

老白干、洽洽、黑牛、三全、金字火腿、梅花集团

2011年10月26日

食品饮料业部分公司三季报点评

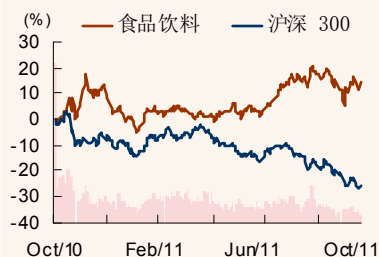
上证指数 2427

行业规模

		占比%
股票家数(只)	64	3.2
总市值(亿元)	10110	4.5
流通市值(亿元)	8059	4.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.6	13.8	16.4
相对表现	10.1	35.7	40.1



相关报告

1、《食品饮料业部分公司三季报点评-沱牌舍得、古越龙山、皇氏乳业、珠江啤酒、恒顺醋业、中炬高新、海南椰岛》2011/10/26

2、《食品饮料业部分公司三季报点评-双汇发展、汤臣倍健、山西汾酒、燕京啤酒、好想你、顺鑫农业、佳隆股份、量子高科》2011/10/24

3、《食品饮料业2011年中期投资策略-酒业销售模式演进的深度研究》2011/6/9

谢绝媒体转载或转述

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

王晗(研究助理)

010-57601855
wanghan@cmschina.com.cn

龙隼对本文有重要贡献

老白干酒、洽洽食品、黑牛食品、三全食品、金字火腿、梅花集团披露三季报。

- **老白干酒：3Q 盈利同比增长 51.9%，看改制，小市值高弹性。**前三季度收入、净利润同比增长 21.2%、44.4%；第三季度收入、净利润同比增长 17.9%和 51.9%。公司经营扎实，产品、市场、渠道三聚焦，基本面可比金种子酒，但公司未放业绩，净利率仅 4.2%，经验显示 10 多亿收入时净利率可达 10~12%。市场回暖之际，有改制预期、小市值公司具备高弹性（详见正文）。
- **洽洽食品：3Q 盈利同比增长 51.9%，形成业绩拐点。**前三季度收入、净利润同比增 32.5%、29.5%；第三季度收入、净利润同比增 32.3%、55.7%，尽管募集资金带来财务费用节约是净利润增长的主因，但第三季度成本下降、毛利率提升，抵消了营销费用率的增长。公司拟在新疆构建原料基地。30 倍 PE，处于价值区的上缘，可关注。正文中我们从营销理念角度重点分析了公司潜力产品喀吱脆系列薯片（详见正文）。
- **黑牛食品：3Q 收入同比增长 34.1%，但营销投入也增加不少。**前三季度收入、净利润同比增 23.2%、16.0%；第三季度收入、净利润同比增 34.1%、11.6%，单季收入增速创过去三年新高，主要是部分募投项目的建成。公司盈利增长点“双蛋动车”作为娃哈哈爽歪歪的跟随者，一定要有差异创新才能看得更远，正文中我们对该产品做了重点分析（详见正文）。
- **三全食品：前三季业绩增速 39.2% 不错，3Q 一般。**前三季度收入、净利润同比增 40.8%、39.2%；第三季度收入、净利润同比增 39.1%、同比降 40.7%；三季度费用率高，净利率低，一点影响都造成净利润很大变化。我们认为朝阳行业、龙头公司、财务稳健、布局合理，产品创新，是家优秀的公司，就是一直估值偏高，可跟踪寻投资机会（详见正文）。
- **金字火腿：收入利润表现平平。**前三季度收入、净利润同比增 5.8%、10.9%，第三季度收入、净利润同比增 0.4%和 4.4%。猪肉价格上涨和高端发酵火腿业务前期推广影响业绩。我们认为，从属性上说公司应该是调味品公司，且是高端调味品，市场空间有限；目前新开发的即食肉制品因为盐度较高，不利于推广，业绩增长相对较慢，目前估值尚高（详见正文）。
- **梅花集团：3Q 业绩增速优于上半年。**前三季度收入、净利润同比增 31.7%、4.2%，第三季度收入、净利润同比增 46.4%和 26.1%。收入增长快是产能的释放，净利润增速落后主要是前三季财务费用净增加 1.1 亿元影响。公司投资规模大，4 月份拟定增募集 45 亿元在新疆上项目，公司是发酵领域巨无霸公司，善于选择玉米、煤成本较低的地区建厂、规模化经营，目前估值 30 余倍，可跟踪寻合适时机（详见正文）。

老白干酒：

公布三季报，收入、利润同比分别增长 21.2%和 44.4%。

表 1：老白干酒单季度及报告期业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	10H	11H	10Q1-3	11Q1-3	2009	2010
营业收入	248	245	317	356	395	213	373	493	608	810	982	935	1166
营业毛利	81	128	149	122	142	99	158	210	241	359	398	344	480
营业费用	27	67	68	26	58	36	56	94	94	162	150	113	188
管理费用	11	16	16	24	13	14	31	26	27	42	59	46	66
财务费用	2	3	2	2	5	1	2	5	6	8	8	12	10
投资收益	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0
营业利润	18	9	13	21	22	13	20	26	35	39	55	47	61
净利润	11	7	11	13	16	9	16	18	25	28	41	36	42
EPS (元)	0.08	0.05	0.08	0.09	0.11	0.06	0.12	0.13	0.18	0.20	0.29	0.26	0.30
主要比率													
毛利率	33%	52%	47%	34%	36%	46%	42%	43%	40%	44%	41%	37%	41%
营业税金率	9%	14%	14%	15%	11%	16%	13%	12%	13%	13%	13%	13%	13%
营业费用率	11%	27%	22%	7%	15%	17%	15%	19%	15%	20%	15%	12%	16%
管理费用率	4%	6%	5%	7%	3%	7%	8%	5%	4%	5%	6%	5%	6%
营业利润率	7%	4%	4%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	5%	6%	5%	5%
有效税率	38%	16%	22%	36%	29%	42%	20%	32%	34%	28%	29%	33%	31%
净利率	5%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
YoY													
收入	-1%	2%	123%	18%	59%	-13%	18%	0%	23%	28%	21%	55%	25%
净利润	-23%	182%	106209%	-28%	40%	27%	52%	3%	40%	64%	44%	15%	17%

资料来源：公司报表

点评：

公司第三季度盈利同比增长 51.9%。公司前三季度实现销售收入 9.8 亿元，净利润 4114 万元，分别同比 21.2%、44.4%，实现 EPS0.294 元；其中第三季度收入 3.73 亿元，净利润 1615 万元，同比分别增长 17.9%和 51.9%，实现 EPS0.115 元。业绩快速增长主要是由于调整酒业产品结构、收入增加，生猪养殖同比扭亏。

我们在《糖酒会（2010 年秋季）见闻录之一-老白干酒（600559）区域聚焦_点状扩张》2010/10/20 中公司历史、管理团队、运营模式做过深入剖析，应该说公司团队扎根基层、非常务实；真正做到产品、市场、渠道三聚焦的深耕运营，基本面堪比第二个金种子酒。只是因为集团改制没有进展，市场投入大、不释放业绩。根据白酒行业经验数据，公司的净利润率不应该是 4.2%，而应该可以达到 10~12%。公司小市值、有改制预期，在市场回暖的时候，弹性会比较好，建议积极关注。

洽洽食品：

公布三季报，收入、利润同比增长 32.5%和 29.5%。

表 2：洽洽食品单季度及报告期业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	10H	11H	10Q1-3	11Q1-3	2009	2010
营业收入	429	433	574	708	568	575	760	862	1142	1436	1902	1649	2144
营业毛利	121	125	162	178	125	146	234	246	271	409	505	462	586
营业费用	43	76	75	87	49	86	120	120	135	195	255	249	282
管理费用	20	22	33	32	25	31	36	42	56	75	92	77	107
财务费用	2	0	0	0	1	-18	-16	2	-17	2	-33	12	2
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	55	26	54	58	48	45	82	81	93	135	175	124	193
净利润	42	20	41	49	41	31	64	62	72	103	136	101	152
EPS (元)	0.16	0.08	0.16	0.19	0.16	0.12	0.25	0.24	0.28	0.40	0.52	0.39	0.59
主要比率													
毛利率	28%	29%	28%	25%	22%	25%	31%	29%	24%	28%	27%	28%	27%
营业税金率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
营业费用率	10%	18%	13%	12%	9%	15%	16%	14%	12%	14%	13%	15%	13%
管理费用率	5%	5%	6%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
营业利润率	13%	6%	9%	8%	8%	8%	11%	9%	8%	9%	9%	7%	9%
有效税率	21%	19%	19%	15%	20%	27%	22%	21%	23%	20%	23%	19%	19%
净利率	10%	5%	7%	7%	7%	5%	8%	7%	6%	7%	7%	6%	7%
YoY													
收入					32%	33%	32%		33%		32%	-19%	30%
净利润					-2%	58%	56%		17%		33%	-3%	50%

资料来源：公司报表

点评：

前三季财务费用节约是主要贡献。前三季度公司实现营业收入 19.0 亿元，同比增 32.5%，营业利润 1.75 亿元，同比增 30%，净利润 1.43 亿元，同比增 29.5%；每股收益 0.55 元，公司预计全年业绩同比增速小于 30%。IPO 募集资金产生的利息导致财务费用比上年同期下降 1822.36%，若扣除这部分影响，则前三季度公司营业利润实际仅增长 4.3%，主要原因是由于原材料价格上涨导致毛利率下降 1.9 个百分点以及本年外资企业开征城建税及附加导致营业税金及附加比上年同期增加 562.42%所致。

第三季度盈利增长较上半年有明显改善，拐点明显。收入 7.6 亿元，同比增 32.3%，净利润 6429 万元，同比增 55.7%，毛利率的同比提升抵消了营销费用的增加，财务费用节约、管理费用率下降贡献了净利率的提升。

瓜子是公司现金牛产品，增长点看潜力产品喀吱脆系列薯片，4 季度看薯粉价格能否进一步下调。目前瓜子类产品占公司总收入 70%以上，是现金牛产品，虽有些饱和，还能有 20%的收入增速。市场关注喀吱脆薯片这一新的增长点，但该产品毛利率上半年仅有 16.5%、低于瓜子类 10 个百分点，今年 4 月以来原材料价格有所下降，毛利率能否提升到瓜子类水平值得关注。

我们认为喀吱脆薯片产品诉求清晰，名称形象易记，也符合洽洽“快乐的味道”这一核心理念，是一个好的快消产品胚子。但是，“脆”是薯片类产品一个共同特点，如何在口感上演绎出与众不同的脆或是在口味上进行突破性创新将是喀吱脆薯片进行产品概念后续纵深传播的关键点，需要公司营销部门持续思考。此外，公司于今年 5 月新推出了喀吱系列新品“脆脆熊”，毛利率高达 40%左右，目前处于试点推广期。从产品包装上看该产品应主要面对儿童，以“非油炸”作为差异化卖点隐含健康的诉求，我们

认为该产品定位清晰且解决了家长对儿童过多食用薯片有害健康的顾虑，但我们担心“非油炸”可能会降低脆的口感从而削弱对儿童消费者的吸引力，若能排除这一担忧则“脆脆熊”是一个非常好的产品，我们期待它未来良好的市场表现。

洽洽食品拟使用超募资金 5000 万元人民币投资设立上海奥通国际贸易有限公司，大力开发出口市场。设立全资子公司“新疆惠农农业有限公司”，拟以超募资金 1.69 亿元投资建设新疆原料基地，在新疆昌吉市建设 3 万吨级农副产品原料风选加工车间、2 万吨级农副产品原料成品保鲜筒仓、1 万亩“葵花”和“打瓜”标准种植基地，项目拟定建设期 1.5 年，投产期 1 年，达产期 12 年，达产年新增营业收入 32450 万元，新增利税总额 3941.7 万元，税后财务内部收益率为 18.8%，静态投资回收期 6.7 年（含建设期 1.5 年）。新疆昌吉地区和新疆阿勒泰区域分别是公司最需要的“三道眉”葵花品种和“黑小片西瓜子”品种的独一产区 and 主产区。

公司今年 EPS 能做到 0.75 元、30 倍 PE，处于价值区的上缘，可关注。请参阅《洽洽食品（002557）- 期待坚果炒货行业龙头的二次腾飞》2011/2/17。

黑牛食品：

公布三季报，收入增长 23.2%，净利增长 16.0%。

表 3：黑牛食品单季度及报告期业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	10H	11H	10Q1-3	11Q1-3	2009	2010
营业收入	166	144	160	170	183	181	215	310	364	470	579	586	640
营业毛利	55	50	54	52	62	70	73	105	132	159	205	190	212
营业费用	21	18	19	20	37	22	35	39	58	58	93	74	78
管理费用	5	7	7	17	9	9	9	12	19	20	28	21	37
财务费用	1	-1	-2	-5	-1	-8	-2	1	-9	-1	-11	7	-6
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	27	25	27	20	16	45	29	52	61	79	90	84	99
净利润	21	19	21	20	13	35	23	40	48	61	71	67	81
EPS (元)	0.09	0.08	0.09	0.08	0.05	0.15	0.10	0.17	0.20	0.26	0.30	0.28	0.34
主要比率													
毛利率	33%	35%	34%	31%	34%	39%	34%	34%	36%	34%	35%	32%	33%
营业税金率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
营业费用率	12%	12%	12%	12%	20%	12%	16%	12%	16%	12%	16%	13%	12%
管理费用率	3%	5%	5%	10%	5%	5%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	6%
营业利润率	16%	17%	17%	12%	9%	25%	13%	17%	17%	17%	16%	14%	16%
有效税率	24%	24%	24%	24%	27%	25%	27%	24%	25%	24%	26%	23%	24%
净利率	13%	13%	13%	12%	7%	19%	11%	13%	13%	13%	12%	11%	13%
YoY													
收入	17%	15%	0%	6%	10%	26%	34%	16%	18%	10%	23%	17%	9%
净利润	49%	47%	12%	-8%	-39%	81%	12%	48%	18%	34%	16%	19%	20%

资料来源：公司报表

点评：

前三季度公司实现营业收入 5.79 亿元，同比增 23.2%，营业利润 0.90 亿元，同比增 14.2%，净利润 0.71 亿元，同比增 16.0%；基本每股收益 0.30 元。公司营业收入增速较半年报增加了 5.7 个百分点，主要是由于第三季度部分募投的扩产项目建成，产能瓶颈有所缓解，导致单季度收入增速达到了 34.1% 这一 09 年以来的新高。营业利润增速落后收入增速 7.2 个百分点，主要是因为广告宣传投入加大及员工工资标准提高导致销售费用和管理费用分别大幅增长 61.5% 和 43.2% 所致。

公司重点产品“双蛋动车”本身具备做大的潜质，但专业化的品牌打造与传播将成为“双蛋”系列成功的关键。公司初期的成长是以豆奶粉为主要产品通过“车销”等措施深挖三四线城市渠道来完成的，目前 70%左右的收入仍来自于豆奶粉和麦片，但随着人们消费习惯的变化，豆奶粉和麦片的增速已明显放缓，未来盈利增长点将主要是液态豆奶—双蛋动车，目前这块由于基数较小增速很快。但从包装各方面来看双蛋动车比较像娃哈哈的爽歪歪，公司的策略也是计划从爽歪歪的市场中切分出 5%，我们认为目前乳饮料市场竞争已经相当激烈，产品的成功与否很大程度上取决于产品概念诉求的差异化而非简单地模仿，单纯仅靠打品牌知名度和渠道铺货就能大获成功的日子已经一去不复返了。坦白的说，从包装及广告来看，双蛋动车的差异化诉求做的并不理想，单纯只在强调“大豆蛋白+牛奶蛋白”以及模糊的健康概念，品牌传播手法专业性有所欠缺，并没有把“双蛋白”具体带来的差异化好处以清晰好记的方式说清楚。因此我们认为尽管从产品本身来说“双蛋”具备做大的潜力，但公司在专业化品牌打造及传播上还有待加强，否则只能在爽歪歪等强大对手的夹缝中生存。

三全食品：

公布三季报，收入、利润同比增长 40.8%和 38.5%。

表 4：三全食品单季度及报告期业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	10H	11H	10Q1-3	11Q1-3	2009	2010
营业收入	599	400	337	588	824	588	469	999	1412	1336	1881	1445	1923
营业毛利	211	154	114	165	277	219	148	364	497	478	645	516	643
营业费用	157	113	94	96	196	160	119	270	356	365	476	361	461
管理费用	15	27	13	20	16	30	23	42	47	55	70	63	75
财务费用	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-2	-2	-3	-4	-1	-4
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	37	13	5	49	60	23	3	50	83	55	86	82	105
净利润	37	19	7	60	51	34	6	56	84	65	90	89	123
EPS (元)	0.18	0.09	0.04	0.30	0.25	0.17	0.03	0.28	0.42	0.32	0.45	0.44	0.61
主要比率													
毛利率	35%	38%	34%	28%	34%	37%	32%	36%	35%	36%	34%	36%	33%
营业税金率	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	1%	1%	0%
营业费用率	26%	28%	28%	16%	24%	27%	25%	27%	25%	27%	25%	25%	24%
管理费用率	2%	7%	4%	3%	2%	5%	5%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
营业利润率	6%	3%	1%	8%	7%	4%	1%	5%	6%	4%	5%	6%	5%
有效税率	15%	25%	20%	2%	13%	5%	16%	19%	10%	19%	11%	6%	12%
净利率	6%	5%	2%	10%	6%	6%	1%	6%	6%	5%	5%	6%	6%
YoY													
收入	22%	30%	27%	55%	38%	47%	39%	25%	41%	25%	41%	4%	33%
净利润	21%	9%	16%	75%	36%	77%	-16%	16%	50%	20%	39%	12%	39%

资料来源：公司报表

点评：

前三季度公司实现营业收入 18.8 亿元，同比增 40.8%，营业利润 0.86 亿元，同比增 55.8%，净利润 0.90 亿元，同比增 39.2%；基本每股收益 0.48 元，同比增长 37.1%。公司第三季度收入延续了上半年 40%左右的快速增长，前三季度营业利润增速超出收入增速 15 个百分点，这主要得益于销售和管理费用率的下滑，反应了明显的规模效应。净利润增速落后于营业利润增速 16.6 个百分点，主要是报告期收到增值税退税款减少导致营业外收入较上年同期减少 41.80%所致。

三全是处于朝阳行业里的优秀公司，定向增发项目将助力公司突破产能瓶颈延续快速增

长。三全食品是家非常优秀的公司，行业规模领先、产品不断创新、管理非常规范，公司前三季度收入增速高达 40.8%，较 2010 年 33.2% 的增速更上一层楼，创 05 年以来最好水平。速冻米面行业属于朝阳行业，随着经济增长和消费习惯的变化未来有着非常广阔的增长空间，资本市场正因为看好中国冷冻食品市场空间、一直给予公司很高的股价定位。公司已于今年 9 月份成功完成定向增发，募集资金约 5 亿元将用于投资三全食品综合基地（二期）建设，新增产能 15 万吨（其中速冻水饺 8.56 万吨/年、速冻汤圆 6.44 万吨/年），这将有效缓解现有产能缺口，大幅增加主营业务收入，进一步巩固公司在行业中的地位。我们看好三全的长期发展，之所以一直没有做重点推荐主要是考虑估值偏高，我们将持续耐心地跟踪等待合适推荐时点的到来。

金字火腿：

公布三季报，收入、利润同比分别增长 5.8% 和 10.9%：

表 5：金字火腿单季度及报告期业绩回顾

（百万元）	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	10H	11H	10Q1-3	11Q1-3	2009	2010
营业收入	59	27	33	44	65	28	33	86	92	119	126	148	163
营业毛利	25	11	13	18	28	12	14	36	40	49	55	54	66
营业费用	6	2	2	4	8	4	5	8	12	10	17	8	14
管理费用	2	2	1	2	3	2	3	3	5	5	8	6	6
财务费用	0	0	1	0	-1	0	-3	0	-1	1	-4	1	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	16	7	9	12	18	6	10	24	24	33	34	39	44
净利润	16	8	9	13	19	9	10	25	28	34	38	39	47
EPS（元）	0.17	0.09	0.10	0.14	0.20	0.10	0.10	0.26	0.29	0.36	0.39	0.41	0.49
主要比率													
毛利率	42%	40%	39%	40%	43%	44%	43%	42%	43%	41%	43%	37%	41%
营业税金率	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业费用率	10%	9%	6%	9%	12%	15%	14%	10%	13%	9%	13%	5%	9%
管理费用率	3%	6%	4%	3%	4%	9%	8%	4%	5%	4%	6%	4%	4%
营业利润率	28%	28%	27%	26%	28%	21%	31%	28%	26%	28%	27%	26%	27%
有效税率	3%	4%	3%	-2%	3%	5%	11%	4%	4%	3%	6%	2%	2%
净利率	28%	31%	28%	29%	29%	33%	29%	29%	30%	29%	30%	27%	29%
YoY													
收入			10%	9%	10%	3%	0%		8%	10%	6%	21%	10%
净利润			30%	-1%	14%	13%	5%		13%	29%	11%	54%	19%

资料来源：公司报表

点评：

公司收入利润表现平平。公司前三季度实现销售收入 1.26 亿元，净利润 3767 万元，分别同比 5.8%、10.9%，实现 EPS0.394 元；其中第三季度收入 3309 万元，净利润 974 万元，同比分别增长 0.4% 和 4.4%，实现 EPS0.102 元。公司预计 2011 年度净利润同比增长 0~20%，即 EPS 在 0.49~0.59 元区间。公司认为原材料猪肉价格上涨和高端发酵火腿业务处于前期推广阶段，经营场所、推广等费用的增加给公司带来一定影响。

我们在《金字火腿（002515）- 立足高汤调料转型低盐即食的金华火腿公司》2010/11/19 中深入分析过，市场只是简单的把这家公司归于肉制品行业，而我们认为，从属性上说公司应该是调味品公司，而且是高端调味品，市场空间有限；目前新开发的即食肉制品因为盐度较高，不利于推广，业绩增长相对较慢，目前估值尚高。

梅花集团：

公布三季报，收入、净利同比增长 31.7%和 4.2%：

表 6：梅花集团单季度及报告期业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	10H	11H	10Q1-3	11Q1-3	2009	2010
营业收入	1112	997	1144	1511	1363	1576	1675	2360	2939	3504	4614	4082	5015
营业毛利	367	317	254	544	368	426	361	686	795	939	1156	1190	1483
营业费用	73	83	70	82	69	81	81	152	150	223	231	276	305
管理费用	55	35	63	80	74	77	87	109	151	172	238	213	252
财务费用	15	0	20	19	28	63	66	28	91	48	157	64	67
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
营业利润	222	198	96	351	192	190	120	390	382	486	502	626	836
净利润	207	191	86	309	203	189	108	395	393	481	501	622	790
EPS (元)	0.08	0.07	0.03	0.11	0.08	0.07	0.04	0.15	0.14	0.18	0.19	0.23	0.29
主要比率													
毛利率	33%	32%	22%	36%	27%	27%	22%	29%	27%	27%	25%	29%	30%
营业税金率	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业费用率	7%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	6%	5%	6%	5%	7%	6%
管理费用率	5%	4%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
营业利润率	20%	20%	8%	23%	14%	12%	7%	17%	13%	14%	11%	15%	17%
有效税率	18%	18%	21%	19%	18%	22%	21%	18%	20%	18%	20%	19%	19%
净利率	19%	19%	8%	20%	15%	12%	6%	17%	13%	14%	11%	15%	16%
YoY													
收入					23%	58%	46%		25%		32%		23%
净利润					-2%	-1%	26%		-1%		4%		27%

资料来源：公司报表

点评：

公司第三季度业绩增速优于上半年：公司前三季度实现销售收入 46.1 亿元，净利润 5 亿元，分别同比 31.7%、4.2%，实现 EPS0.185 元；其中第三季度收入 16.7 亿元，净利润 1.08 亿元，同比分别增长 46.4%和 26.1%，实现 EPS0.04 元。收入增长快是主导产品味精及谷氨酸、氨基酸、淀粉副产品和液氨收入增加；受淀粉成本上升影响，毛利率小幅下降；净利润增速落后主要是前三季财务费用净增加 1.1 亿元影响，公司前三季投资现金流支出同比增加了 10 亿元，因为公司在大量购建资产及投资新疆招商梅花 5400 万元。

公司在发酵领域属巨无霸公司之一，善于选择玉米、煤成本较低的地区建厂、规模化经营，产能规模增长很快。今年 4 月份提出定增方案，拟非公开发行不超过 3.2 亿股，每股价格不低于 14.66 元，计划募资不超过 470,000 万元，募资净额不超过 450,000 万元，用于在新疆投资年产 30 万吨复混合肥综合工程、年产 10 万吨赖氨酸和 1 万吨核苷酸工程项目、年产 6 万吨苏氨酸和 5 千吨谷氨酰胺等小品种氨基酸工程项目。该项目开始启动，达产后将一下子把新疆建设兵团 200 万吨玉米消化掉。产品赖氨酸挑战大成生化，核苷酸与苏氨酸项目将对星湖科技形成挤压，后者目前有 1 万吨核苷酸、3 万吨苏氨酸产能，是两品种的国内最大厂家。

公司目前估值尚贵，可跟踪。公司在味精领域血拼成国内双寡头之一，再跨入更高技术含量的氨基酸产品中，发展模式可圈可点，借壳五洲明珠后，目前估值 30 余倍。

图 1: 食品饮料行业历史PEBand

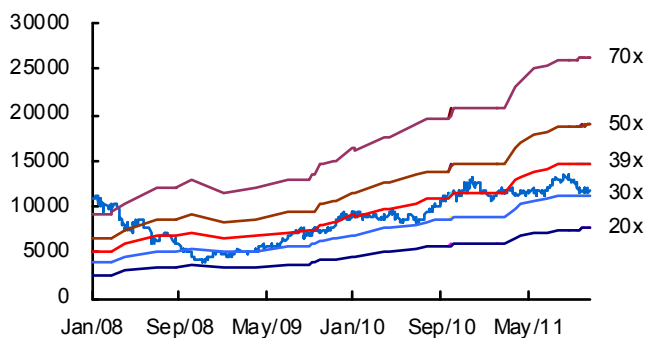
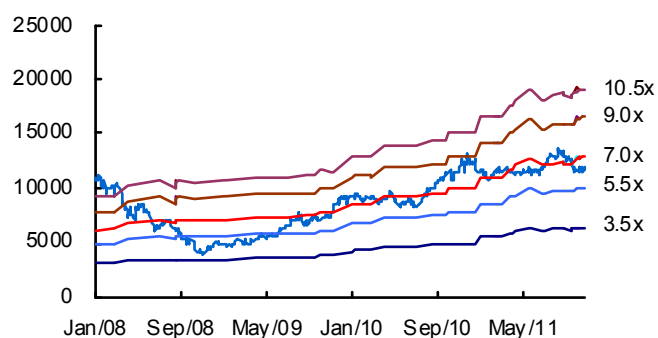


图 2: 食品饮料行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯；2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

- 1、《食品饮料业部分公司三季报点评-沱牌舍得、古越龙山、皇氏乳业、珠江啤酒、恒顺醋业、中炬高新、海南椰岛》2011/10/26
- 2、《食品饮料业部分公司三季报点评-双汇发展、汤臣倍健、山西汾酒、燕京啤酒、好想你、顺鑫农业、佳隆股份、量子高科》2011/10/24
- 3、《食品饮料业 2011 年中期投资策略-酒业销售模式演进的深度研究》2011/6/9
- 4、《食品饮料业 2011 年二季度投资策略-中档酒一季报、大众品超跌机会》2011/4/10

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华： 清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

龙隽： 华南理工大学电气工程及其自动化学士、电力电子与电力传动硕士，曾任广州宝洁有限公司市场部助理品牌经理，两年证券从业经验。

王晗： 清华大学生物学学士，剑桥大学生物学硕士。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名、2010 年度第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。