



## 山东肉制品龙头纵横布局

——得利斯（002330）09 年报点评

2010 年 4 月 1 日

推荐/维持

得利斯

财报点评

食品饮料行业分析师

刘家伟 010-66507309 Email: [liujw@dxzq.net.cn](mailto:liujw@dxzq.net.cn); MSN: ynyljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

王昕 010-66507312 Email: [wangxin@dxzq.net.cn](mailto:wangxin@dxzq.net.cn) MSN: wangxin200810@hotmail.com 执业证书编号: S1480109060738

事件:

3月31日晚间得利斯发布年报: 09年公司实现营业收入111103.69万元, 同比下降7.08%, 其中冷却肉和冷冻肉收入分别为59016.43万元, 同比下降14.73%; 净利润6317.86万元, 同比下降5.97%, 每股收益0.336元

表 1 公司 2007-2009 年财务指标

指标	2007	2008	2009
营业收入(百万元)	991.90	1,195.69	1,111.04
增长率(%)	36.26	20.55	-7.08
毛利率(%)	14.68	14.09	17.43
期间费用率(%)	5.42	6.56	8.95
营业利润率(%)	9.51	7.05	7.93
净利润(百万元)	72.46	67.19	63.18
增长率(%)	3.57	-7.27	-5.97
每股盈利(季度, 元)	0.39	0.36	0.34
资产负债率(%)	38.56	35.04	21.16
净资产收益率(%)	26.69	22.08	8.21
总资产收益率(%)	17.48	16.70	8.70

资料来源: 公司 09 年报, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- **整体毛利率提升, 主要得益肉类加工业务。** 09年销售毛利率提高3.29个百分点, 主要是低温肉和其他制品毛利率增长3.28%和3.36%, 冷却肉和冷冻肉毛利率变化不大增加1.7个百分点。
- **成本的降低致使营业利润略有增长。** 09年公司营业利润8809万元, 同比增长4.51%, 主要得益于生猪成本的下降, 2009年生猪平均价格1.42万元/吨, 较08年的1.86万元/吨降低了23.66个百分点。但与此同时, 生猪价格下降也传导至公司终端产品(如冷却肉和冷冻肉价下降21.48%等)使得收入下降较多。
- **山东主场稳固, 北京、西安、吉林均有增长。** 公司地处山东且主要市场也在省内, 09年公司山东市场收入占比为68.86%较08年降低0.87个百分点。以北京、西安、吉林为代表的华北、西北和东北市场均有增长, 占收入比例分别为8.49%、6.25%和3.04%, 提高了0.3、0.13和2.55个百分点, 其中东北市场的快速增长主要得益于募投项目吉林得利斯的投产。

**消极因素:**

- **子公司亏损导致09年业绩下滑。**09年营业收入较去年同期有所下降，主要原因是公司控股子公司潍坊同路销售价格下降所致（09年冷却肉和冷冻肉售价1.17万元/吨，同比降低近22个百分点；低温肉2.04万元/吨，同比降低4.23个百分点；其他制品1.13万元/吨，同比降低3.42个百分点）；净利润同比下降，主要是公司控股子公司吉林得利斯因处于试产初期，业绩亏损所致。
- **期间费用增长较多。**09年公司销售费用同比增长28.05%，主要是大力促销导致的人员和商超费用大规模增加；管理费用同比增长44.03%，主要是管理人员工资增长及控股子公司吉林得利斯09年9月开始投产增加管理费用所致。

**业务展望:**

- **横纵向共同发展，完善产业链、建设大食品和大农业产业体系。**横向上公司将扩大肉类加工产业规模，向更多区域扩大推广冷却肉，加大技术投入开发中西式低温肉制品和优势农产品，扩大龙头产品的市场占有率，建设大食品产业体系；纵向上将完善产业链条，逐步建立包括生猪猪种改良、生猪繁育、饲料加工、生猪屠宰、肉制品加工在内的产业链条，建设大农业产业体系。横纵向共同发展的战略将进一步完善公司一体化产业链，增强公司的竞争优势和综合竞争力，使公司成为具有更大影响力的高档肉食专营公司及更大带动作用的农业产业化龙头企业。
- **营销为中心，技术创新与人才战略相结合。**2010年是公司的“营销年”，未来将把“市场营销”作为中心工作，重点抓好城市展示服务中心建设、基地建设，进一步扩大生猪基地建设与合作规模，抓好冷却黑猪肉销售的突破。加强对技术创新的投入和奖励，通过技术创新显著提高肉的品质，同时注重人才培养与引进，实现公司的可持续发展。
- **拟收购子公司潍坊同路外方股权有助于公司资源整合。**潍坊同路食品主营业务为生猪屠宰、冷却肉及冷冻肉的生产与销售，目前公司持有其74.79%的股权，外方东顺国际持有25.21%的股权。收购完成后公司在山东市场的优势地位将更加稳固，有利于公司资源整合和经营管理的进一步优化。

**盈利预测及投资建议**

公司是山东肉制品的龙头企业，从发展下游低温肉制品起家，未来将逐步纵向上游产业链进军，实现冷鲜肉和低温肉为主，一体化产业链完善的战略目标。随着募投项目的达产，公司在东北地区的收入对整体业绩将有较大贡献，我们预计2010-2011年净利润为10097.4万元和13409.8万元，EPS为0.40元和0.53元，对应的PE是52倍和40倍，首次给予“推荐”评级。

**表 2 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因**

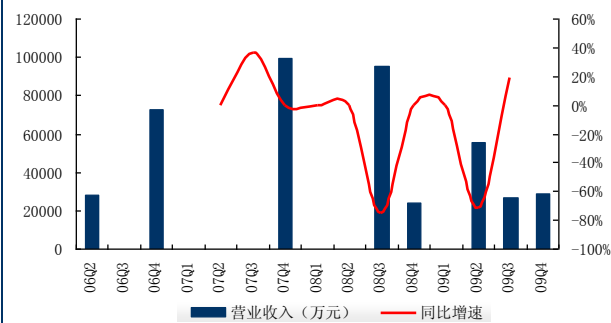
序号	指标变动情况	主要原因
1	经营活动产生的现金流量较上年同期增加 53.97%	控股子公司潍坊同路自第三季度后猪源充足，延迟生猪付款期限
2	投资活动产生的现金流量较上年同期下降 65.28%	控股子公司吉林得利斯本期购买机器设备、支付土建工程款
3	筹资活动产生的现金流量较上年同期增加 4390.52%	公司募集资金到账，现金流量大幅增加
4	所得税费用较上年同期增长 30.64%	母公司所得税税率调整、应收账款计提的坏账准备及存货跌价产生的递延所得税增加

资料来源：公司09年报，东兴证券研究所

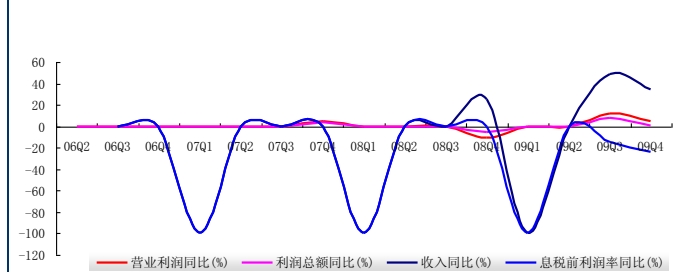
**表 3 皇氏乳业 2009-2011 年业绩预测表**

指标	07A	08A	09A	10E	11E
营业收入(万元)	99,189.63	119,568.93	111,103.69	147212.39	191670.54
增长率(%)	36.26%	20.55%	-7.08%	32.50%	30.20%
营业利润(万元)	9,428.98	8,429.60	8,809.93	12807.48	17825.36
增长率(%)	4.64%	-10.60%	4.51%	45.38%	39.18%
净利润(万元)	7,823.67	7,428.07	7,056.19	10097.42	13409.77
增长率(%)	3.57%	-7.27%	-5.97%	43.10%	32.80%
每股收益(元)	0.39	0.36	0.34	0.40	0.53

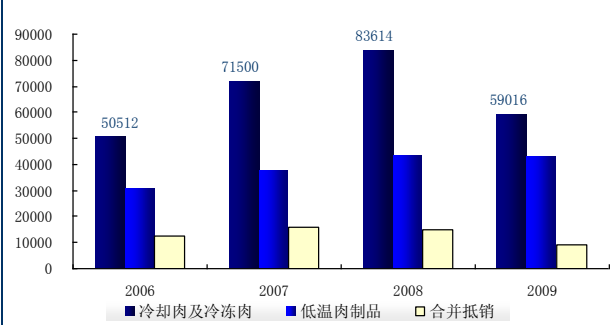
资料来源：东兴证券研究所

**图 1: 06Q2-2009 公司收入变动情况**


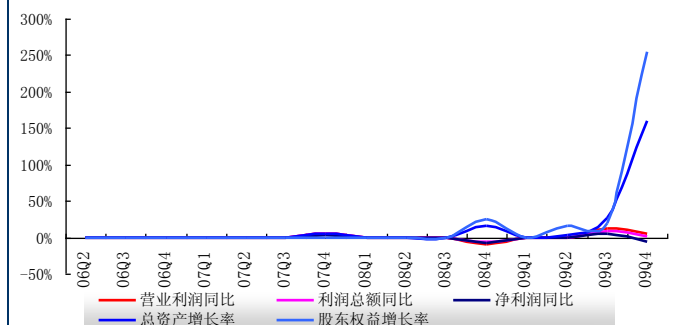
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 2: 06Q2-2009 公司营业利润等指标变动情况**


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

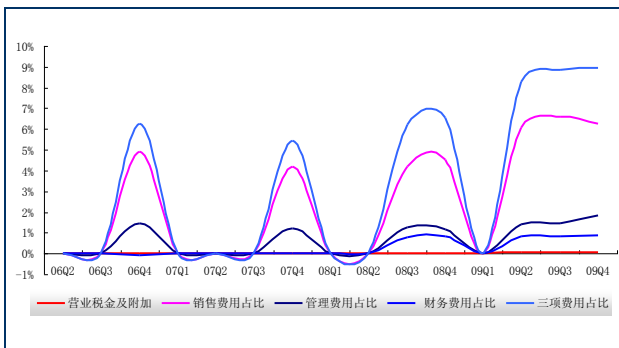
**图 3: 2004-2009 公司产品与地区收入结构变化情况**


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 4: 06Q2-2009 公司成长能力变动情况**


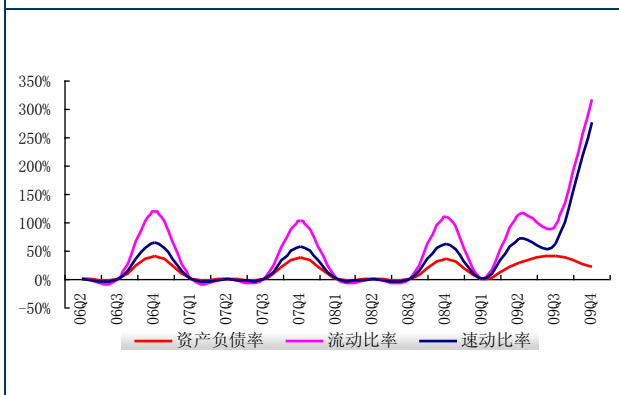
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 5: 06Q2-2009 公司税金及各项费用占比变化情况**
**图 6: 06Q2-2009 公司盈利质量与盈利能力变动情况**



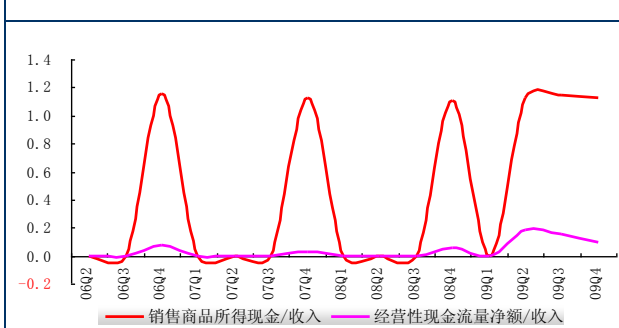
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：06Q2-2009 公司资本结构与偿债能力变化情况

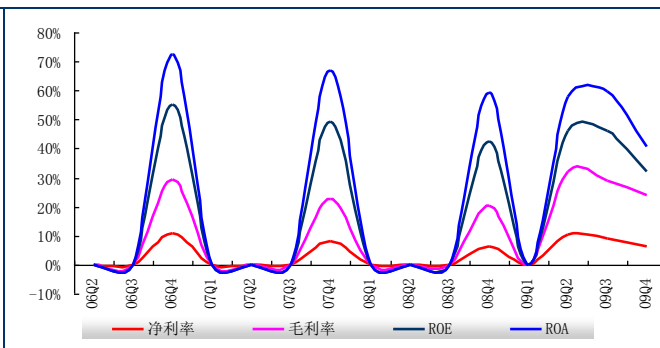


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：06Q2-2009 公司现金流变动情况

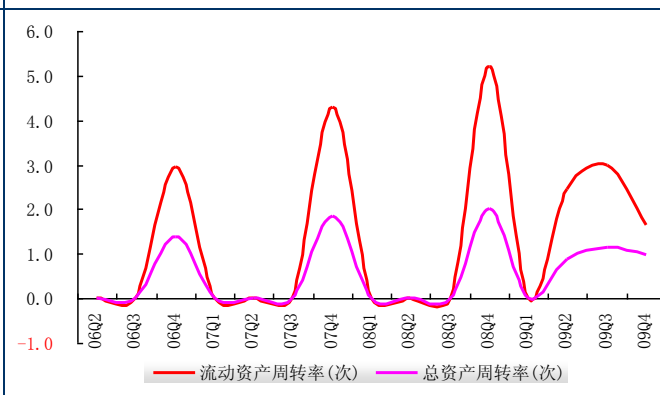


资料来源：公司披露，东兴证券研究所



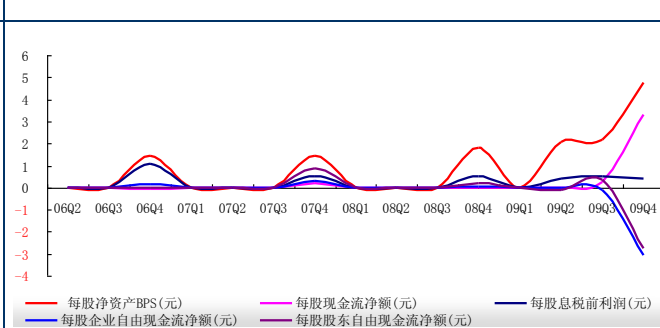
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：06Q2-2009 公司运营能力变化情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：06Q2-2009 公司每股财务指标变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

附：近期报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	1-1
2	“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
3	播“种”正当时，涨声响起来——农林牧渔1，2月投资策略	看好	1-15
4	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19

5	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	1-19
6	自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地（002200）调研报告	推荐	1-19
7	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
8	净利润下降27.34%，增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09年报点评	推荐	2-2
9	干旱影响业绩，工程助力发展，长期高成长性不改——绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2-3
10	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2-8
11	种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2-10
12	玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2-10
13	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2-11
14	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
15	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
16	深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23
17	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2-23
18	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2-24
19	增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09年报点评	强烈推荐	2-25
20	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
21	09年平稳增长 10年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2-26
22	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09年报点评	强烈推荐	3-2
23	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
24	第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料-商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
25	洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09年报点评	推荐	3-5
26	增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	3-8
27	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
28	第九周食用农产品价格降0.6%继续看好食品饮料——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
29	2月食品CPI上涨6.2%略超预期 3月可能回落——国家统计局2月份食品类价格数据点评	看好	3-12
30	皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
31	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09年报点评	强烈推荐	3-17
32	求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
33	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
34	收入首破百亿 预收款剧增3倍达43亿 继续强推——五粮液（000858）09年报点评	强烈推荐	3-18
35	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒（000729）22日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
36	第11周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
37	受益自养自宰 预期更可向好——圣农发展（002299）09年报点评	推荐	3-26

## 分析师简介

---

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

### 王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。