



消费品及服务 - 食品

销售费用增长过快至利润下滑

—海欣食品 (002702) 2013 半年报点评

2013 年 8 月 23 日

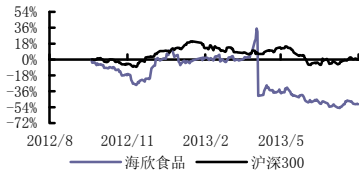
评级: 增持(下调)

市场数据	2013 年 8 月 22 日
当前价格(元)	13.17
52 周价格区间(元)	12.03-36.07
总市值(百万)	1862.24
流通市值(百万)	466.22
总股本(百万股)	141.40
流通股(百万股)	35.40
日均成交额(百万)	39.03
近一月换手(%)	106.35%
Beta(2 年)	---
第一大股东	滕用雄
公司网址	http://www.tengxinfoods.com.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	737.78	858.29	1115.78	1428.19
净利润(百万元)	65.83	50.64	74.62	100.97
每股收益(元)	0.47	0.36	0.53	0.71
净利润增长率%	23.8%	-23.1%	47.3%	35.3%
每股净资产(元)	5.54	5.76	6.23	6.85
市盈率	28.14	36.58	24.82	18.35
市净率	2.36	2.28	2.10	1.91
EV/EBITDA	14.93	22.23	13.43	9.21

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



梁希民

执业证书号: S1030510120001
0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

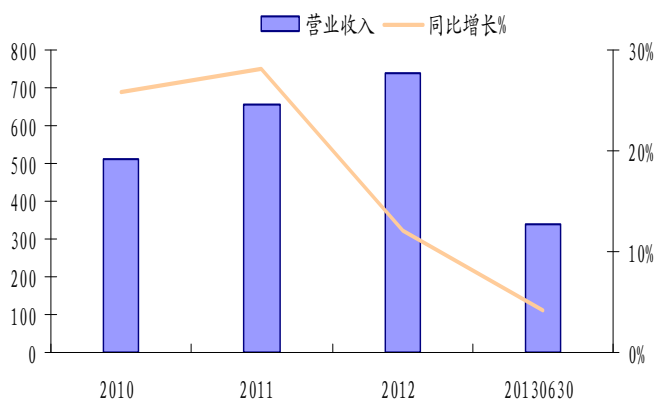
本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 梁希民, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

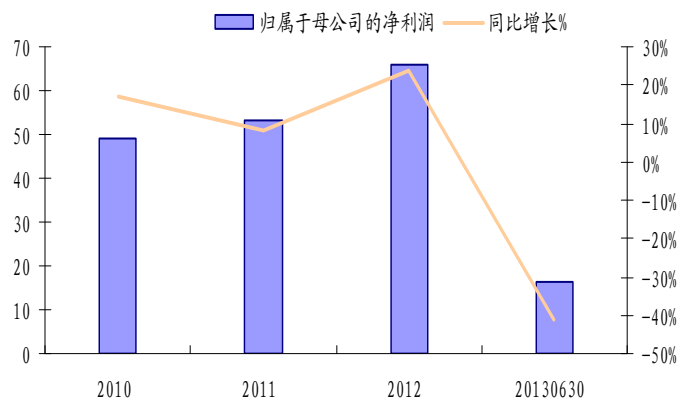
- 净利润大幅下滑 41.2%, 超预期。**公司实现营业收入 33,759 万元, 同比增长 4.19%; 归属于上市公司股东的净利润 1,650 万元, 同比下降 41.24%。实现每股收益 0.12 元。公司认为, 销售增长放缓主要受宏观经济减速增长以及行业竞争加剧等影响; 利润下降原因主要是公司上半年销售费用增长较快, 而新增销售费用的投入暂时未带来营业收入的大规模增长。
- 销售尚属正常、毛利率微降。**上半年, 公司速冻鱼糜制品和速冻肉制品销售收入同比增长 11.51% 和 -9.32%, 由于上半年为消费淡季, 销售尚属于正常水平。因鱼糜产品毛利率下降导致综合销售毛利率下降 1.6 个百分点至 32.7%。
- 提前布局销售网络至销售费用大幅提升。**公司销售费用增加 1,381 万元 (+24%), 销售费率提高 3.4 个百分点至 20.55%。上半年, 公司新聘任了四位副总经理, 扩大营销团队; 完成了东北、西北和西南三个营销大区的组织架构搭建。为迎接东山募投项目即将释放的新产能, 公司围绕客户和市场等做了提前布局, 新开发一批经销商 70 多家, 全国“3331 工程”渠道网点数增至 14000 多家; 全国品牌形象店完成 2587 家; 未来四个月计划再新增 1500 多家。
- 期待四季度新产能的释放。**东山年产 3 万吨速冻鱼糜制品及速冻肉制品项目预计 13 年四季度能实现部分生产, 公司将摆脱多年来的产能瓶颈限制, 在 2014 年达到 7.6 万吨/年产能。预计随着新产能的逐步释放, 销售费率将呈现下降趋势。
- 盈利预测及投资评级。**预计公司 2013-2015 年的每股收益为 0.36 元、0.53 元和 0.71 元, 由于销售费用率增长过快, 公司业绩低于预期, 未来销售仍有不确定性, 下调投资评级至“推荐”。
- 风险提示:** 新项目进度低于预期; 食品安全问题导致销售下滑。

Figure 1 公司主营收入及增长



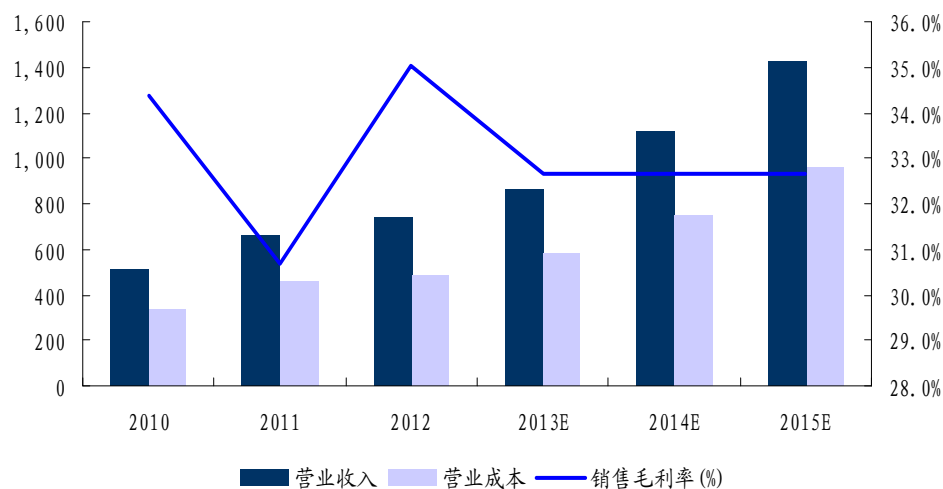
资料来源: 公司年报、半年报; 世纪证券研究所

Figure 2 归属于母公司的净利润及增长



资料来源: 公司年报、半年报; 世纪证券研究所

Figure 3 公司综合毛利率变化



资料来源: 公司年报; 世纪证券研究所

Figure 4 主要产品预测

项目(单位: 百万元、%)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入					
速冻鱼糜制品	404	485	582	756	968
速冻肉制品	243	251	276	359	460
鱼糜	9	0	0	0	0
合计	656	736	858	1,116	1,428
毛利率					
速冻鱼糜制品	33.7	36.0	33.0	33.0	33.0
速冻肉制品	26.3	33.2	32.0	32.0	32.0
鱼糜	5.4	11.2	11.0	11.0	11.0
合计	27.1	34.99	32.67	32.67	32.67

资料来源: WIND; 世纪证券研究所

Figure 5 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业利润					
营业收入	658	738	858	1,116	1,428
减: 营业成本	456	479	578	751	962
减: 营业税金及附加	6	7	8	10	13
减: 营业费用	103	132	177	212	257
减: 管理费用	28	39	43	56	72
减: 财务费用	1	0	-9	-5	2
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	62	77	59	88	120
二、利润总额					
加: 营业外收入	2	3	2	2	2
减: 营业外支出	0	1	1	1	1
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	64	79	61	90	121
三、净利润					
减: 所得税	11	13	10	15	20
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	53	66	51	75	101
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	66	51	75	101
五、股利分配					
总股本	53	71	141	141	141
EPS(摊薄、元)	0.38	0.47	0.36	0.53	0.71

资料来源: WIND; 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.