

# 公司研究

食品/肉制品  
评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街  
九号院一号楼六层信达证券  
研发中心

康敬东

证书编号：S1500208100048

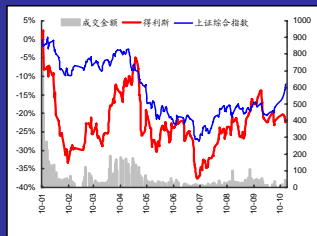
010-63081261

kangjingdong@cindasc.com

## 主要财务指标

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	1,111	1,617	2,579	3,285
(+/-%)	-7%	46%	59%	27%
归属母公司净利润(百万元)	52.83	83.36	145.10	196.34
(+/-%)	-5%	58%	74%	35%
每股收益(元)	0.230	0.322	0.510	0.702
净资产 (亿元)	68.9	56.3	32.4	23.9
净资产 (P/B)	3.9	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	41.1	39.3	25.2	19.7
股息率 (%)	0.5%	1.1%	1.9%	2.5%
归属母公司权益(百万元)	1234	1250	1250	1250
总市值(百万元)	4,898.21	总股本(百万股)	251	
公允价值(百万元)	2,794	流通股(百万股)	63	
资产负债率 (%)	13%	净资产(百万元)	154.48	
归母净利润收益率 (%)	8.78%	净利润增长率	14.2	
市盈率(10-13)	47%	上海综合指数	2,881	

## 近一年股价走势



## 相关报告

# 规模业绩有望成倍增长

——得利斯 (002330) 调研报告

2010年10月13日

## 摘要

- 前期我们赴山东诸城对公司进行调研，并与董秘进行了交流；
- 公司主要产品为冷冻（却）肉、低温肉制品和调理食品。山东本部、西安和北京的原有屠宰能力为 100 万头，09 年 9 月投产的吉林新建项目的屠宰能力为 200 万头，合计产能 300 万头，最终产能利用率约为 80%；
- 今年本部屠宰量预计为 80 万头，上半年吉林屠宰 15 万头，下半年预计 30 万头，公司今年总屠宰量 125 万头；
- 公司主要产品为低温肉，高温肉几乎可以忽略，仅在山东本部为满足当地经销商需求少量生产。目前公司低温肉原产能为 3.15 万吨，其中本部 2.5 万吨，实际产量超过 2.2 万吨，北京公司 0.25 万吨产能，08 年产量超过 0.2 万吨，西安公司 0.4 万吨产能，08 年产量超过 0.2 万吨。新项目建成后可达 5.95 万吨，其中本部新增 2 万吨，吉林增加 8000 吨高档肉制品项目。本部的低温肉生产线预计在元旦前后投产，预计 2011 年产量可达 5000 吨；
- 我们预测公司冷冻及冷却肉 2010 至 2012 年销量增幅为 70%、60%和 25%，同期收入增幅分别为 75%、68%和 29%。预测公司低温及高档肉制品 2010 至 2012 年公司销量增幅为 0%、40%和 18%，同期收入增幅分别为 2%、44%和 24%。预计公司调理食品同期销量增长均为 20%，收入分别增长 26%、24%和 22%。2010~2012 年公司总销售收入分别为 16.2 亿、25.8 亿和 32.8 亿元，分别增长 46%、59%和 27%。三年毛利率分别为 14.7%、15.4%和 15.7%；
- 我们预计 2010~2012 年公司 EPS 分别为 0.33、0.58 和 0.78，按 10 月 13 日收盘价计算对应的 PE 分别为 56.7、32.6 和 24.1 倍；
- 我们计算出公司平均估值水平在 10 元附近。相对目前 18 元的股价差距较大。我们认为主要原因在于市场对新股及小盘股的青睐，加之市场对公司新项目投产预期较高。从当前股价相对明年的 PE 为 32 倍角度来看，公司股价基本适中，但相对今年的 EPS 来说略显高估。我们预测公司 2010-2013 年复合增长率为 46.52%，以 10 月 13 日收盘价计算 PEG 仅 1.21，从这个角度来看公司具备估值优势。尽管如此，我们仍然给予公司“持有”评级。最后需要指出的是，近年来由于不明原因国内猪疫层出不穷，我们认为对此亦不可吊以轻心。

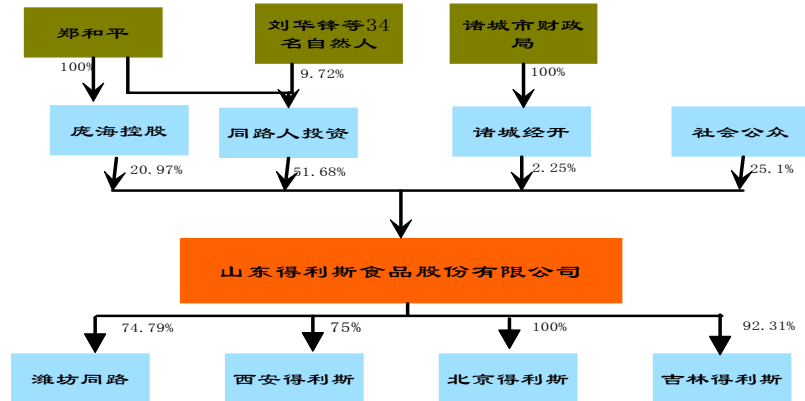
## 目录

1. 公司简介 .....	3
2. 低温肉领域先锋 .....	3
3. 主业简介 .....	4
4. 主业预测 .....	4
4. 公司上市将开启增长空间 .....	5
5. 业绩预测 .....	5
6. 估值及投资建议 .....	6

## 1. 公司简介

得利斯集团创立于 1986 年，为首批农业产业化国家重点龙头企业、中国肉类十强企业、中国食品业百强企业、中国最具市场竞争力品牌。得利斯冷却肉和低温肉制品为中国名牌产品，“得利斯”和“北极神”商标被认定为中国驰名商标。

图 1: 公司股权及经营结构

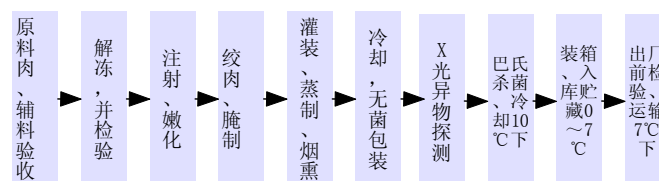


资料来源：信达证券

## 2. 低温肉领域先锋

1989 年，公司在国内率先研制成功低温肉制品并进行工业化生产，公司产品采用低温蒸煮工艺，不破坏肉类纤维组织和自然营养成分，其蛋白质、氨基酸、维生素和多种矿物质等含量是普通肉制品的 2-8 倍。2000 年，公司投资 2 亿元全套引进欧盟先进设备建成百万头生猪屠宰项目，采用国际上目前最先进的低压脉冲三点击晕、卧式真空采血、立式蒸汽烫毛、纵向横向桑拿按摩、气体火焰瞬间二次灭菌、快速冷却降温、脱酸排毒 24 小时等工艺技术，进行“绿色”屠宰加工，其产品冷却肉达到纯生可食的无菌程度，通过了 HACCP 认证、欧盟 SGS 认证及香港、新加坡、俄罗斯的出口认证。得利斯获得了广泛的市场认同，商标价值高达 12.57 亿元，产品进入人民大会堂、钓鱼台国宾馆，出口港澳、俄罗斯、新加坡等国家地区。“得利斯”牌低温肉制品自 1996 至 2008 年连续多年被中国行业企业信息发布中心认定为“全国市场同类产品销量第一名”。

图 2: 公司低温肉制品工艺流程



资料来源：公司资料

### 3. 主业简介

公司主要产品为冷冻（却）肉、低温肉制品和调理食品。山东本部、西安和北京的原有屠宰能力为 100 万头，09 年 9 月投产的吉林新建项目的屠宰能力为 200 万头，合计产能 300 万头。按每头猪平均 80 公斤的出肉率计算，满产时公司的冷冻、却肉可达 24 万吨。今年本部屠宰量预计为 80 万头，上半年吉林屠宰 15 万头，下半年预计 30 万头，公司今年总屠宰量 125 万头。

公司主要产品为低温肉，高温肉几乎可以忽略，仅在山东本部为满足当地经销商需求少量生产。目前公司低温肉原产能为 3.15 万吨，其中本部 2.5 万吨，实际产量超过 2.2 万吨，北京公司 0.25 万吨产能，08 年产量超过 0.2 万吨，西安公司 0.4 万吨产能，08 年产量超过 0.2 万吨。新项目建成后可达 5.95 万吨，其中本部新增 2 万吨，吉林增加 8000 吨高档肉制品项目。本部的低温肉生产线预计在元旦前后投产，预计 2011 年产量可达 5000 吨。公司本部新增的 2 万吨低温高档肉制品将主要是休闲食品，包括肉干、肉松、肉条、发酵活腿及活腿切片等等。公司调理食品主要是火锅调料、各类酱、各类丸子及麻辣烫原料，总部产能为 1.4 万吨，西安新建 0.5 万吨，预计明年中期投产。公司调理食品产能合计 1.9 万吨。据了解调理产品市场形势较好。

图 3: 公司低温肉制品



资料来源：信达证券

图 4: 公司低温肉制品



资料来源：信达证券

### 4. 主业预测

我们预测公司冷冻及冷却肉 2010 至 2012 年销量增幅为 70%、60%和 25%，同期收入增幅分别为 75%、68%和 29%。预测公司低温及高档肉制品 2010 至 2012 年公司销量增幅为 0%、40%和 18%，同期收入增幅分别为 2%、44%和 24%。预计公司调理食品同期销量增长均为 20%，收入分别增长 26%、24%和 22%。2010~2012 年公司总销售收入分别为 16.2 亿、25.8 亿和 32.8 亿元，分别增长 46%、59%和 27%。三年毛利率分别为 14.7%、15.4%和 15.7%。

**表 1: 主业预测**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>冷冻及冷却肉</b>						
销售收入(万元)	71,500	83,614	71,286	124,822	209,701	269,990
销售量(万吨)	5.56	5.6	6.09	10.35	16.56	20.71
销售量增长率		0.7%	8.8%	70%	60%	25%
价格(元/吨)	12,859.79	14,931.08	11,705.42	12,056.58	12,659.41	13,039.19
价格增长率		16.11%	-21.60%	3.00%	5.00%	3.00%
销售收入增长率		16.94%	-14.74%	75.10%	68.00%	28.75%
毛利率	6.94%	5.06%	7.89%	8.78%	10.52%	10.52%
<b>低温及高档肉制品</b>						
销售收入(万元)	37,759	43,086	42,813	43,669	62,971	78,021
销售量(万吨)	2.26	2.02	2.07	2.07	2.90	3.42
销售量增长率		-10.6%	2.5%	0%	40%	18%
价格(元/吨)	16707.7	21329.8	20682.6	21096	21729	22816
价格增长率		27.66%	-3.03%	2.00%	3.00%	5.00%
销售收入增长率		14.11%	-0.63%	2.00%	44.20%	23.90%
毛利率	22.41%	25.37%	28.93%	28.93%	29.62%	31.63%
<b>调理食品</b>						
销售收入(万元)	5,435	7,370	8,909	11,225	13,875	16,982
销售量(万吨)	0.47	0.63	0.88	1.06	1.27	1.52
销售量增长率	-1.58%	34.0%	39.7%	20%	20%	20%
价格(元)	11563.8	11698.4	10123.9	10630.1	10949.0	11167.9
价格增长率		1.16%	-13.46%	5%	3%	2%
销售收入增长率		35.60%	20.88%	26.00%	23.60%	22.40%
毛利率	17.00%	21.37%	24.73%	25.45%	25.45%	25.45%
<b>产品线四(合并抵销)</b>						
合并抵销	2007	2008	2009	2010	2011	2012
销售收入(万元)	-15,505	-14,501	-11,904	-17,972	-28,655	-36,499
销货成本(万元)	-15,716	-14,619	-11,052	-15,326	-24,230	-30,759
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>总销售收入(万元)</b>	99,190	119,569	111,104	161,745	257,891	328,494
总销售收入增长率		20.55%	-7.08%	45.58%	59.44%	27.38%
<b>总销货成本(万元)</b>	84,628	102,719	91,743	137,937	218,071	276,829
<b>毛利率</b>	14.68%	14.09%	17.43%	14.72%	15.44%	15.73%

资料来源: 信达证券

## 4. 公司上市将开启增长空间

随着经济发展水平的提高,行业急剧扩容,企业之间的整合日益加剧。公司的主要竞争对手相继在内地或者海外上市,募集大量资金,如双汇发展于 1998 年在国内挂牌上市,大众食品于 2001 年在新加坡上市,雨润食品于 2005 年在香港上市,高金食品也于 2007 年在国内成功上市。主要竞争对手的一系列融资扩张的举措使得公司面临的竞争压力越来越大,这主要体现在增长速度上,同时公司产能利用率一直维持在较高水平上,产销和收入增长无力。不仅如此,山东当地的龙大、喜旺、波尼亚等区域品牌在山东对公司也构成了不小的威胁,特别是在农村等低端市场。不过公司的优势表现在外阜市场布局较为成熟,品牌能力较强。为继续保持在行业中的领先地位,公司急需拓宽融资渠道,加大产品研发力度,扩大生产规模和产品销量。而公司上市融资项目无疑是破解当前困局的重要举措,随着公司项目的纷纷投产,销售的扩大,公司盈利水平也将跃上新的台阶。

## 5. 业绩预测

我们预计 2010~2012 年公司 EPS 分别为 0.33、0.58 和 0.78,按 10 月 13 日收盘价

计算对应的 PE 分别为 56.7、32.6 和 24.1 倍。

表 2: 报表预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1111.0	1617.4	2578.9	3284.9	经营活动产生的现金流量				
主营业务成本、税金	917.9	1379.4	2180.7	2768.3	归属母公司所有者的净利润	70.6	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
主营业务利润	193.1	238.1	398.2	516.6	少数股东权益	7.4	7.9	13.7	18.6
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	24.1	29.5	33.2	34.5
销售费用	69.5	113.2	180.5	229.9	坏账准备	3.6	5.9	10.9	8.0
管理费用	20.3	40.4	64.5	75.6	应收账款的减少/(增加)	1.5	(27.4)	(50.0)	(36.8)
财务费用	9.7	(10.7)	(12.4)	(13.0)	存货的减少/(增加)	(38.9)	(72.7)	(126.2)	(92.5)
资产减值损失及其它	5.5	0.0	0.0	0.0	待摊费用和其他流动资产的	0.0	(6.9)	(13.0)	(9.6)
营业利润	88.1	95.2	165.6	224.1	其他长期资产的减少/(增加)	0.0	(7.2)	(9.3)	(12.0)
营业外收支	0.9	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加/(减少)	35.2	54.7	95.0	69.6
利润总额	89.0	95.2	165.6	224.1	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:所得税	18.4	19.7	34.3	46.4	其他流动负债的增加/(减少)	9.9	14.3	24.4	17.7
净利润	70.6	75.5	131.4	177.7	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	7.4	7.9	13.7	18.6	其它	(8.2)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
归属母公司所有者的净利润	52.8	83.4	145.1	196.3	经营活动产生的现金流量净额	105.2	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资产负债表 (百万元)					投资活动产生的现金流量				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	890.2	547.0	520.8	571.8	收回投资与投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	56.8	84.2	134.2	1554.8	资本投资	140.6	164.7	57.7	20.0
存货	144.6	217.2	343.5	436.0	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	15.1	22.0	35.0	44.6	投资活动产生的现金流量净额	(140.5)	(164.7)	(57.7)	(20.0)
流动资产合计	1099.4	852.2	1004.4	1186.3	筹资活动产生的现金流量				
固定资产	477.4	615.5	642.9	631.3	吸收投资收到的现金	818.8	0.0	0.0	0.0
无形资产	57.5	54.6	51.8	48.9	支付股利	24.9	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
其它非流动资产	2.3	9.5	18.7	30.7	取得借款收到的现金	70.0	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资产总计	1636.6	1531.8	1717.8	1897.2	其它	1.7	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
短期借款	210.0	0.0	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流量净额	862.3	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
应付账款	108.8	163.4	258.4	328.0	现金的净流入/(净流出)	827.0	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
其他流动负债	27.5	41.9	66.2	83.9	现金期初余额	55.8	890.2	547.0	520.8
流动负债合计	346.3	205.3	324.6	411.9	现金期末余额	882.7	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
长期借款	0.0	(5.1)	(10.2)	(15.3)					
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
非流动负债合计	0.0	(5.1)	(10.2)	(15.3)	ROE	4.4%	6.8%	11.2%	14.3%
负债合计	346.3	200.2	314.5	396.7	ROA	3.2%	5.4%	8.4%	10.3%
归母所有者权益合计	1200.4	1233.7	1291.8	1370.3	已获利息倍数	10.2	17.50x	-401.74x	-326.17x
少数股东权益	89.9	97.8	111.6	130.2	资产负债率	21.2%	13.1%	18.3%	20.9%
所有者权益合计	1290.3	1331.6	1403.4	1500.5	流动比率	3.17	4.15	3.09	2.88
负债和股东权益总计	1636.6	1531.8	1717.8	1897.2	固定资产/总资产	29.2%	40.2%	37.4%	33.3%

资料来源: 信达证券

## 6. 估值及投资建议

根据下表假设, 我们计算出公司平均估值水平在 10 元附近。相对目前 18 元的股价差距较大。我们认为主要原因在于市场对新股及小盘股的青睐, 加之市场对公司新项目投产预期较高。从当前股价相对明年的 PE 为 32 倍角度来看, 公司股价基本适中, 但相对今年的 EPS 来说略显高估。我们预测公司 2010-2013 年复合增长率为 46.52%, 以 10 月 13 日收盘价计算 PEG 仅 1.21, 从这个角度来看公司具备估值优势。尽管如此, 我们仍然给予公司“持有”评级。最后需要指出的是, 近年来由于不明原因国内猪疫层出不穷, 我们认为对此亦不可吊以轻心。

表 3: 基本假设

行业平均资产 Beta	0.95
无风险利率	2.37%
风险溢价	8.00%
公司股价	18.7
发行在外股数	25,100.0
股票市值(E)	469,621.0
债务总额(D)	(509.0)
Kd	5.31%
T	20.69%
II、Ka	
Ka	9.97%
III、Ke	
股票 Beta	0.99
Ke	10.29%
III、WACC	
E/(D+E)	100.11%
D/(D+E)	-0.11%
WACC	10.30%

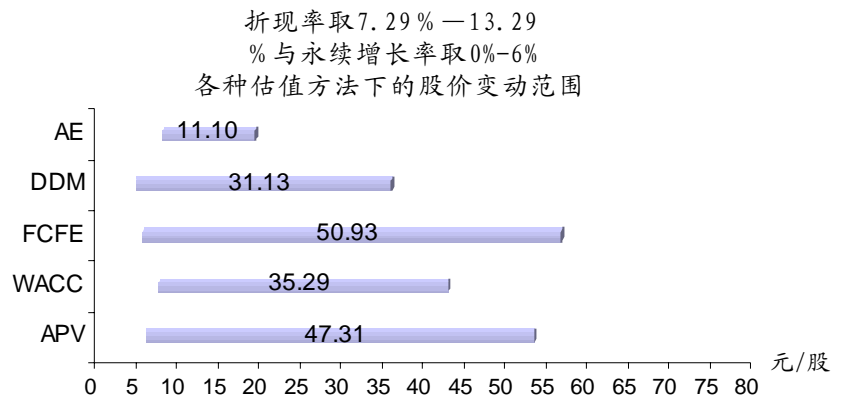
资料来源: 信达证券

表 4: 估值比较

估值方法	每股价值(元)
APV	10.99
WACC	10.70
FCFE	10.37
DDM	7.81
AE	8.99
EVA	8.19
平均	9.51

资料来源: 信达证券

图 5: 股价变动范围



资料来源: 信达证券

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
 邮编：100031  
 传真：0086 10 63081102