

得利斯 (002330)

# 品质优异、跨越式发展

**增持/ 维持评级**

股价: RMB19.03

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

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

逯海燕  
SAC 执业证书编号:S1000210080005  
021-68498637 luhuy@lhqz.com

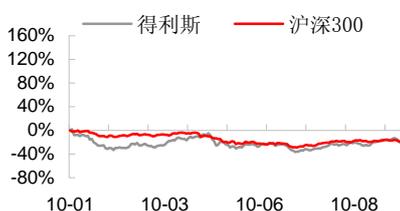
- **经营理念转变，跨越式发展。**公司起家低温肉制品和冷却肉，产品品质优异。上市前，因产能瓶颈和经营保守，增长缓慢，落后于一线厂商。上市后产能急剧扩张，屠宰产能从 100 万头增加到 350 万头，低温肉制品产能从 2.95 万吨增加到 5.75 万吨。募集资金和超募资金已经大部分用于新建项目，充分解决产能瓶颈，实现跨越式发展。公司现金流充裕时，继续新建项目的概率较大，产能扩张有可能超出预期。
- **营销年，市场拓展问题不大。**为消化新增产能，公司定义今年为营销年，从营销组织完善、终端销售新模式探索、品牌宣传推广等角度，全力以赴做大做强市场，完善现有销售网络。我们逐一分析了吉林、山东、西安、北京市场，认为公司市场拓展问题不大。以吉林市场为例，东北三省重点城市大多都在 300-500 公里销售半径内，同时，明年投产的西安 50 万头生猪分割项目，也可以消化其部分产能。
- **下半年吉林得利斯有望扭亏、毛利率回升。**因产能利用率不足，吉林得利斯仍处于亏损状态。随着吉林市场逐步拓展，公司日屠宰量大幅提升，下半年有望扭亏，全年争取实现盈亏平衡。生猪价格上涨对公司影响不大，冷却肉价格基本与生猪价格同步，低温肉制品价格略有滞后。下半年毛利率将有明显改善，主要是公司上调了低温肉制品价格，以及吉林得利斯有望扭亏。
- **盈利预测与评级。**我们看好公司基本面，主要基于管理层达成共识全力推进各项目，优质产品的突出代表，以及营销年市场拓展的全力推进。我们假设明后年 IPO 项目和超募资金项目按照计划进度投产，同时山东和吉林、北京、西安区域市场顺利消化新增产能，在此基础上，预计 2010-2012 年每股收益 0.23、0.52、0.76 元，目前股价对应 PE 分别为 78X、34X 和 24X，维持“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)	1199

**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

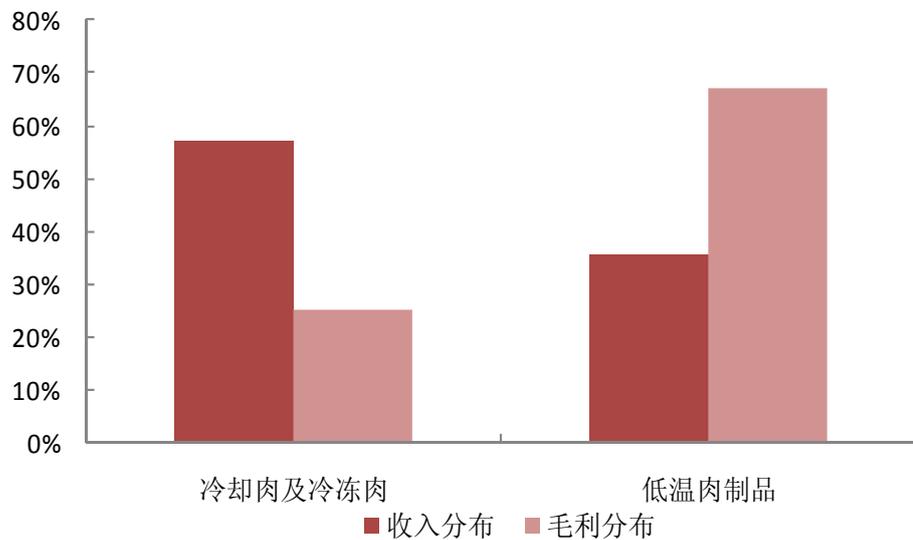
经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1111.0	675.7	1528.7	2143.3	2489.8
(+/-%)	-7.1	21.7	37.6	40.2	16.2
归属母公司净利润(百万元)	63.2	34.1	56.9	130.9	189.8
(+/-%)	-6.0	-31.9	-9.9	130.1	45.0
EPS(元)	0.25	0.14	0.23	0.52	0.76
P/E(倍)	75.6	140.0	78.4	34.1	23.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 一、经营理念转变，跨越式发展

以冷却肉和低温肉制品起家，产品品质优异。1) 1989 年公司研制成功低温肉制品并投入工业化生产，1999 年，“得利斯”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，产品直供人民大会堂、钓鱼台国宾馆及部分重点国家部委；2) 生产工艺处于国际先进水平，生产线从国外引进，产品品质高于大多数同行企业，同类产品价格也略高于行业平均；3) 一线厂商只有雨润的产品结构与公司类似，雨润以并购方式迅速扩张屠宰产能，公司采用新建方式扩产，保证产品品质。

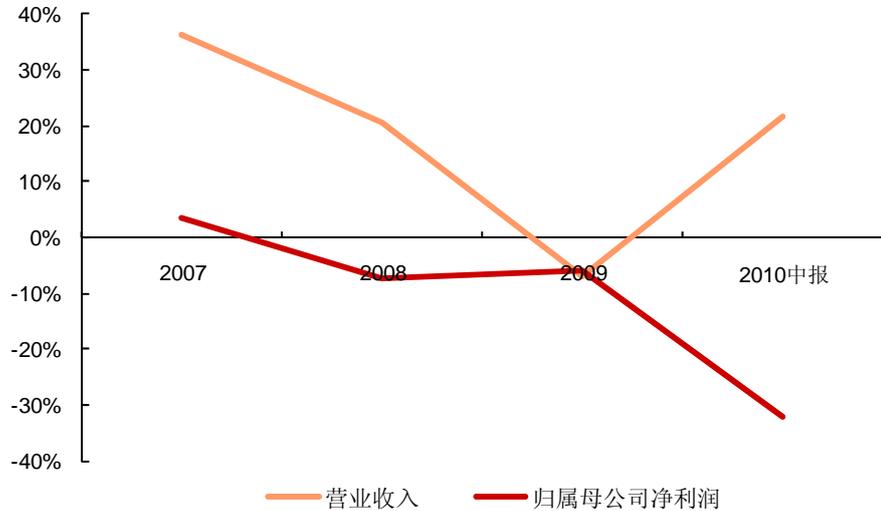
图 1 公司 2010 年上半年分产品收入、毛利分布



资料来源：公司公告、华泰联合研究所整理

**IPO 前受限产能瓶颈，经营风格保守。**公司很早就涉足肉制品行业，但是多年来收入、利润增长缓慢，落后于一线厂商。经营保守导致业绩增长缓慢，表现在：1) 产能瓶颈；2) 市场投入较少，品牌宣传力度不够；3) 公司坚持低温肉制品，销售半径有限，错过了高温肉制品、冷冻肉的大发展。与一线厂商相比，公司基本依靠自然增长，双汇、大众食品借助高温肉制品和冷冻肉迅速发展，雨润的产品结构与公司最相近，但是采取并购方式扩张屠宰产能，2005 年香港上市以来，发展迅猛。

图 2 公司历年收入、利润增速



资料来源：公司公告、华泰联合研究所整理

**经营理念转变，上市后产能急剧扩张。**很多新股上市后，大量超募资金闲置。公司 IPO 募集资金、超募资金已经大部分用于产能扩张、潍坊同路股权收购（屠宰产能从 100 万头增加到 350 万头，低温肉制品产能从 2.95 万吨增加到 5.75 万吨），充分解决产能瓶颈，实现跨越式发展。除现有项目，公司现金流充裕时，继续新建项目的概率较大，产能扩张有可能超出预期。

表 1 公司产能分布及投产进度

单位：万吨		现有产能	募投项目	超募项目	投产时间
公司本部	低温肉制品	2.3	2		2010 年底
	速冻调理食品	0.5			
	酱卤产品	0.1			
潍坊同路	屠宰	100 万头			
北京得利斯	低温肉制品	0.25			
西安得利斯	低温肉制品	0.4			2011 年
	生猪分割			50 万头	
	速冻调理食品			0.5	
吉林得利斯	低温肉制品			0.8	2011 年底
	屠宰		200 万头		2009 年底

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

## 二、 营销年，市场拓展不是问题

以“**市场营销**”为中心。为消化产能，公司将今年定义为“营销年”，着重从以下方面紧抓营销工作：1) 完善营销组织机制，加强营销队伍建设，严格考核激励制度；2) 发展城市展示店、店中店等终端销售新模式，扩张加盟店数量；3) 合理布局经销商和直销的销售模式。公司将灵活通过各种手段，全力以赴做大做强市场，完善现有销售网络（以山东为核心，以北京、陕西、吉林为区域中心）。

**吉林市场：**吉林得利斯营销拓展是市场最关心的问题，结合公司产品品质和市场空间，我们判断，吉林得利斯产能会顺利消化。首先，吉林得利斯采取以销定产策略，7月份每天屠宰量已经达到 2000 头，市场拓展效果初显；其次，吉林得利斯位于蛟河，距离长春、鞍山、沈阳、哈尔滨都在 300-500 公里的销售半径内，市场容量较大；最后，西安 50 万头分割项目明年上半年投产概率较大，吉林得利斯生产的白条猪完全可以供给到西安公司。

**山东市场：**本部 2 万吨高档低温肉制品项目赶在销售旺季前，可能年底投产。山东作为大本营市场，现有销售网络优势明显，市场容量巨大，全省大部地区都处于公司销售半径内，同时公司高档低温肉制品符合消费升级趋势，市场前景乐观。

**北京、西安市场：**90 年代，公司即走入省外市场，经过多年的发展，北京、西安市场销售基础好。同时，大城市对冷却肉和低温肉制品的接受程度远远高于小城镇，市场拓展较容易。

## 三、 发展空间大、市场前景乐观

**二线肉制品空间大，公司产品符合消费趋势。**我国肉制品行业集中度低，尤其是屠宰领域，这给肉制品龙头企业，尤其是二线企业，提供了广阔的发展空间。公司以冷却肉和低温肉制品为主，产品结构高于行业平均，符合新鲜、健康的消费趋势。

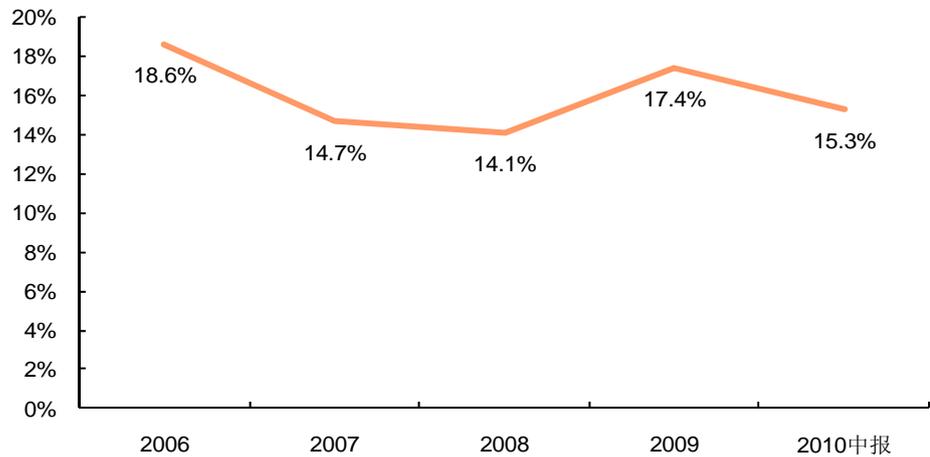
**速冻调理食品市场前景乐观。**公司超募资金一半用于西安速冻调理食品和本部猪副产品深加工项目。调理食品主要是火锅和烧烤系列的肉丸、肉串等，尚无国家标准。今年诸城市 22 家企业制定《速冻乳化肉制品》联盟标准，简称为“诸城肉丸标准”，以规范市场，提高区域产业竞争力。公司本部现有 5000 吨速冻调理食品产能，需求旺盛，在山东周边省份即销售完毕，年增速在 30% 以上。我们认为，西安速冻调理食品市场空间广阔。本部猪副产品深加工主要是调味品，比如猪骨素、火锅底料等，市场需求稳定增长。

#### 四、 下半年毛利率企稳回升

下半年吉林得利斯有望扭亏。吉林得利斯上半年仍处于亏损状态。预计下半年屠宰环比翻番，全年屠宰量约 50 万头左右，争取实现盈亏平衡。明年产能利用率有望达到 50% 以上，成为重要利润来源。为解决屠宰产能的猪源问题，公司与地方政府合作成立了合作社，跟农户签订约束性和保底合同，类似于广东温氏模式。如果蛟河当地生猪存栏量不能满足屠宰需求，公司将扩大生猪收购半径，总体而言，猪源构成瓶颈的可能性很小。

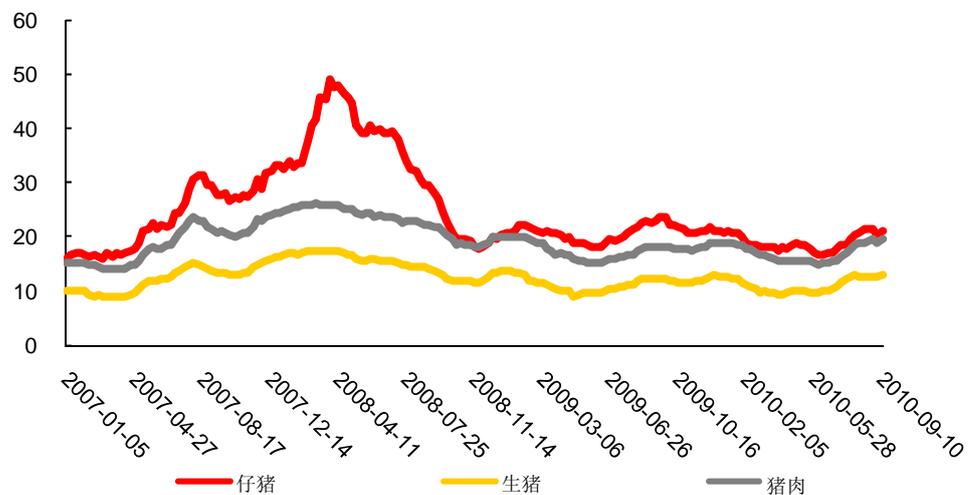
生猪价格上涨对公司影响不大，毛利率回升。公司冷却肉定价基本与生猪价格涨幅同步，低温肉制品价格略有滞后。上半年毛利率下降，主要是吉林得利斯亏损，以及去年 5 月初公司下调了低温肉制品价格。我们判断，下半年毛利率将有明显改善，一方面吉林得利斯扭亏，另一方面今年 8 月份公司上调了低温肉制品价格。

图 3 公司历年毛利率



资料来源：公司公告、华泰联合研究所整理

图 4 仔猪、生猪、猪肉价格



资料来源：wind、华泰联合研究所整理

## 五、 盈利预测与评级

我们看好公司基本面，主要基于管理层达成共识全力推进各项目，优质产品的突出代表，以及营销年市场拓展的全力推进。我们详细分析了吉林市场、大本营山东市场，以及西安、北京的市场容量和公司营销拓展措施，判断公司明后年新增翻番产能可以顺利消化。

我们假设明后年 IPO 项目和超募资金项目按照计划进度投产，同时山东和吉林、北京、西安区域市场顺利消化新增产能，在此基础上，预计 2010-2012 年每股收益 0.23、0.52、0.76 元，目前股价对应 PE 分别为 78X、34X 和 24X，维持“增持”评级。

## 六、 风险提示

- 1) IPO 项目和超募资金项目投产进度不达预期风险；
- 2) 明后年新增翻番产能的市场消化风险；
- 3) 生猪疫情、自然灾害风险等；

**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
<b>流动资产</b>	1099	1410	1507	1723	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	1637	2596	3018	3419	<b>利润总额</b>	89	68	157	227
<b>流动负债</b>	346	1126	1314	1422	所得税	18	10	24	34
短期借款	210	500	500	500	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	63	57	131	190
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	346	1248	1536	1744	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	90	91	93	97	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	251	251	251	251	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	1637	2596	3018	3419	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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