

日期: 2011年2月14日

行业: 食品加工行业



滕文飞

021-53519888*1969

tengwenfei@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120025

坚果炒货行业第一品牌

IPO 报价区间 RMB 39.76~47.71 元
上市合理定价 RMB 40.54~48.64 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	50.00
发行后总股本 (百万股)	200.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	国元证券

主要股东 (IPO 前)

华泰集团	65.00%
亚洲华海	25.00%
合肥华元	10.00%

收入结构 (Y10)

葵花子类	78.24%
西瓜子类	8.35%
其它	13.41%

报告编号: TWF11-NSP3

首次报告时间: 2011年2月14日

投资要点:

坚果炒货行业领军企业

公司专业从事坚果炒货食品的生产与销售,产品种类齐全,品质优良,目前主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品。公司作为坚果炒货行业的领军企业,综合实力强,规模优势明显,是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的大型企业,远超同行业其他企业,综合市场占有率位居行业首位。

规模及营销网络优势突出

公司是业内唯一一家销售规模上十亿元的大型企业,综合市场占有率行业排名第一。公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络,终端掌控能力强,市场反应速度快,销售渠道稳定、通畅。目前,公司将全国市场划为 21 个片区,有 117 家办事处、1100 家专业经销商及 4 家大型零售商。

募投项目提升产能

项目投产后,将优化公司的生产基地布局,增强公司快速响应和服务市场的能力,建立优质原料供应的长效机制,提升生产自动化及信息化水平,从而不断增强公司的核心竞争力,确保公司能够抓住行业整合发展的机遇,不断提高公司产品的市场份额,巩固和提升公司行业龙头地位。

定价结论

综合考虑同行业上市公司及近期上市中小板公司估值,谨慎得出该股合理价格为 40.54~48.64 元。从近期上市中小板股票来看,截至 2 月 11 日的最新市场价格相对于发行价的累计溢价率为 1.96%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 1.92% 的折让,建议询价区间为 39.76~47.71 元,对应的 2010 年市盈率区间为 52.25-62.69 倍。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1649.35	2143.82	2507.08	3335.80	4230.43
年增长率 (%)	-18.58	29.98	16.94	33.05	26.82
归属于母公司的净利润	101.35	152.10	220.19	272.34	328.24
年增长率 (%)	-2.64	50.07	44.76	23.69	20.52
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.507	0.761	1.101	1.362	1.641

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

一、行业背景

发行人的行业分类

公司主营业务的行业分类是坚果炒货行业。公司专业从事坚果炒货食品的生产和销售，产品种类齐全，品质优良，目前主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品。公司自成立以来很快成为坚果炒货行业的龙头企业，凭借优质的炒货类产品，深得广大消费者认可，在市场上树立了良好的声誉，成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌。2002年，“洽洽”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，2006-2008年，洽洽品牌连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。公司作为坚果炒货行业的领军企业，综合实力强，规模优势明显，是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的大型企业，远超同行业其他企业，综合市场占有率位居行业首位。公司先后荣获了“中国农产品加工企业50强”、“中国食品工业百强企业”、“中国食品工业质量效益先进企业奖”等称号。公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，终端掌控能力强，市场反应速度快，销售渠道稳定、通畅。

行业成长前景

坚果炒货行业的市场状况

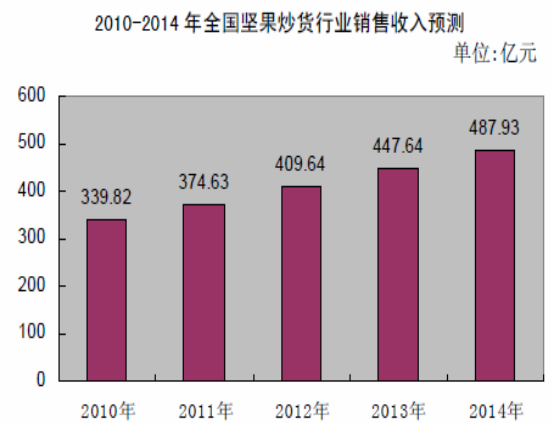
坚果炒货食品是以果蔬籽、果仁、坚果等为主要原料，添加或不添加辅料，经炒制、烘烤（包括蒸煮后烘炒）、油炸、水煮、蒸煮、高温灭菌或其他加工工艺制成的制品。坚果炒货食品由中国首创，据文字记载已有数千年的历史。上世纪90年代，我国坚果炒货食品开始了工业化生产，在继承悠久传统的基础上，通过技术和工艺创新发展，整个行业的机械化、规模化、自动化水平不断提升，已经实现从传统手工业向现代食品加工业的转变。目前，我国坚果炒货行业已经具有相当规模，在整个休闲食品工业中占据重要位置。随着经济的快速发展，消费者可支配收入的增加，消费观念的转变，消费者对休闲食品的需求有所提高，对于坚果炒货食品的口味、功能和健康等各方面的要求也越来越多，需求的多样化、差异化推动了坚果炒货行业的快速发展。近年来，在我国国民经济持续快速增长、人民消费水平不断提高的背景下，我国坚果炒货行业呈现持续快速增长的态势。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会出具的文件，2005-2009年坚

果炒货行业销售收入分别为 197 亿元、218 亿元、244 亿元、280 亿元、322 亿元，年复合平均增长率为 13.06%。近年来，我国坚果炒货行业保持了较高的增长速度，市场规模不断扩大。经济持续高速增长为坚果炒货食品消费增长提供了坚强的物质保障，谨慎预计未来几年行业将保持 10% 左右的增长速度。

图 1 2005-2009 年全国坚果炒货行业销售规模情况



图 2 2010—2014 年全国坚果炒货行业销售收入预测



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

产业竞争结构

我国坚果炒货行业属于完全竞争的市场，截至 2009 年末国内共有规模不等的生产企业近 500 家，并已形成了若干全国性品牌和区域品牌主导市场的销售局面，其中洽洽食品作为我国现代炒货行业的领军企业，一直专注于坚果炒货行业，产品品类齐全，营销网络覆盖全国，市场竞争地位绝对领先。按照销售规模大小分类，行业企业可以划分为销售收入超 10 亿元、1-10 亿元、1 亿元以下三大梯队企业。当前，行业主要有 50 多家销售规模较大、实力较强、市场认知程度较高的品牌企业主导行业竞争，市场份额逐步向这些品牌企业集中。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会的统计资料，行业最近三年销售收入在 10 亿元以上的大型企业只有洽洽食品一家，销售收入在 1-10 亿元的企业主要有真心、正林、徽记、阿明、天喔、大好大等。近年来，虽然行业内品牌企业的销售规模不断扩大，但总体而言，行业作坊式小企业数量仍较多，市场集中度有待进一步提高，这为品牌企业的发展提供了良好的发展机遇和成长空间。

表 1 公司主要竞争对手情况

主要企业	公司简介
安徽真心食品有限公司 2011 年 2 月 14 日	公司主要从事食品炒货的加工与销售。公司成立以来，已陆续建立安徽、内蒙

四川徽记食品产业有限公司	古、龙江三座生产基地，同时在北京、重庆、合肥、广东建立了四个分装厂。公司主要产品有“徽记”牌煮瓜子、生瓜子，“徽记”牌花生、怪味胡豆，“好巴食”牌蛋苕酥、南瓜酥、胡萝卜酥等。
兰州正林农垦食品有限公司	公司主要产品是西瓜子，是中国市场上成立较早的品牌瓜子生产企业。
上海三明食品有限公司	公司主要产品从原有的香瓜子、西瓜子、白瓜子、桃仁、花生果、坚果类等传统炒货类食品，发展到现今鸭肫肝、牛肉干、牛肉丝、鱼片、蜜饯、糖果等各类中高档的休闲食品。

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司竞争优势

品牌优势

公司自成立以来就高度重视品牌发展战略，坚持生产一流产品、塑造一流品牌的发展方针，凭借优质的产品和完善的服务，产品深得广大消费者认可，在市场上树立了良好的声誉，成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌，在国内市场取得绝对的领先地位。2002年，“洽洽”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。2006年，“洽洽”商标在中国品牌研究院公布的中国100最具价值品牌排行榜上名列第88位，品牌价值18.22亿元。2006-2008年，洽洽品牌连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。

销售网络优势

经过近十年的市场开拓，公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，终端掌控能力强，市场反应速度快，销售渠道稳定、通畅。目前，公司将全国市场划为21个片区，有117家办事处、1100家专业经销商及4家大型零售商。公司拥有一支经验丰富的专业化营销队伍，并建立了一整套完善、行之有效营销管理体系和营销模式。特别是通过良好的激励机制，造就了一支责任心强、执行力强、忠诚度高的优秀销售管理团队，保证了公司销售业绩的稳步发展。国内中小型城市及广大农村市场将是公司下一轮的经济增长点，为此公司正在大力推进“渠道精耕”的发展战略，逐步将销售网络延伸到全国主要县乡（镇），进而建立全国中心城市、地市级城市和县乡（镇）全覆盖的销售网络。

规模优势

目前我国坚果炒货行业企业众多，规模普遍偏小，较难形成规模效益。公司作为坚果炒货行业的龙头企业，综合实力强，规模优势明显，先后荣获了“中国农产品加工企业50强”、“中国食品工业百强企业”、“中国食品工业质量效益先进企业奖”等称号。公司是业内

唯一一家销售规模上十亿元的大型企业，综合市场占有率行业排名第一。公司凭借规模化的生产和良好的成本控制，各项效益指标行业领先，在坚果炒货行业整合发展过程中具有突出的优势。

二、公司分析及目集资金投向

公司历史沿革及股本结构

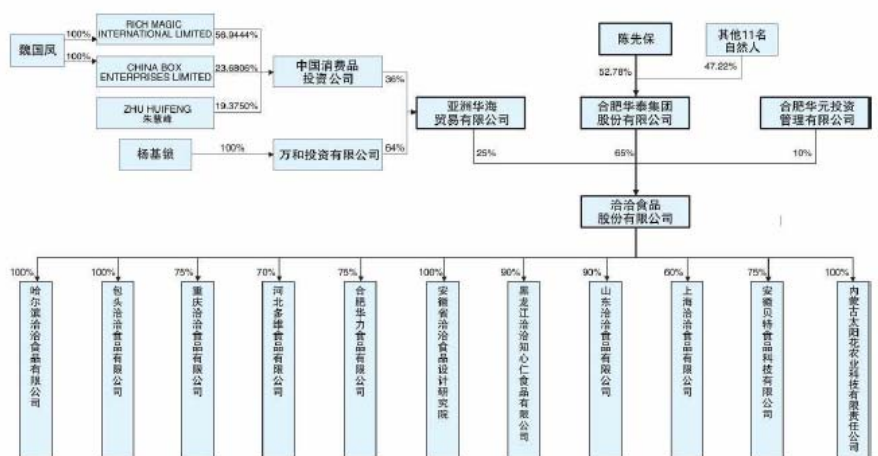
公司前身为安徽洽洽食品有限公司，成立于2001年8月9日，整体变更为股份公司之前注册资本为6,648.09万元。2008年4月24日，经安洽公司董事会决议通过，由华泰集团、亚洲华海、合肥华元作为发起人，以安洽公司截至2008年3月31日经审计的净资产205,617,681.22元按1:0.72951的比例折成150,000,000股，整体变更设立股份有限公司。目前公司的实际控制人为陈先保先生，其持有华泰集团52.78%的股份。

表2 本次发行前、后的公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股本	比例	股本	比例
	(万股)	(%)	(万股)	(%)
华泰集团	9750.00	65.00	9750.00	48.75
亚洲华海	3750.00	25.00	3750.00	18.75
合肥华元	1500.00	10.00	1500.00	7.50
本次发行股份			5000.00	25.00
合计	15000.00	100.00	20000.00	100.00

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图3 洽洽食品股份公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

主业为坚果炒货食品的生产及销售

公司专业从事坚果炒货食品的生产及销售，产品种类齐全，品质优良，目前主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品。公司报告期的利润来源主要是葵花子和西瓜子类的销售，这两项收入产生的毛利在总毛利中所占的比重 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年分别为 87.31%、86.23%、89.44%、92.50%。公司产品主要集中在国内销售，海外销售占比较小。从销售区域来看，北方区、南方区、东方区三大片区销售收入基本稳定。公司 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年营业收入分别为 160,878.32 万元、202,570.04 万元、164,934.56 万元、214,382.00 万元，实现净利润分别为 10,542.52 万元、11,385.68 万元、10,720.60 万元、16,172.00 万元。2008 年较 2007 年营业收入增长了 25.92%，净利润增长了 8.00%，2009 年较 2008 年营业收入下降了 18.58%，净利润下降了 5.84%。公司 2009 年收入下降主要是由于销售量下降所导致的，销售量下降主要受两个因素的影响，一是由于公司 2008 年 9 月起对主要产品进行了提价，营销手段和措施没有及时跟进，导致产品销售受到了提价的影响；二是由于受金融危机扩散的影响，社会整体购买力下降，休闲食品市场尤其是高端产品受到了一定的冲击。

图 4 洽洽食品近年收入及净利润增长

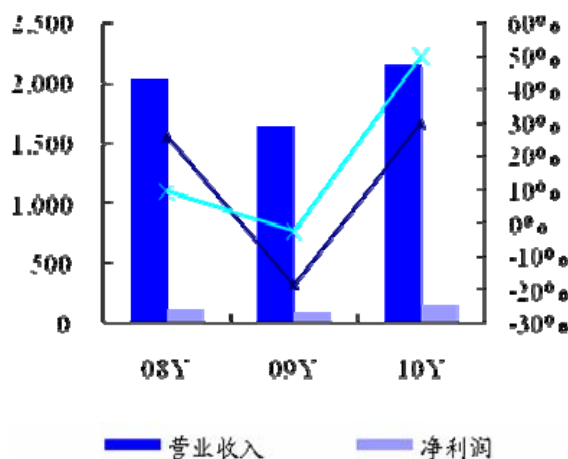
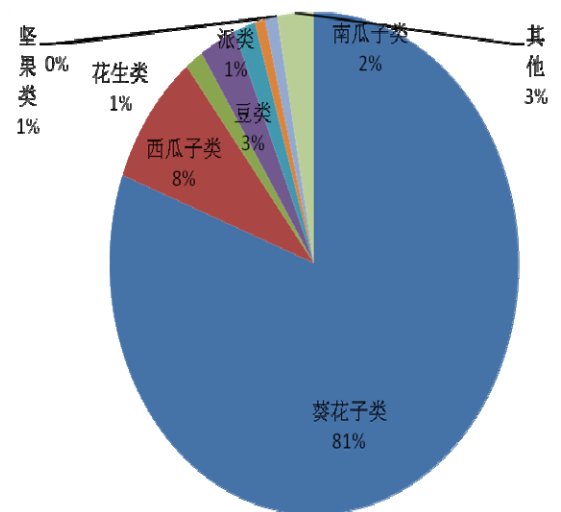


图 5 洽洽食品主营收入结构（分产品，2010 年）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 募资项目

募资项目对公司的未来发展提供助力

本次预计募集资金 5.2 亿元，拟募投项目包括“哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目”、“洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目”、“洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目”、“洽洽食品股份有限公司供产销全流程业务信息平台建设项目”。项目投产后，将优化公司的生产基地布局，增强公司快速响应和服务市场的能力，建立优质原料供应的长效机制，提升生产自动化及信息化水平，从而不断增强公司的核心竞争力，确保公司能够抓住行业整合发展的机遇，不断提高公司产品的市场份额，巩固和提升公司行业龙头地位。

表 3 洽洽食品 IPO 项目概况

项目名称	投资金额（万元）	建设期	项目是否备案
哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目	27,539.50	24 个月	已备案
洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目	9,262.07	12 个月	已备案
洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目	12,204.60	18 个月	已备案
洽洽食品股份有限公司供产销全流程业务信息平台建设项目	7,504.01	24 个月	已备案
合计	52,004.90	--	--

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

（一）哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目

项目将在黑龙江省双城市建设系列炒货食品生产基地，建成后将形成年产 36,000 吨香瓜子、9,000 吨原味瓜子、9,000 吨茶瓜子、9,000 吨油炸产品、9,000 吨多味瓜子、7,200 吨脆皮花生的生产规模。本项目建成投产后，产品主要在东北、华北以及周边地区销售，同时产品也向全国其他地区调运。本项目建设期 2 年，预计总投资为 27,539.50 万元，其中：建设投资 23,848.30 万元，铺底流动资金 3,691.20 万元。项目预计生产期年平均收入 112,259.40 万元，年平均净利润 6,357.70 万元。项目达产后，税后财务内部收益率为 24.40%，投资回收期 5.70 年（税后）。生产期年平均收入为 112,259.40 万元，年平均净利润为 6,357.70 万元，投资利润率为 30.78%。

（二）洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目

项目将在全国葵花籽主要产区内蒙古巴彦淖尔市五原县建立洽

洽食品内蒙古原料基地，建设原料仓库和风选、手选及烘干车间。项目建成后，将具备原料储存能力 2.5 万吨/年、选料能力 2.7 万吨/年、烘干能力 3 万吨/年。本项目建设期 1 年，预计总投资为 9,262.07 万元，其中：建设投资 6,262.07 万元，流动资金 3,000.00 万元。项目建成后，将节省仓储费用和运输成本，满足公司优质原材料供应和产品“保鲜”战略的需要。

（三）洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目

项目结合近几年来国内外先进的技术成果和经验，将在现有葵花子产品包装车间基础上建设自动化包装车间，对西瓜子小而香、茶瓜子、油炸类产品进行工艺技术提升及自动化改造，以及新建成品仓库配货中心，从而进一步提高公司生产工艺及自动化水平。项目建成后，葵花子类产品将全部实现全自动化包装，西瓜子小而香、茶瓜子、油炸类产品的产能将分别新增 0.45 万吨/年、0.48 万吨/年、0.54 万吨/年。项目建设期为 1 年零 6 个月，预计总投资为 12,204.60 万元，其中：建设投资 11,266.20 万元，铺底流动资金 938.40 万元。项目预计生产期年平均收入 27,604.50 万元，年平均净利润 1,687.20 万元。

（四）洽洽食品股份有限公司供产销全流程业务信息平台建设项目

项目是在对公司所处快速消费品行业特点和自身信息化管理状况进行分析的基础上，从“供应链管理”和“客户关系管理”的角度出发，结合当今先进的信息管理技术，将公司现有 ERP 系统功能延伸至供应链前端（即主要原料采购环节）和销售终端，建设功能主要涵盖采购信息管理、物流信息管理、销售信息管理等软件系统的综合信息管理系统，即“供产销全流程业务信息平台”。项目建设期 2 年，预计总投资为 2,998.73 万元。项目建成后，该信息平台将实现公司全流程业务信息资源的充分调配和共享，具备良好的信息整理和分析功能，辅助各业务环节管理人员进行业务分析和管理工作，便于公司进行科学决策和业务流程优化，提高公司的整体协作水平和工作效率，增强公司的核心竞争力。

三、财务状况和盈利预测

公司主营业务毛利率分别为 23.06%、23.76%和 27.99%、27.35%，2008 年、2009 年、2010 年比上年的变动幅度分别为上升 0.70%、上升 4.23%和下降 0.64%。公司的综合毛利率呈逐年上涨趋势，整体变化平稳。葵花子的销售收入占主营业务收入的比重较大，其价格波动对公司主营业务收入及毛利的影响相对要大于西瓜子类、派类、豆类、

南瓜子及其他产品。2008年，公司的毛利率水平与2007年相比基本持平；2009年，由于受到金融危机的影响，公司的营业收入有一定幅度的下降，但由于公司提高了主要产品的销售单价，同时加强了生产成本的管理，故毛利率得到了较大提升，对公司盈利未造成过多影响；2010年公司的毛利率水平与2009年相比也基本持平。

图 6 洽洽食品综合毛利率水平

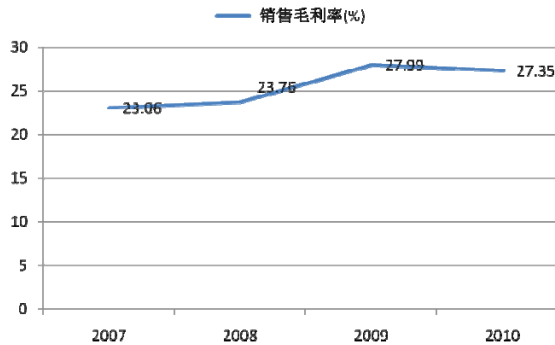
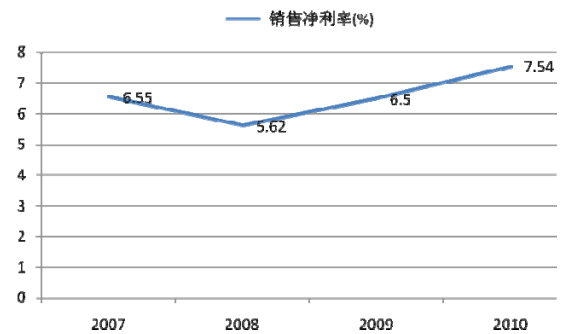


图 7 洽洽食品净利率水平



资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

■ 业绩预测

随着公司募投项目的建成投产，我们预计公司未来将在坚果炒货主业方面保持平稳增长，初步预计公司2011、2012、2013年净利润将实现年递增44.76%、23.69%、20.52%；稀释后每股收益为1.101元、1.362元、1.641元。

表 4 洽洽食品收入分项预测表

产品	项目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
葵花子类	销量(吨)	78392.00	107068.75	123129.06	151641.97	178641.97
	单价(元/吨)	15473.00	15421.39	15500.00	15600.00	15600.00
	销售金额(万元)	121295.94	165114.90	190850.05	236561.47	278681.47
	毛利率	29.36%	28.45%	28.00%	28.00%	28.00%
	销售成本(万元)	85683.45	118139.71	137412.03	170324.26	200650.66
西瓜子类	销量(吨)	6092.00	7149.62	8222.06	11030.37	16284.93
	单价(元/吨)	24694.00	24638.28	24650.00	24650.00	24650.00
	销售金额(万元)	15043.58	17615.43	20267.39	27189.87	40142.35
	毛利率	37.69%	41.21%	38.00%	38.00%	38.00%
	销售成本(万元)	9373.66	10356.11	12565.78	16857.72	24888.26
派类	销量(吨)	3338.00	2094.00	2303.40	2533.74	2787.11
	单价(元/吨)	14996.00	14000.00	14000.00	14000.00	14000.00
	销售金额(万元)	5005.66	2931.60	3224.76	3547.24	3901.96
	毛利率	23.97%	17.42%	18.00%	18.00%	18.00%
	销售成本(万元)	3805.81	2420.92	2644.30	2908.73	3199.61

豆类	销量 (吨)	2826.00	1903.03	2283.64	7912.00	14032.00
	单价 (元/吨)	14128.00	15410.67	12800.00	13000.00	13000.00
	销售金额 (万元)	3992.57	2932.70	2923.05	10285.60	18241.60
	毛利率	17.25%	12.01%	12.00%	12.00%	12.00%
	销售成本 (万元)	3303.85	2580.48	2572.29	9051.33	16052.61
南瓜子	销量 (吨)	1486.00	4690.78	5159.86	10775.84	16715.84
	单价 (元/吨)	30831.00	12698.77	30000.00	30000.00	30000.00
	销售金额 (万元)	4581.49	5956.71	15479.57	32327.53	50147.53
	毛利率	24.95%	12.46%	15.00%	18.00%	18.00%
	销售成本 (万元)	3438.41	5214.51	13157.64	26508.58	41120.98
花生类	销量 (吨)	987.00	1061.83	1114.92	3330.67	6930.67
	单价 (元/吨)	18139.00	32370.71	16500.00	16500.00	16501.00
	销售金额 (万元)	1790.32	3437.22	1839.62	5495.60	11436.29
	毛利率	28.18%	22.08%	18.00%	18.00%	18.00%
	销售成本 (万元)	1285.81	2678.28	1508.49	4506.39	9377.76
薯片类	销售金额 (万元)		7587.20	8725.28	10034.07	11539.18
	毛利率		15.15%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售成本 (万元)		6437.74	7852.75	9030.66	10385.26
坚果类	销售金额 (万元)	2590.62	1975.40	2172.94	2390.23	2629.26
	毛利率	26.99%	21.39%	15.00%	15.00%	15.00%
	销售成本 (万元)	1891.41	1552.86	1847.00	2031.70	2234.87
其他	销售金额 (万元)	3051.74	4750.47	5225.52	5748.07	6322.88
	毛利率	18.08%	14.72%	15.00%	15.00%	15.00%
	销售成本 (万元)	2499.99	4051.20	4441.69	4885.86	5374.44
合计	销售收入 (万元)	157351.93	212301.63	250708.18	333579.68	423042.52
	销售成本 (万元)	111282.38	146994.07	176149.22	237074.56	302899.18

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

原材料价格波动风险

葵花籽、西瓜籽、南瓜籽等农副产品是公司生产产品的主要原材料, 2007 年度、2008 年度、2009 年度、2010 年瓜子类原材料成本分别占公司生产成本的 65.91%、66.60%、69.45%和 75.52%。原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响。如果原材料价格上涨, 而产品售价保持不变, 产品毛利率水平将会下降, 会对公司的经营业绩产生不利影响。因此, 虽然公司处于国内坚果炒货行业龙头地位, 对相关农产品的采购价格和产品的销售价格具有一定的定价能力, 但仍存在由于主要原材料价格发生波动而导致的经营风险。

食品质量安全控制的风险

公司主要从事坚果炒货类休闲食品的生产、加工、销售，终端产品为各类瓜子、花生类、豆类、派类等。随着我国对食品安全的日趋重视以及消费者的食品安全意识和权益保护意识的增强，食品质量安全控制已经成为食品加工企业的核心。2009年6月1日开始实施的《食品安全法》进一步强化了食品生产者的社会责任，确立了惩罚性赔偿制度，加大了对违法食品生产者的处罚力度。公司自成立以来，在历次的国家级市场抽检中，产品质量均符合要求。尽管如此，如果公司的质量管理工作出现疏忽或因为其他原因发生产品质量问题，不但会产生赔偿风险，还可能影响公司的信誉和公司产品的销售，因此，公司存在由于产品质量安全控制出现失误而带来的潜在经营风险。

市场竞争风险

由于炒货行业具有进入门槛相对较低、传统生产工艺相对简单的特点，导致各地存在大量的生产销售规模较小、生产工艺落后、卫生条件较差的炒货生产企业。截至2009年末，国内共有规模不等的炒货企业近500家，也形成了若干家规模较大、实力较强、市场认知程度较高的品牌生产企业。但大量存在的中小企业产品的销售价格较低，品牌生产企业虽占据了较大的市场份额，但仍面临恶性竞争的风险。

产品多样化市场培育风险

为了进一步增强盈利能力，实现公司产品多样化发展战略，除葵花子、西瓜子、南瓜子产品外，公司还生产花生类、豆类等坚果炒货产品；另外，为了进入高端市场，提高公司盈利能力，公司已着手开发开心果、山核桃、腰果、杏仁、美国山核桃等毛利较高的高档坚果产品，因为进入市场时间较短，目前销售规模仍比较小，产品尚处于市场培育期，所以市场影响力有限，销售网络也有待进一步开拓。如果产品不能适应消费者的消费习惯，营销网络的建设和产品的宣传效果没有达到预期，在一段时间内无法吸引和培育消费者，形成相对稳定的客户群，产品多样化的市场培育将会面临一定的风险。

五、估值及定价分析

国内外同类公司的比较

我们选取公司所处的行业在A股上市公司中主业接近的4家公司（参见下表）进行比较。剔除极端波动的因素后，同类股目前的平均PE估值10年为45.79倍，我们注意到食品加工类上市公司的溢价较多，高于A股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水

平附近。国际同类公司的相对估值 PE (15.15 倍), 虽指标明显偏低, 但相对于其成长性而言仍属合理。故在此主要参照 A 股估值体系定价。

表 6 可比国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002216.SZ	三全食品	32.70	0.52	0.65	0.87	62.88	50.31	37.59	7.97
600073.SZ	上海梅林	11.47	-0.19	0.01	0.05	-	-	229.40	6.08
002220.SZ	天宝股份	20.01	0.57	0.62	0.82	35.11	32.27	24.40	6.59
002481.SZ	双塔食品	58.62	0.72	1.07	1.20	81.42	54.79	48.85	4.10
国内平均值			/			/	59.80	45.79	36.95
	Vitasoy intl holdings ltd.	6.22	0.23	0.32	0.35	27.04	19.44	17.77	4.65
	Misshin oillio group ltd.	419	27.45	31.53	43.34	15.26	13.29	9.67	0.66
	Kulim malaysia	8.31	0.84	0.86	0.92	9.89	9.66	9.03	0.77
	Emmi ag-reg	160.5	3.23	3.62	4.06	12.45	13.54	15.23	1.08
	Hain celestial group inc.	20.39	0.9	1.03	1.22	22.66	19.80	16.71	1.14
国际平均值			/			17.46	15.15	13.68	1.66

数据来源: Wind、Bloomberg; 上海证券研究所整理; 股价取 2011 年 2 月 11 日收盘价

表 7 近期上市中小板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨跌幅%	累计溢价率%	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
					2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002537.SZ	海立美达	67.34	-1.60	-9.67	0.62	0.93	1.29	57.86	38.85	28.01	3.02
002538.SZ	司尔特	63.41	-7.92	-4.62	0.44	0.58	0.74	56.58	42.76	33.51	2.90
002539.SZ	新都化工	76.13	-12.63	-9.71	0.58	0.85	1.15	53.16	35.99	26.60	2.60
002540.SZ	亚太科技	67.80	-13.75	-13.85	0.58	0.84	1.06	59.14	41.02	32.51	2.70
002541.SZ	鸿路钢构	68.75	-6.56	0.68	0.61	1.13	1.67	68.07	36.53	24.72	3.26
002542.SZ	中化岩土	77.08	-2.92	15.68	0.49	0.65	1.06	86.76	65.85	40.38	4.18
002543.SZ	万和电气	49.18	-6.57	-6.67	0.63	0.89	1.14	44.52	31.46	24.56	2.87
002544.SZ	杰赛科技	68.29	7.68	6.25	0.49	0.73	0.97	60.96	40.75	30.67	2.95
002545.SZ	东方铁塔	50.50	4.25	4.25	0.82	1.25	1.63	49.99	32.94	25.26	3.24
002546.SZ	新联电子	57.29	37.28	37.28	0.59	0.93	1.19	79.02	49.89	38.99	4.39
平均值		64.58	-0.27	1.96	0.58	0.88	1.19	61.61	41.60	30.52	3.21

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理, 估值股价取自 2011 年 2 月 11 日收盘价

公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市中小板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 40.54 ~ 48.64 元。

从近期上市的中小板股票来看, 截至 2 月 11 日的发行价相对于最新市场价格的累计溢价率为 1.96%。综合考虑公司基本面、同行业

上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场1.92%的折让，建议询价区间为39.76~47.71元，对应的2010年市盈率区间为52.25-62.69倍。

表 5 洽洽食品损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1649.35	2143.82	2507.08	3335.80	4230.43
营业成本	1187.78	1557.53	1761.49	2370.75	3028.99
营业税金及附加	1.74	2.58	3.02	4.01	5.09
销售费用	248.89	282.04	329.83	438.86	556.55
管理费用	76.95	106.55	124.60	165.79	210.26
财务费用	12.48	1.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	123.59	193.04	288.14	356.39	429.53
营业外收入	11.83	11.91	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.79	5.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	132.63	199.04	288.14	356.39	429.53
所得税费用	25.42	37.32	54.03	66.82	80.54
净利润	107.21	161.72	234.11	289.57	349.00
少数股东损益	5.86	9.62	13.93	17.22	20.76
归属于母公司所有者的净利润	101.35	152.10	220.19	272.34	328.24
摊薄 EPS (元)	0.507	0.761	1.101	1.362	1.641

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。