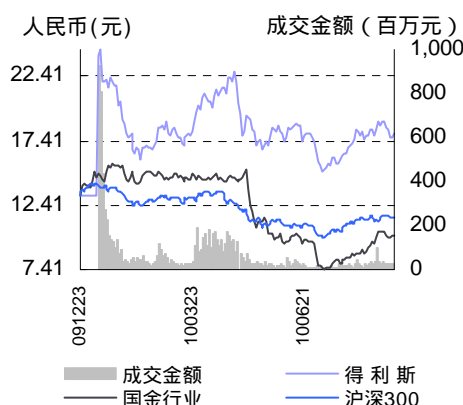


得 利 斯 (002330.SZ)**肉制品行业****评级：买入 维持评级****业绩点评**

市价（人民币）：17.57 元

净利下降 32%，潜伏为明年**长期竞争力评级：高于行业均值****市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	63.00
总市值(百万元)	4,410.07
年内股价最高最低(元)	24.50/13.18
沪深 300 指数	2843.02
中小板指数	6268.75

**相关报告**

- 1.《两年再造一个得利斯》，2010.5.10
- 2.《传统低温肉制品企业的新征程》，2009.12.18

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.252	0.276	0.616	0.951
每股净资产(元)	1.80	4.78	5.06	5.62	6.57
每股经营性现金流(元)	0.36	0.42	0.71	0.80	1.19
市盈率(倍)	N/A	52.36	80.07	35.86	23.22
行业优化市盈率(倍)	35.53	52.63	52.63	52.63	52.63
净利润增长率(%)	-4.70%	-5.97%	9.55%	123.32%	54.44%
净资产收益率(%)	19.88%	5.26%	5.45%	10.96%	14.47%
总股本(百万股)	188.00	251.00	251.00	251.00	251.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 得利斯公布 2010 年中报：营业收入同比增长 21.67%，为 6.76 亿；净利润同比增长下降 31.94%，为 0.34 亿，对应 EPS 为 0.136 元。
- 冷却肉及冷冻肉同比增长 43.6%，低温肉制品同比下降 2.71%。毛利率分别下降 4.87 个百分点和 3.84 个百分点。

经营分析

- **上半年业绩差强人意，全年业绩应能持平**
 - 前期报告也曾强调中报将是公司全年业绩低谷，预计全年前 3 季度同比下降幅度将收窄至 30%。上半年业绩差强人意，主要是猪价低迷导致毛利率下挫，以及吉林项目亏损所致。
 - 考虑到目前猪价已经得到恢复性上涨，下半年猪价应能稳中有升，同时公司吉林项目有望扭转亏损局面，公司全年业绩应能持平。
- **11 年业绩仍值得期待：**
 - 公司目前积极布局 11 年，从以往的生产型主导逐渐向营销与生产双轮驱动转型：加强品牌建设，与高铁和山航合作，在列车与飞机上增加广告宣传；围绕世博为主题，策划系列主题营销活动；加强营销与销售队伍建设，积极引入“外脑”。
 - 11 年大部分募投项目将开足马力，有望再造一个得利斯。11 年预计低温肉制品产量达到 4 万吨，接近 09 年的 2 倍；预计冷却肉及冷冻肉产量达到 16.3 万吨，为 09 年的 2.5 倍。
- **屠宰及肉制品龙头企业中报都比较亮丽，行业未来三年处黄金发展期：**
 - 行业主要企业（雨润、众品、大众及得利斯）中报业绩显示行业处于高速发展状态：主要企业平均收入增速保持 37.2% 的高速增长，雨润、众品及大众利润均保持 25% 以上的增长。
 - 屠宰及肉制品行业直接受益于消费升级，居民收入提升有望加速冷鲜肉及低温肉制品消费的普及，冷鲜肉市场未来 5 年的复合增长率在 25% 左右，低温肉制品市场由于基数低，其增速更高。

盈利调整及投资建议

- 略微下调公司 10 年盈利预测，下调幅度 10%。预计得利斯 10-12 年分别实现净利润 0.77、1.70 和 2.59 亿，对应 10-12 年 EPS 分别为 0.276、0.606 和 0.951 元。

净利润同比下降 32%，全年业绩应能持平

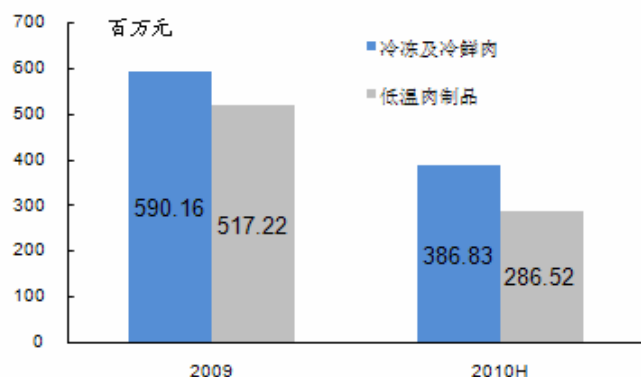
- 上半年业绩差强人意，全年业绩应能持平
 - 前期报告也曾强调中报将是公司全年业绩低谷，预计全年前 3 季度同比下降幅度将收窄至 30%。上半年业绩差强人意，主要是猪价低迷导致毛利率下挫，以及吉林项目亏损所致。
 - 考虑到目前猪价已经得到恢复性上涨，下半年猪价应能稳中有升，同时公司吉林项目有望扭转亏损局面，公司全年业绩应能持平。
- 11 年业绩仍值得期待：
 - 公司目前积极布局 11 年，从以往的生产型主导逐渐向营销与生产双轮驱动转型：加强品牌建设，与高铁和山航合作，在列车与飞机上增加广告宣传；围绕世博为主题，策划系列主题营销活动；加强营销与销售队伍建设，积极引入“外脑”。
 - 11 年大部分募投项目将开足马力，有望再造一个得利斯。11 年预计低温肉制品产量达到 4 万吨，接近 09 年的 2 倍；预计冷却肉及冷冻肉产量达到 16.3 万吨，为 09 年的 2.5 倍。

图表1：中报利润表对比

单位:百万元	2009Q1	2010Q1	2009Q2	2010Q2	2009H	2010H	同比变化	变动分析
销售收入	329.48	360.35	225.88	315.35	555.36	675.70	21.67%	
毛利率	24.04	19.64	18.56	10.33	21.81	15.29	-29.87%	吉林得利斯投产初期，毛利率
毛利	79.19	70.78	41.92	32.56	121.11	103.34	-14.68%	为负；肉制品销售价格下调
主营业务税金及附加	0.13	0.12	0.12	0.10	0.25	0.22	-13.98%	
税金及附加占比	0.04	0.03	0.05	0.03	0.05	0.03	-29.30%	
营业费用	20.46	22.95	13.10	19.81	33.56	42.75	27.39%	
营业费用率	6.21	6.37	5.80	6.28	6.04	6.33	4.70%	
管理费用	4.45	7.43	3.46	10.02	7.91	17.45	120.60%	吉林得利斯管理费用净增加；
管理费用率	1.35	2.06	1.53	3.18	1.42	2.58	81.31%	管理人员工资等费用增加
财务费用	2.20	1.90	2.31	(1.04)	4.51	0.86	-81.00%	
财务费用率	0.67	0.53	1.02	(0.33)	0.81	0.13	-84.38%	
营业利润	48.17	34.81	23.21	3.27	71.38	38.08	-46.65%	
营业利润率	14.62	9.66	10.28	1.04	12.85	5.64	-56.15%	
税前利润	48.22	35.05	23.28	12.33	71.51	47.38	-33.74%	
税前利润率	14.64	9.73	10.31	3.91	12.88	7.01	-45.54%	
所得税率	17.25	18.90	26.11	6.30	20.13	15.62	-22.41%	
净利润	34.64	24.64	15.50	9.49	50.14	34.13	-31.94%	
净利率	10.51	6.84	6.86	3.01	9.03	5.05	-44.06%	
BPS	0.18	0.10	0.08	0.04	0.27	0.14	-49.01%	

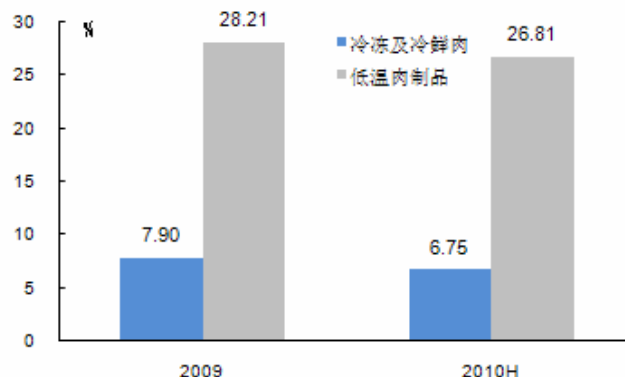
来源：国金证券研究所

图表2：产品销售收入结构

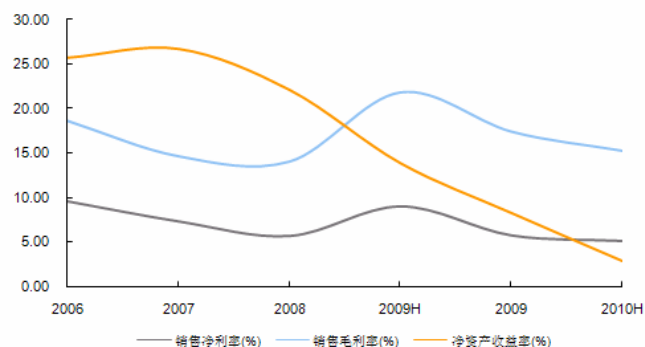


来源：国金证券研究所

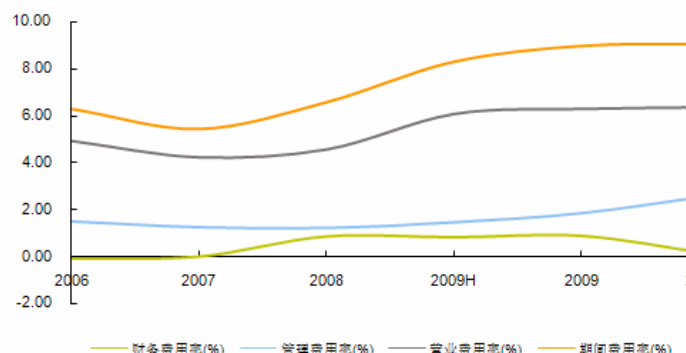
图表3：分产品毛利率



图表4：关键财务指标 1



图表5：关键财务指标 2



来源：国金证券研究所

■ 屠宰及肉制品行业未来三年处黄金发展期

- 屠宰及肉制品行业直接受益于消费升级，居民收入提升有望加速冷鲜肉及低温肉制品消费的普及，冷鲜肉市场未来 5 年的复合增长率在 25%左右，低温肉制品市场由于基数低，其增速更高。
- 行业主要企业中报业绩显示行业处于高速发展状态：主要企业平均收入增速保持 37.2%的高速增长，雨润、众品及大众利润均保持 25%以上的增长。

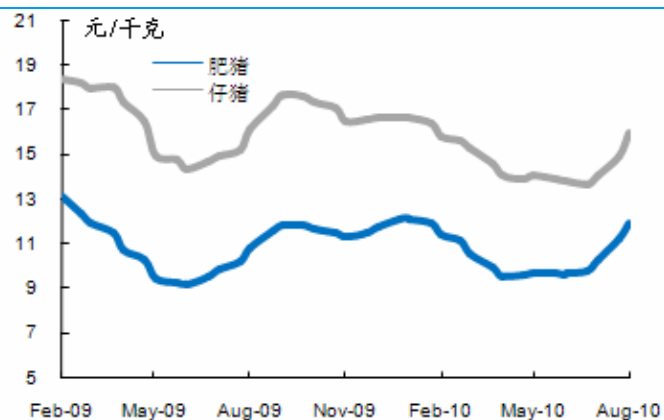
图表6：屠宰与肉制品主要企业中期数据对比

单位：百万元	行业平	得利斯		雨润		众品		大众	
	均增长 率（%）	10H	同比 增长	10H	同比 增长	10H	同比 增长	10H	同比 增长
P/E	23.68	54.38		21.63		9.47		10.34	
资产负债表关键指标									
存货	92.0%	178	131.94%	1,134	37.5%	300	58%	1,729	166.4%
政府补贴		9.11	/	404.9	99.7%	12.8	740.8%		
利润表关键指标									
营业收入	37.2%	676	21.7%	7,635	48.5%	2,862	32.7%	5,824	28.4%
营业成本	35.7%	572	3.1%	6,454	50.7%	2,519	32.8%	5,233	22.5%
销售费用	55.8%	43	27.4%	264	24%	61	61%	198	153%
管理费用	51.7%	17	120.6%	199	45.1%	80	33%	121	73.1%
营业利润	64.2%	38	-46.6%	1,275	76.7%	194	17.0%	279	116.4%
利润总额	51.2%	47	-33.7%	1,228	50.6%	189	25.4%	271	145.4%
净利润	54.5%	40	-30.0%	1,152	55.1%	175	25.0%	205	164.9%
归属母公司股东的净利润	55.0%	34	-31.9%	1,150	55.1%	175	25.0%	205	164.9%
基本每股收益(元)	9.0%	0.14	-49.0%	0.67	38.3%	5.05	7.1%	0.18	157.1%
现金流量表关键指标									
经营活动现金流量净额	-147.8%	-2	-102.2%	N/A	N/A	180	-320.9%	-449	-182%
主要财务指标（%）									
毛利率	7.5%	15.3	-29.9%	15.5	-7.5%	12.0	-0.7%	10.2	75.3%
销售费用率	13.6%	6.3	4.7%	3.5	-17%	0.8	60.6%	2.6	152.6%
管理费用率	10.6%	2.6	81.3%	2.6	-2.2%	1.1	32.6%	1.6	73.1%
营业利润率	19.7%	5.6	-56.1%	16.7	19.1%	6.8	-11.8%	4.8	68.5%
税前利润率	10.2%	7.0	-45.5%	16.1	1.5%	6.6	-5.5%	4.6	91%
所得税率	-17.4%	15.6	-22.4%	6.1	-30.7%	7.3	3.5%	24.4	-18.6%
销售净利率	13.0%	5.1	-44.1%	15.1	4.5%	6.1	-5.8%	3.5	106.3%
净资产收益率	5.0%	2.8	-79.7%	13.1	-12.6%	8.3	-19%	4.1	159.9%

来源：国金证券研究所

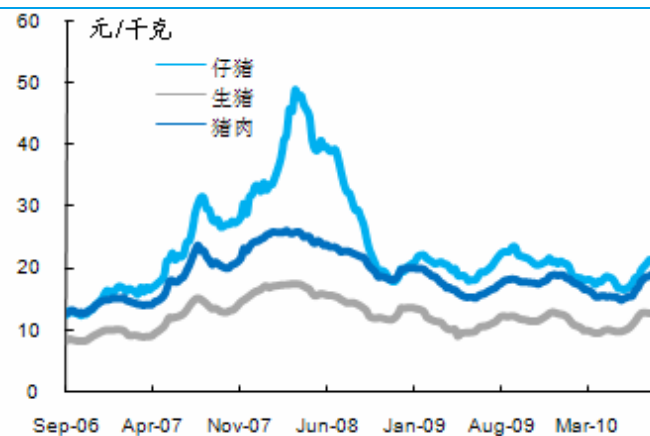
- 猪价 7 月恢复性上涨，下半年预计能保持稳中有升的局面

图表7：200 个主产区生猪价格



来源：国金证券研究所

图表8：22 个省市生猪平均价



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	1	1	3	3	9
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.11

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-12-18	减持		10.48 ~ 12.05
2 2010-05-10	买入	18.22	23.36 ~ 23.36

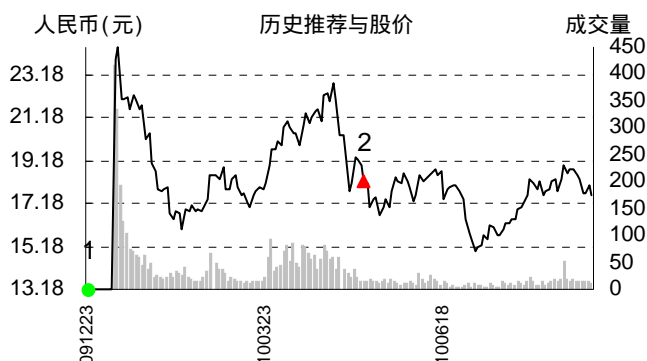
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室