

# 业绩符合预期，关注渠道拓展

# 增持 上调

## 事件：

公司公布 2012 年年报，实现营业收入 7.38 亿元，YOY12.1%；归属母公司净利润 6583 万元，YOY23.8%，稀释的每股收益 0.93 元，年报业绩与公司业绩预告基本相符，利润分配预案为 10 派 2.8 转 10。

## 对此，我们点评如下：

- **维持产品价格及结构性缺货致华东市场收入增速同比下滑：**2012 年原材料猪肉价格下降，公司并未像其他竞争对手一样下调产品价格，从而导致公司产品竞争力有所下降，加之受产能限制，销售旺季时公司在上海等成熟地区部分产品结构性缺货，导致公司在收入占比达 45% 的华东市场收入同比增速仅为 3.5%，增速较 2011 年下降了 22 个百分点。
- **提价及猪肉价格下降致毛利率提升 4.4 个百分点，营销网络建设提高期间费用率，2012 年净利率提高 0.8 个百分点：**公司于 2011 年 7 月和 10 月两次提高产品售价（合计提价 10% 左右），加之猪肉价格的下降，2012 年公司毛利率 35%，同比提升 4.4 个百分点；2012 年公司加强了渠道和营销网络的拓展，从而导致公司销售费用率和管理费用率同比分别提高 2.3 和 1 个百分点，综合影响下，公司全年净利率 8.9%，同比提高 0.8 个百分点。
- **渠道深耕推动业绩增长，产能瓶颈有望在 2014 年打破：**我国速冻鱼糜行业处于成长期，行业集中度低，CR3 不足 20%，消费者品牌认同度不高，渠道拓展仍是企业发展的主要推力，公司实行联合分销模式，协助经销商开发下游渠道，营销网络基本覆盖了全国，渠道优势将推动公司业绩增长；此外，随着公司漳州东山募投项目在 2013 年底的投产，2014 年公司产能将从目前的 4.9 万吨提升至 7.9 万吨，将有效解决公司产能不足问题，助力公司维持行业龙头地位。
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年公司营业收入分别为 8.9 亿、10.7 亿和 13 亿，YOY 分别为 20.3%、20.9% 和 21.2%；净利润分别为 0.86 亿、1.05 亿和 1.28 亿，YOY 为分别 31.2%，21.6% 和 21.5%；EPS 分别为 1.22 元、1.49 元和 1.81 元，上调评级至“增持”。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	658	738	887	1,073	1,300
增长率 (%)	28.2%	12.1%	20.3%	20.9%	21.2%
归母净利润(百万)	53	66	86	105	128
增长率 (%)	8.0%	23.8%	31.2%	21.6%	21.5%
每股收益	0.752	0.931	1.222	1.486	1.806
市盈率	0	29	22	18	15

## 食品饮料行业

### 分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

### 研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

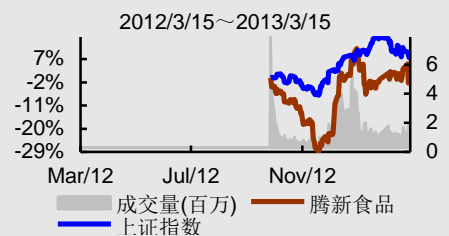
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《山西汾酒：省外扩张迅速，竹叶青酒潜力大》

2013/3/10

《建议战略性买入白酒股》

2013/3/10

《伊力特：值得长期布局的疆酒龙头》

2013/3/7

《两年期战略性买入白酒时机已到》

2013/3/6

《关注业绩有保障的食品和三线酒》

2013/3/4

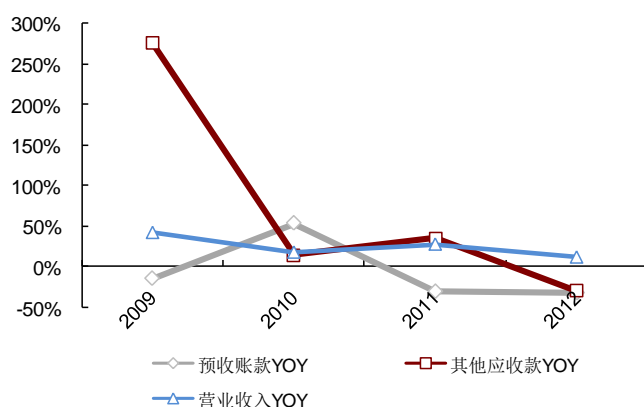
## 公司财务数据点评

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1-3Q11	4Q11	1-2Q12	3Q12	4Q12	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	432	226	324	152	261	16%	71%	四季度为销售旺季, 故环比增速较高
-营业成本	70%	68%	66%	65%	64%	-4.4	-1.7	2010年7月和10月两次提价、猪肉价格下降
=毛利	30%	32%	34%	35%	36%	4.4	1.7	2010年7月和10月两次提价、猪肉价格下降
-营业税金及附加	1%	1%	1%	1%	1%	0.0	-0.1	
-销售费用	16%	15%	17%	19%	18%	3.3	-1.5	为提升品牌及销量, 2012年加大了市场费用和人员投入
-管理费用	5%	4%	6%	6%	5%	1.2	-0.8	本期员工薪酬、业务招待费用、差旅费用较上期增加所致
-财务费用	0%	0%	0%	0%	0%	-0.3	-0.1	收到募集资金, 相应的银行存款利息收入增加
-资产减值损失	0.1%	0.5%	0.1%	0.8%	0.9%	0.4	0.1	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.2%	0.4%	0.2%	-0.1%	0.4%	0.0	0.5	
=利润总额	8.3%	12.6%	10.6%	7.8%	12.4%	-0.2	4.6	销售费用率同比提高
-所得税费用	1.6%	1.9%	2.0%	1.2%	1.8%	-0.1	0.6	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	6.8%	10.6%	8.7%	6.6%	10.6%	0.0	4.0	四季度为销售旺季, 环比净利润提高较快

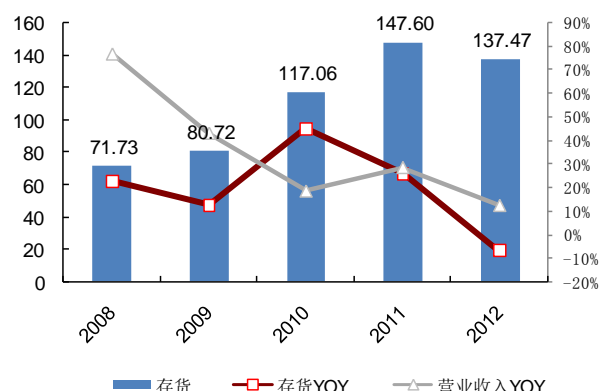
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 2: 预收、其他应付与主营收入配比关系图



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 3: 存货增速与收入增速关系图 (百万)



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 4: 分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>速冻鱼糜制品</b>						
销售收入(百万元)	306	404	485	606	757	947
YoY	18.2%	32.3%	19.9%	25.0%	25.0%	25.0%
销售成本(百万元)	189	268	311	388	485	606
毛利(百万元)	116	136	174	218	273	341
毛利率	38.1%	33.7%	35.9%	36.0%	36.0%	36.0%
<b>速冻肉制品</b>						
销售收入(百万元)	202	243	251	281	315	353
YoY	16.8%	20.1%	3.5%	12.0%	12.0%	12.0%
销售成本(百万元)	144	179	168	189	211	237
毛利(百万元)	58	64	83	93	104	116
毛利率	28.9%	26.2%	33.1%	33.0%	33.0%	33.0%
<b>鱼糜</b>						
销售收入(百万元)	4	9	0	0.00	0.00	0.00
YoY	115.1%	141.3%	-98.6%	-100.0%	0.0%	0.0%
销售成本(百万元)	3	9	0	0.00	0.00	0.00
毛利(百万元)	0.39	0.50	0.01	0.00	0.00	0.00
毛利率	10.0%	5.4%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>主营业务收入</b>	512	656	736	887	1073	1300
<b>其他业务收入</b>	1.88	1.99	1.60			
<b>业务总收入</b>	513	658	738	887.40	1072.67	1299.86
YoY	18%	28%	12%	20%	21%	21%
<b>主营业务成本</b>	336.43	455.88	478.61	576.38	695.96	842.50

其他业务成本	0.51	0.46	0.64			
业务总成本	337	456	479	576.38	695.96	842.50
毛利率	34.4%	30.7%	35.0%	35.0%	35.1%	35.2%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**图 5: 三张财务报表分析摘要**

利润表					资产负债表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	738	887	1,073	1,300	货币资金	522	377	362	277
YOY	12%	20%	21%	21%	应收和预付款项	130	145	175	212
营业成本	479	576	696	843	存货	137	189	210	231
毛利	259	311	377	457	其他流动资产	3	1	1	1
% 营业收入	35%	35%	35%	35%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	7	8	10	14	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	固定资产和在建工程	150	350	460	660
销售费用	132	160	191	229	无形资产和开发支出	13	22	29	36
% 营业收入	17.9%	18.0%	17.8%	17.6%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	39	49	58	69	资产总计	961	1072	1199	1351
% 营业收入	5.3%	5.5%	5.4%	5.3%	短期借款	10	0	0	0
财务费用	0	-9	-8	-7	应付和预收款项	154	202	225	258
% 营业收入	-0.1%	-1.0%	-0.7%	-0.5%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0	其他负债	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	177	202	225	258
投资收益	0	0	0	0	股本	71	71	71	71
营业利润	77	103	126	153	资本公积	478	478	478	478
% 营业收入	10.5%	11.6%	11.7%	11.8%	留存收益	235	321	426	545
营业外收支	2	0	0	0	归属母公司股东权益	783	870	975	1093
利润总额	79	103	126	153	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	10.7%	11.6%	11.7%	11.8%	股东权益合计	783	870	975	1093
所得税费用	13	17	21	25	负债和股东权益合计	961	1072	1199	1351
净利润	66	86	105	128					
归属于母公司所有者的净利润	66	86	105	128					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	35%	35%	35%	35%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	23%	22%	22%	22%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	11%	11%	11%	11%
无形资产投资	-44	-212	-120	-210	EBITDA/销售收入	15%	13%	14%	14%
固定资产投资	0	-100	-60	0	销售净利率	9%	10%	10%	10%
其他	0	-1	0	0	ROE	8%	10%	11%	12%
投资活动现金流净额	-44	-213	-120	-210	ROA	7%	8%	9%	9%
债券融资	-20	-1	0	0	ROIC	8%	9%	10%	11%
股权融资	513	0	0	0	销售收入增长率	12%	20%	21%	21%
银行贷款增加(减少)	0	-10	0	0	EBIT 增长率	24%	17%	25%	24%
筹资成本	0	-9	-8	-7	EBITDA 增长率	41%	5%	29%	22%
其他	-42	0	0	0	净利润增长率	24%	31%	22%	22%
筹资活动现金流净额	446	-11	0	0	总资产增长率	132%	12%	12%	13%
现金净流量	468	-145	-15	-85	股东权益增长率	194%	22%	32%	19%
					经营现金净流增长率	194%	22%	32%	19%
					流动比率	4.5	3.5	3.3	2.8
					速动比率	3.7	2.6	2.4	1.9
					应收账款周转天数	75.5	50.0	50.0	50.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**作者简介:**

**苏青青:** 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。