

朱卫华 0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 黄珺、董广阳 0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn

2009年4月16日

高金食品(002143.SZ)/10.09 元

走出低谷，迎来好年景

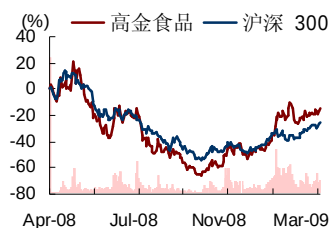
投资评级： 审慎推荐-B
 评级调整： 首次

基础数据

总股本（万股）	16050
流通股本（万股）	4133
总市值（亿元）	15
流通市值（亿元）	4
52周股价	3.8-20.3 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	98	-18
相对表现	-5	64	12



相关报告

IPO 新股研究报告：

《高金食品（002143）-西部屠宰加工整合者》2007/07/17

公司 08 年业绩将成为历史低点，09 年随着公司产能布点增加、猪源增加、猪价跌幅放缓，公司的产销规模有望迅速扩大，业绩恢复甚至有望超越历史最好水平。考虑公司业绩波动性大，我们首次给予“审慎推荐-B”投资评级。

q 公司前日公布 1Q09 业绩快报，实现净利润 400 万元，虽然数额不大，但反映出公司业务正走出低谷。公司今年一季度盈利水平不仅超过了遭遇雪灾、猪源紧张、猪价高企的 08 年一季度 186 万元净利润的业绩，也超过了 07 年一季度 344 万元的净利润，相对 08 年四季度亏损 172 万元，属于绝地反弹。最主要的原因是公司屠宰量的恢复，虽然生猪、猪肉价格持续低迷，但产能利用率的上升大幅提升了整体盈利水平。

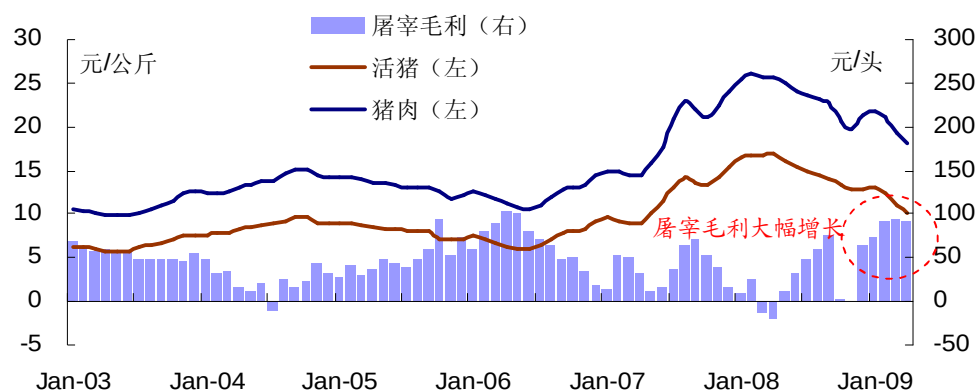
q 我们预计猪价会在今年年中触底反弹，四川猪源充足。四川生猪产业 08 年遭遇雪灾、地震等突发因素，生猪存栏、出栏量大幅下降，猪源补充需要时间，猪价呈高位缓慢回落状态。根据历史经验，猪价通常表现为 18 个月上涨 18 个月下跌的周期，我们预计生猪价格约在今年中期见底。

q 屠宰加工环节利润一季度迅速扩大，全年维持高位。根据生猪价格、猪肉价格、胴体率及副产品价格，我们对全国屠宰加工环节利润做了测算（见图 1），可以看出在经过 08 年的低迷过后（特别是四季度亏损），屠宰环节平均毛利润在今年一季度暴增到近 3 年高点，预计二季度随着猪价下跌，屠宰中间利润会略微收窄，待下半年猪价逐步回暖时，中间利润上升，全年维持高位。

q 公司 09 年将有望出现屠宰量和屠宰单位利润齐升局面，业绩恢复难以阻挡。我们预计公司 09 年屠宰量较 08 年有望实现接近翻倍的增长速度，一方面是得益于四川省内猪源供给大环境的转好，二是经过募投的技改项目，公司屠宰产能增长 40%，达到约 660 万头，其中四川 465 万头，东北 200 万头。屠宰单位利润一是受到行业整体复苏的影响，二是在屠宰量增加时，产能利用率提高，规模效应显现，生猪原料价格降低及单位摊销设备折旧的降低都将进一步提高屠宰利润，预计头猪的屠宰净利润将从 08 年的不到 1 元恢复到正常年份的 15 元以上。我们预计公司 09 年屠宰业务毛利增长 50% 以上，新增净利约 3500-4000 万，同比有望增长 5-6 倍。

q 上周公司公告斥资 1.5 亿元在河南新乡建立屠宰加工基地表明公司将集中力量主攻屠宰加工中间环节，“布局全国”先做大再做强，下游延伸或将放缓。下游树立品牌实非易事，于屠宰环节形成几个区域垄断市场、左右价格也不是一件容易完成的任务，公司利润水平在相当长时间内都会随猪源猪价大幅波动，公司的模式与山东金锣（大众食品）类似，与稳健增长的双汇发展不一样。

q 预计 09-11 年 EPS 分别为 0.36、0.41、0.45 元，首次给予“审慎推荐 B”的评级。目前估值为 09 年 PE30 倍左右，与农业股平均定位相当，已着实不低，考虑到公司短期业绩因行业复苏而强力反弹，超预期可能性较大，给予“审慎推荐 B”评级。待公司壮大成全国性企业、整体抗风险能力明显增强之后，我们再考虑调高其长期评级。

图 1、全国活猪、猪肉价格走势及屠宰毛利估算


资料来源：农业部，注：数据截至 09 年 4 月。

表 1、高金食品猪肉销售业务预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
屠宰产能(万头)	285	370	420	470	665	765	865	865
产能利用率		61%	57%	44%	23%	33%	35%	38%
销售量(万头)	176	225	240	205	150	300	330	363
同比%		28%	7%	-15%	-27%	100%	10%	10%
平均售价(元/头)**	771	667	639	851	1264	800	840	890
猪肉销售收入(万元)	135,693	150,182	153,419	174,517	189,654	240,000	277,200	323,070
毛利(万元)	10,886	10,226	14,080	14,185	11,681	15,000	18,900	21,120
毛利率	8.02%	6.81%	9.18%	8.13%	6.16%	7.50%	7.50%	7.19%
单位净利(元/头)	19	5	15	19	0.57	16.8	17.9	18.2

资料来源：公司公告，招商证券研发中心，**：平均售价不是整猪售价，而是模拟一头猪出肉的售价，不包括猪副产品等其他销售。

表 2、高金食品销售收入结构预测

单位: 百万元	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	1396	1551	1605	1,874	2,030	2,537	2,914	3,362
猪肉销售	1357	1502	1534	1745	1897	2400	2772	3231
罐头食品销售	55	54	56	59	62	64	65	66
生猪销售	1	3	5	8	7	8	9	10
高低温肉制品销售	0	14	37	74	85	86	89	91
其他及抵消	-18	-21	-28	-12	-20	-21	-21	-36
合计收入增长率		11.1%	3.4%	16.8%	8.3%	25.0%	14.8%	15.4%
猪肉销售		10.7%	2.2%	13.8%	8.7%	26.5%	15.5%	16.5%
罐头食品销售		-3.2%	4.1%	6.6%	3.9%	3.0%	2.0%	2.0%
生猪销售		121.4%	67.2%	51.2%	-17.4%	20.0%	15.0%	10.0%
高低温肉制品销售		0.0%	164.6%	99.4%	14.8%	2.0%	3.0%	2.0%
合计毛利	114	104	147	152	133	195	223	248
猪肉销售	109	102	141	142	117	180	208	232
罐头食品销售	5	6	8	7	7	6	6	7
生猪销售	0	-2	-3	1	1	1	1	1
高低温肉制品销售	-	-3	0	2	7	6	6	6
毛利率	8.1%	6.7%	9.2%	8.1%	6.5%	7.7%	7.7%	7.4%
猪肉销售	8.0%	6.8%	9.2%	8.1%	6.2%	7.5%	7.5%	7.2%
罐头食品销售	8.3%	11.6%	14.8%	11.2%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
生猪销售	3.3%	-46.9%	-51.4%	7.4%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%
高低温肉制品销售		-21.7%	0.5%	2.7%	7.9%	7.0%	7.0%	7.0%
毛利增长率		-8.4%	41.6%	3.3%	-12.6%	46.6%	14.6%	11.2%
猪肉销售		-6.1%	37.7%	0.7%	-17.7%	54.1%	15.5%	11.7%
罐头食品销售		35.4%	32.4%	-18.9%	10.9%	-14.2%	2.0%	2.0%
生猪销售			83.0%	-121.8%	-17.4%	13.2%	15.0%	10.0%
高低温肉制品销售			-105.8%	1027.2%	235.0%	-9.8%	3.0%	2.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 3、高金食品盈利预测总表

单位: 百万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	1551	1605	1874	2030	2537	2914	3362
营业成本	1447	1457	1722	1897	2343	2691	3114
营业费用	54	61	59	56	70	80	93
管理费用	20	28	25	37	47	44	44
财务费用	12	20	28	39	26	38	43
营业利润	18	36	39	1	52	61	67
营业外收入	3	3	8	8	8	8	8
营业外支出	0	2	1	0	0	0	0
净利润	15	37	46	6	59	67	74
归属母公司所有者净利润	18	39	46	6	58	66	73
EPS	0.11	0.24	0.28	0.04	0.36	0.41	0.45

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	601	536	489	517	550
现金	444	384	300	300	300
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	68	64	80	92	106
其它应收款	10	11	14	16	19
存货	72	70	86	99	115
其他	6	6	8	9	10
非流动资产	410	461	545	669	815
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	288	361	455	586	739
无形资产	106	96	86	77	70
其他	12	1	1	2	3
资产总计	1010	998	1034	1186	1366
流动负债	357	409	434	569	697
短期借款	302	350	368	497	649
应付账款	16	17	21	25	28
预收账款	11	12	15	17	20
其他	28	30	30	30	0
长期负债	141	71	41	11	11
长期借款	101	71	41	11	11
其他	40	0	0	0	0
负债合计	498	480	475	580	708
股本	107	161	161	161	161
资本公积金	241	187	187	187	187
留存收益	109	113	154	200	251
少数股东权益	56	56	57	58	59
母公司所有者权益	457	461	502	548	599
负债及权益合计	1010	998	1034	1186	1366

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	76	72	121	159	185
净利润		6	58	66	73
折旧摊销		51	60	73	90
财务费用		39	26	38	43
投资收益		(1)	0	0	0
营运资金变动		(20)	(35)	(26)	(31)
其它		(3)	12	9	10
投资活动现金流	(55)	(100)	(150)	(201)	(241)
资本支出		(100)	(150)	(200)	(240)
其他投资		0	(0)	(1)	(1)
筹资活动现金流	300	(32)	(55)	42	56
借款变动		48	(12)	99	122
普通股增加		54	0	0	0
资本公积增加		(54)	0	0	0
股利分配		(2)	(17)	(20)	(22)
其他		(78)	(26)	(38)	(43)
现金净增加额	322	(59)	(84)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的免责条款

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1874	2030	2537	2914	3362
营业成本	1722	1897	2343	2691	3114
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	59	56	70	80	93
管理费用	25	37	47	44	44
财务费用	28	39	26	38	43
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	39	1	52	61	67
营业外收入	8	8	8	8	8
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	47	9	60	69	76
所得税	0	2	1	1	2
净利润	46	6	59	67	74
少数股东损益	1	0	1	1	1
母公司所有者净利润	46	6	58	66	73
EPS (元)	0.28	0.04	0.36	0.41	0.45

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	17%	8%	25%	15%	15%
营业利润	10%	-98%	8584%	17%	11%
净利润	18%	-86%	838%	15%	10%
获利能力					
毛利率	8.1%	6.5%	7.7%	7.7%	7.4%
净利率	2.4%	0.3%	2.3%	2.3%	2.2%
ROE	6.6%	1.3%	11.5%	12.1%	12.2%
ROIC	7.3%	2.9%	7.6%	8.4%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	48.1%	46.0%	48.9%	51.8%
净负债比率	39.9%	45.2%	42.5%	45.4%	48.3%
流动比率	1.7	1.3	1.1	0.9	0.8
速动比率	1.5	1.1	0.9	0.7	0.6
营运能力					
资产周转率	1.9	2.0	2.5	2.5	2.5
存货周转率	18.6	26.7	30.0	29.0	29.1
应收帐款周转率	29.9	30.7	35.1	33.8	33.8
应付帐款周转率	102.1	114.9	121.2	117.2	117.6
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.04	0.36	0.41	0.45
每股经营现金	0.71	0.45	0.75	0.99	1.15
每股净资产	4.27	2.87	3.13	3.41	3.73
每股股利	0.14	0.01	0.11	0.12	0.14
估值比率					
PE	35.6	262.9	28.0	24.4	22.2
PB	2.4	3.5	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	16.9	16.7	11.0	8.8	7.5

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得 2005、2006、2007 年度《新财富》最佳分析师食品饮料行业第一名，2005 年度最佳分析师农林牧渔行业第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。