

“洽好想你”——不仅是成本下降



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

报告发布日期

2011 年 11 月 03 日 星期四

证券分析师

徐卫

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210080004

李淑花

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

事件:

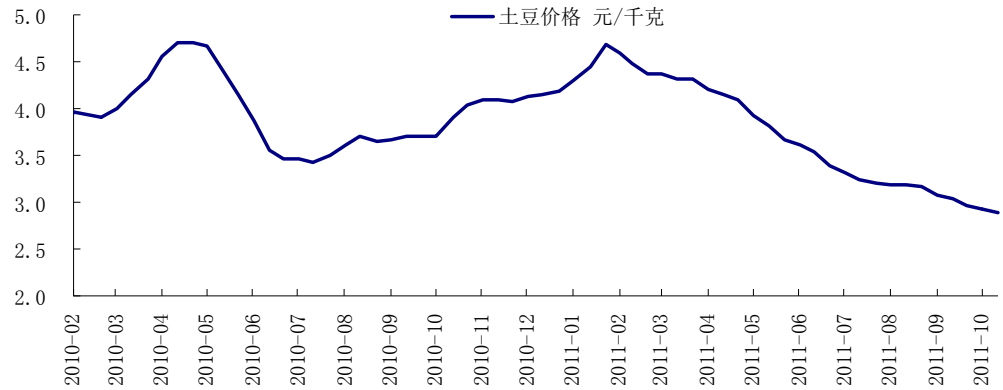
近期媒体报道生姜大蒜等农产品价格同比下跌 70%，同时我们也发现洽洽食品（002557，买入）、好想你（002582，未评级）公司的主要原材料价格亦明显下跌，作为两个典型的休闲食品上市公司，其投资逻辑有一定的相似性，针对市场关心的问题我们放在一起分析。

研究结论:

- 洽洽食品的主要原材料薯粉价格从年初高点已下跌 30%，薯粉原料土豆价格下跌了 50%，意味着薯粉还有下降空间；葵花籽价格亦小幅下跌 3% 左右。好想你主要原材料新疆红枣价格相对缺乏透明的数据统计，从央视的报道（见附注）以及我们和相关红枣经销商草根调研的情况看，新疆红枣价格将下跌 30%-50% 左右，甚至部分地区跌幅超过 50%。产品售价方面，因为洽洽食品单价低且成本降幅小，我们预期其产品售价将维持不变；预期好想你或因为成本的大幅下降而相应下调售价，从而刺激销量。
- 未来几年两个公司的成本或将持续下降：**一方面，两个公司都通过在主要的原材料产地（主要是新疆）建立示范种植园，收购和生产基地来提高自给比率，指导当地农户种植；另一方面，新疆葵花和枣树种植面积近几年大幅增长，红枣尤为突出。由于近些年新疆红枣价格持续上涨，新疆红枣种植面积保守预计从 2011 年的 400 万亩增长到 2013 年的 600 万亩。从农户个体利益出发，种植红枣的亩产值是棉花等其他农作物的 2 倍以上，即使今年枣价下跌，农户仍然有利可图。
- 我们看好洽洽食品的主要理由是：**1) 公司坚果炒货行业可实现每年 30% 以上的增长，通过草根调研我们发现公司品牌、渠道优势明显，西瓜子、豆类、花生核桃等坚果类产品只要有任何一个单品做到像葵瓜子一样的子行业第一，都有 10 亿左右的销售规模；2) 通过薯片进军休闲食品领域后迎来的高增长；3) 利用超募资金可能并购其他优质资产。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.79、1.03、1.41 元，三年复合增长率为 34%。目标价 30 元，维持公司的买入评级
- 好想你（未评级）的主要看点是：**1) 预期明年销量或实现 50% 以上的增长：公司今年销量低于预期的主要原因在于红枣品质下降且价格大幅上涨 40%，目前看明年销售的红枣产品品质提高已确定，如果公司在原材料价格下跌后适当下调产品售价可能将刺激公司的销量以及加盟店的开店速度，逐渐进入商超等渠道后也将促进公司销量增长。2) 枣行业每年 20% 的增长，规模近 400 亿，公司市场占有率位居第一但仅 1.8% 左右，前 5 大企业合计市占率仅 5%，意味着行业格局尚未形成，率先上市的好想你公司将有希望获得资金、品牌的先发优势，或将占据领先地位最终发展为枣业龙头。我们分析假设公司明年销量增长 50%，原枣收购价格下降 20%，公司产品售价下降 15%，那么预计对应增厚 2012 年业绩 0.93 元，建议投资者积极关注

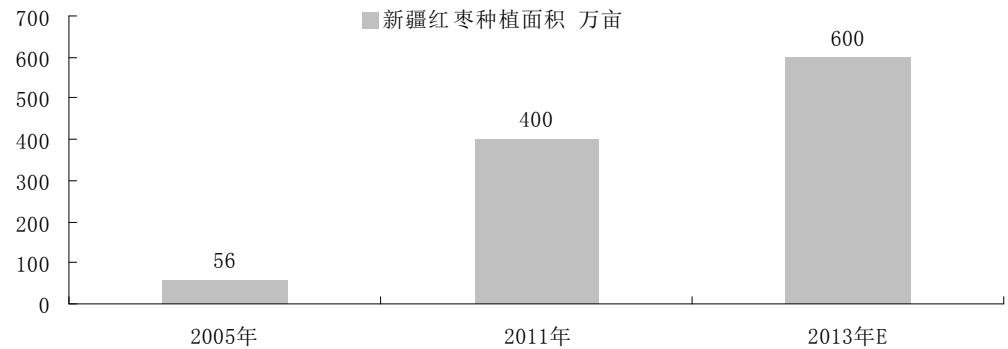
风险提示：食品安全问题；原材料价格降幅低于预期

图 1：土豆价格下跌 30%-50%左右缓解洽洽食品薯片成本



资料来源：统计局 东方证券研究所

图 2：新疆红枣降价或延续未来数年，好想你收益明显



资料来源：统计局 新浪财经 东方证券研究所

国庆假期我们调研了 3 座不同类型城市的 50 家卖场、超市及便利店，重点了解洽洽瓜子和其喀吱脆薯片的销售情况。详见表 1

表 1：草根调研情况

	上货家数	收银员知晓数	生产日期
洽洽瓜子	50	49	8 月为主，少量 7 月、9 月
其他瓜子品牌 1	19	19	7 月为主
其他瓜子品牌 2	11	13	6 月、7 月为主
洽洽喀吱脆薯片	39	23	7 月为主
乐事薯片	49	41	8 月为主，少量 7 月
薯愿薯片	43	27	7 月为主

注：以上调研范围相对较小，和全国的实际销售情况存在一定偏差，请投资者注意！

资料来源：东方证券研究所

我们重点了解 3 方面的内容：

- **从主要的产品的上架率来看**，所调研的 50 家店铺里均有洽洽瓜子产品，一线城市其他瓜子品牌较多，价值略县激烈，三四线城市的卖场、超市中往往只有洽洽的葵瓜子产品。薯片方面还是乐事占据了大部分货架，好丽友的薯愿和洽洽的喀吱脆产品相对不太容易找到，尤其在三四线城市部分店铺可能没有铺货。
- **从知名度来看，我们用收银员知晓数来衡量**，调研时通过询问收银员是否知道某类产品的方法可能有局限性，但一定程度上也可以来体现公司产品的宣传力度和口碑。洽洽的葵瓜子产品再次明显的表现出优势。
- **我们通过查看产品生产日期来判断产品是否畅销**，货架上的洽洽瓜子产品多为 8 月生产，在一线城市甚至大部分都是 9 月份生产的，似乎可以说明洽洽瓜子十分旺销；薯片类产品整体生产日期较为靠后，即便是乐事薯片总体以 8 月为主，但也偶尔可以找到 5 月生产的产品，整体上薯片产品较瓜子类品牌更多，分类更细，同一种包装不同口味近十种，一些品牌甚至有去年生产的薯片产品还在货架上。

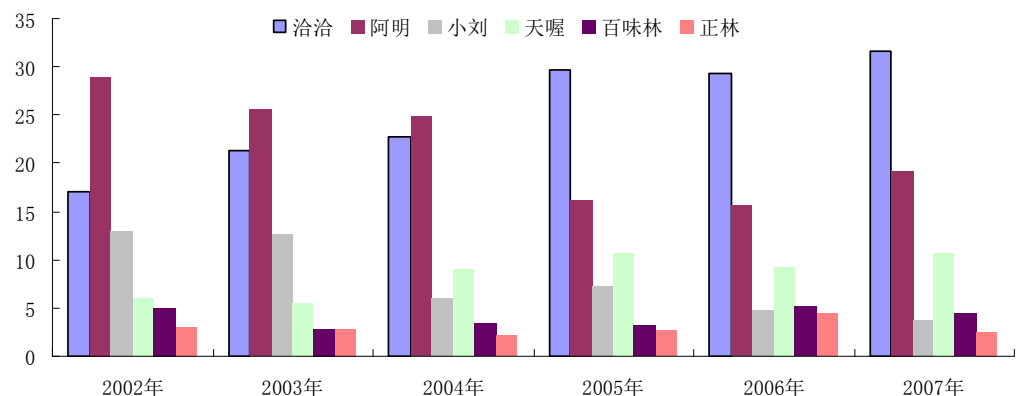
对洽洽食品的影响

名副其实的炒货龙头，品牌、渠道优势明显：通过草根调研我们坚定了看好公司的信心，洽洽已几乎成为瓜子的代名词，凡是有卖瓜子的地方几乎都有洽洽，公司瓜子产品的成长空间在于一二线城市保持和其他品牌的优势，三四线城市夺取散装瓜子市场，并坚持渠道下沉。借助现有的品牌和渠道优势，西瓜子、豆类、坚果类产品如果有所突破，公司仅仅靠坚果炒货既可实现每年 30% 以上的增长。

销售情况不错，四季度炒货销售或超预期：从公司瓜子产品生产日期多为 8 月份不难看出瓜子销售较为理想，在公司进一步加大中高端产品如葵珍的销售力度后，预计下半年主要炒货产品收入增速将加快。同时，今年春节为 1 月 23 日，较去年春节 2 月 3 日提前，这使得大礼包等部分产品收入将提前在今年 4 季度实现，

薯片竞争更为激烈，铺货率和知名度尚需培养：和已经确立龙头地位的瓜子产品相比，公司的薯片业务刚刚起步，产品线相对较单一，不过我们认为洽洽瓜子后发制人的成功历史或可以复制：勇于创新的宝贵经验将帮助公司顺利打开休闲食品帝国的大门

图 3 洽洽瓜子的后发制人能否在薯片业务上复制？？



资料来源：中国统计局数据 东方证券研究所

图4 新原料新包装新标准——公司主打产品健康情系列明年销量或扭转今年的销售颓势



资料来源：中国统计局数据 东方证券研究所

附注1：新疆：红枣丰产遇滞销 枣农一筹莫展

<http://finance.sina.com.cn/g/20111030/214010719684.shtml>

破解农产品(13.45,0.00,0.00%)周期

说起红枣，不能不提到新疆，新疆阿拉尔市是南疆林果业发展较快、面积逐年扩大的兵团县级市，目前阿拉尔有红枣65.4万亩，产量达到了24万吨。今年因为种植面积扩大，红枣产量还增加了8万多吨，但不错的红枣，今年却出现了滞销的情况。

眼下正是金秋水果上市的时节，在新疆兵团农一师阿拉尔市的枣农们却着急了起来。去年这个时节，果园里一片繁忙的景象，收购商和加工企业早已买断产品，订金都打到了果农的账户里。而今年的果园里却看不到众多收购商的身影，大多数果农没有签出一份订单，迄今为止只有少数收购商前来看枣，并且都没有确定收购，还在等待和观望中。

新疆阿拉尔市十一团二连职工苗存启告诉记者，现在都还没有老板来收，我们老百姓现在发愁的很，像这个样子天再下雨，一分钱都卖不出去，老板根本就不会要。

在阿拉尔市十一团林木站职工秦国贵的枣园里，记者看到不少已经采摘晾晒的红枣。枣农秦国贵告诉记者，他种植的27亩灰枣到眼下已全部成熟，并且产量达到了一亩地一千公斤的产量，相比去年每亩增产了近两百公斤。去年红枣卖到了四十块钱每公斤，而且在这个时候早就全都卖光。可是今年，前来看货的收购商并不多，价格相比去年也低了很多，只有十几块钱每公斤。

新疆阿拉尔市十一团林木站职工秦国贵告诉记者，产量可能提高了一两百公斤，现在这个价格只出十九，二十不上，今年品质比去年好，品质也好产量也可以，就是价格已经往下降了一大半了。

这样的问题不止秦国贵一家，对于其他种植红枣的农户以及周边的零售商和果农来说，都遇到了这样卖难的情况。

新疆阿拉尔市十一团农贸市场店主谢阿姨告诉记者，真的是不好卖，就这个原因，低了，说白了就是低了，销售不出去。

破解农产品周期

新疆：去年赔了钱 今年无人买枣

从走访的团场农户口中，记者了解到，之所以到现在还没有多少收购商来，就是因为收购商在去年吃了亏，去年行情好，很多收购商前来收购，一度抬高了红枣价格，但是由于天气下雨的原因，导致后来很多红枣腐烂变质，众多已经签了合同的收购商损失严重。

新疆阿拉尔市十一团花桥和谐商店张富顺告诉记者，去年收枣子的上当了，定了合同就下雨，下了几天的雨，枣子就烂在地里了，有的收回去也裂口了，收回家也就赔钱了。

塔河金果果业有限公司总经理吕忠涛告诉记者，（去年）二十号下雨，我在恰克拉乡定了一千吨枣子，骏枣，我当时的定价是多少，当时的定价是十五（每公斤），我交了二十万，最后我去一看，算了算了，二十万不要了。

新疆阿拉尔市十一团二连职工苗存启告诉记者，去年都是一下雨，枣子一裂口，老板人家拉回去全部都赔钱了，像去年赔钱的老板人家根本都不会再来了

眼下的阿克苏，大量熟透的红枣还挂在枝头。而为了避免遭遇和去年一样的损失，众多的采购商不敢轻易出手，而是采取观望等待的态度，不仅前来的收购商也没有去年那么多，收购价也相对较低。此外记者还了解到，近两年阿拉尔红枣的种植面积不断在扩大，产量也在不断增加，加上天气原因，导致了红枣市场的不稳定，价格浮动很大。

附注 2：山东部分农产品价格暴跌 生姜大蒜同比下降 70%

<http://finance.sina.com.cn/nongye/nyqyjj/20111102/012010736031.shtml>

2011 年 11 月 02 日 01:20 第一财经日报

山东部分农产品(13.88,0.27,1.98%)价格暴跌，棉农心里一本账

“你要，你拉走啊。赔钱我也卖了。”山东夏津一家棉厂的负责人张长宝在接受《第一财经日报(微博)》记者采访间隙，当起了推销员。

在这个农业大省，去年价格飙升的一些农产品“明星”再次坐上了过山车，只不过这次是向下。从棉花到生姜，一些农户在谈及价格下跌时，都大呼看不懂。

一桩桩赔本买卖背后，市场供求关系已经不是唯一的原因。

发呆的收购者

在山东棉花主产区德州市，本报记者发现，一些棉花收购点已经陷入瘫痪状态。

昨日上午，当本报记者采访德州市夏津县大刘村的农民刘仁时，他正在采摘成熟的棉花。

棉花是次第成熟的。从 7 月份第一批棉桃开花可以采摘开始，刘仁已经在棉花地里奔忙了近 4 个月的时间。

然而，每次摘花，都让他心里哇凉哇凉。

一年前的这个时候，“山东棉花价格创近 10 年新高”的消息正在刺激着市场的神经。

当年 10 月中旬，山东籽棉的最高报价达到 5.8 元/斤。

如今，一些地方的收购价格已经跌去了一半。

刘仁告诉本报记者，他去年种了 7 亩棉花，收获籽棉 3300 斤左右。他很庆幸自己在高点将收获的棉花全部卖出。

“我去年卖的价格是 6 块多/斤，也不是我会掌握时机，而是当时家里缺钱，就卖了。没想到卖了个好价钱。”刘仁告诉本报记者，从去年 9 月到今年同期，棉花价格在大幅波动，最低的时候只有 3 块多。

“村里人看到价格涨的时候都不想卖，后来看到价格降了，大部分以 3 块到 4 块的价格卖了。”

刘仁说。

截至 10 月 26 日，山东省的籽棉采摘进度已超过 90%，但“棉农惜售情绪较浓，棉企收购进度缓慢”的说法频频见诸媒体。

刘仁给本报记者算了一笔账，今年棉厂开秤收购棉花，价格是四元多，每亩棉花的成本在六七百元，这不包括人工。

本报记者了解到，山东一些产棉区采摘人工费从去年的每公斤 1.2 元上涨到 1.8 元至 2.6 元不等，仅人工费一项，就使得棉农每亩收益减少 300 元左右。

刘仁同时表示，因为 8 月份的连续阴雨，亩产由 450 斤左右下降到不足 400 斤，并且棉花质量下降，卖不上去价。总体算起来，不赔本就算不错了。

据一名农户介绍，一亩地化肥农药种子等花费需要 500 元，每亩土地承包费用 500 元。如果按照每斤四元的价格，一亩地棉花只能卖出 1400 元，如果再请人采摘，几乎没有利润可言。

本报记者了解到，去年同期，大刘村棉农所产的棉花至少售出了三分之一，而今年几乎一点未卖。

在夏津县的公路两旁，到处可以看到地里白花一片，往年此时棉花基本可以采摘结束，但今年棉农甚至缺少了采摘的热情。

同样的困境出现在了棉花收购加工商面前。

当本报记者见到张长宝时，他正在发呆。从 9 月份开始开秤收购棉花，他只收了 20 吨左右。现在棉花就堆在他办公室后面的场地上。

去年的这个时候，棉农排队售棉，今年，只有他雇的几个伙计在厂门口的小桥上晒太阳。

“收了就赔，价格一直在跌。现在夏津县所有的棉厂都停止收购观望。”他告诉本报记者，“现在差不多赔了七八万了。”

农产品价格整体回落

雨水过多、人工费上涨、售价下降，这是让棉农揪心的几个因素。

姜农、蒜农同样笑不出来。

本报记者在莱芜市一些姜农处了解到，去年生姜每斤能卖四五元，今年只能卖三四角。

姜农李某告诉本报记者，去年收姜的似乎要多少钱有多少钱，价格也不在乎。

让他疑惑的是，今年怎么就没有人收了呢？

一个值得关注的插曲是，按照山东农业部门的说法，当地蔬菜价格的跌幅并没有外界想象的“恐怖”。

这缘于一项数据乌龙。

本周，“山东蔬菜价格同比下跌 92.08%”的报道抢占了媒体版面。

本报记者昨天登录山东农业厅网站发现，一份来自山东农业信息中心的更正公告显示，因有关人员工作疏忽，蔬菜价格下跌幅度计算错误，实际下跌幅度应为 25.59%。

根据当地对 35 种蔬菜价格的监测，10 月 24 日~30 日山东蔬菜批发平均价格为 2.39 元/公斤，已连续 4 周下跌。

与上年同期相比，蔬菜批发价格更是下跌 25.59%。

相对于 92.08%，25.59%的跌幅不再刺眼，但一些蔬菜品种的单个跌势同样刺激着市场的神经。

其中，生姜、大蒜价格的同比跌幅均超过 70%。

市场关注的是，这个农业大省的部分农产品跌价之势是否会蔓延。

国家统计局公布的 50 个城市主要食品平均价格变动(2011 年 10 月 11~20 日)显示，7 种蔬菜的

价格较上一个 10 天周期都呈下跌，只是幅度较小。

据商务部 1 日发布的“商务预报”监测，上周(10 月 24 日至 30 日)商务部重点监测的食用农产品和生产资料价格继续回落。

其中，18 种蔬菜平均批发价格比前一周(下同)下降 2.2%。

农产品分析师表示，受季节性因素和政府一系列促进农产品生产流通措施影响，近期食用农产品市场供应整体呈现恢复性增长，价格上涨势头得到遏制，食用农产品价格连续三周回落，猪肉、蔬菜、鸡蛋等主要农副产品齐降价。

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

分析师声明

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