

得利斯：业绩增长看来年

得利斯公司调研报告

报告关键点：

- 低温肉制品行业的标杆企业；
- 2010年表现差强人意，2011年业绩逐步释放；
- 集团优质资产打开想象空间

报告摘要：

- 低温肉制品行业的标杆企业：**2009年公司生猪屠宰量位列行业第9名，肉制品加工能力位居行业第四，综合实力居行业前列。尽管公司的综合实力与双汇、雨润等行业龙头公司的差距较大，但公司的产品结构有特色，低温肉制品占有比例最高，2009年公司低温肉制品的销售占比高达39%。
- 2010年表现差强人意，2011年业绩逐步释放：**由于吉林项目未能达到预期屠宰规模，以及年初至今生猪和猪肉价格波动进一步挤压公司的利润空间，我们预计2010年的表现差强人意。2011年随着本部2万吨低温肉制品募投项目的竣工，凭借得利斯在周边市场多年的精耕细作，良好的品牌知名度以及成熟的市场渠道消化这部分产能基本无悬念。另外，随着公司东北市场渠道推广和深化，将能够逐步消化吉林项目200万头的屠宰产能，我们预计2011年吉林全年的屠宰量将达到80-120万头。除募投项目外，公司利用超募资金建设的如本部生猪副产品深加工项目、西安50万头生猪胴体分割以及5000吨调理食品加工项目、吉林8000吨高档肉制品项目都将陆续在2010年底和2011年开始竣工投产，成为公司未来业绩的增长点。
- 集团优质资产打开想象空间：**集团经营相关业务涉及农业产业链的公司主要有得利斯农业，其以120万吨粮油项目打造现代化、规模化和集约化的北方大型粮油加工物流存储中心；另外，得利斯畜牧公司的种猪培育养殖、饲料生产加工等优质资产也为未来集团资产的注入打开想象空间。
- 盈利预测和投资评级：**我们预计公司2010年、2011年山东本部和吉林分公司共屠宰生猪120和200万头，生产低温肉制品2.2和2.9万吨。本部2万吨低温肉制品项目于2011年初建成后，新建产能能够顺利被当地成熟市场所消化。另外，随着东北市场营销网络逐步完善吉林公司屠宰量迅速上升，公司的盈利情况将迅速改善。利用超募资金投资的本部生猪副产品深加工项目、吉林8000吨高档肉制品项目以及西安50万头胴体分割和5000吨调理食品项目在2010年底和2011年上半年陆续完工后开始贡献业绩。我们预测公司2010-2012年的EPS分别为0.23、0.53和0.82元，考虑到公司在行业的领先地位以及未来2-3年的快速增长，给予公司2011年35倍的PE，12个月的目标价为20元，给予增持-A的投资评级。

评级：**增持-A**

上次评级：

目标价格：**20.00 元**

期限：12个月 上次预测：

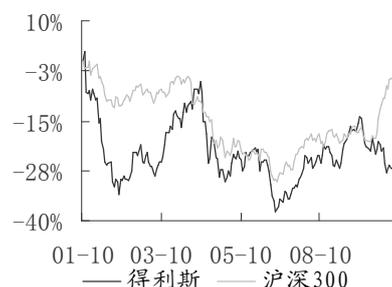
现价：17.39元

报告日期：**2010-10-24**

市场数据

总市值(百万元)	4,364.89
流通市值(百万元)	1,095.56
总股本(百万股)	251.00
流通股本(百万股)	63.00
12个月最高/最低	14.20/25.36 元
十大流通股股东(%)	37.49%
股东户数	13,047

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(24.75)	(18.80)	(26.47)
绝对收益	(6.51)	2.17	(27.48)

研究员

李铁 行业分析师
 010-66581633 litie2@essence.com.cn
 证书编号 S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,195.7	1,111.0	1,403.0	2,471.4	3,359.0
Growth(%)	20.5%	-7.1%	26.3%	76.2%	35.9%
净利润	74.3	70.6	60.7	144.2	219.9
Growth(%)	-7.3%	-6.0%	-10.6%	137.4%	52.5%
毛利率(%)	14.1%	17.4%	13.6%	14.9%	15.5%
净利润率(%)	5.6%	5.7%	4.0%	5.4%	6.1%
每股收益(元)	0.27	0.25	0.23	0.53	0.82
每股净资产(元)	1.64	5.14	5.38	5.96	6.83
市盈率	65.5	69.6	77.8	32.8	21.5
市净率	10.7	3.4	3.3	2.9	2.6
净资产收益率(%)	18.1%	5.5%	4.5%	9.6%	12.8%
ROIC(%)	17.8%	13.3%	7.1%	15.2%	23.8%
EV/EBITDA	30.5	32.0	38.5	16.6	10.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

1. 低温肉制品行业的标杆企业

山东得利斯食品股份有限公司是以生猪屠宰、冷却肉、低温肉制品、调理食品加工为主的大型食品专营企业。

公司主要产品包括：生肉制品与熟肉制品两大类。其中，生肉制品主要为冷却肉及冷冻肉产品，根据猪胴体的不同分割部位，提供一百多种冷却肉及冷冻肉产品。熟肉制品主要为低温肉制品，包括火腿类和香肠类共一百多种产品，如圆火腿、香辣肠、里昂火腿、精肉火腿、培根火腿、蒜味香肠等产品。自 1996 年以来公司低温肉制品销量稳居行业前列，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。

低温肉制品是指在常压下通过蒸、煮、熏、烤加工过程，使肉制品的中心温度达到 72℃ - 85℃，并通过杀菌处理加工，在包装、贮存、流通销售过程中始终保持低温，此类产品具有鲜嫩、脆软、可口、风味佳的特点。该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。低温肉制品在西方发达国家已流行了 60 多年，虽然我国在这方面起步较晚，但其作为一种技术含量很高的营养食品，在我国有着广阔的市场前景。可以预见的是，随着人们生活水平的提高及健康饮食观念的强化，低温肉类制品将在肉制品市场上占据主导地位，并从根本上改变肉类产品结构和人们的消费习惯。

表 1 2009 年生猪屠宰、肉制品加工行业公司排名

排名	生猪屠宰行业前十名企业	排名	肉制品加工行业前十名企业
1	临沂新程金锣肉制品有限公司	1	漯河双汇实业集团有限责任公司
2	江苏雨润食品产业集团有限公司	2	临沂新程金锣肉制品有限责任公司
3	漯河双汇实业集团有限公司	3	江苏雨润食品产业集团有限公司
4	河南志元食品有限公司	4	得利斯集团有限公司
5	北京顺鑫农业股份有限公司鹏程食品分公司	5	山东凤翔(集团)有限责任公司
6	四川高金食品股份有限公司	6	青岛九联集团股份有限公司
7	河南众品食业股份有限公司	7	青岛万福集团股份有限公司
8	广州番禺食品有限公司	8	河南邦杰实业集团有限公司
9	得利斯集团有限公司	9	山东省高堂蓝山集团总公司
10	四川井研县食品有限责任公司	10	烟台喜旺食品有限公司

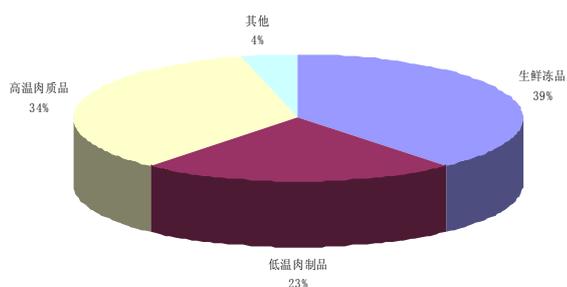
数据来源：中国肉类协会 安信证券研究中心

2009 年肉类协会的统计显示 2009 年公司生猪屠宰位列行业第 9 名，肉制品加工能力位居行业第四，综合实力居行业前列。

尽管公司与行业龙头公司双汇、雨润的差距较大，但公司的产品结构有特色，低温肉制品占有比例最高，2009 年公司低温肉制品的销售占比高达 39%。

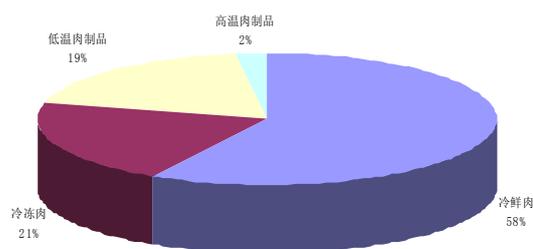
从消费升级的路线看，由于受到储存运输方式等多种因素的影响，国内的生肉产品及熟肉制品的消费升级在时间顺序上客观的选择了热鲜肉—冷却肉；高温肉制品—低温肉制品的升级方式。

图 1: 双汇产品结构 (2008 年)



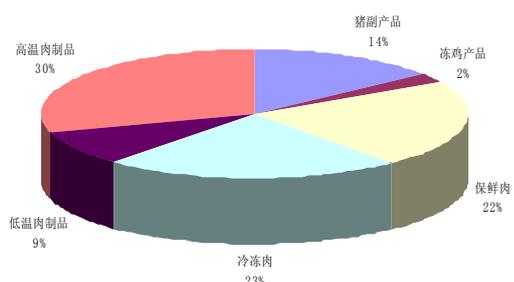
数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

图 2: 雨润产品结构 (2008 年)



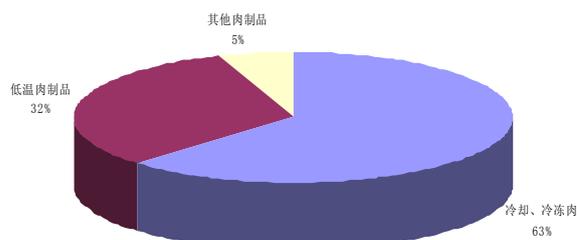
数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

图 3: 大众品结构 (2008 年)



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

图 4: 公司产品结构 (2008 年)

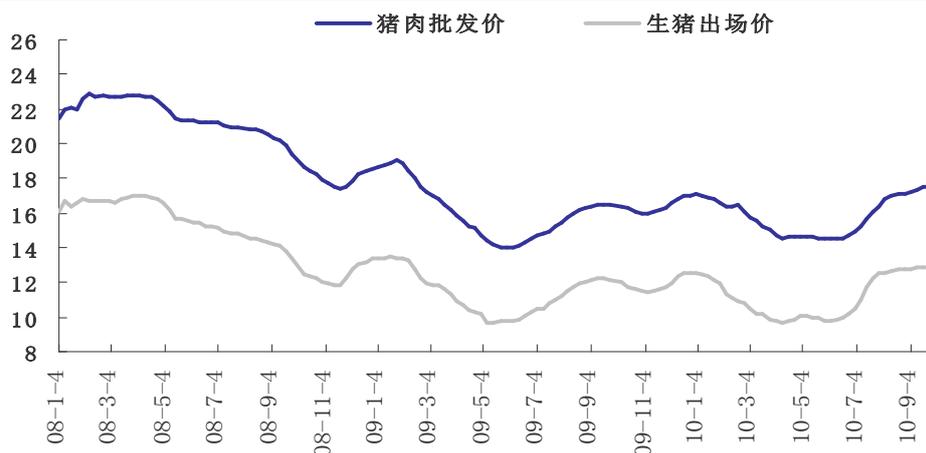


数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

2. 2010 年表现差强人意

公司近期发布了 2010 年的三季报,我们注意到公司 2010 年 1-9 月实现销售收入 10.65 亿元,同比增长约 30%,实现每股收益 0.16 元,同比下降了 53%。我们认为主要原因是: 1、吉林年屠宰 200 万头的项目于去年 12 月竣工投产后,由于今年未能达到盈亏平衡的屠宰量(约 60 万头),形成了较大的亏损; 2、尽管自 4 月份以后猪肉价格也在上涨,但上涨的幅度小于生猪收购价格造成行业毛利收窄,进而影响到公司的毛利率水平。因此我们预计尽管 4 季度开始进入行业的销售旺季,但 2010 年的业绩不会很靓丽。

图 5: 猪肉批发价与生猪出场价对比 (元/公斤)



数据来源: 商务部 国家发改委 安信证券研究中心

3. 2011 年业绩逐步释放

2011 年将是公司产能和业绩的释放年。从募投项目和产品方面我们认为主要有如下几点：

首先，是本部 2 万吨高端低温肉制品项目将在春节前完工，并开始为公司贡献业绩。由于本部产品的销售市场主要为山东本省市场，其销售半径大约在 500 公里，辐射到包括北京在内的市场。凭借得利斯在周边地区多年的精耕细作、良好的产品质量和品牌知名度以及成熟的市场渠道消化这部分产能基本无悬念。

其次是吉林 200 万头的屠宰项目能够超过其盈亏平衡的屠宰量，即 60 万头。我们预计 2011 年吉林全年的屠宰量能够达到 80-120 万头。吉林项目竣工后，最重要的任务还是销售网络的建设。我们了解到：现在东三省所有的地级市公司的产品都已铺货，网络体系的架构已经建成，只是布局还需完善，脉络还有待细化。目前公司已经在东北设立了近 300 家专卖店，12 个办事处，划分了十几个区域，销售队伍近 240 人。生、熟产品共用一个网络和一个物流。公司的销售渠道以经销商为主，商超（直供）占 20%-30%，并辅以加盟店、大客户、部队和学校等。我们认为随着公司在东北市场渠道的逐步推广和深化，以及产品的深入人心，消化公司 80-120 万头的屠宰能力应不成问题。关键仍是国内生猪价格与猪肉价格之间的利润空间，这也是影响公司屠宰量关键的外在因素。

表 2：公司主要产品产能和销量情况

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
屠宰产能（万头）	100	100	100	300	300	350	350
屠宰数量（万头）	78	64	64	70	120	200	270
低温肉产能（万吨）	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	5.75	5.75
低温肉销量（万吨）	2.14	2.26	2.02	2.1	2.2	2.9	3.7
其他调理食品（万吨）	0.6	0.6	0.6	0.9	0.9	1.4	1.4

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

4. 未来还有增长点

除募投项目外，公司利用超募资金建设的如本部生猪副产品深加工项目、西安 50 万头生猪胴体分割以及 5000 吨调理食品加工项目以及吉林 8000 吨高档肉制品项目。都将陆续在 2011 年底开始竣工投产，成为公司未来业绩的新的增长点。

表 3：公司超募资金投资项目

项目名称	投入资金	预计投产时间	达产年预计收入	达产年预计净利润
吉林 8000 吨高档肉制品项目	10231 万元	2010 年年底	18362	1322
西安 50 万头生猪胴体分割、5000 吨调理食品项目	11360 万元	2011 年上半年	58600	2370
本部生猪副产品深加工项目	12691 万元	2011 年上半年	21887	2565

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

5. 集团优质资产注入打开想象空间

除得利斯食品（上市公司）外，得利斯集团下辖企业涉及农业、畜牧、生物、置业、水务、彩印等多项业务。与上市公司经营业务相关涉及农业产业链的业务主要有得利斯农业，其 120 万吨粮油项目打造现代化、规模化和集约化的北方大型粮油加工物流存储中心；另外，得利斯畜牧公司的种猪培育养殖、饲料生产加工等优质资产也是未来集团资产的注入打开想象空间。

表 4 得利斯集团其他相关涉农产业

公司名称	主要业务
得利斯农业	生产 15 万吨优质面粉、9.2 万吨豆油、40 万吨豆粕、5 万吨次分以及副产品(豆粕和副产品能为集团公司下设的 100 处生猪合作社提供优质的饲料供应)。
得利斯畜牧	原种猪场、曾祖代猪场各 1 个，原种猪 400 头，曾祖代母猪 600 头，欧得莱祖代繁育场 3 个，存栏“欧得莱”祖代母猪 3000 头。 饲料厂 2 处，年产 20 万吨，生产“同路”牌饲料达猪、禽、水产三大系列 40 多个品种。
得利斯生物	建成世界最大的海狗油原料储备基地，生产“北极神”牌名优海狗油产品。利用生猪原料优势，开发养颜强骨胶囊、天然钙等保健品和辣酱、酱菜、香辛等调味品。

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

6. 盈利预测和投资评级

我们预计公司 2010 年、2011 年公司山东本部和吉林分公司共屠宰生猪 120 和 200 万头，生产低温肉制品 2.2 和 2.9 万吨。本部 2 万吨低温肉制品项目于 2011 年初建成后，新建产能能够顺利被当地成熟市场所消化。另外，随着东北市场营销网络逐步完善吉林公司屠宰量迅速上升，公司的盈利情况将迅速改善。利用超募资金投资的本部生猪副产品深加工项目、吉林 8000 吨高档肉制品项目以及西安 50 万头胴体分割和 5000 吨调理食品项目在 2010 年底和 2011 年上半年陆续完工，并开始贡献业绩。我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.23、0.53 和 0.82 元，考虑到公司在行业的领先地位以及未来 2-3 年的快速增长，给予公司 2011 年 35 倍的 PE，12 个月的目标价定位 20 元，给予增持-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-21
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,195.7	1,111.0	1,403.0	2,471.4	3,359.0	成长性					
减: 营业成本	1,027.2	917.4	1,211.7	2,102.6	2,837.7	营业收入增长率	20.5%	-7.1%	26.3%	76.2%	35.9%
营业税费	0.2	0.5	3.5	1.2	1.7	营业利润增长率	-10.6%	4.5%	-14.2%	141.9%	51.1%
销售费用	54.3	69.5	89.8	154.7	210.3	净利润增长率	-7.3%	-6.0%	-10.6%	137.4%	52.5%
管理费用	14.1	20.3	36.2	45.2	61.5	EBITDA 增长率	-1.9%	4.8%	-14.6%	121.8%	36.0%
财务费用	10.1	9.7	-14.1	-15.9	-29.0	EBIT 增长率	0.1%	3.6%	-37.1%	171.2%	48.2%
资产减值损失	5.5	5.5	0.3	0.8	0.6	NOPLAT 增长率	3.2%	-5.5%	-36.6%	165.3%	49.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.2%	19.1%	23.9%	-4.6%	-37.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	22.1%	214.4%	4.7%	10.7%	14.7%
营业利润	84.3	88.1	75.6	182.8	276.3	利润率					
加: 营业外净收支	4.1	0.9	1.0	-1.0	1.0	毛利率	14.1%	17.4%	13.6%	14.9%	15.5%
利润总额	88.4	89.0	76.6	181.8	277.3	营业利润率	7.0%	7.9%	5.4%	7.4%	8.2%
减: 所得税	14.1	18.4	15.8	37.6	57.4	净利润率	5.6%	5.7%	4.0%	5.4%	6.1%
净利润	74.3	70.6	60.7	144.2	219.9	EBITDA/营业收入	9.7%	11.0%	7.4%	9.3%	9.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	7.9%	8.8%	4.4%	6.8%	7.4%
货币资金	59.1	890.2	897.0	1,166.2	1,766.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	81	121	150	121	103
应收帐款	65.0	56.6	71.5	125.9	171.2	流动营业资本周转天数	50	58	33	-10	-40
应收票据	0.9	0.2	0.3	0.5	0.6	流动资产周转天数	69	218	285	187	189
预付帐款	14.3	7.8	-0.8	-15.7	-35.8	应收帐款周转天数	17	19	14	13	14
存货	104.4	144.6	190.9	331.3	447.2	存货周转天数	31	41	43	38	42
其他流动资产	-0.0	-0.0	-35.5	-162.5	-268.1	总资产周转天数	177	368	453	321	301
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	158	208	201	123	72
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	18.1%	5.5%	4.5%	9.6%	12.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	4.3%	3.2%	5.8%	7.1%
固定资产	270.0	477.4	688.0	966.6	946.3	ROIC	17.8%	13.3%	7.1%	15.2%	23.8%
在建工程	54.7	0.0	18.0	28.8	17.9	费用率					
无形资产	58.5	57.5	57.6	57.7	57.8	销售费用率	4.5%	6.3%	6.4%	6.3%	6.3%
其他非流动资产	4.9	2.3	7.6	8.0	8.2	管理费用率	1.2%	1.8%	2.6%	1.8%	1.8%
资产总额	631.8	1,636.6	1,894.6	2,506.8	3,111.4	财务费用率	0.8%	0.9%	-1.0%	-0.6%	-0.9%
短期债务	140.0	210.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	6.6%	9.0%	8.0%	7.4%	7.2%
应付帐款	49.9	132.3	141.6	245.7	331.7	偿债能力					
应付票据	3.3	7.5	9.9	17.2	23.2	资产负债率	35.0%	21.2%	28.7%	40.4%	44.9%
其他流动负债	28.2	-3.5	92.0	448.6	741.4	负债权益比	53.9%	26.8%	40.2%	67.6%	81.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.10	3.17	2.07	1.43	1.49
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.62	2.76	1.71	1.10	1.17
负债总额	221.4	346.3	543.6	1,011.5	1,396.3	利息保障倍数	9.35	10.10	-4.38	-10.46	-8.53
少数股东权益	72.6	89.9	94.2	104.2	119.5	分红指标					
股本	188.0	251.0	251.0	251.0	251.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	149.9	949.4	1,005.9	1,140.0	1,344.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	410.4	1,290.3	1,351.1	1,495.3	1,715.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	74.3	70.6	60.7	144.2	219.9	EPS(元)	0.27	0.25	0.23	0.53	0.82
加: 折旧和摊销	22.4	26.1	42.6	64.1	66.8	BVPS(元)	1.64	5.14	5.38	5.96	6.83
资产减值准备	5.5	2.3	0.3	0.8	0.6	PE(X)	65.5	69.6	77.8	32.8	21.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.7	3.4	3.3	2.9	2.6
财务费用	-	10.8	9.9	-14.1	-15.9	P/FCF	-	207.2	-211.2	25.3	8.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.7	4.0	3.1	1.8	1.3
少数股东损益	7.1	7.4	4.2	10.1	15.3	EV/EBITDA	30.5	32.0	38.5	16.6	10.6
营运资金的变动	-53.3	-38.3	89.3	414.1	348.6	CAGR(%)	24.7%	46.1%	67.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	68.3	105.2	183.1	617.3	622.2	PEG	2.6	1.5	1.2	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-85.0	-140.5	-273.1	-350.1	-32.1	ROIC/WACC	1.9	1.4	0.8	1.6	2.5
融资活动产生现金流量	19.2	862.3	104.1	15.9	29.0	REP	3.2	3.9	6.1	2.9	2.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034