

得利斯 (002330.SZ)

肉制品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

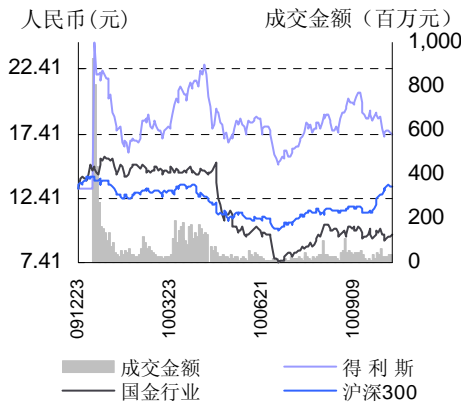
市价(人民币): 17.39元

增收不增利, 潜伏待明年

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)	4,364.89
年内股价最高最低(元)	24.50/13.18
沪深300指数	3378.66
中小板指数	7023.34



相关报告

1. 《净利下降 32%, 潜伏为明年》, 2010.8.26
2. 《两年再造一个得利斯》, 2010.5.10
3. 《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	0.173	0.300	0.346
每股净资产(元)	1.80	4.78	4.96	5.20	5.55
每股经营性现金流(元)	0.36	0.42	0.61	0.50	0.59
市盈率(倍)	N/A	52.36	127.44	73.53	63.79
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%	-31.17%	73.32%	15.26%
净资产收益率(%)	19.88%	5.26%	3.50%	5.77%	6.24%
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 年三季报: 营业收入同比增长 29.23%, 为 10.65 亿; 净利润同比增长下降 37.02%, 为 0.4 亿, 对应 EPS 为 0.16 元。
- 由于原材料成本上升, 毛利率大幅下降, 3 季度单季毛利率仅为 9.49%。

经营分析

- **业绩差强人意, 全年业绩可能同比下降 30-50%**
 - 10 年前 3 季度同比下降幅度有所收窄, 但情况仍差强人意。我们认为主要是三季度猪价快速反弹后肉制品调价滞后以及吉林项目低于预期所致。
- **11 年业绩仍值得期待:**
 - 公司积极从生产型主导逐渐向营销与生产双轮驱动转型: 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; 一系列措施体现了公司转型的想法, 但效果的体现需要时间。
 - 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。
- **屠宰及肉制品行业未来三年处黄金发展期, 优选行业龙头:**
 - 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

- 预计得利斯 10-12 年分别实现净利润 0.51、0.90 和 1.07 亿, 对应 10-12 年 EPS 分别为 0.173、0.300 和 0.346 元。
- 我们将视各项目实际投产情况, 及时调整业绩预测。

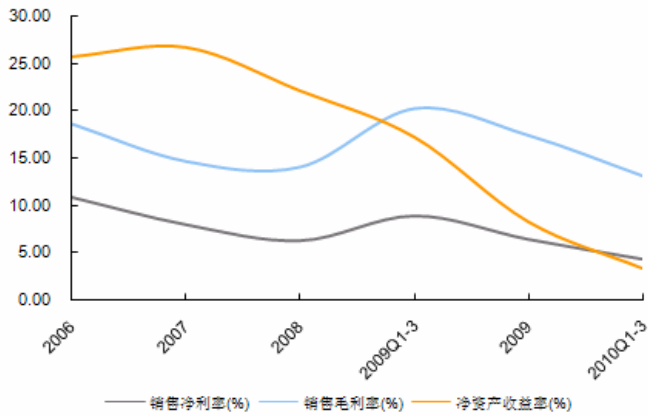
全年业绩预计下滑 30-50%，潜伏待明年

图表1: 三季度利润表对比

单位:百万元	09Q1-3	09Q3	10Q1-3	10Q3	Q1-3同比	Q3同比	变动分析
销售收入	824.14	268.78	1065.05	389.35	29.23%	44.86%	
毛利	20.24%	17.01%	13.17%	9.49%	-34.93%	-44.22%	材料成本上升, 肉制品销售价格变动所致
毛利	166.81	45.71	140.27	36.94	-15.91%	-19.19%	
主营业务税金及附加	0.39	0.13	0.34	0.12	-12.71%	-10.30%	
税金及附加占比	0.05%	0.05%	0.03%	0.03%	-32.46%	-38.08%	
营业费用	54.18	20.62	66.18	23.43	22.16%	13.64%	
营业费用/销售收入	6.57%	7.67%	6.21%	6.02%	-5.47%	-21.55%	
管理费用	11.89	3.98	24.32	6.87	104.56%	72.65%	吉林得利斯管理费用净增加; 管理人员公司增加
管理费用/销售收入	1.44%	1.48%	2.28%	1.76%	58.29%	19.18%	
财务费用	6.76	2.25	(1.50)	(2.36)	-122.17%	-204.91%	
财务费用/销售收入	0.82%	0.84%	-0.14%	-0.61%	-117.16%	-172.42%	
营业利润	89.70	18.32	46.12	8.04	-48.59%	-56.14%	
营业利润率	10.88%	6.82%	4.33%	2.06%	-60.22%	-69.73%	
税前利润	89.86	18.35	55.54	8.16	-38.19%	-55.55%	
税前利润率	10.90%	6.83%	5.21%	2.09%	-52.17%	-69.31%	
所得税率	19.10%	15.08%	18.13%	32.71%	-5.09%	116.86%	
净利润	63.56	13.42	40.03	5.90	-37.02%	-56.01%	吉林得利斯生产未达到预期, 亏损较大
净利润率	7.71%	4.99%	3.76%	1.52%	-51.27%	-69.63%	
BPS	0.34	0.07	0.16	0.02	-52.82%	-67.09%	

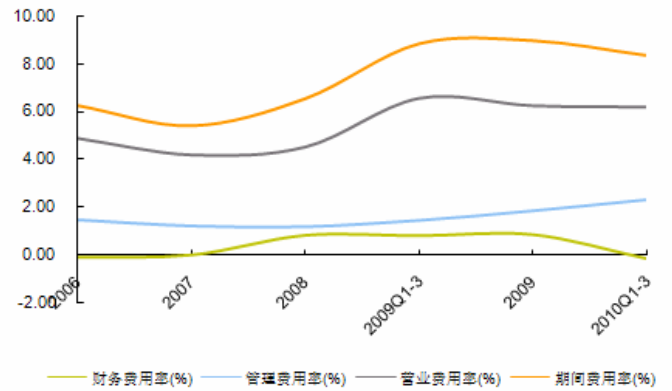
来源: 国金证券研究所

图表2: 关键财务指标 1



来源: 国金证券研究所

图表3: 关键财务指标 2



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

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