

得利斯 (002330)

业绩低谷，明年有望快速回升

增持/ 维持评级

股价: RMB18.65

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001
021-68498639 hongting@lhqz.com

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141
021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

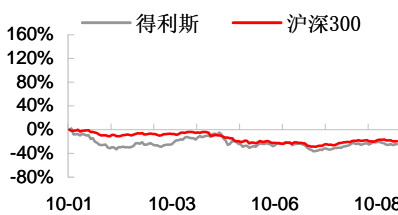
- 吉林得利斯仍是亏损主因。上半年实现营业收入 6.8 亿元, 同比增加 21.7%, 净利润 3413 万元, 同比下降 31.9%, 其中, 二季度营业收入 3.2 亿元, 同比增加 39.6%, 净利润 949 万元, 同比下降 38.8%, 公司业绩低于市场预期。上半年生猪价格降幅较大, 但是公司净利润出现下滑, 主要是吉林得利斯尚处开办初期, 产能释放严重不足, 未达到正常生产年份所致。
- 毛利率下降, 费用率上升。公司以冷却肉、冷冻肉和低温肉制品为主, 收入占比分别为 57.5%、35.8%, 毛利率分别为 6.75%和 28.54%, 同比下降 4.87、3.84 个百分点。冷却肉、冷冻肉毛利率大幅下降, 而且是在生猪价格下降的背景下, 主要是吉林得利斯正处投产初期, 各项固定费用较大, 毛利率为负。低温肉制品毛利率下降, 是因为公司在 2009 年 4 月下调了产品销售价格。下半年冷却肉、冷冻肉毛利率依然不容乐观, 一方面是吉林得利斯的负毛利率影响, 另一方面生猪价格 6 月底以来快速上涨。低温肉制品毛利率降幅可能缩小, 主要是其价格波动滞后于生猪价格, 以及去年同期基数因素的消失。销售费用率略有上升, 管理费用率同比增加 1.16 个百分点, 上升幅度较大, 除了管理人员工资增长外, 主要还是吉林得利斯管理费用净增加较多所致。
- 随着产能利用率的提高, 明年业绩有望快速增长。明年吉林得利斯走过开办期, 产能利用率上升, 公司亏损点止住, 业绩有望回升。再加上潍坊同路 2 万吨低温肉制品的逐渐投产, 明年收入增速加快。经过前两个月的快速上涨, 我们认为, 生猪价格在明年 7、8 月份之前, 处于上涨通道的概率较大, 但是具体涨幅也不会有多少, 生猪价格更有可能处于平稳波动阶段, 主要是生猪存栏量处于正常水平, 国家前期还有大量的冻肉收储。
- 盈利预测与投资评级。公司现处于业绩低谷, 明后年利润增速将快速提升, 肉制品行业集中度低, 公司作为二线肉制品企业, 成长空间较大。我们预计: 2010-2012 年 EPS 分别为 0.23、0.52、0.76 元, 目前股价对应 2010-12 年 PE 分别为 78、34、24X, 给予“增持”评级。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	251
流通 A 股(百万股)	63
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	1175

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1111.0	675.7	1528.7	2143.3	2489.8
(+/-%)	-7.1	21.7	37.6	40.2	16.2
归属母公司净利润(百万元)	63.2	34.1	56.9	130.9	189.8
(+/-%)	-6.0	-31.9	-9.9	130.1	45.0
EPS(元)	0.25	0.14	0.23	0.52	0.76
P/E(倍)	74.1	137.2	78.4	34.1	23.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1099	1410	1507	1723	营业收入	1111	1529	2143	2490
现金	890	720	544	608	营业成本	917	1315	1832	2121
应收账款	49	86	121	140	营业税金及附加	1	0	0	0
其他应收款	7	14	20	23	营业费用	70	99	92	75
预付账款	8	59	82	95	管理费用	20	34	32	25
存货	145	526	733	848	财务费用	10	21	40	48
其他流动资产	0	5	6	7	资产减值损失	6	5	5	5
非流动资产	537	1186	1511	1696	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	477	895	1162	1289	营业利润	88	54	142	216
无形资产	58	66	74	82	营业外收入	1	14	15	12
其他非流动资产	2	225	275	326	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1637	2596	3018	3419	利润总额	89	68	157	227
流动负债	346	1126	1314	1422	所得税	18	10	24	34
短期借款	210	500	500	500	净利润	71	58	133	193
应付账款	101	197	275	318	少数股东损益	7	1	2	3
其他流动负债	35	428	539	604	归属母公司净利润	63	57	131	190
非流动负债	0	122	222	322	EBITDA	124	160	317	439
长期借款	0	100	200	300	EPS (元)	0.25	0.23	0.52	0.76
其他非流动负债	0	22	22	22					
负债合计	346	1248	1536	1744	主要财务比率				
少数股东权益	90	91	93	97	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	251	251	251	251	成长能力				
资本公积	783	783	783	783	营业收入	-7.1%	37.6%	40.2%	16.2%
留存收益	166	223	354	544	营业利润	4.5%	-38.4%	161.6%	51.8%
归属母公司股东权益	1200	1257	1388	1578	归属于母公司净利润	-6.0%	-9.9%	130.1%	45.0%
负债和股东权益	1637	2596	3018	3419	获利能力				
					毛利率 (%)	17.4%	14.0%	14.5%	14.8%
					净利率 (%)	5.7%	3.7%	6.1%	7.6%
					ROE (%)	5.3%	4.5%	9.4%	12.0%
					ROIC (%)	12.8%	5.1%	9.2%	11.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	21.2%	48.1%	50.9%	51.0%
					净负债比率 (%)	60.64%	49.68%	46.87%	47.01%
					流动比率	3.17	1.25	1.15	1.21
					速动比率	2.76	0.79	0.59	0.62
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	0.72	0.76	0.77
					应收账款周转率	19	21	19	18
					应付账款周转率	13.62	8.81	7.76	7.15
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.23	0.52	0.76
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	0.48	0.89	1.48
					每股净资产 (最新摊薄)	4.78	5.01	5.53	6.29
					估值比率				
					P/E	70.64	78.44	34.09	23.51
					P/B	3.72	3.55	3.21	2.83
					EV/EBITDA	31	24	12	9

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com