

得利斯(002330.SZ)

弥补规模短板, 2011 年业绩爆发

 评级: **增持**

前次:

目标价(元):

19.09-22.61

联系人

作者

胡彦超

孙国东

齐鲁消费品小组

S0740207010008

021-58205874

021-58208304

huyc@qlzq.com.cn

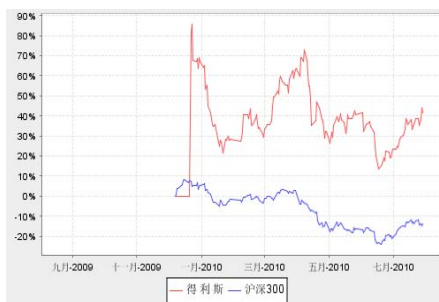
xiegang@qlzq.com.cn

2010 年 8 月 19 日

基本状况

总股本(百万股)	251.00
流通股本(百万股)	63.00
市价(元)	18.31
市值(百万元)	4676.13
流通市值(百万元)	1173.69

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,195.69	1,111.04	1,591.16	2,564.54	3,319.56
营业收入增速	20.55%	-7.08%	43.21%	61.17%	29.44%
净利润增长率	-4.70%	-5.97%	16.43%	96.02%	47.90%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.25	0.29	0.57	0.85
前次预测每股收益(元)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
市场预测每股收益(元)	—	—	0.37	0.60	0.75
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	-20.79%	-4.25%	13.29%
市盈率(倍)	0.00	52.36	62.48	31.87	21.55
PEG	—	—	3.80	0.33	0.45
每股净资产(元)	1.80	4.78	5.05	5.57	6.35
每股现金流量	0.36	0.42	0.30	0.50	0.84
净资产收益率	19.88%	5.26%	5.81%	10.31%	13.38%
市净率	0.00	2.76	3.63	3.29	2.88
总股本(百万股)	188.00	251.00	251.00	251.00	251.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 得利斯主营业务为生猪屠宰, 冷却肉及冷冻肉、低温肉制品(LTMP)的生产与销售, 是我国低温肉制品行业的领导企业之一, 公司在山东、北京、陕西等区域市场深具较高的品牌影响力。
- 受益于消费升级, 代表安全、健康和便捷的冷却肉和低温肉制品的市场容量将以 30.3%和 14.9%的复合增长率快速成长。2012 年的市场容量将分别达到 468 万吨和 414 万吨, 公司扩张后产能也仅有 29 万吨冷却冷冻肉和 5.75 万吨低温肉制品。“大行业、小公司”使得公司产能的快速扩张不会遇到需求天花板。
- 中长期来看, 生猪产业链中我们看好下游的屠宰和肉制品加工企业。相对于上游企业(养殖、饲料)所需的资金和生产经验, 下游企业的品牌影响力和渠道控制力是难以复制的。竞争力比较显示得利斯产品结构契合未来需求增长、新品研发能力强、品牌具影响力, 利润率高, 不足在于规模小、渠道数目少。
- 目前来看, 吉林得利斯屠宰量逐月增长, 本部、西安得利斯新项目建设正稳步推进, 预计未来 3 年公司屠宰量和 LTMP 产量的复合增长率达到 48%和 25%, 规模扩张将构成驱动公司业绩稳步增长的引擎。
- 此外, 品牌推广上公司仍将继续加大在地方频道广告、大型地面活动、铁路航空等公共运输渠道的投入; 渠道建设则以山东、北京、陕西、吉林四个生产基地为同心圆向外辐射, 加大加盟店和超市渠道比例。
- 预计 10 月底前猪价仍将维持高位, 猪价上涨影响偏中性。猪价上涨过程中屠宰业务头毛利额将上升, 但滞后猪价上涨 1-2 个月; LTMP 难以淡储旺销, 调价频率低, 猪价上涨将挤压 LTMP 的盈利空间。
- 我们预计公司 2010-12 年收入分别为 1591、2565、3320 百万元, 归属母公司所有者净利润为 74、144、213 百万元, 增速为 16%、96%和 48%, 对应 EPS 为 0.293、0.574、0.850 元。
- 采用绝对估值结果, 我们认为得利斯二级市场合理价格为 19.09-22.61 元, 对应 2011 年 33x-39xPE, 当前股价为 18.31 元则还有 25%左右的上涨空间, 首次覆盖并给予“增持”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

内容目录

得利斯：有品牌、快速增长的屠宰和肉制品加工企业	- 5 -
冷却肉和 LTMP 的市场容量复合增长率达 30.3%和 14.9%	- 6 -
冷却肉将成为生肉消费主流，未来 5 年年均增速超过 30%	- 6 -
低温肉制品将成为肉制品消费主流，预计 2009-2012 复合增长率 14.9% ..	- 8 -
速冻料理食品迎合快速生活节奏，05 年来产量翻番	- 8 -
购买习惯转变——超市渠道受青睐，品牌猪肉获溢价	- 9 -
竞争力比较——得利斯在产品、品牌和利润率上竞争力强，规模和渠道稍逊 ..	- 10 -
肉制品企业核心竞争力的评价体系	- 10 -
得利斯产品结构中 LTMP 比例高，产品线丰富且新产品开发能力强	- 11 -
得利斯规模较小，但未来有望持续增长	- 13 -
得利斯品牌价值位列行业第四、排雨润、双汇、金锣之后	- 13 -
得利斯市场覆盖面小，渠道建设逊于同行	- 14 -
得利斯利润率处于行业中高端	- 15 -
肉制品企业综合竞争力排名——雨润、双汇、众品、得利斯、金锣	- 15 -
公司短期成长性分析：新增产能达产，促 2011-12 年业绩释放	- 16 -
吉林得利斯屠宰量逐月上升，预计 10-12 年屠宰量 132/195/240 万头	- 16 -
低温肉制品：本部新增产能预计 2011 年初投产，定位中高端产品	- 17 -
速冻调理食品快速增长、副产品加工明年投产	- 18 -
强化营销正当时，品牌推广和渠道建设齐头并进	- 18 -
猪价上涨对公司整体影响偏中性	- 19 -
下半年猪价仍将维持高位，全年均价与去年持平	- 19 -
肉价上涨、肉猪价差随之扩大，但成本转嫁还存在 1-2 个月时滞	- 20 -
低温肉制品难以淡储旺销，调价频率低，在猪价上涨中受损	- 21 -
盈利预测、估值和投资建议	- 22 -
盈利预测的假设	- 22 -
PE 法相对估值结果：15.15-15.42 元	- 22 -
绝对估值结果：19.09-22.61 元	- 23 -
估值结果比较和投资建议	- 23 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1：得利斯的业务流程图	- 5 -
图表 2：公司主营收入结构和预计增速（百万元）	- 6 -
图表 3：公司主营毛利结构和预计增速（百万元）	- 6 -
图表 4：目前公司的股权结构和子公司持股比例	- 6 -
图表 5：冷却肉优势显著，将成为未来生肉消费的主流	- 7 -
图表 6：城镇居民冰箱普及率达到 95%	- 7 -
图表 7：农村居民冰箱普及率接近 40%	- 7 -



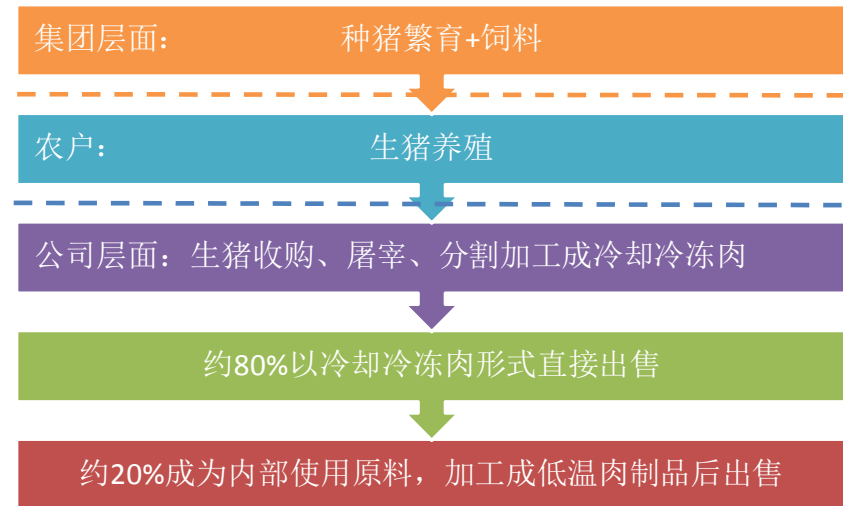
图表 8: 预计 2010-2015 年冷却肉市场容量年均复合增长 30.3%.....	- 8 -
图表 9: 高低温肉制品的优劣比较.....	- 8 -
图表 10: 我国肉制品行业销售收入 CAGR=22.1%.....	- 8 -
图表 11: 预计我国低温肉制品产量 CAGR=14.9%.....	- 8 -
图表 12: 我国肉制品和低温肉制品产量.....	- 8 -
图表 13: 速冻食品稳步增长 (万吨).....	- 9 -
图表 14: 速冻食品快速发展原因图解.....	- 9 -
图表 15: 03-08 超市营业面积 CAGR=37.1%.....	- 10 -
图表 16: 03-08 超市销售额 CAGR=42.9%.....	- 10 -
图表 17: 肉制品行业领导者所需特质.....	- 11 -
图表 18: 中国肉制品一、二线品牌.....	- 11 -
图表 19: 得利斯 LTMP 收入占比行业最高.....	- 11 -
图表 20: 雨润冷却肉占生鲜肉收入占比行业最高.....	- 11 -
图表 21: 新产品开发能力和众品、双汇接近, 劣于雨润, 好于金锣.....	- 12 -
图表 22: 2009 年雨润食品收入结构.....	- 12 -
图表 23: 2009 年得利斯收入结构.....	- 12 -
图表 24: 2009 年大众食品 (金锣) 收入结构.....	- 12 -
图表 25: 2009 年双汇发展收入结构.....	- 12 -
图表 26: 2009 年众品食业收入结构.....	- 12 -
图表 27: 2009 年高金食品收入结构.....	- 12 -
图表 28: 众品冷却冷冻肉产能扩张 CAGR=42%.....	- 13 -
图表 29: 众品 LTMP 产能扩张 CAGR=67%.....	- 13 -
图表 30: 屠宰产能统计——得利斯规模小但增速快.....	- 13 -
图表 33: 2009 年中国肉制品企业十强排序.....	- 13 -
图表 34: 得利斯市场覆盖区域少于同行.....	- 14 -
图表 35: 得利斯加盟店数量少于同行.....	- 14 -
图表 36: 公司冷却肉销售加盟店渠道快速增长.....	- 14 -
图表 37: 公司低温肉制品超市渠道快速增长.....	- 14 -
图表 38: 雨润生冷鲜肉渠道: 直营餐饮比例上升.....	- 14 -
图表 39: 雨润低温肉制品超市占据半壁江山.....	- 14 -
图表 40: 得利斯屠宰毛利率位于行业中等水平.....	- 15 -
图表 41: 得利斯 LTMP 毛利率位于行业较高水平.....	- 15 -
图表 42: 肉制品企业综合竞争力评分表——雨润为行业之首.....	- 16 -
图表 43: 得利斯屠宰产能产量统计: 预计 10-12 年屠宰量 132/195/240 万头.....	- 17 -
图表 44: 得利斯低温肉制品产能产量统计.....	- 18 -

图表 45: 调理、酱卤食品产能产量统计	- 18 -
图表 46: 公司冷却肉 KA 客户数量	- 19 -
图表 47: 公司 LTMP 商超客户数量	- 19 -
图表 48: 我国生猪存栏量持续下降 (万头)	- 20 -
图表 49: 我国能繁母猪存栏量和占比持续下降	- 20 -
图表 50: 肉价上涨、肉猪价差随之上涨, 存在 1-2 个月时滞 (单位: 元/公斤) -	20 -
图表 51: 07 年猪价上涨, 低温肉制品毛利率下滑	- 21 -
图表 52: 公司费用率、实际税率、少数股东权益假定	- 22 -
图表 53: 得利斯的 PE 法估值结果: 15.15-15.42 元	- 22 -
图表 54: 绝对估值假设	- 23 -
图表 55: 绝对估值结果: 19.09-22.61 元	- 23 -
图表 56: 销售收入预测汇总表	- 25 -

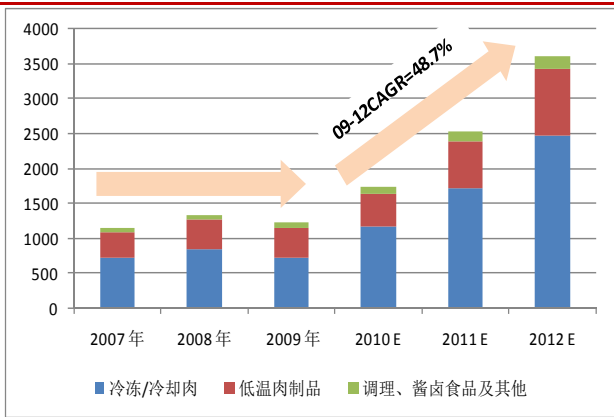
得利斯：有品牌、快速增长的屠宰和肉制品加工企业

- 得利斯以生猪屠宰，冷却肉及冷冻肉、低温肉制品（LTMP）的生产与销售为主营业务，低温肉制品和冷却冷冻肉是公司的主要收入和利润来源。2009年，冷却冷冻肉、低温肉制品以及调理食品等的收入占比58%、35%、7%，毛利占比为28%、61%、11%。低温肉制品占毛利61%的原因在于毛利率较高，一般公司低温肉制品毛利率在27-30%，高于调理食品的22-23%和屠宰的5-9%。
- 得利斯的品牌价值居于国内肉制品行业第四位，仅次于双汇、雨润和金锣，“得利斯”这一老品牌在山东、北京、陕西等区域市场已经具有较高的品牌影响力。
- 上市融资后，公司产能快速增长。上市前，公司拥有生猪屠宰100万头、低温肉制品2.95万吨、调理及酱卤食品1.4万吨的年产能；在IPO募投项目和超募资金项目全部达产后，年产能将大幅提高至屠宰350万头（含西安50万头胴体分割）、低温肉制品5.75万吨、调理及酱卤食品1.9万吨。
- 公司为民营企业，自然人郑和平是公司的实际控制人。上市前，总股本为1.88亿股，董事长郑和平先生通过控股同路人投资以及庞海控股合计间接持有公司97%的股权；上市后，总股本增加为2.51亿股，郑和平先生间接持股比例合计为72%，仍为公司实际控制人。

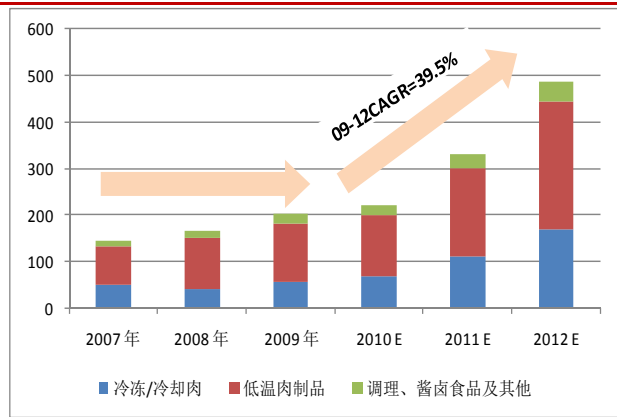
图表 1：得利斯的业务流程图



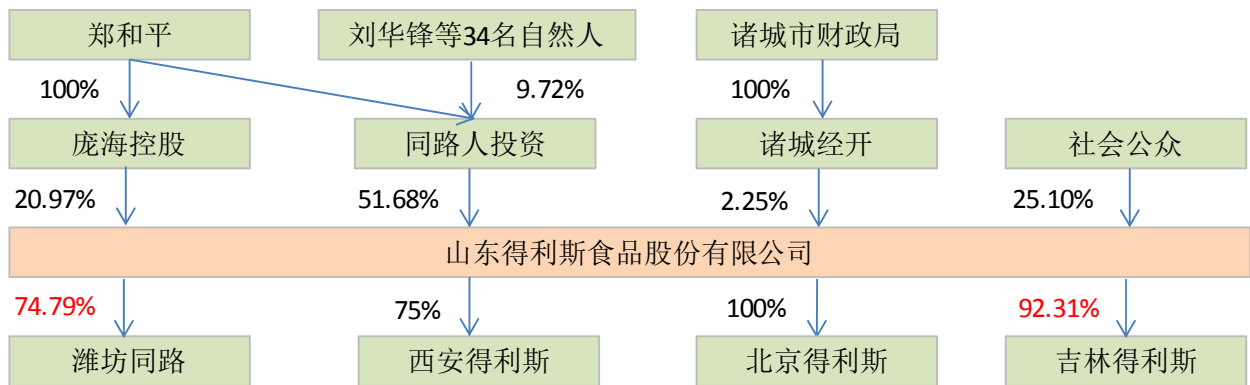
来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 公司主营收入结构和预计增速 (百万元)


来源: 招股书、公司年报、齐鲁证券研究所 (注: 未考虑抵消合并)

图表 3: 公司主营毛利结构和预计增速 (百万元)


来源: 招股书、公司年报、齐鲁证券研究所 (注: 未考虑抵消合并)

图表 4: 目前公司的股权结构和子公司持股比例


来源: 公司资料、齐鲁证券研究所 (注 1: 公司计划回购潍坊同路的少数股东权益, 交易完成后, 潍坊同路将变成公司的全资子公司; 注 2: 公司对吉林得利斯的股权持有比例由上市时的 75% 上升到 92.31%)

冷却肉和 LTMP 的市场容量复合增长率达 30.3% 和 14.9%

- 代表安全、健康和便捷的冷却肉和低温肉制品代表着未来消费发展方向, 冷却肉和低温肉制品行业是受到政策扶持的新兴行业, 《全国生猪屠宰行业发展规划纲要 (2010 - 2015 年)》指出要改变我国猪肉产品白条肉多、分割肉少; 热鲜肉多、冷鲜肉少; 高温制品多、低温制品少以及综合利用率低的现状。
- 我们的研究结果显示, 冷却肉和低温肉制品的市场容量将以 30.3% 和 14.9% 的复合增长率快速成长, 2012 年的市场容量分别达到 468 万吨和 414 万吨, 公司扩张后产能也仅有 29 万吨冷却冷冻肉和 5.75 万吨低温肉制品。大行业小公司使得公司产能快速扩张不会遇到需求天花板。

冷却肉将成为生肉消费主流, 未来 5 年年均增速超过 30%

- 冷却肉将成为未来生肉消费的主流。发达国家早在上个世纪二三十年代

即开始推广冷却肉，在其目前消费的生鲜肉中，冷却肉（又称为冷鲜肉）已占到 90%左右。目前，我国城镇居民消费的肉中未经加工的鲜肉占 90%，冷却肉的比例只有 10%。冷却肉有新鲜、营养价值高、口感好的特点，随着城镇化进程、城乡居民收入提高和消费结构的升级，冷却肉将成为生肉消费的主流。

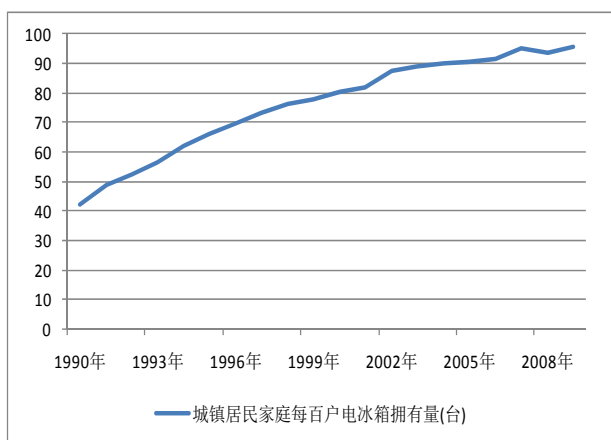
- **冷却肉大范围推广的基础已经具备。**冷却肉对冷链物流要求较高，从厂家生产、经销商储运、零售商陈列和消费者使用等过程中都必须冷藏。从销售渠道来看，大型超市、连锁超市目前都已具备了陈列冷柜和冷藏物流条件；从消费者角度来看，城镇居民高达 95%的电冰箱普及率也解决了冷却肉的家庭存储问题。
- **冷却肉市场容量将从目前 267 万吨提升至 2015 年的 1002 万吨，复合增长率达到 30.3%。**目前，冷却肉占全国城镇猪肉消费的份额约为 10%，一线发达城市一般在 15-30%之间，杭州市区小范围内已达到 50-60%。去年年底颁布的《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015）》计划到 2013 年，冷却肉消费占城镇市场份额由目前的 10%提升至 20%，到 2015 年提升至 30%，初步改变我国猪肉产品白条肉多、分割肉少；热鲜肉多、冷鲜肉少的状况。

图表 5：冷却肉优势显著，将成为未来生肉消费的主流

	工艺特点	货架期	优点	缺点	销售渠道	消费群体	城镇居民销售量占比
热鲜肉	新鲜宰杀放血	1-2天	符合国人爱食鲜肉特点	没有经过冷却排酸处理，易污染、易腐化变质、露天销售不卫生	农贸市场	传统家庭主妇、中低收入者	90%
冷冻肉	屠宰冷却排酸处理后-18℃冷冻	6-12个月	保存时期长，便于运输	解冻时会影响口感和营养价值	月台销售、大客户	肉制品加工企业、餐饮行业	
冷却肉	屠宰后经过冷却排酸处理	7天	肉品新鲜、质嫩味美、营养价值高	价格高；加工需要的生产设备要求高，全程需要冷链。	超市、专卖店	城镇居民中高收入者	10%

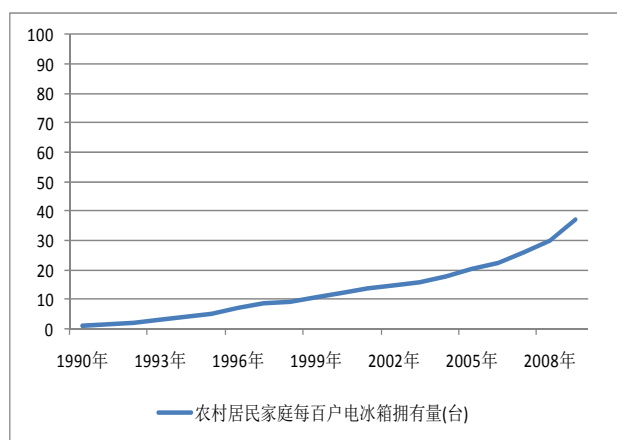
来源：招股说明书、行业资料、齐鲁证券研究所

图表 6：城镇居民冰箱普及率达到 95%



来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 7：农村居民冰箱普及率接近 40%



来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 8: 预计 2010-2015 年冷却肉市场容量年均复合增长 30.3%

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
总人口(亿)	13.28	13.35	13.42	13.48	13.55	13.62	13.69	13.76
城镇化率	45.68%	46.60%	47.60%	48.60%	49.60%	50.60%	51.60%	52.60%
城镇人口数(亿)	6.07	6.22	6.39	6.55	6.72	6.89	7.06	7.24
城镇人口人均消费猪肉量(年公斤)	38.52	41	41.82	42.66	43.51	44.38	45.27	46.17
城镇猪肉消费总量(万吨)	2336.74	2550.65	2670.78	2795.33	2924.46	3058.30	3197.02	3340.78
冷却肉占比			10%	13%	16%	20%	25%	30%
冷却肉市场容量(万吨)			267.1	363.4	467.9	611.7	799.3	1002.2
YOY				36.1%	28.8%	30.7%	30.7%	25.4%
复合增长率					三年CAGR	31.8%	五年CAGR	30.3%

假设1: 中国人口年自然增长率维持在0.5%, 城镇化率每年上升1%; 人均消费猪肉量每年增长2%

假设2: 冷却肉占城镇消费市场比例2013年达到20%, 2015年达到30% (《纲要》规划)

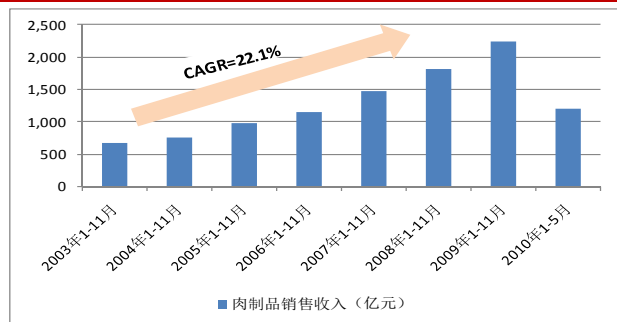
来源: 中国统计年鉴、《全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015年)》、齐鲁证券研究所

低温肉制品将成为肉制品消费主流, 预计 2009-2012 复合增长率 14.9%

图表 9: 高低温肉制品的优劣比较

	工艺特点	优点	缺点
高温肉制品	高温高压加工, 杀菌温度在115℃-121℃	保质期长, 6-12个月	高温加热后蛋白质过度变性导致营养损失; 肉纤维弹性变差, 口感差
低温肉制品	常压、肉制品的中心温度72℃-85℃, 包装、贮存、流通销售全程低温	最大限度保持原有营养和固有的风味	保质期短, 一般不超过45天

来源: 行业资料、招股说明书、齐鲁证券研究所

图表 10: 我国肉制品行业销售收入 CAGR=22.1%


来源: 国家统计局、齐鲁证券研究所

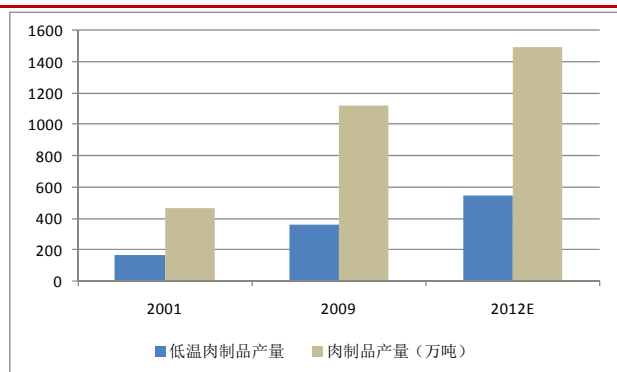
图表 11: 预计我国低温肉制品产量 CAGR=14.9%

	2001	2009	2010E	2011E	2012E
肉制品产量(万吨)	468	1120	1232	1355	1491
低温肉制品占比	35.0%	32.1%	33.6%	35.1%	36.6%
低温肉制品产量(万吨)	164	360	413.95	475.68	545.60
肉制品产量CAGR	2001-2009		2009-2012		10.0%
低温肉制品产量CAGR	10.30%		14.9%		

假设1: 保守假定肉制品产量增速降至10%

假设2: 低温肉制品占肉制品比重每年增长1.5%

来源: 中国肉类协会、齐鲁证券研究所

图表 12: 我国肉制品和低温肉制品产量


来源: 中国肉类协会、齐鲁证券研究所

- 和冷却肉替代热鲜肉的逻辑类似, 低温肉制品将成为肉制品的消费主流。随着人们消费时更加注意营养和健康, 消费习惯将偏向选择品质和营业更丰富的低温肉质品, 低温肉制品替代高位肉制品已经是大势所趋。
- 2001年我国的低温肉制品产量是164万吨, 到2009年这一数字上升到了360万吨, 年均复合增长率10.3%, 略低于同期肉制品11.52%的产

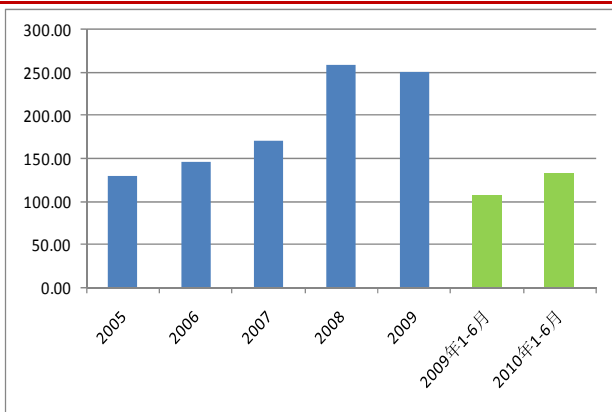
量复合增长率，主要原因在于在此期间，高温肉制品如（高温蒸煮）火腿肠得到了快速发展，预计未来这一状况将得到逆转。

- 我们预计 2009-2012 年低温肉制品的产量由 360 万吨增至 545.6 万吨，复合增长率达到 14.9%，占肉制品的比重由目前的 32.1% 上升至 36.6%。

速冻料理食品迎合快速生活节奏，05 年来产量翻番

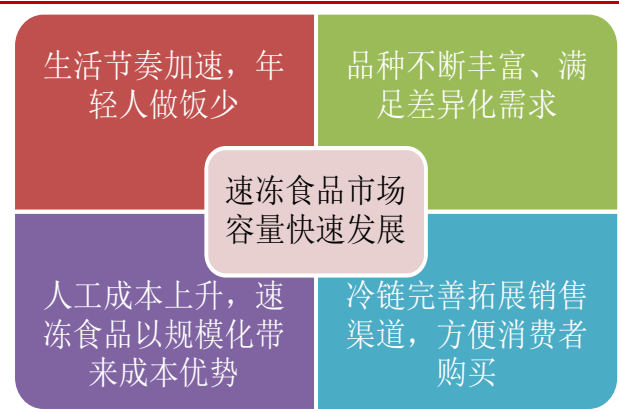
- 得利斯 7% 的主营业务收入来自于调理和酱卤食品，我们也对速冻调理食品行业进行了分析。国家统计局数据显示，速冻调理食品的产量 2005-09 年间翻了一倍，2010 年上半年产量同比增速达到 27%。
- 整个速冻调理食品行业的快速发展是基于以下几点原因：1) 生活节奏不断加快、年轻人群做饭越来越少，而速冻食品以其快速、方便、卫生契合了年轻人的消费需求、市场容量不断扩大；2) 品种多元化提升差异化需求，传统的速冻食品主要是水饺、馒头、包子、汤圆，而现在品种不断丰富，得利斯的狮子头等产品就是面向细分市场的创新产品；3) 速冻食品以其规模化在采购成本和人工成本上具有优势，大量中小餐馆人工成本大幅上升，请饺子、包子师傅成本过高，也成为速冻食品的客户；4) 冷链的完善拓展了销售渠道，方便了消费者购买。

图表 13: 速冻食品稳步增长 (万吨)



来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 14: 速冻食品快速发展原因图解

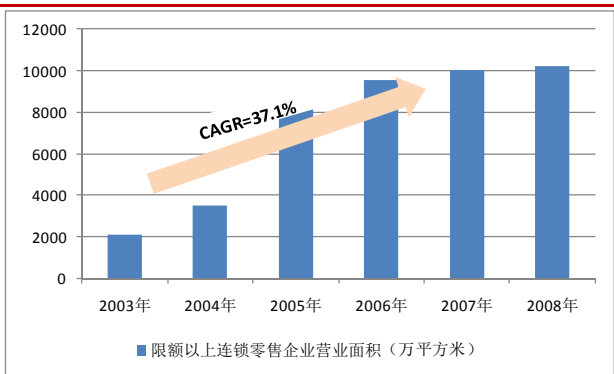


来源：齐鲁证券研究所

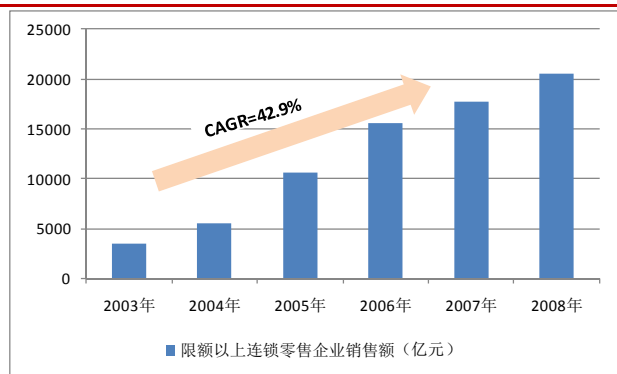
购买习惯转变——超市渠道受青睐，品牌猪肉获溢价

- 以前，家家户户买肉都是去农贸市场；而今，去超市或肉店买肉在城市居民中已经不再是新鲜事。原因很多，一方面人们对食品安全的重视迫使人们选择品牌肉或在超市、专卖店买肉；另一方面、人们对购物环境、食品包装要求的提高也使传统农贸市场渠道逐渐失去吸引力。
- 购买习惯改变的重要原因是人们更加注意食品安全和健康，市场调查显示 92.49% 的消费者担心猪肉里的有害物质残留（如瘦肉精、抗生素、重金属等）。但是一般的消费者又没有办法判断猪肉的品质，因此消费者会寻找有品牌的猪肉，或者选择质量有保证的超市或专卖肉店。
- 市场调查的结果显示 72.86% 的消费者认为品牌猪肉更加值得信赖；45.71% 和 35.71% 的消费者更加信赖超市和品牌店里卖的猪肉，仅有 18.57% 的消费者更加信赖市场里卖的猪肉。

- 在这一情况下，超市、品牌店里卖的猪肉和品牌猪肉就能够获得一定的溢价权，但是这种溢价并不大。72.86%的人只能接受品牌猪肉比农贸市场对贵 1-2 元/斤，12.86%的人可以接受 3-4 元/斤的溢价。
- 超市和专卖店渠道的快速发展又为冷却肉和低温肉制品的发展提供了基础。传统的农贸市场没有能力提供冷藏设备，而冷藏设备又是冷却肉和低温肉制品销售所不可或缺的。2003-2008 年，我国的超市营业面积和营业额复合增长率分别达到 37.1%和 42.9%。连锁超市这一商业业态的快速发展将为冷却肉和低温肉制品的销售提供有力支持。

图表 15: 03-08 超市营业面积 CAGR=37.1%


来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 16: 03-08 超市销售额 CAGR=42.9%


来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

中国肉制品企业的核心竞争力比较——得利斯在产品、品牌和利润率上竞争力强，规模和渠道稍逊

我们构建了评价肉制品企业核心竞争力的“五维评价体系”

- 中长期来看，生猪产业链中我们看好下游的屠宰和肉制品加工企业，相对于上游企业（养殖、饲料）所需的资金和生产经验，下游企业的品牌影响力和渠道控制力是难以复制的。
- 我们认为品牌影响力和渠道控制力是肉制品企业的核心价值。但竞争比的是综合实力，我们设计了产品力、规模、品牌、渠道、利润率五维评价体系分析肉制品企业的综合竞争力。
 - 产品力是基础，有竞争力的企业能生产出满足市场需求的产品，能因需求变化不断推陈出新，生产的产品符合未来的需求变化方向；
 - 规模大，在屠宰和肉制品加工企业行业的规模效应明显，而且只有规模大的企业才能积累并承载相应的品牌价值；
 - 拥有杰出的品牌价值，品牌价值能够提升客户的忠诚度，使产品获得一定的溢价能力；
 - 营销能力突出，渠道控制力强；
 - 较高的经营管理效率，毛利率高。
- 我们重点分析五家可能在长期竞争中获胜的肉制品企业的综合竞争力，分别是双汇发展（000895）、雨润食品（1068.hk）、大众食品（金锣，

PSF.SG)、得利斯 (002330) 和众品食业 (NASDAQ: HOGS)

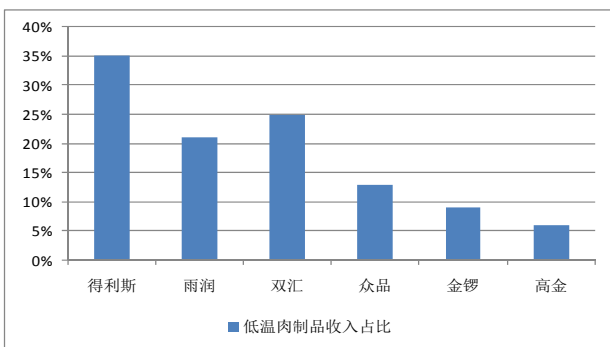
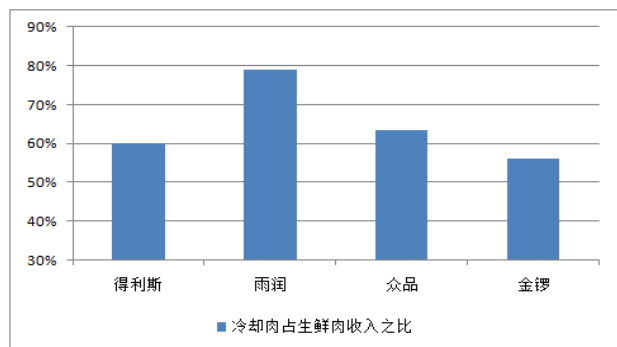
图表 17: 肉制品行业领导者所需特质


来源: 中国肉类协会、齐鲁证券研究所

图表 18: 中国肉制品一、二线品牌


得利斯产品结构中 LTMP 比例高, 产品线丰富且新产品开发能力强

- 雨润和众品食品的产品结构和公司类似, 雨润、众品和得利斯的屠宰和低温肉制品占收入比例都超过 90%, 而双汇发展超过 1/3 的收入和金锣超过 1/4 的收入来自与高温肉制品, 高金食品则是 90% 的收入来自于屠宰的鲜肉, 肉制品占比只有 5.87%。
- 得利斯的低温肉制品收入占比为行业之首, 达到 35%, 高于双汇的 25%、雨润的 20%、众品的 13%、金锣的 9%。低温肉制品毛利率远高于屠宰的毛利率, 且代表了行业发展方向, 对盈利的贡献会更加明显。
- 得利斯冷却肉销售收入占生鲜肉销售收入占比行业平均水平相同。冷却肉的毛利率要比冷冻肉高 5%, 理论上说如果提高冷却肉的销售比例, 能提高屠宰业务的毛利率水平。目前得利斯冷却肉和冷冻肉的重量比为 1: 1, 考虑售价差异后, 冷却肉销售收入占生鲜肉占比在 55%-65%之间, 和行业平均水平相同, 但低于雨润的 80%, 未来仍有提高的空间。
- 得利斯的产品线丰富, 新产品开发能力较强, 稍逊于雨润, 和众品、双汇接近, 强于金锣。随着消费升级的进行, 肉制品就是火腿肠的时代已经过去, 差异化的需求逐渐提升, 企业需要不断针对市场需求, 开发新产品占领细分市场, 雨润的新品开发能力最强, 每个月能开发 20 个新品, 公司产品线完备, 研发实力较强, 实力处于中上游。

图表 19: 得利斯 LTMP 收入占比行业最高

图表 20: 雨润冷却肉占生鲜肉收入占比行业最高


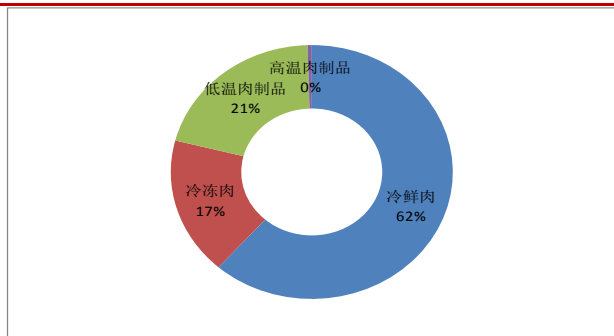
来源：公司年报、齐鲁证券研究所（高金含高温肉制品）

来源：齐鲁证券研究所（得利斯比例系齐鲁测算结果）

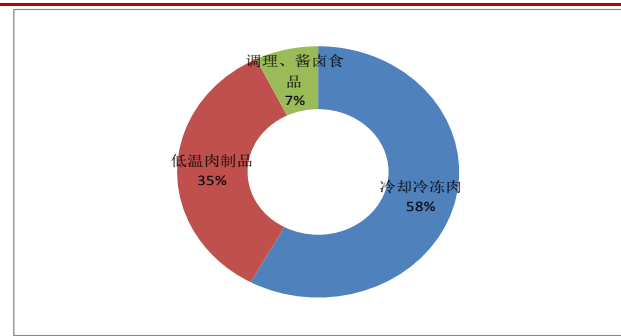
图表 21：新产品开发能力和众品、双汇接近，劣于雨润，好于金锣

	现有产品丰富程度	新产品研发实力	综合评价
得利斯	100多种生鲜肉品；火腿类和香肠类共100多种低温肉制品	近年新增三大类50多种新产品，目前正在研发发酵火腿、萨拉米肠、肉松肉干等中高端新品	较强
众品	09年底拥有397种猪肉及肉制品	目前有109个新品在研发中	较强
双汇	低温肉制品近300个品种，高温肉制品200个品种	09年开发出41个品种的新产品	较强
雨润	200多种生鲜肉品，深加工产品近1000种	平均一天半开发一种新品，每月推出20个新品种	很强
金锣	生鲜肉品72种；低温肉制品48种；高温肉制品16种，全部是火腿肠	针对亚运开发“肉粒多”火腿肠	一般

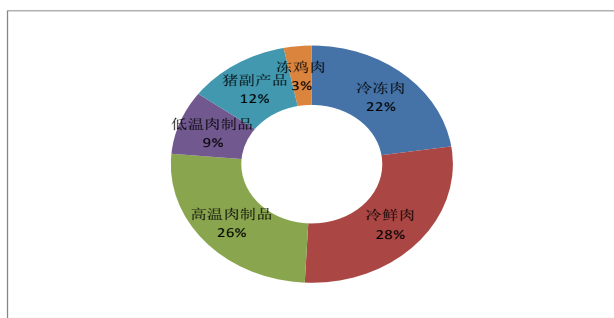
来源：公司网站、定期报告、新闻媒体、齐鲁证券研究所

图表 22：2009 年雨润食品收入结构


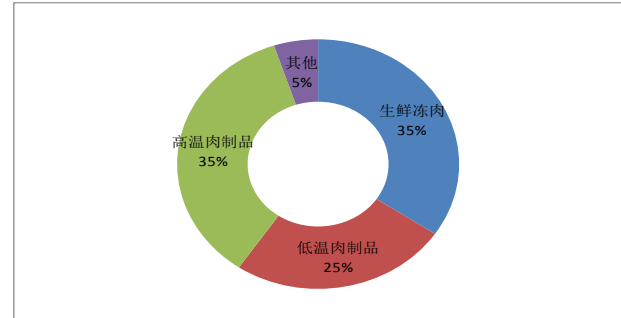
来源：公司年报、齐鲁证券研究所（注：未考虑抵消合并）

图表 23：2009 年得利斯收入结构


来源：公司年报、齐鲁证券研究所（注：未考虑抵消合并）

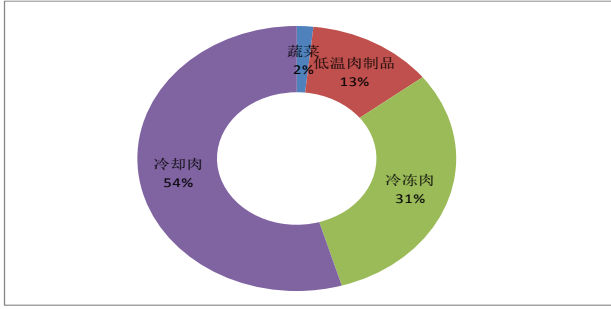
图表 24：2009 年大众食品（金锣）收入结构


来源：公司年报、齐鲁证券研究所

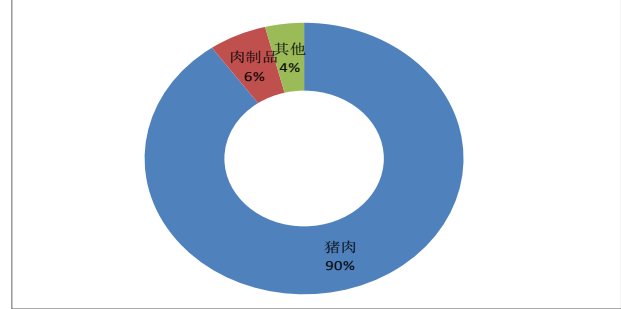
图表 25：2009 年双汇发展收入结构


来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图表 26：2009 年众品食业收入结构
图表 27：2009 年高金食品收入结构



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

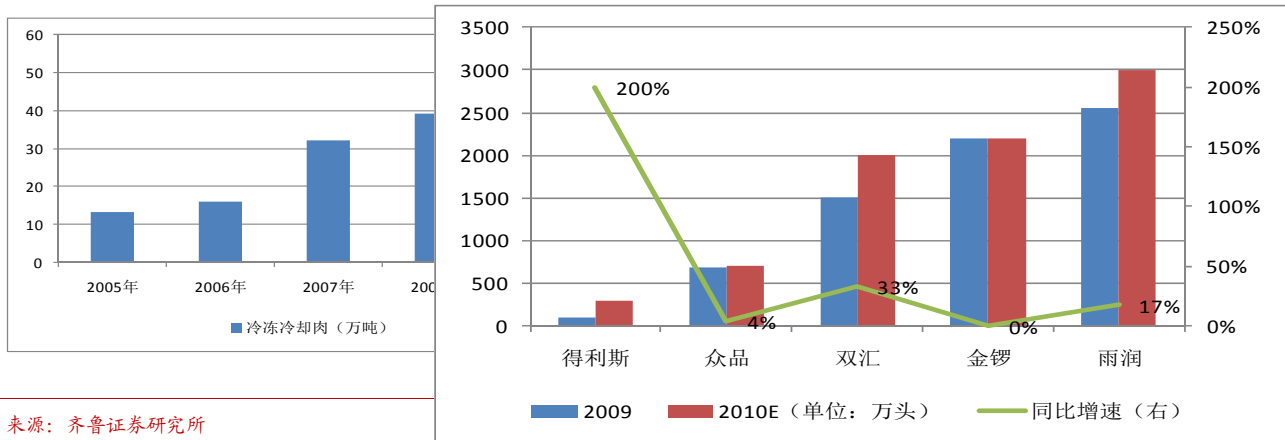


来源：公司年报、齐鲁证券研究所

得利斯规模较小，但未来有望持续增长

- 横向比较显示得利斯的规模较小，屠宰产能仅为雨润的 1/7，肉制品产能仅有雨润的 1/5。我们预计公司不会在募投和超募资金项目达产后就停止扩张步伐，2013 年以前得利斯的屠宰产能可达 500 万头。
- 参考雨润和众品的经验，得利斯增长速度有望长期维持在 30% 以上。雨润食品 2004-09 年的主营业务收入和毛利额的复合增长率分别达到 40% 和 42%，众品食业的 2005-09 年主营业务收入和毛利率的复合增长率分别达到 77% 和 67%。

图表 28: 众品冷却冷冻肉产能扩张 CAGR=4% 屠宰产能继续扩张 CAGR=67%



来源：齐鲁证券研究所

来源：注 1：按 80 公斤/头将吨产量折算成出众品的屠宰头产能；注 2：此处双汇指双汇集团

得利斯品牌价值位列行业第四，列雨润、双汇、金锣之后

- 得利斯品牌价值位列行业第四。根据中国品牌研究院公布的 2010 年中国最有价值品牌 500 强，行业品牌价值排序为双汇（第 151 名）、雨润（第 268 名）、金锣（第 300 名）、得利斯（第 378 名），众品没能上榜。另一个参照指标是中国肉类协会评出的 2009 年肉制品十强，双汇、雨润、金锣和得利斯分列 1-4 名。

图表 31: 2009 年中国肉制品企业十强排序

1	漯河双汇实业集团有限责任公司
2	临沂新程金锣肉制品有限公司
3	江苏雨润食品产业集团有限公司
4	得利斯集团有限公司
5	山东凤祥(集团)有限责任公司
6	青岛九联集团股份有限公司
7	青岛万福集团股份有限公司
8	河南邦杰实业集团有限公司
9	山东省高唐蓝山集团总公司
10	烟台市喜旺食品有限公司

来源：中国肉类协会、齐鲁证券研究所

得利斯市场覆盖面小，渠道建设逊于同行

- **渠道方面，得利斯存在着明显劣势。**从覆盖区域来看，得利斯以山东为核心市场，在华北东北西北进行布局，而双汇和雨润基本已经完成了全国性的布局；加盟店数量的数量上，得利斯也远远低于同行。
- **公司市场覆盖区域少，渠道少的原因在于上市前公司的规模较少，没有足够的产品供给市场。**有利的一面是在渠道建设方面，公司也在顺应行业趋势，积极追赶。冷却冷冻肉收入的加盟店占比由2006年2.5%上升至2009年的11%；肉制品超市渠道收入占比由2006年的26%上升至2009年的50%。

图表 32：得利斯市场覆盖区域少于同行

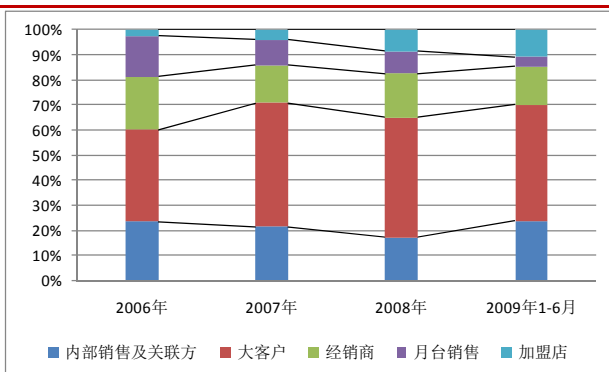
公司	市场覆盖情况
双汇	覆盖全国、在2245个县拥有经销商团队
雨润	覆盖全国600多个城市中的300多个
金锣	主要覆盖长江以北区域，鲜肉覆盖97个城市，山东占近1/3
众品	24个省，重点覆盖二三线城市
得利斯	15个省，以山东为中心，布局东北、华北和西北

来源：齐鲁证券研究所

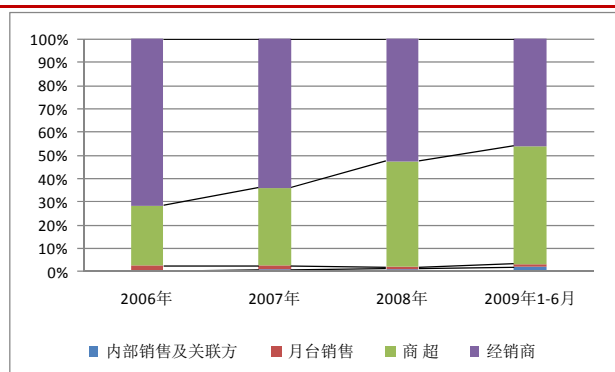
图表 33：得利斯加盟店数量少于同行

公司	肉类加盟店数量
双汇	计划每年发展1-2万个冷风柜小店
雨润	1万家以上，以及购物网站雨润商城www.eyurun.com
金锣	1万家专卖店
众品	3220家专营店，超市专柜2055个，148家品牌形象店
得利斯	约2000家专卖店，计划开30家品牌形象店

来源：齐鲁证券研究所

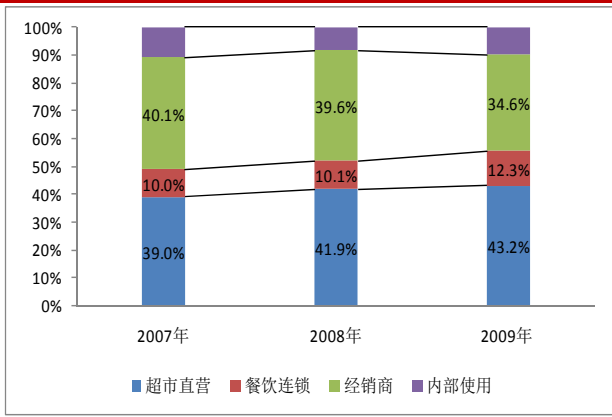
图表 34：公司冷却肉销售加盟店渠道快速增长


来源：公司招股书、齐鲁证券研究所

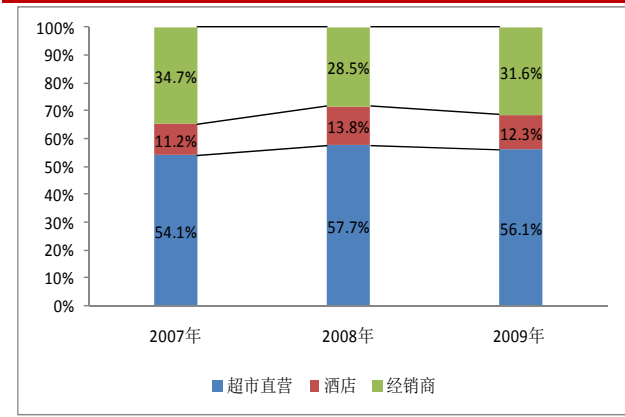
图表 35：公司低温肉制品超市渠道快速增长


来源：公司招股书、齐鲁证券研究所

图表 36：雨润生冷鲜肉渠道：直营餐饮比例上升
图表 37：雨润低温肉制品超市占据半壁江山



来源：上市公司、齐鲁证券研究所

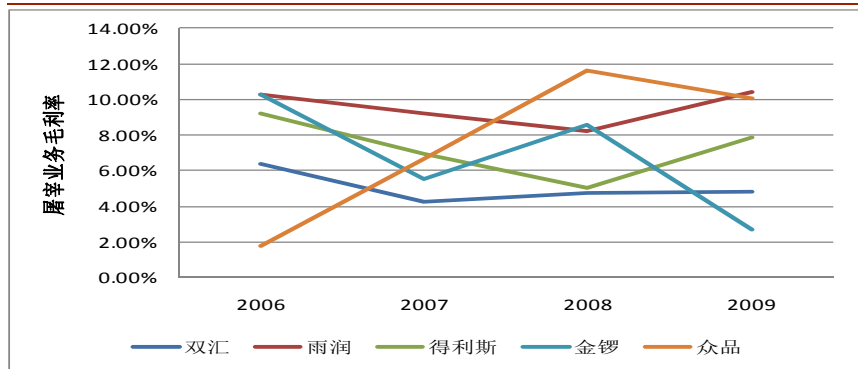


来源：上市公司、齐鲁证券研究所

得利斯利润率处于行业中高端

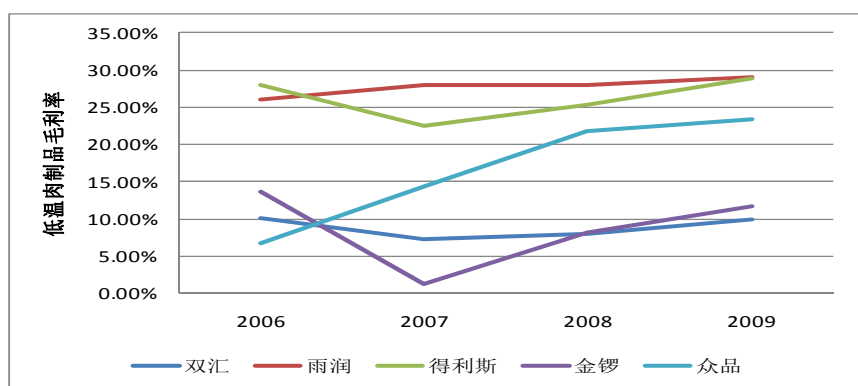
- 得利斯屠宰毛利率位于行业中等水平、低温肉制品位于行业较高水平。我们认为，公司毛利率在同行业同处于较高水平主要原因在于公司良好的成本控制和较高的产能利润率。

图表 38: 得利斯屠宰毛利率位于行业中等水平



来源：公司年报、齐鲁证券研究所（注：因关联交易，双汇的实际毛利率应该高于披露值）

图表 39: 得利斯 LTMP 毛利率位于行业较高水平



来源：公司年报、齐鲁证券研究所（注：因关联交易，双汇的实际毛利率应该高于披露值）

肉制品企业综合竞争力排名——雨润、双汇、众品、得利斯、金锣

- 结合上文的分析，我们对五家公司进行了评分，综合竞争力排名为——

雨润、双汇、众品、得利斯、金锣。

- 结果显示雨润和双汇的综合竞争力最强；得利斯产品力强、品牌有影响力，利润率高，但是规模小、渠道少；金锣在于新品研发能力稍弱、利润率低；众品的品牌影响力还需进一步积累。

图表 40：肉制品企业综合竞争力评分表——雨润为行业之首

项目(权重)	评分标准	双汇	雨润	金锣	众品	得利斯	评分说明
产品力(20%)	产品结构(代表行业方向的LTMP和冷却肉占比)	3	4	3	4	5	双汇和金锣1/3和1/4的收入来自HTMP
	产品线丰富和新品研究能力	4	5	1	4	4	雨润近千种肉制品,每月开发20种新品
规模(20%)	屠宰产能	4	5	4	3	1	扩产后得利斯产能不足雨润1/7
品牌影响(20%)	中国品牌研究院和肉类协会排名	5	5	4	2	4	众品未入选2010中国品牌价值五百强
渠道(20%)	覆盖区域、加盟店数目	5	5	4	4	2	得利斯正在完成东北、华北、西北市场布局
效率(20%)	屠宰业务和LTMP毛利率	1	5	1	3	4	雨润屠宰和LTMP的毛利率都处于行业较高水平
	综合得分(不考虑规模因素)	3.6	4.9	2.8	3.3	3.6	
	综合得分	3.7	4.9	3.0	3.2	3.1	
(单项得分设定:5为满分,1为最低分)							

来源：齐鲁证券研究所（注：因关联交易，双汇的实际毛利率应该高于披露值，评分时未对此项进行修正）

公司短期成长性分析：新增产能达产，促 2011-12 年业绩释放

- **产量全面提升：**我们对各新增项目的建设、投产进度进行分析后认为，认为 2010-2012 年屠宰量分别达到 132、195、240 万头，3 年 CAGR=48.4%；低温肉制品的产量达到 2.4、3.2、4.1 万吨，3 年 CAGR=24.7%；调理和酱卤食品的产量达到 1.1、1.4、1.6 万吨，3 年 CAGR=22.1%。
- **强化营销正当时：**历史上公司产品销路良好，06-09 年的产销率都接近 100%。在新项目和新市场的开拓的背景下，公司将 2010 年定位为营销年，在品牌推广上公司仍将继续加大在地方频道广告、大型地面活动、铁路航空等公共运输渠道的投入；渠道建设则以山东、北京、陕西、吉林四个生产基地为同心圆向外辐射，同时顺应行业发展规律，加大了加盟店和超市渠道比例。我们认为，公司加大对营销的投入能有力保障新增产能释放后的销售情况继续良好。

吉林得利斯屠宰量逐月上升，预计 10-12 年屠宰量 132/195/240 万头

- **潍坊同路满负荷生产，今年预计屠宰 80 万头。**由于公司山东市场拓展有力，目前潍坊同路的屠宰产能利用率已经高达 80%，在满负荷运转。今年上半年共屠宰生猪 39.4 万头，去年同期为 36.5 万头，我们预计全年屠宰量将在 80 万头左右。11-12 年保持在年屠宰量 80 万头。
- **吉林得利斯屠宰量逐月上升，今年预计屠宰量 52 万头。**2009 年 9 月 6 日，吉林得利斯开始试生产，但当时屠宰四个流程车间只建好了前两个——待宰和屠宰车间；到 11 月中旬，后两个车间——分割和冷库仓储也建好后，开始每次宰 100-200 头来调试设备；4 月份日均屠宰量达到

700-800头；到5月份，日均屠宰量突破了1000头；目前日均屠宰量在2100头左右；估计到中秋国庆两节备货期间，日均屠宰量能达到3000头。上半年共屠宰生猪14万头，我们预计下半年屠宰量在38万头左右，全年共计52万头，低于年屠宰60-70万头的盈亏平衡线。2011/12年预计屠宰100/130万头。

- 吉林得利斯屠宰产能利用率提升缓慢的原因在于：（1）东北作为新的市场，销售网络和渠道的建立和是一个渐进的过程，这是最主要的原因；（2）屠宰和分割工序是要求熟练工人的，分割工序的熟练工人市场稀缺程度很高，自己培养则需要一年的时间把新手变成熟手；（3）新生产线上的机器设备需要反复调试，达到最好的效率；（4）一部分中层管理人员是从当地招收的，管理层需要磨合的时间。
- 西安得利斯的50万头胴体分割项目预计将在今年年底或明年年初试生产，预计11/12年分别分割白条15/30万头。

图表 41: 得利斯屠宰产能产量统计: 预计 10-12 年屠宰量 132/195/240 万头

生产企业	类别	预计投产时间	年产能 (万吨/万头)	年产量 (万头/万吨)						
				2007 年	2008 年	2009年H1	2009 年	2010 E	2011 E	2012 E
西安得利斯	超募资金项目	2010年底	胴体分割能力50万头						15	30
			冷冻肉/冷却肉产能5万吨						1.2	2.4
吉林得利斯	IPO募集资金项目	已投产	屠宰能力200万头			2.0		52.0	100.0	130.0
			冷冻肉/冷却肉产能16万吨			0.2		4.2	8.0	10.4
潍坊同路	原有项目	已投产	屠宰能力100万头	63.8	64.5	36.9	71.5	80.0	80.0	80.0
			冷冻肉/冷却肉产能8万吨	5.5	5.9	3.1	5.9	6.4	6.4	6.4
产量合计			屠宰	63.8	64.5	36.9	73.5	132.0	195.0	240.0
			冷却肉/冷冻肉	5.5	5.9	3.1	6.1	10.6	15.6	19.2
			同比增长率		7%		3%	73%	48%	23%

来源：公司公告、招股书、齐鲁证券研究所

低温肉制品：本部新增产能预计 2011 年初投产，定位中高端产品

- 低温肉制品是公司主要的利润来源，但是产能瓶颈一直是公司遇到的现实问题，本部、西安得利斯、北京得利斯的原有产能利用率都在70%以上。特别是北京得利斯生产线是94年引进，设备已经严重老化，利用效率低，连年亏损；但是公司为了保持在北京市场的影响力，在北京建立新生产线之前，老生产线仍将维持开工。
- 为了解决产能瓶颈，公司新增本部2万吨和吉林8000吨低温肉制品线，产能由目前2.95万吨提升到5.75万吨。
- 吉林得利斯的低温肉制品生产线将于今年四季度投产。吉林得利斯目前有中试车间每天有几百斤的产量，进行试生产试销售，而完整生产线将在四季度投产，预计今年有1000吨的产量。而山东本部的新增低温肉制品生产线还处在土建阶段，进度符合预期，预计将在2011年初投产，赶上春节备货，预计2011年有5000吨的产量。
- 本部将新增西班牙发酵火腿、萨拉米肠和肉松肉干等中高档肉制品，新的中高端产品将完善产品生产线、提升公司的品牌形象并提高销售单价和毛利率水平。
 - 公司计划首批生产西班牙发酵火腿10-20万条，从吉林得利斯采购品相好的优质猪后腿进行生产，预计定价将在900-1200元/条（10-13万元/吨），考虑到该产品较长的生产周期（普通就需要干腌6月，好的需要1年以上），产品上市时间预计在11年2季度。
 - 萨拉米肠广泛用于披萨等西式食品的制作。我国的高档酒店、宾馆、

西餐厅对萨拉米肠的需求旺盛。目前萨拉米肠的超市终端售价高达 20-25 元/200g，也就是 10-12.5 万元/吨。

- **2011 年中高端产品将拉高 LTMP 销售均价。** 发酵火腿，萨拉米肠的市场价格都在 10 万元/吨以上，如果考虑 10% 的产品为高端产品，则销售均价将提升 40% 至 $10\% \times 10 + 90\% \times 2 = 2.8$ 万元/吨。保守预测 2011-12 年的低温肉制品价格在猪价的基础上每年上涨 5%。

图表 42: 得利斯低温肉制品产能产量统计

生产企业	类别	预计投产时间	年产能 (万吨)	年产量 (万头/万吨)						
				2007 年	2008 年	2009 年H1	2009 年	2010 E	2011 E	2012 E
西安得利斯	原有项目	已投产	0.4	0.25	0.31	0.16	0.31	0.4	0.4	0.4
吉林得利斯	超募资金项目	2010 年四季度	0.8					0.2	0.4	0.7
北京得利斯	原有项目	已投产	0.25	0.17	0.21	0.12	0.21	0.20	0.19	0.18
山东本部	原有项目	已投产	2.3	1.85	1.53	0.85	1.58	1.7	1.7	1.7
	超募资金项目	2011 年年初	2						0.5	1.1
产量合计			5.75	2.3	2.1	1.1	2.1	2.5	3.2	4.1
			同比增长率		-10%		3%	17%	30%	28%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

速冻调理食品快速增长、副产品加工明年投产

- 公司的速冻调理食品主要为豆沙包，猪肉丸，狮子头等，公司的速冻调理食品持续旺销，07-09 年销量由 4000 吨上涨到 7900 吨，接近翻番。因此，公司在 09 年本部技改时利用自有资金新建一条 8000 吨/年的速冻食品生产线，又在 10 年利用超募资金在西安得利斯建立一条 5000 吨/年的生产线，预计于 2011 年初投产。
- 猪副产品深加工项目建成达产后，预计可增加年销售收入 2.2 亿元，年均利润总额 3400 万元。猪浑身都是宝，猪皮中可以提取胶原蛋白卖给化妆品公司，软骨中提取硫酸软骨素，骨头可以熬制做成塑料真空包装的骨头汤，骨头和肉残渣可以做肉骨粉添加在饲料中，猪肥肉中可以提取动物油脂，未来公司可能会做猪香调和油（植物油+猪肉香味）。猪小肠可以提取肝素钠，非常抢手，公司不做加工，直接招标高价卖出。

图表 43: 调理、酱卤食品产能产量统计

生产企业	类别	预计投产时间	年产能 (万吨)	年产量 (万头/万吨)						
				2007 年	2008 年	2009 年H1	2009 年	2010 E	2011 E	2012 E
西安得利斯	超募资金项目	2011 年年初	0.5					0.0	0.2	0.4
山东本部	原有项目	已投产	1.4	0.5	0.7	0.3	0.9	1.1	1.2	1.2
产量合计			1.9	0.5	0.7	0.3	0.9	1.1	1.4	1.6
			同比增长率		34%		34%	20%	28%	19%

来源: 齐鲁证券研究所 (山东本部有 1000 吨/年的酱卤生产线，其余产能都是速冻调理食品)

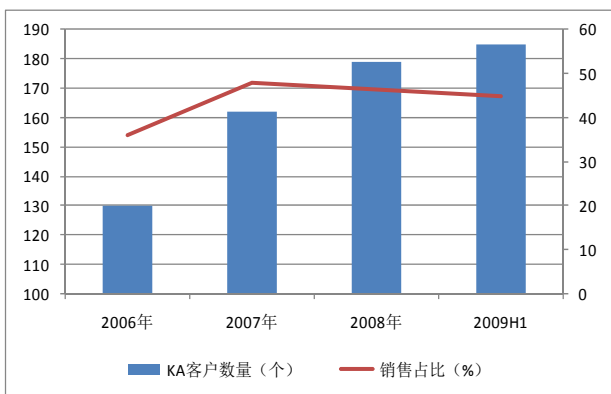
强化营销正当时，品牌推广和渠道建设齐头并进

- 品牌推广仍将继续加大在地方频道广告、大型地面活动、铁路航空等交通工具渠道的投入。今年以来，除了原有的继续在山东、陕西、吉林地方台的广告轰炸和山东航空的广告外，公司又下大力气进行品牌推广。上半年主要在山东省内进行了“享得利斯美味，畅游上海世博会”活动；下半年又牵手华铁传媒开通北京到西安、北京到长春、哈尔滨到青岛三

条线路的 7 列品牌专列；得利斯集团向诸城老党员赠送老党员卡（免费的 100 元抵用券），可以到得利斯的品牌店购买肉和肉制品；另外，公司上市也有力提升了公司的品牌形象。

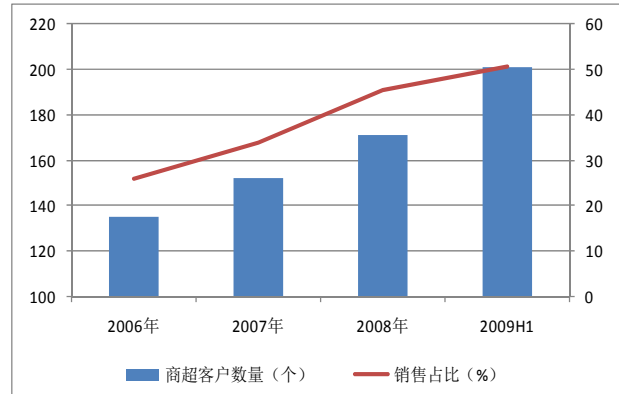
- **渠道建设以山东、北京、陕西、吉林四个同心圆向外辐射**，建立 2 万余个销售网点（主要在山东，吉林增加也很快），主要客户包括连锁超市、经销商、加盟店、大型肉制品生产企业、餐饮和机关单位等。公司大客户数量由 2006 年的 130 个增至 2009 年 6 月的 185 个，分布范围也由山东省内延伸到华中、华南等地区；特供客户数量由 2006 年的 33 个增至 2009 年 6 月的 86 个，新增客户主要为国家重点部委，采购金额亦大幅增加。
- **渠道建设将大力发展肉类加盟店和超市渠道**。冷却肉销售肉类加盟店渠道是一个行业趋势，09 年初加盟店只有 200 多家，现在已经有 1000 多家。低温肉制品走超市渠道也是行业趋势，公司的超市客户数量由 06 年的 135 个上升到 09 上半年的 201 个，对商超客户的销售占比由 06 年的 25% 上升到 09 上半年的 50%，公司的低温肉制品已经大规模进入了山东、北京、西安等地 50 多家大型连锁超市及众多小型超市。
- **我们认为，公司加大品牌和渠道建设有力将保证公司新增产能能有效投向市场，同时今年公司的营业费用将大幅增长 40%，从 2009 年的 7000 万增长至 1 个亿。**

图表 44：公司冷却肉 KA 客户数量



来源：齐鲁证券研究所

图表 45：公司 LTMP 商超客户数量



来源：齐鲁证券研究所

猪价上涨对公司整体影响偏中性

- 我们的研究结论是猪价上涨对公司整体影响偏中性：1) 猪价上涨过程中屠宰头毛利额上升、毛利率下降，但滞后猪价变化 1-2 个月；2) 低温肉制品难以淡储旺销，调价频率低，一年 1-2 次，猪价上涨将挤压 LTMP 的盈利空间。

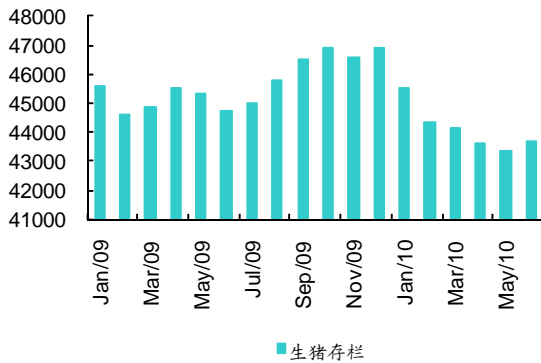
下半年猪价仍将维持高位，全年均价与去年持平

- **疫情和养殖亏损导致目前生猪存栏下降**。2010 年年初，全国范围内爆发大规模的口蹄疫疫情，随后南方多省又爆发了高热病的疫情。疫情暴发抑制消费的同时，迫使养殖户提前出栏，导致猪价大幅走低。于此同时，

玉米等原料价格大幅走高推升养殖成本，生猪养殖全面亏损，最多时头猪亏损 400 元，在猪价上涨 30%后的今天，也只是刚刚回到盈亏平衡点。在疫情和养殖亏损的共同作用下，生猪存栏较年初下降 7%，母猪存栏较年初下降了 5%。

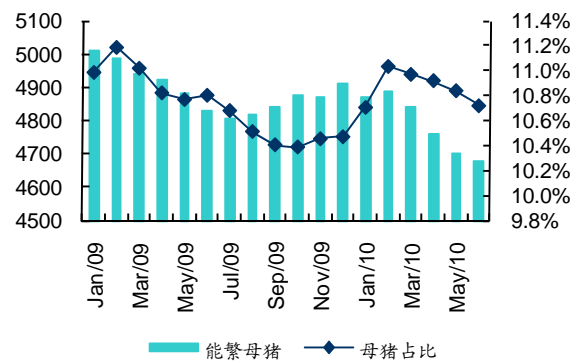
- **供需偏紧，下半年猪价仍将维持高位，全年均价和去年持平。**今年 1-5 月在疫情和养殖亏损的影响下，农户的补栏积极性极低。这就意味着，至少 10 月底之前，生猪供给量都不能得到有效增加，因为补栏到育肥需要 4-5 个月的时间（乳猪需要 5 个月，外购仔猪需要 4 个月）。因此，我们预计在 2010 年 11 月份之前，国内猪价将维持在相对高位附近强势震荡。1-7 月，生猪均价较去年下降 8%，考虑猪价后期维持高位，则均价和去年基本持平。

图表 46: 我国生猪存栏量持续下降 (万头)



来源: 农业部、齐鲁证券研究所

图表 47: 我国能繁母猪存栏量和占比持续下降

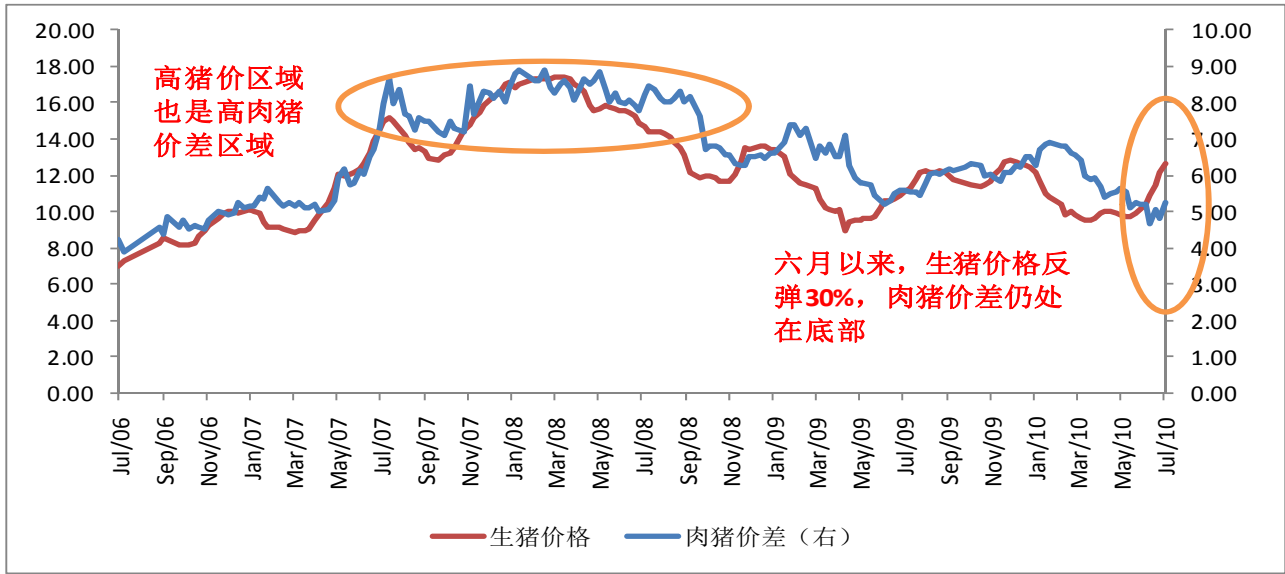


来源: 农业部、齐鲁证券研究所

肉价上涨、肉猪价差随之扩大，但成本转嫁还存在 1-2 个月时滞

- 在 06-08 年猪价上涨周期中，屠宰企业的毛利率一路下滑，得利斯屠宰毛利由 9.18% 降到 5.05%，雨润毛利率由 10.3% 降到 8.2%，高金食品的毛利率由 9.18% 降低到 6.49%。屠宰行业的经验数据显示，生猪价格每上涨 1%，屠宰业务的毛利率会下降 0.5%-1%。
- 但是这并不意味着猪价上涨对屠宰企业是不利的，相反屠宰企业受益于猪价的上涨，我们设计了“肉猪价差”（即猪肉价格-生猪价格）这一指标来检测屠宰企业的盈利情况。肉猪价差反映的是屠宰企业和流通环节的利润水平。一般来说，猪价上涨后，肉猪价差也随之上涨，毛利率下降是由于分母猪价的上涨，而单头毛利额并没有下降。
- 屠宰行业确实不喜欢猪价的快速上涨，此时猪肉价格的调整相对于生猪收购价格调整的时滞将压低屠宰企业的利润空间。今年六月以来生猪价格已经上涨了 30%，而肉猪价差刚刚开始从底部上涨。下图中可以看出肉猪价差的变化滞后于生猪价格变化约 1-2 个月时间。总的来看，公司屠宰利润将从 7 月中触底反弹，肉猪价差将回复至 6 元/公斤附近。

图表 48: 肉价上涨、肉猪价差随之上涨，存在 1-2 个月时滞 (单位: 元/公斤)

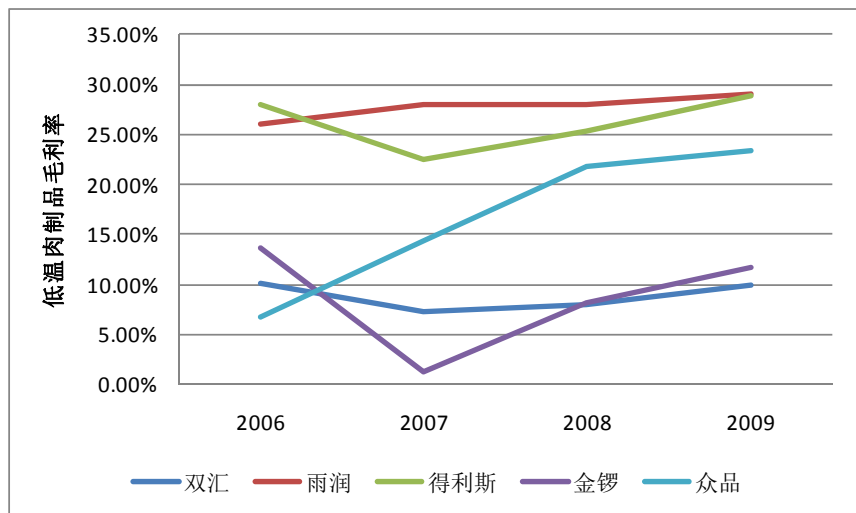


来源：齐鲁证券研究所

低温肉制品难以淡储旺销，调价频率低，在猪价上涨中受损

- 一方面，低温肉制品保质期短，难以通过淡储旺销在猪价价上涨中受益；另一方面，低温肉制品多在超市明码标价销售，不能频繁调整价格，猪价上涨压缩了企业的利润空间。得利斯基本半年到一年才调整一次低温肉制品的价格。
- 毛利率数据也清楚反映了这一点，在 2007 年的猪价上涨中，得利斯、双汇、雨润的毛利率都出现下滑，2008-09 年猪价下降，企业的毛利率也出现了明显的回升。

图表 49: 07 年猪价上涨，低温肉制品毛利率下滑



来源：公司公告、齐鲁证券研究所（注：因关联交易，双汇的实际毛利率应该高于披露值）

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测假设前提

- 潍坊同路上半年受益于产能利用率上升和猪价低迷，毛利率在 8% 以上，全年预计在 7.5%-8% 左右。但是新投产的吉林得利斯开工率还不高，每年约 1500 万元左右的新增折旧会使公司今年屠宰业务的毛利率降低到 6%。明后两年随着吉林得利斯屠宰利用率的提升，毛利率将会逐步提升。
- 今年的 LTMP 销售均价基本和去年持平或略增。去年下半年曾下调价格 10% 左右，我们从超市、经销商处了解到，由于猪价的快速上涨，公司已经开始分批上调低温肉制品的价格，上调幅度在 8-20% 不等。
- 假定冷却/冷冻肉和调理食品价格较 10-12 年同比增长 0%、15%、5%。低温肉制品价格 10-12 年同比增长 0%、20%、10%。
- 对少数股东权益的假设是 2011 年公司完成对潍坊同路少数股东股权的收购，不影响 10 年业绩，增厚 2011-2012 年业绩。
- 对公司各项业务的假定请参阅后文“销售收入预测表”，对期间费用、实际税率和少数股东权益假定如下：

图表 50：公司费用率、实际税率、少数股东权益假定

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业费用(百万元)	41.75	54.29	54.29	100.00	165.02	221.91
营业费用/销售收入	4.21%	4.54%	4.54%	6.28%	6.43%	6.58%
管理费用(百万元)	11.99	14.08	20.28	28.64	46.16	60.66
管理费用/销售收入	1.21%	1.18%	1.83%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用	-0.05	-10.10	-9.68	2.61	2.98	11.27
财务费用/销售收入	0.01%	0.84%	0.87%	-0.16%	-0.12%	-0.33%
所得税(百万元)	15.58	14.09	18.41	22.31	39.04	60.11
实际所得税税率	16.61%	15.95%	20.69%	20.69%	20.69%	20.69%
少数股东权益(百万元)	7.74	7.09	7.38	11.92	5.43	8.77
少数股东权益/销售收入	9.89%	9.55%	10.46%	11.06%	2.88%	3.02%

来源：齐鲁证券研究所

- 预计公司 2010-12 年收入分别为 1591、2565、3320 百万元，增速为 43%、61%、29%，归属母公司净利润为 74、144、213 百万元，增速为 16%、96%、48%，对应 EPS 为 0.293、0.574、0.850 元。

PE 法相对估值结果：15.15-15.42 元

- 通过双汇、雨润和高金食品比较，行业 2010 年平均 PE 为 53x、2011 年 26x，PE 法相对估值得出得利斯的估值结果为 15.15-15.42 元。

图表 51：得利斯的 PE 法估值结果：15.15-15.42 元

	收盘价	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			GR2 (%)
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
双汇发展	49.48	6.06	299.85	1.50	1.85	2.27	32.93	26.75	21.80	22.91
高金食品	11.89	1.61	19.14	0.04	0.11	0.31	274.60	108.09	38.35	167.57
雨润食品	26.9	17.64	474.43	1.09	1.17	1.42	24.70	23.01	18.97	14.11
平均								52.62	26.37	
得利斯	18.63	2.51	46.76	0.25	0.29	0.57	74.01	63.57	32.43	51.07
目标估值					15.42	15.15				

来源：Bloomberg、聚源数据、齐鲁证券研究所（注 1：GR2 代表未来 2 年净利润复合增长率；注 2：收盘价取于 8 月 13 日星期五）

绝对估值结果：19.09-22.61 元

- 我们采取 APV 和 DCF 法进行绝对估值，主要假设前提为：
 - 假定市场无风险利率为 2.25%，风险溢价 6.45%，行业 $\beta = 1.13$ ，公司 $\beta = 1.02$ ，假定公司永续增长率 TV = 3%；
 - 假定未来所得税政策及分红政策维持既定水平；
- 绝对估值结果显示，得利斯合理股价为 19.09-22.61 元。

图表 52：绝对估值假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.13	股本总额	251.00
无风险利率Rf	2.25%	股价	18.63
风险溢价	6.45%	股本价值Ve	4,676.13
资产贴现率Ka	9.54%	债务总额Vd	210.00
		债务利率Kd	3.38%
加权平均资本成本WACC		实际税率Tc	20.69%
债务比率D/(E+D)	4.30%	股票Beta	1.02
权益比率E/(E+D)	95.70%		
WACC	8.56%	股票贴现率Ke	8.83%

来源：齐鲁证券研究所

图表 53：绝对估值结果：19.09-22.61 元
I、调整性现值估值（APV）

每股价值	19.09	TV增长率	3.0%									
隐含P/E	65.14	Ka	9.54%									
企业值（公司评估总价值）	5,091.19	债务/债务价值/净债务	210.00									
股票价值（公司内在评估价值）	4,791.25	投资/非核心资产价值	890.22									
		少数股东权益	89.93									
会计年度截止日：12/31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFF	-267.77	96.72	388.42	235.21	279.25	319.68	351.80	385.76	414.96	442.82	6978.46	9625.33
ITS	2.44	1.58	0.57	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.59
PV(FCFF)	-244.46	80.61	295.55	163.39	177.10	185.09	185.95	186.15	182.81	178.10	2806.69	4196.99
PV(ITS)	2.22	1.32	0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.98

II、DCF估值（FCFF, WACC）

每股价值	22.61	TV增长率	3.0%									
隐含P/E	77.14	WACC	8.56%									
企业值	5,974.38	债务	210.00									
股票价值	5,674.45	投资	890.22									
		少数股东权益	89.93									
会计年度截止日：12/31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFF	-267.77	96.72	388.42	235.21	279.25	319.68	351.80	385.76	414.96	442.82	8,198.18	10,845.05
PV(FCFF)	-246.65	82.06	303.57	169.33	185.17	195.26	197.93	199.92	198.08	194.71	3,604.78	5,084.16

来源：齐鲁证券研究所

估值结果比较和投资建议

- **估值结果。**PE 法相对估值的结果为 15.15-15.42 元，绝对估值的结果为 19.09-22.61 元，两者相差较大。我们认为 PE 估值方法没有充分反映公司长期的增长前景，而绝对估值更侧重于公司中长期价值分析，因此我们倾向于采纳绝对估值结果，公司二级市场合理价格为 19.09-22.61 元。

- 大行业、小公司，行业升级过程中不会遇到需求天花板，公司中长期规模、品牌、渠道、营销稳健提升，并拥有较强的核心竞争力，给予“增持”评级。公司当前股价为 18.31 元，离目标区间上限最多还有 25% 上涨空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- **猪源区的疫情风险。**近年来我国生猪疫病频发，疫情为公司危害有三。其一是可能导致公司收购不到猪，开工率不足；其二是疫情过后生猪价格上涨，公司成本压力提示；其三：疫情带来心理恐慌，会抑制人们对猪肉和猪肉制品的消费，影响公司的销售情况。
- **新项目达产进度达不到预期的风险。**新项目在管理能力、当地市场渠道开拓，员工技能培养方面如果出现问题，可能导致达产进度和经营业绩低于预期水平。

图表 54: 销售收入预测汇总表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
冷冻肉&冷却肉						
平均售价 (万元/吨)	1.29	1.49	1.17	1.17	1.35	1.41
增长率 (YOY)	N/A	15.50%	-21.48%	0.00%	15.00%	5.00%
销售数量 (万吨)	5.56	5.60	6.09	10.56	15.60	19.20
增长率 (YOY)	N/A	0.72%	8.80%	73.32%	47.73%	23.08%
销售收入	717.24	834.40	712.86	1,235.52	2,098.98	2,712.53
增长率 (YOY)	N/A	16.33%	-14.57%	73.32%	69.89%	29.23%
毛利率	6.94%	5.05%	7.89%	6.00%	6.50%	6.80%
销售成本	667.46	792.26	656.62	1,161.39	1,962.55	2,528.08
增长率 (YOY)	N/A	18.70%	-17.12%	76.87%	68.98%	28.82%
毛利	49.78	42.14	56.24	74.13	136.43	184.45
增长率 (YOY)	N/A	-15.35%	33.48%	31.80%	84.04%	35.20%
占总销售额比重	72.31%	69.78%	64.16%	77.65%	81.85%	81.71%
占主营业务利润比重	34.18%	25.01%	29.05%	31.61%	34.28%	33.65%
低温肉制品						
平均售价 (万元/吨)	1.67	2.13	2.07	2.07	2.48	2.60
增长率 (YOY)	N/A	27.47%	-3.00%	0.00%	20.00%	5.00%
销售数量 (万吨)	2.26	2.02	2.07	2.40	3.19	4.08
增长率 (YOY)	N/A	-10.51%	2.46%	15.82%	32.92%	27.90%
销售收入	377.64	430.79	428.13	495.84	790.86	1,062.09
增长率 (YOY)	N/A	14.08%	-0.62%	15.82%	59.50%	34.29%
毛利率	22.41%	25.37%	28.93%	27.50%	28.50%	30.00%
销售成本	293.00	321.52	304.27	359.48	565.47	743.46
增长率 (YOY)	N/A	9.73%	-5.36%	18.15%	57.30%	31.48%
毛利	84.64	109.27	123.86	136.36	225.40	318.63
增长率 (YOY)	N/A	29.11%	13.35%	10.09%	65.30%	41.36%
占总销售额比重	38.07%	36.03%	38.53%	31.16%	30.84%	31.99%
占主营业务利润比重	58.12%	64.85%	63.97%	58.14%	56.63%	58.13%
调理食品&酱卤食品						
平均售价 (万元/吨)	1.16	1.17	1.01	1.01	1.17	1.22
增长率 (YOY)	N/A	1.21%	-13.27%	0.00%	15.00%	5.00%
销售数量 (万吨)	0.47	0.63	0.88	1.05	1.35	1.60
增长率 (YOY)	N/A	33.98%	39.38%	20.00%	28.07%	18.52%
销售收入	54.35	73.70	89.09	106.91	157.46	195.95
增长率 (YOY)	N/A	35.61%	20.89%	20.00%	47.28%	24.44%
毛利率	17.00%	21.37%	24.73%	22.50%	23.00%	23.00%
销售成本	45.11	57.95	67.06	82.85	121.24	150.88
增长率 (YOY)	N/A	28.47%	15.72%	23.56%	46.33%	24.44%
毛利	9.24	15.75	22.03	24.05	36.22	45.07
增长率 (YOY)	N/A	70.47%	39.89%	9.18%	50.56%	24.44%
占总销售额比重	5.48%	6.16%	8.02%	6.72%	6.14%	5.90%
占主营业务利润比重	6.34%	9.35%	11.38%	10.26%	9.10%	8.22%
主营合并抵消及其他						
销售收入	-157.33	-143.20	-119.04	-247.10	-482.77	-651.01
销售成本	-159.30	-144.54	-110.52	-247.10	-482.77	-651.01
毛利	1.97	1.34	-8.53	0.00	0.00	0.00
占总销售额比重	-15.86%	-11.98%	-10.71%	-15.53%	-18.82%	-19.61%
占主营业务利润比重	1.35%	0.79%	-4.41%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入小计	991.90	1195.69	1111.04	1591.16	2564.54	3319.56
销售成本小计	846.27	1027.19	917.43	1356.62	2166.49	2771.41
毛利	145.62	168.50	193.61	234.54	398.05	548.15
平均毛利率	14.68%	14.09%	17.43%	14.74%	15.52%	16.51%

来源: 齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	992	1,196	1,111	1,591	2,565	3,320
增长率	36.26%	20.5%	-7.1%	43.2%	61.2%	29.4%
营业成本	-846	-1,027	-917	-1,357	-2,166	-2,771
%销售收入	85.3%	85.9%	82.6%	85.3%	84.5%	83.5%
毛利	146	168	194	235	398	548
%销售收入	14.7%	14.1%	17.4%	14.7%	15.5%	16.5%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-42	-54	-70	-100	-165	-219
%销售收入	4.2%	4.5%	6.3%	6.3%	6.4%	6.6%
管理费用	-12	-14	-20	-29	-46	-60
%销售收入	1.2%	1.2%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	92	100	103	105	186	268
%销售收入	9.3%	8.4%	9.3%	6.6%	7.2%	8.1%
财务费用	0	-10	-10	3	3	11
%销售收入	0.0%	0.8%	0.9%	-0.2%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	2	-6	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	94	84	88	108	189	280
营业利润率	9.5%	7.0%	7.9%	6.8%	7.4%	8.4%
营业外收支	0	4	1	0	0	0
税前利润	94	88	89	108	189	280
利润率	9.5%	7.4%	8.0%	6.8%	7.4%	8.4%
所得税	-16	-14	-18	-22	-39	-58
所得税率	16.6%	15.9%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
净利润	78	74	71	85	150	222
少数股东损益	8	7	7	12	5	8
归属于母公司的净利润	71	67	63	74	144	213
净利率	7.1%	5.6%	5.7%	4.6%	5.6%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	78	74	71	85	150	222
少数股东损益	0	0	0	12	5	8
非现金支出	22	28	28	45	54	51
非经营收益	0	9	13	12	8	3
营运资金变动	-79	-42	-6	-68	-85	-65
经营活动现金净流	21	68	105	86	131	219
资本开支	79	85	141	328	19	-190
投资	-6	0	0	-62	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-85	-85	-141	-390	-19	190
股权募资	12	0	819	0	0	0
债权募资	110	30	70	-62	-64	-84
其他	-20	-11	-27	-12	-15	-15
筹资活动现金净流	103	19	862	-73	-79	-99
现金净流量	39	3	827	-377	33	309

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	60	59	890	501	529	829
应收款项	49	66	57	81	131	169
存货	97	104	145	178	285	364
其他流动资产	9	14	8	12	19	24
流动资产	216	244	1,099	772	963	1,387
%总资产	39.5%	38.6%	67.2%	46.7%	53.2%	69.6%
长期投资	0	0	0	62	62	62
固定资产	271	325	477	753	721	482
%总资产	49.6%	51.4%	29.2%	45.5%	39.8%	24.2%
无形资产	57	58	58	65	63	61
非流动资产	331	388	537	882	848	607
%总资产	60.5%	61.4%	32.8%	53.3%	46.8%	30.4%
资产总计	547	632	1,637	1,655	1,811	1,994
短期借款	110	140	210	148	84	0
应付款项	82	74	158	155	249	319
其他流动负债	18	8	-21	-17	-28	-35
流动负债	210	221	346	287	305	284
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	211	221	346	287	305	284
普通股股东权益	271	338	1,200	1,266	1,398	1,594
少数股东权益	65	73	90	102	107	116
负债股东权益合计	547	632	1,637	1,655	1,811	1,994

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.375	0.357	0.252	0.293	0.574	0.850
每股净资产 (元)	1.440	1.797	4.782	5.046	5.570	6.350
每股经营现金净流 (元)	0.111	0.363	0.419	0.296	0.501	0.837
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.030	0.050	0.070
回报率						
净资产收益率	26.04%	19.88%	5.26%	5.81%	10.31%	13.38%
总资产收益率	12.89%	10.63%	3.86%	4.44%	7.96%	10.70%
投入资本收益率	19.86%	17.09%	13.43%	8.75%	14.74%	25.99%
增长率						
营业总收入增长率	36.26%	20.55%	-7.08%	43.21%	61.17%	29.44%
EBIT增长率	2.93%	8.78%	3.39%	1.82%	76.56%	44.48%
净利润增长率	1.92%	-4.70%	-5.97%	16.43%	96.02%	47.90%
总资产增长率	4.03%	15.48%	159.04%	1.12%	9.41%	10.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.4	15.3	17.6	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	45.5	35.8	49.5	48.0	48.0	48.0
应付账款周转天数	18.2	11.4	26.8	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	100.5	82.5	122.8	116.4	87.7	63.3
偿债能力						
净负债/股东权益	14.73%	19.72%	-52.72%	-25.79%	-29.52%	-48.51%
EBIT利息保障倍数	1,679.3	9.9	10.7	-40.3	-62.3	-23.8
资产负债率	38.56%	35.04%	21.16%	17.32%	16.86%	14.26%

来源: 齐鲁证券研究所

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:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501