



佐餐兼旨蓄

增持

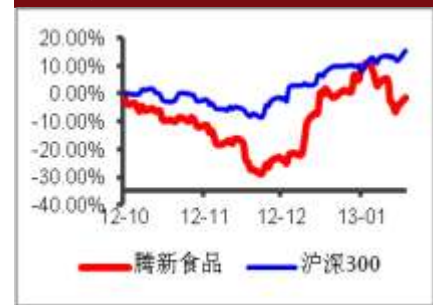
——小辉看食品·腾新食品（002702）篇——

- 品牌具历史传承优势** 福建腾新食品股份有限公司专注于从事速冻鱼糜制品和速冻肉制品生产，产品主要包括福州鱼丸、鱼皮脆、贡丸、牛肉丸等日常食用产品。2011年公司速冻鱼糜和速冻肉制品产品收入占比分别为61%和37%，2009至2011年两种产品复合增速分别为25%和18%，拥有多个2000万级别以上的明星产品，“海欣”品牌为百年历史传承的老字号。品牌定位中高端，在速冻鱼糜制品、速冻肉制品、鱼糜三大主营业务中，占比最大的是毛利率最高的速冻鱼糜制品。三大业务中高端产品的平均占比达到60%以上，部分主力单品毛利率超过40%。
- 行业稳定而分散 公司处于攻城略地阶段** 公司所处行业分散，市场空间仍大，竞争相对激烈，因而业内公司的个体创造力，推新能力，反应链的缩短，区域扩张和集中度提升成为差异化竞争出位的关键。目前我国鱼糜市场容量为150-180亿元左右，行业增长呈稳健步态，预计未来5年内呈现年均15%-17%左右的增长。目前我国速冻鱼糜制品市场集中度极低，约有400家生产企业，腾新食品的市场占有率为4.39%。拥有一定的产品、渠道优势的领先品牌包括福建腾新的“海欣”、福建海壹的“海旺”、福州百洋的“百洋”、汕头海霸王集团的“海霸王”、福建安井的“安井”等，目前未有绝对寡头胜出。行业处于不断洗牌阶段，公司作为同业优质大企业在加强市场推广、品牌宣传等方面具有先声优势。
- 推新能力强劲 有效提振毛利率水平** 公司推新效力突出，2009年到2012上半年新产品推出数量分别为79、56、60和22项，新品产生的销售收入分别为4,223万元、3,880万元、6,050万元和1,171万元；分别占当年收入比重9.7%、7.6%、9.2%和3.6%，新品销售毛利率为35%-55%，推新项目周转以周计。细分市场开发得力，高效力推新提振毛利率水平。2012前三季度公司实现营业收入4.76亿元，同比增长10.20%；扣非后归母公司净利润3816.68万元，同比增长30.76%。贡献EPS0.72元。
- 身处内陆化过程** 公司身处快消食品行业将直接受益于政府深度城镇化和收入倍增计划，预计2020年中国的城镇化率达到60%，预计将有1.2亿新增城市人口，伴随特色速冻食品渗透率的不断提高，优势公司将分享可观的正增长份额。公司产品地缘特征显著，近海性突出。内陆与沿海地缘差异大，内陆市场空间呈逐年快速增长态势。内陆广袤的市场空间，将成为公司新的利润增长点，2011年公司内陆市场同比增长达40-50%。

分析师

李辉
执业证号：S1250511010001
电话：010-57631229
邮箱：lihui@swsc.com.cn

市场表现



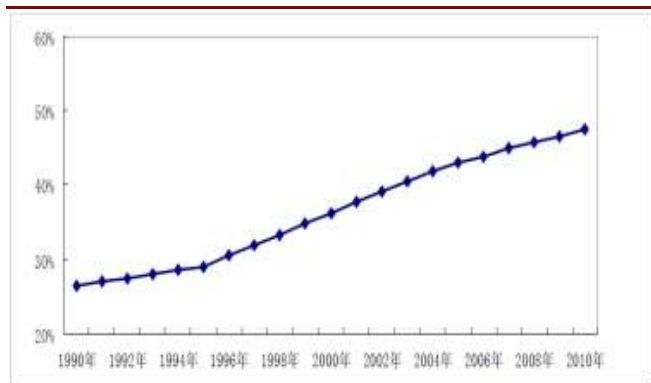
资料来源：西南证券研发中心

基本数据

总股本(百万股)	71
流通A股(百万股)	18
大股东/持股腾用雄,	23.6%
实际控制人/持股滕氏家族,	56.6%

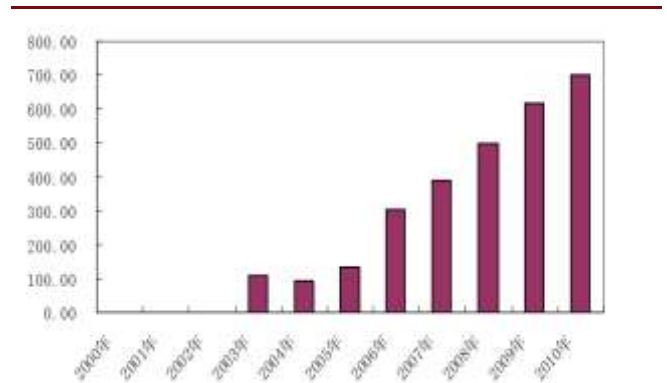
- **成本端具抗风险能力** 公司是行业内唯一一家拥有自建原材料加工基地的企业，具有应对成本上行的抗风险能力。2011 年自有基地所产海鱼占到生产所需鱼糜的 65.07%，对冲了东海休渔期延长的风险。公司还计划在福建东山建设鱼糜加工基地，以满足生产需求，发挥控本可持续性。
- **渠道深耕具先声优势** 公司渠道模式为“掌控终端、合作共赢”联合分销，经销为主、直销为辅，在全国建立 8 大营销大区。覆盖城市数量 194 个；经销商数量 250 个；商超门店数 1124 家；可控终端数量 10328 家（不含商超）。经销商的净利率，一批商 3-5%，二批 5-10%，终端 30%-50%。同业流通市场优势突出，公司计划未来 1-3 年内覆盖超过 1000 家县级市。公司终端拦截特色突出，每年举办 2-3 次的主题推广活动，并配合火锅节进行宣传，每年冬夏都有大新品推广。予以餐饮终端店奖励，增加陈列和消费者活动，并对终端店实施促销补贴，加强市场渗透。
- **2013 年仍可享税收倾斜** 2012 年 3 月公司通过了高新技术企业资格复审并取得了换发的高新技术企业资格证书，2011 年至 2013 年可继续享受 15% 的所得税优惠税率。期满后，仍然具有被继续认定为高新技术企业的可能性。
- **募投项目解决产能瓶颈** 公司严重受制于产能瓶颈，产能满载运行，甚至出现阶段性停产，伴随公司年产 3 万吨鱼糜制品及肉制品募投项目的逐渐投产，公司产能受限的情况将得以大幅缓解。
- **风险提示** 经济增速不确定下对需求端的影响；部分成本端波动超预期。
- **盈利预测** 预期公司 2012、2013、2014 年每股收益为 1.054 元、1.340 元和 1.648 元，考虑公司未来业绩增速预期以及行业状况，我们认为按 2013 年 25 倍 PE 较为合理，给予公司“增持”评级。

图 1：城镇化比率



数据来源：国家统计局

图 2：速冻食品销售额（亿）



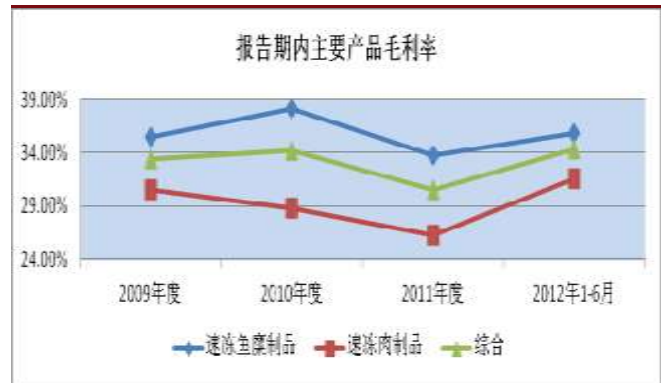
数据来源：WIND

图 3: 产品平均成本, 售价, 毛利率



数据来源: 公司招股说明书

图 4: 公司主要产品毛利率



数据来源: 公司招股说明书

利润预测

利润表 (万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	65,833	76,409	93,442	112,763
营业成本	45,634	50,174	61,261	73,817
营业税金及附加	605	725	889	1,073
销售费用	10,267	13,065	15,790	19,055
管理费用	2,825	4,126	4,905	5,750
财务费用	104	-612	-797	-971
资产减值损失	162	49	49	49
投资收益	0	0	0	0
营业利润	6,236	8,882	11,345	13,990
营业外收入	198	197	197	197
营业外支出	6	49	49	49
利润总额	6,428	9,030	11,493	14,138
所得税费用	1,109	1,543	1,977	2,433
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者的净利润	5,318	7,487	9,516	11,705
每股收益 (按发行后总股本)	0.752	1.054	1.340	1.648

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业