

得利斯 (002330.SZ)

战略升级开启，收购澳洲 Yolarno 进军牛肉产业

评级：**增持**

前次：**增持**

目标价(元)：

12.70

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qizq.com.

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

2015年11月18日

基本状况

总股本(百万股)	502.00
流通股本(百万股)	437.14
市价(元)	12.38
市值(百万元)	6214.76
流通市值(百万元)	5411.79

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,051.7	1,622.3	1,560.0	1,745.0	1,970.0
营业收入增速	3.91%	-20.93%	-3.85%	11.86%	12.89%
净利润增长率	-18.80%	-10.87%	-8.56%	16.97%	21.76%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.07	0.06	0.07	0.09
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	69.42	97.42	175.49	150.03	123.21
PEG	—	—	—	8.84	5.66
每股净资产(元)	2.65	2.59	2.62	2.68	2.74
每股现金流量	0.19	0.09	0.21	0.23	0.33
净资产收益率	2.97%	2.71%	2.44%	2.80%	3.33%
市净率	2.06	2.64	4.29	4.20	4.11
总股本(百万股)	502.00	502.00	502.00	502.00	502.00

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 事件：2015年11月5日公司发布重大资产购买及增资预案，拟收购澳大利亚牛肉生产商 Yolarno 45% 股权。**其中，以支付现金方式购买标的公司股份 5,809,183 股，占增资后股本的 9.64%；以现金增资方式认购新增股本 21,300,333 股，占增资后股本的 35.36%。交易价格根据标的资产预估值初步约定为 1.4 亿澳元，最终根据评估结果经双方协商确定。交易完成后，得利斯将持有标的公司 45% 的股份，为标的公司的第一大股东，拥有半数以上董事提名权，对标的公司具有控制权、实行并表。这是新董事长上任后公司战略升级的开始，从单一的猪肉业务向猪肉牛肉并举发展，公司收入规模及盈利能力都有望获得大幅度提升。
- 原有主业调整逐步完成，预计明年可实现两位数增长。**由于宏观经济及消费需求低迷，加之公司产能利用率、营销体系建设和市场开拓不足，公司近两年收入和利润均呈现下滑态势，不过今年起公司本部（潍坊）以及吉林得利斯已出现好转，屠宰量和产能利用都在逐渐恢复之中，且公司的创新渠道探索明年也将会有所成效（其中与北京育青的合作进展将比较快，效果明年 1 月份正式显现，金泰、慧民等也都会稳步推进，同时公司的电商团队也已组建完毕），我们预计明年公司原有猪肉业务将会有两位数的增长，重回增长轨道。另外，公司原董事长之女顺利交接，其在肉制品及媒体营销方面具备丰富经验，海外留学背景也使其更善于资本运作，公司之前推出的有机黑山猪肉、高端发酵肉制品以及此次进军牛肉产业都与其不无关系。
- 收购澳洲第四大牛肉生产商 Bindaree，开启战略升级、猪肉牛肉业务并举发展。**公司收购 Yolarno 45% 股权，开启战略升级，从单一的猪肉业务向猪肉牛肉并举发展（标的公司 Yolarno 为 Bindaree 集团通过非同一控制下企业合并 Sanger 而成，Bindaree 主要负责生产，Sanger 主要负责销售）。Bindaree 为澳

大利亚第四大牛肉生产商，拥有中国、美国、欧盟、日本等多个国家和地区的出口认证资质，并与多家国际大型超市、餐饮企业（麦当劳、味千拉面、海底捞火锅等）有着长期的合作关系。目前公司拥有每天 1,200 头牛、每年 30 万屠宰产能以及每年 1 万吨的可直接零售产品的包装能力，2014 年共屠宰 27.3 万头，生产 5.8 万吨牛肉和 6,000 吨副产品。公司销售范围覆盖 50 个国家的 300 多家客户，其中澳大利亚国内约占 40%，出口销售约占 60%。澳大利亚是世界最大的牛肉出口国之一，也是中国最大的牛肉进口来源地，占据中国总进口量的 50%，由于独特的地理位置，澳大利亚从来没有发生过疯牛病、口蹄疫等严重疫病，且土地、草场和水资源丰富，禀赋优势极为明显。

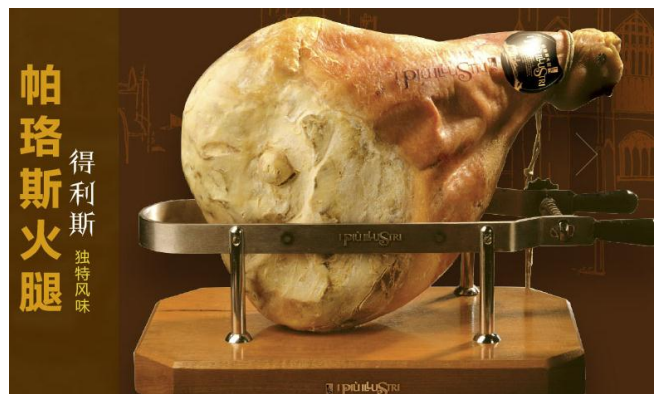
- **协同效应值得期待，公司收入规模及盈利能力将获得大幅提升。**得利斯增资入股，大部分的资金将用于 Bindaree 的再生产，以提升产能和供应链效率，2018 年新增产能达产后，Bindaree 屠宰产能将提高到每天 1,800 头（即提升 50%），每年可生产 10 万吨牛肉产品。同时，Bindaree 将充分利用得利斯在国内的销售渠道，未来协同效应值得期待——目前得利斯已建立了山东、北京、陕西、吉林为中心的市场区域，并在上海建立了营销分支机构，共计 2 万多个销售网点。2014 年标的公司收入、净利润分别为 16.92、0.73 亿元，得利斯收入、净利润分别为 16.22、0.35 亿元，并表后，得利斯收入及净利润将实现大幅增厚，且标的公司净利率高于得利斯现有业务 2-3 个百分点，也将提升得利斯的盈利能力。
- **投资建议：维持“增持”评级。**假设海外收购 2016 年全年并表，预计公司 2015-2017 年实现销售收入 15.6、30.8、38.3 亿元（其中公司原有业务 15.6、17.5、19.7 亿元），实现净利润 0.32、1.00、1.23 亿元（其中公司原有业务 0.32、0.38、0.46 亿元），对应 EPS 0.06、0.18、0.24 元（其中公司原有业务 0.06、0.07、0.09 元）。按照当前可比上市公司及公司历史平均水平，给予公司 2016 年 1.5 倍 PS 估值，目标价 12.70 元，维持“增持”评级
- **风险提示：食品安全风险、海外收购失败。**

图表 1：公司推出的有机黑山猪肉



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 2：公司引进的发酵肉制品



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 3：近期公司一系列的战略合作

公告日期	合作对象	主要内容
20140929	北京京铁	公司为京铁“康之旅”提供生鲜类产品和帕路斯火腿等发酵类产品，并在“康之旅”实体店设立得利斯专柜，利用高铁媒体资源对公司进行宣传和推广。
20150429	北京育青公司	公司为育青公司在中国大陆唯一委托加工企业，为其提供生产加工服务。双方合作研发多样化产品，并可在对方渠道内同步经营。
20150429	北京金泰集团	公司将以金泰集团旗下“金质生活”社区生活电商平台为依托，进驻“金质生活”实体店，建立城市展示服务中心。此外还将与金泰集团旗下的其他业务展开合作。
20150526	北京尚鲜德立	公司设立全资电子商务子公司—北京尚鲜德立电子商务有限公司，逐步承接公司现有的电商业务，更有效地整合、巩固与各大电商平台网占的合作。
20150526	斯敏投资	公司设立全资投资公司—上海斯敏投资管理有限公司，围绕公司主业，在大健康、大农业、大食品领域为公司寻求合适投资标的。
20150601	中商惠民（北京）公司	公司将以惠民网为平台，全面推进“得利斯”品牌系列产品在社区电子商务平台及线下所有实体网点的销售。

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 4：得利斯销售收入预测（不考虑海外收购）
产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
冷却肉及冷冻肉							
销售收入	1,329.39	1,290.53	1,266.76	873.12	860.00	970.00	1,100.00
增长率 (YOY)	—	-2.92%	-1.84%	-31.07%	-1.50%	12.79%	13.40%
毛利率	4.82%	6.83%	4.71%	5.92%	7.00%	6.60%	6.50%
销售成本	1,265.32	1,202.39	1,207.06	821.42	799.80	905.98	1,028.50
增长率 (YOY)	—	-4.97%	0.39%	-31.95%	-2.63%	13.28%	13.52%
毛利	64.07	88.14	59.70	51.70	60.20	64.02	71.50
增长率 (YOY)	—	37.57%	-32.27%	-13.40%	16.44%	6.35%	11.68%
占总销售额比重	69.69%	65.98%	62.36%	55.10%	56.21%	56.56%	56.70%
占主营业务利润比重	33.97%	36.61%	26.81%	22.63%	26.19%	25.11%	24.83%
低温肉制品							
销售收入	443.57	430.86	419.45	373.60	350.00	400.00	450.00
增长率 (YOY)	—	-2.87%	-2.65%	-10.93%	-6.32%	14.29%	12.50%
毛利率	24.14%	24.06%	23.18%	28.64%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	336.50	327.18	322.21	266.60	245.00	280.00	315.00
增长率 (YOY)	—	-2.77%	-1.52%	-17.26%	-8.10%	14.29%	12.50%
毛利	107.07	103.68	97.24	107.00	105.00	120.00	135.00
增长率 (YOY)	—	-3.17%	-6.21%	10.04%	-1.87%	14.29%	12.50%
占总销售额比重	23.25%	22.03%	20.65%	23.57%	22.88%	23.32%	23.20%
占主营业务利润比重	56.77%	43.07%	43.68%	46.83%	45.67%	47.06%	46.88%
速冻调理类							
销售收入	0.00	0.00	158.90	170.57	170.00	180.00	200.00
增长率 (YOY)	—	—	—	7.34%	-0.33%	5.88%	11.11%
毛利率	0.00%	0.00%	16.12%	18.48%	16.00%	16.50%	17.00%
销售成本	0.00	0.00	133.28	139.05	142.80	150.30	166.00
增长率 (YOY)	—	—	—	4.33%	2.70%	5.25%	10.45%
毛利	0.00	0.00	25.62	31.52	27.20	29.70	34.00
增长率 (YOY)	—	—	—	23.03%	-13.71%	9.19%	14.48%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	7.82%	10.76%	11.11%	10.50%	10.31%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	11.51%	13.80%	11.83%	11.65%	11.81%
其他							
销售收入	134.51	234.60	186.29	167.44	150.00	165.00	190.00
增长率 (YOY)	—	74.41%	-20.59%	-10.12%	-10.42%	10.00%	15.15%
毛利率	12.97%	20.85%	21.51%	22.85%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本	117.06	185.68	146.21	129.18	112.50	123.75	142.50
增长率 (YOY)	—	58.62%	-21.26%	-11.65%	-12.91%	10.00%	15.15%
毛利	17.45	48.92	40.08	38.26	37.50	41.25	47.50
增长率 (YOY)	—	180.34%	-18.07%	-4.54%	-1.99%	10.00%	15.15%
占总销售额比重	7.05%	11.99%	9.17%	10.57%	9.80%	9.62%	9.79%
占主营业务利润比重	9.25%	20.32%	18.00%	16.75%	16.31%	16.18%	16.49%
销售收入小计	1907.47	1955.99	2031.40	1584.73	1530.00	1715.00	1940.00
销售成本小计	1718.88	1715.25	1808.76	1356.25	1300.10	1460.03	1652.00
毛利	188.59	240.74	222.64	228.48	229.90	254.97	288.00
平均毛利率	9.89%	12.31%	10.96%	14.42%	15.03%	14.87%	14.85%

来源：中泰证券研究所

图表 5: 得利斯财务预测三张表 (不考虑海外收购)

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,975	2,052	1,622	1,560	1,745	1,970
增长率	2.56%	3.9%	-20.9%	-3.8%	11.9%	12.9%
营业成本	-1,734	-1,823	-1,385	-1,325	-1,485	-1,677
%销售收入	87.8%	88.8%	85.4%	84.9%	85.1%	85.1%
毛利	241	229	237	235	260	293
%销售收入	12.2%	11.2%	14.6%	15.1%	14.9%	14.9%
营业税金及附加	-6	-6	-6	-7	-8	-9
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
营业费用	-126	-131	-141	-140	-153	-171
%销售收入	6.4%	6.4%	8.7%	9.0%	8.8%	8.7%
管理费用	-49	-50	-45	-44	-49	-54
%销售收入	2.5%	2.5%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	61	42	45	43	51	59
%销售收入	3.1%	2.0%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
财务费用	4	1	-1	-4	-3	1
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-11	-6	-8	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	54	37	37	35	43	55
营业利润率	2.7%	1.8%	2.3%	2.2%	2.5%	2.8%
营业外收支	2	8	7	2	2	2
税前利润	56	45	44	37	45	57
利润率	2.9%	2.2%	2.7%	2.4%	2.6%	2.9%
所得税	-12	-7	-8	-5	-7	-10
所得税率	20.7%	15.0%	18.3%	13.0%	15.0%	17.0%
净利润	45	38	36	32	38	47
少数股东损益	-4	-1	1	0	0	1
归属于母公司的净利润	49	39	35	32	38	46
净利率	2.5%	1.9%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	45	38	36	32	38	47
少数股东损益	0	0	0	0	0	1
非现金支出	59	63	62	63	64	65
非经营收益	2	-3	0	4	5	2
营运资金变动	8	-1	-54	5	10	54
经营活动现金净流	114	96	44	104	118	169
资本开支	182	76	49	22	22	12
投资	-19	-56	-76	0	0	0
其他	0	0	-34	0	0	0
投资活动现金净流	-201	-132	-159	-22	-22	-12
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	100	85	-46	-109
其他	-31	-5	-17	-6	-22	-14
筹资活动现金净流	-30	-5	83	79	-68	-122
现金净流量	-117	-41	-32	161	28	35

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	150	105	73	234	262	296
应收款项	142	175	174	209	234	264
存货	246	255	253	218	244	276
其他流动资产	59	76	92	101	103	106
流动资产	597	611	592	763	844	941
%总资产	38.3%	37.1%	36.2%	43.1%	46.5%	50.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	821	863	860	826	792	747
%总资产	52.7%	52.4%	52.6%	46.7%	43.6%	40.0%
无形资产	138	168	168	167	166	165
非流动资产	960	1,035	1,041	1,007	972	925
%总资产	61.7%	62.9%	63.8%	56.9%	53.5%	49.6%
资产总计	1,557	1,646	1,633	1,770	1,815	1,866
短期借款	0	0	100	185	139	30
应付款项	260	321	296	368	411	464
其他流动负债	-42	-62	-71	-113	-98	-28
流动负债	218	258	325	440	452	467
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	3	0	0	0	0
负债	220	261	325	440	452	467
普通股股东权益	1,276	1,330	1,300	1,317	1,344	1,375
少数股东权益	61	55	6	6	7	8
负债股东权益合计	1,557	1,646	1,631	1,763	1,803	1,850

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.194	0.079	0.070	0.064	0.075	0.091
每股净资产 (元)	5.085	2.649	2.589	2.623	2.678	2.739
每股经营现金净流 (元)	0.453	0.192	0.088	0.207	0.234	0.334
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.030	0.020	0.030
回报率						
净资产收益率	3.81%	2.97%	2.71%	2.44%	2.80%	3.33%
总资产收益率	3.12%	2.40%	2.16%	1.83%	2.09%	2.48%
投入资本收益率	4.08%	2.76%	2.77%	2.97%	3.53%	4.38%
增长率						
营业总收入增长率	2.56%	3.91%	-20.93%	-3.85%	11.86%	12.89%
EBIT增长率	44.50%	-31.94%	8.68%	-3.82%	17.09%	15.80%
净利润增长率	6.05%	-18.80%	-10.87%	-8.56%	16.97%	21.76%
总资产增长率	1.50%	5.72%	-0.92%	8.39%	2.56%	2.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.2	25.8	36.1	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	49.7	50.2	67.0	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	23.4	28.4	38.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	130.6	141.5	188.4	195.3	166.9	139.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.24%	-7.61%	2.09%	-3.71%	-9.12%	-19.20%
EBIT利息保障倍数	-16.8	-31.1	40.4	11.7	16.4	-94.5
资产负债率	14.12%	15.88%	19.93%	24.96%	25.08%	25.23%

来源: 中泰证券研究所

图表 6: 收入及盈利预测

Yolarno	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (百万元)	1692	2111	2500	3000
收入yoy		25%	18%	20%
销售成本 (百万元)	1485	1823	2163	2595
毛利率 (%)	12.2%	13.7%	13.5%	13.5%
毛利率 (+/-)		1.4%	-0.2%	0.0%
毛利 (百万元)	206.7	288.2	337.5	405.0
净利率 (%)	4.3%	5.4%	5.5%	5.7%
净利 (百万元)	72.7	114.0	137.5	171.0

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。