31.01
食醋	大米	9.22	6.47	7.82	5.39
	麦麸	8.31	5.82	7.2	5.11
	醋酸	10.11	5.52	6.13	6.1

数据来源：招股说明书

（八）渠道终端：以二、三线城市和县、乡为重点

公司建立网络式营销格局，主要采取经销商模式，以独家经销为主，在个别市场采取分渠道或分产品经销制，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1200家总经销商，并以省级区域为单位对经销商进行管理，**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**，南方以湖南、湖北、安徽、江西、广西、广东、四川、云南为重点，北方以河南、河北、辽宁、山西、陕西、甘肃为重点，产品销售渠道下沉辐射到80%以上的县。

现阶段，**公司产品直销比例不高，主要通过全国各地经销商销售渠道向家庭消费者销售**，对连锁餐饮企业、食品制造企业等大型客户的直销收入不高。

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。

表 7：发货分类占比情况

省级区域	总经销商数量（家）	省级区域	总经销商数量（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		1,199	

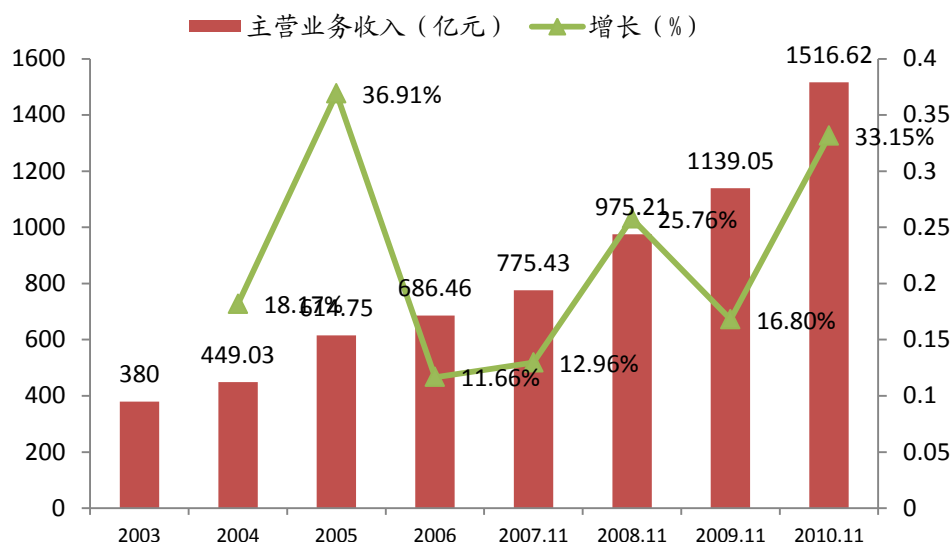
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

二、行业分析：未来将呈现量价齐升态势

（一）调味品行业：消费升级带来市场扩容

近年来，我国调味品行业发展迅猛，总产量已超过1,000 万吨。随着消费水平提高，市场不断扩容。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。调味品行业将由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，行业集中度不断提高。另一方面，我国调味品区域性特色明显，区域品牌仍将占据一定份额。

图 9：2003 年-2010 年规模以上调味品企业主营业务收入及增长情况



数据来源：Wind 资讯

（二）酱油行业：找准蓝海市场，传统行业老树开新花

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，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，外资品牌以雀巢美极、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。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%，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。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，未来增长前景广阔。

酱油行业是直接面对消费者的食品行业，具有刚性需求的特点，且不同地区口味差异不大。从供给角度看，酱油行业出现了“南强北弱”的格局，以广东一带的高盐稀态发酵酱油企业发展强劲，北方板块以北京、天津、石家庄为中心的环渤海地区及山东一线，和以四川、重庆为中心的西南一带。公司起家于湖南，在中部地区一枝独秀。

（三）植物油加工行业：茶油细分行业前景一片光明

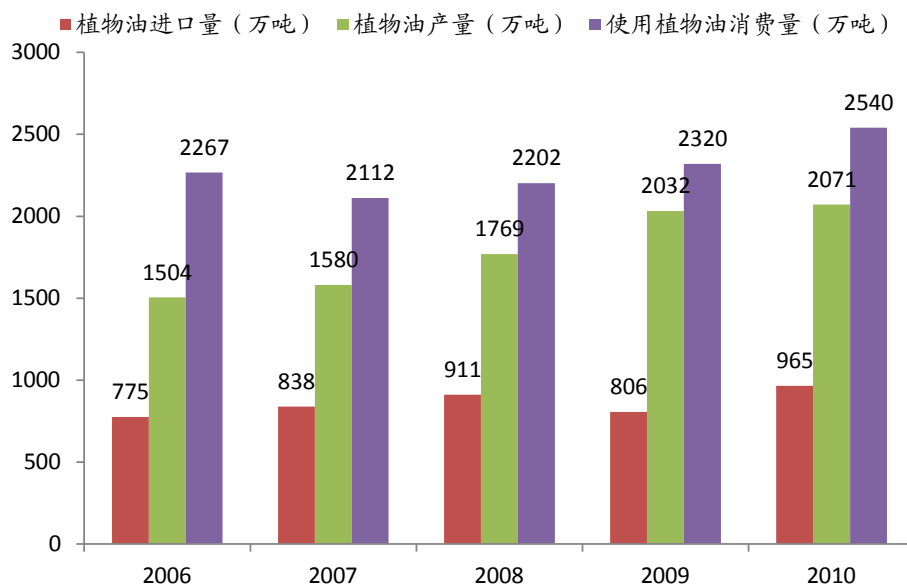
食用植物油加工业是一个低毛利、高周转的行业，近五年来，毛利率一直维持在 4%-12% 的水平。植物油加工行业包括两个子行业：食用植物油加工业和非食用植物油加工业，食用植物油加工业销售收入占整个植物油行业的绝大部分。2010 年，我国植物油产量约为 2,071 万吨，巨大的国内需求需要进口大量油料和油脂进行加工才能满足。

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对国内的食用植物油行业形成全面控制之势。在玉米油、葵花籽油、茶籽油等新兴油品领域，以山东三星集团、西王集团、佳格、湖南金浩为代表的一批中小

型油企，大力发展自有品牌的小包装油，取得较好效果。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，差距巨大。

中国是世界上茶油产量最大的国家，占全球总产量90%以上。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。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。

图 10: 2006-2010 植物油的产量及消费量情况（万吨）



数据来源：国家粮油信息中心

（四）影响行业发展的因素

有利因素

1) 家庭调味品消费市场稳步扩容

随着居民人均收入的提高，人们对于饮食口味感受以及饮食结构改善的要求不断提高。我国城市消费者在烹调时使用调味品的比例最高，随着农民人均可支配收入的增加，用于调味品的购买支出相应增加。惠民政策的不断推进和落实，农村市场的消费潜力将得到进一步释放。

2) 餐饮业繁荣带动调味品行业快速增长

2009年我国住宿和餐饮业消费品零售额17998亿元，若年增速保持在18%左右，到2013年，全国餐饮业零售额将达到3.3 万亿元，餐饮用调味品市场前景广阔。

3) 国家政策扶持有利于行业发展

调味品行业的发展对推动我国农业产业化、现代化有着积极的提升作用，能有

效增加农民收入。2004 年以来，我国相继出台6个“中央一号文件”以及“国家十二五规划”，加快发展设施农业和农产品加工业、流通业，促进农业生产经营专业化、标准化、规模化、集约化。这些政策的出台为调味品行业提供了有力的保障。

4) 法律法规与行业标准推进调味品行业走向规范

国家对食品安全的高度重视，先后颁布了《食品生产加工企业质量安全监督管理实施细则》、《中华人民共和国食品安全法》等相关法律法规，同时为促进行业有序竞争和健康发展，相继出台了《酿造酱油国家标准》、《鸡精调味料国家标准》、《食品标识管理规定》等多个行业标准及制度规定。这些法律法规和行业标准的推出有利于调味品行业逐步走向规范，为行业的持续健康发展提供了有效的制度环境。

不利因素

1) 行业管理水平有待提高

调味品行业工业化生产发展时间较短，行业内仍然存在一些企业食品安全意识淡薄、肆意仿制品牌产品、产品以次充好、卫生条件不达标等不良现象，不利于行业竞争秩序的形成，也不利于行业的创新和良性发展。

2) 原材料价格波动较为剧烈

农副产品是调味品生产的主要原材料，其受国内外宏观经济环境的影响，因近年来农副产品价格波动较为剧烈，调味品生产企业采购决策和成本管理的难度加大。

三、募投项目：把握消费动向，优化产品结构

公司此次上市募集资金主要有两种用途：

第一、年产20万吨优质酱油项目，公司截至2010 年底酱油产能17 万吨，年产酱油近20 万吨，产能已经处于高度紧绷状态。募投后年产能达到40万吨，翻了一番。项目建成后年折旧额为3063 万元，年均营业收入增加为8.4亿元，增加年平均税后利润1.5 亿元。

第二、年产1万吨优质茶籽油项目，目前公司的食用植物油中高端产品比重偏低。公司于 2010 年推出了茶籽油系列产品，当年销量达到1,177 吨，预计2011年茶油系列产品的销量可达3,000 吨。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。项目建成后年折旧额为714 万元，年均营业收入增加6.2亿元，增加年平均税后利润7571万元。

目前茶油生产主要集中于湖南、江西、广西等地，湖南省初具规模的茶油厂有 30 余家，年加工量1 万吨以上的有3 家，为确保供应，公司已经和供应商进行意向式洽谈。2010年公司茶油销售收入4109.14万元，销量1177.19吨，毛利率58.18%。该产品属于中高档食用植物油，附加值较高，公司推出的茶油产品主要定位为高端礼品消费，且未来发展空间较大，此次募投1万吨优质茶籽油项目符合未来消费趋势。

表 5: 茶籽油的功能和原理

功能	原理
改善血液循环	所含不饱和脂肪酸能防止动脉硬化以及动脉硬化并发症、高血压、心脏病、心力衰竭、肾衰竭、脑出血。
促进消化	能提高胃、脾、肠、肝和胆管的功能，预防胆结石，并对胃炎和胃十二指肠溃疡有疗效。此外茶籽油还有一定的通便作用。大量研究已证实：以茶籽油为特征的饮食是能降低胆固醇水平的健康

	饮食。
增强内分泌	能提高生物体的新陈代谢功能。最新研究结果表明，健康人食用茶籽油后，体内的葡萄糖含量可降低12%。所以目前茶籽油已成为预防和控制糖尿病的最好食油。
强化骨骼	能促进骨骼生长、矿剂的生成和钙的吸收。所以在骨骼生长期以及在防止骨质疏松方面也起重要作用。
预防癌症	由于所含脂肪酸有抗氧化作用并含有微量元素能防止某些癌变（乳腺癌、前列腺癌、结肠癌、子宫癌）。
防辐射	茶籽油在被发现有增强防辐射的功能后，就被用来制作宇航员的食品。
优秀的婴儿食品	根据其成分和可消化性，茶籽油是最近似于人奶的自然脂肪。
抗衰老	实验表明，茶籽油含有的抗氧化剂维E，能防止脑衰老，并能延年益寿。
保护皮肤	含有维生素E和抗氧化成分，能保护皮肤，尤其能防止皮肤损伤和衰老，使皮肤具有光泽。

来源：BAIDU

结合公司当前发展情况，近两年的公司增长点来源于以下两方面：（1）围绕“淡酱油”战略，做大酱油市场，提高产品产销率；（2）通过做强传统渠道、做大礼品市场、做精现代通路、巧做特殊通路，把握绿色消费风向，面向高端市场，引导消费升级，提高公司销售价格。

表 8：募投项目主要指标分析（单位：万元）

项目名称	建设资金	流动资金	合计	投资回收期(年)	年平均收入	年平均税后利润
年产 20 万吨优质酱油项目	405.1	73.7	478.7	6.4 年	84000	15134
年产 1 万吨优质茶籽油项目	11,074.1	3,841.9	14,916.1	5.1 年	61699	7571
合计	11,479.1	3,915.7	15,394.8		145699	22705

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值分析： 12个月合理估值30元左右

盈利预测假设条件：1）酱油综合毛利率保持稳定；2）食用油毛利率稳中有升；3）销售费用率今、明两年小幅提升；4）酱油产能未来2年逐渐释放。

结合上述分析，我们预计2011-2013年公司销售收入为15.75亿元、19.31亿元和23.23亿元，同比增长分别为14.5%、22.6%和20.31%，首发股本全面摊薄后，对应的EPS分别为0.82元、1.13元和1.42元，给予2012年25-30倍PE，则12个月内合理估值为27元-33元。

表 8：公司各产品收入盈利预测

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入（百万元）	1112.9	1200.3	1375.1	1522.8	1867.8	2247.8
酱油	590.87	623.41	714.87	774.72	1016.82	1281.19
植物油	402.80	445.41	493.84	562.12	649.24	749.88
味精	72.63	76.92	87.50	85.48	88.05	87.97
食醋	24.37	24.67	36.54	49.02	55.54	62.93
鸡精	22.24	29.94	41.00	46.48	53.18	60.83
其他			1.37	5.00	5.00	5.00

数据来源：广发证券发展研究中心

五、风险提示

食品安全问题、原材料价格上涨

资产负债表

单位：百万元

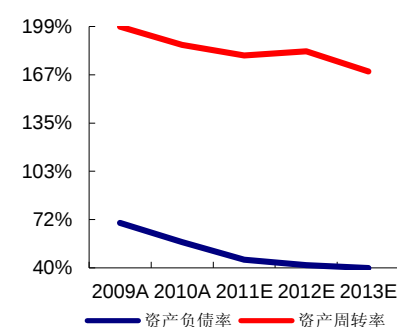
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	511	625	613	819	1,156
货币资金	266	221	142	275	494
应收及预付	181	240	366	402	502
存货	64	163	105	142	161
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	157	176	284	342	354
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	135	157	167	176	183
在建工程	9	7	107	157	162
无形资产	10	10	9	9	9
其他长期资产	2	2	0	0	0
资产总计	668	801	897	1,161	1,510
流动负债	463	454	416	495	612
短期借款	116	98	0	0	0
应付及预收	347	356	416	495	612
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	463	454	416	495	612
股本	56	120	160	160	160
资本公积	67	123	84	84	84
留存收益	70	103	234	414	642
归属母公司股东权益	192	347	478	659	886
少数股东权益	13	0	3	7	12
负债和股东权益	668	801	897	1,161	1,510

利润表

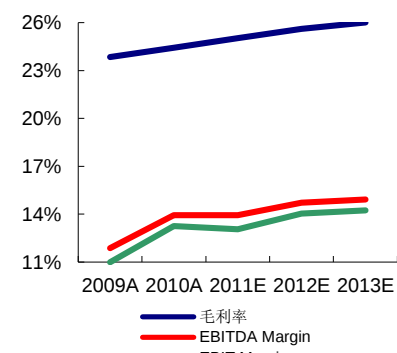
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1202	1376	1575	1931	2323
营业成本	918	1043	1185	1430	1711
营业税金及附加	6	4	5	6	7
销售费用	118	118	164	193	232
管理费用	32	36	41	54	60
财务费用	0	-2	2	0	-1
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	128	181	179	249	313
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	1	2	1	2	1
利润总额	130	181	180	249	314
所得税	41	48	47	65	82
净利润	89	133	133	185	232
少数股东损益	8	3	3	4	5
归属母公司净利润	81	130	130	181	227
EBITDA	137	186	193	262	328
EPS (元)	1.46	1.08	0.82	1.13	1.42

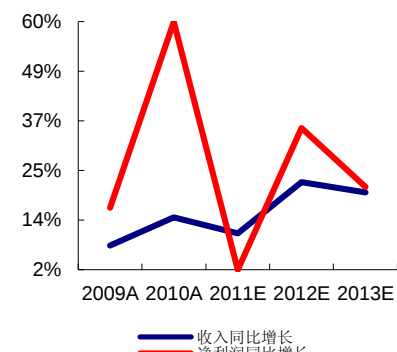
资产负债率趋势



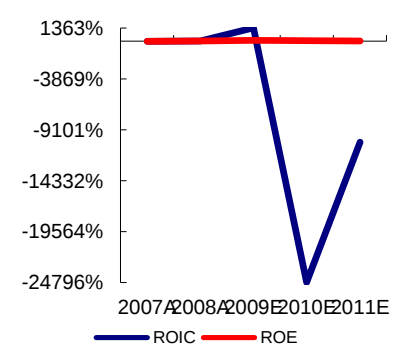
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



资产负债表

单位：百万元

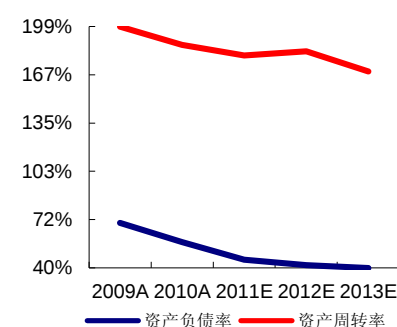
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	511	625	605	812	1,144
货币资金	266	221	149	284	500
应收及预付	181	240	354	390	488
存货	64	163	102	138	157
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	157	176	284	342	354
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	135	157	167	176	183
在建工程	9	7	107	157	162
无形资产	10	10	9	9	9
其他长期资产	2	2	0	0	0
资产总计	668	801	889	1,155	1,498
流动负债	463	454	401	479	593
短期借款	116	98	0	0	0
应付及预收	347	356	401	479	593
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	463	454	401	479	593
股本	56	120	160	160	160
资本公积	67	123	84	84	84
留存收益	70	103	236	416	634
归属母公司股东权益	192	347	480	660	879
少数股东权益	13	0	8	15	26
负债和股东权益	668	801	889	1,155	1,498

利润表

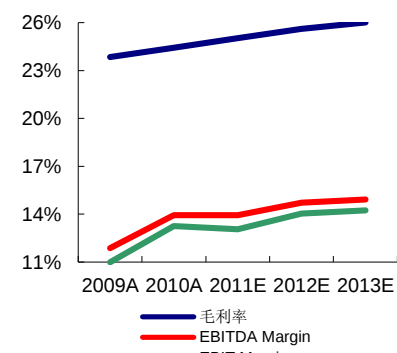
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1202	1376	1523	1868	2248
营业成本	918	1043	1145	1394	1668
营业税金及附加	6	4	5	6	7
销售费用	118	118	140	166	203
管理费用	32	36	40	49	59
财务费用	0	-2	2	0	-1
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	128	181	190	254	312
营业外收入	3	2	3	2	2
营业外支出	1	2	1	2	1
利润总额	130	181	192	255	313
所得税	41	48	51	68	83
净利润	89	133	141	187	229
少数股东损益	8	3	8	7	11
归属母公司净利润	81	130	133	180	218
EBITDA	137	186	205	268	326
EPS (元)	1.46	1.08	0.83	1.12	1.37

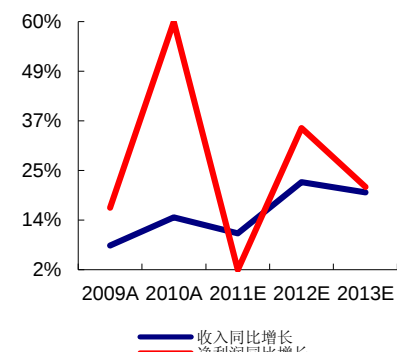
资产负债率趋势



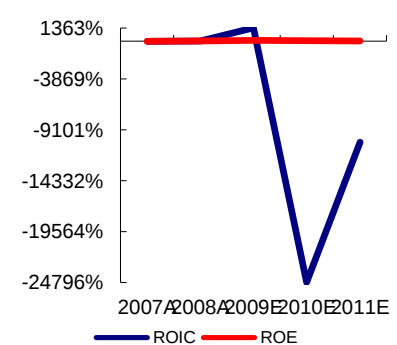
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

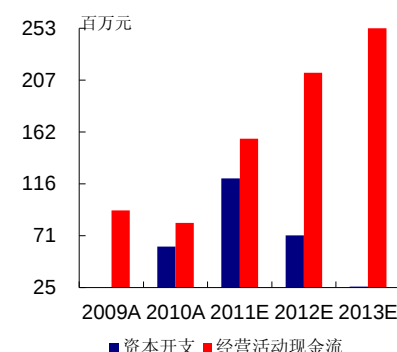
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	93	82	140	205	244
净利润	89	133	133	185	232
折旧摊销	10	11	12	14	15
营运资金变动	-5	-59	-8	7	-2
其它	-1	-2	3	-1	-1
投资活动现金流	118	-63	-120	-71	-26
资本支出	-25	-61	-120	-71	-26
投资变动	21	-60	0	0	0
其他	122	58	0	0	0
筹资活动现金流	-43	-44	-99	0	0
银行借款	276	248	-98	0	0
债券融资	-217	-366	0	0	0
股权融资	39	81	1	0	0
其他	-141	-7	-3	0	0
现金净增加额	168	-25	-80	134	218
期初现金余额	68	266	221	142	275
期末现金余额	236	241	142	275	494

主要财务比率

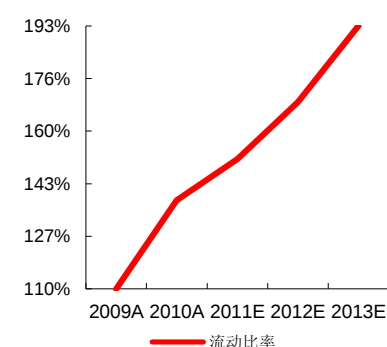
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	7.9%	14.5%	14.5%	22.6%	20.3%
营业利润	30.8%	40.9%	-1.1%	39.1%	26.0%
归属于母公司净利润	16.7%	60.3%	0.5%	38.3%	25.9%
获利能力					
毛利率	23.6%	24.2%	24.8%	26.0%	26.4%
净利率	7.4%	9.7%	8.5%	9.6%	10.0%
ROE	42.2%	37.5%	27.3%	27.4%	25.7%
ROIC	157.6%	57.8%	39.4%	47.1%	57.2%
偿债能力					
资产负债率	69.3%	56.7%	46.3%	42.6%	40.5%
净负债比率	-73.2%	-35.6%	-29.5%	-41.4%	-55.0%
流动比率	1.10	1.38	1.47	1.65	1.89
速动比率	0.78	0.58	0.68	0.82	1.09
营运能力					
总资产周转率	1.99	1.87	1.86	1.88	1.74
应收账款周转率	134.30	142.40	142.40	142.40	142.40
存货周转率	14.59	9.16	11.25	10.10	10.64
每股指标 (元)					
每股收益	1.46	1.08	0.82	1.13	1.42
每股经营现金流	1.67	0.68	0.88	1.28	1.53
每股净资产	3.45	2.89	2.99	4.12	5.54
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-1.1	-0.7	-0.7	-1.1	-1.5

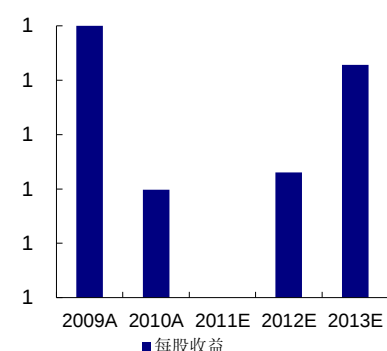
资本支出与经营活动现金流



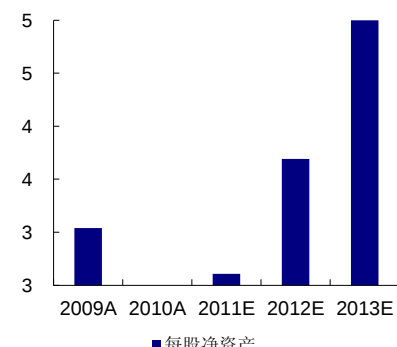
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发食品饮料行业研究小组

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。