

高金食品（002143）：向左走·向右走

中性（维持）

食品行业/肉制品

当前股价：9.87 元

报告日期：2009 年 4 月 21 日

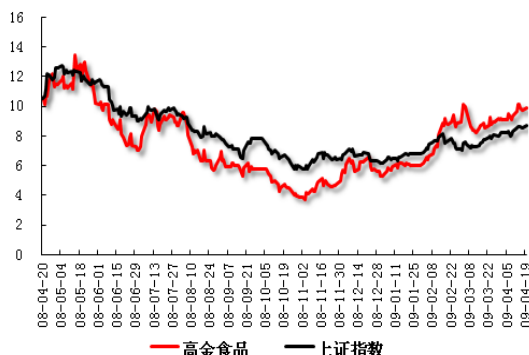
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1874	2030	2370	2787
(+/-)	17%	8%	17%	18%
营业利润	39	1	26	38
(+/-)	10%	-98%	2884%	47%
归属于母公司 的净利润	46	6	29	41
(+/-)	18%	-86%	355%	39%
每股收益（元）	0.28	0.04	0.18	0.25
市盈率（倍）	35	245	54	39

公司基本情况（2009 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	16,050/4,133
流通市值（亿元）	4.09
每股净资产（元）	2.85
资产负债率（%）	46.94

股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人—施剑刚

021-58824282-8111 shijg@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2008年，公司实现营业收入20.3亿元，同比增长8.3%，营业利润86万元，同比下降97.81%，实现归属母公司净利润647万元，同比下降85.8%，实现每股收益0.04元。2008年年度分配预案为无分配、无转增。2009年一季度，公司实现营业收入3.12亿元，同比下降16.08%，营业利润332万元，同比增长422.5%，实现归属母公司净利润401万元，同比增长115.72%，实现每股收益0.025元。
- 毛利率同比下滑是公司净利润下降的最重要原因。2008年初，生猪价格的飞速上涨，2008年4月份生猪价格每公斤达到了17.02元，而“5·12大地震”又导致大量生猪死亡，对身处四川境内的公司造成较大影响。因生猪的收购成本大幅上升，报告期内，公司共屠宰生猪140万头，较上年同期减少31.71%，屠宰数量的减少又增加公司固定成本的摊销，公司前三季度综合毛利率同比下滑了1.9个百分点，全年降为6.94%，同比收缩1.18个百分点，毛利率的大幅下滑是公司净利润下降的最重要原因。
- 生猪价格“向左走”、毛利率水平“向右走”。公司的毛利率水平与生猪价格相关性较强，随着后续生猪价格回落，公司毛利率年内有望逐步上升。2008年下半年，生猪价格快速回落，截止目前生猪价格已经下滑到每公斤9.8元，较去年最高点下滑了43%有余。生猪价格的大幅下滑使得公司毛利率逐步回升，2008年第四季度，公司毛利率同比上升了0.64个百分点，达到6.44%；2009年第一季度，公司毛利率同比大幅上升2.03个百分点，达到9.02%。因毛利率的大幅上升，公司2009年第一季度在费用率高企的情况下仍然大幅增长152%。我们预计，在不考虑政府干预和突发事件发生的情况下，生猪价格要到第四季度方能等到有效的回升，公司的毛利率有望继续上升。
- 费用率大幅上升导致公司第四季度亏损。报告期内，公司三项费用率同比上升了1.01个百分点，达到6.97%，其中第四季度同比上升了1.93个百分点，达到7.58%。费用率的大幅上升主要原因是：（1）管理费用同比上升58.33%。报告期内，公司冲减了应付福利费用689万元，同时公司2007年收购的子公司—巴中高金食品有限公司开始经营增加了公司的管理费用；（2）财务费用同比上升了38.95%。报告期内因人民币升值导致公司汇兑损失增加，同时借款平均利率高于上年

同期而公司借款余额较大，导致公司利息大幅增加。

- **产品结构升级，高低温肉制品成未来盈利增长点。**报告期内，公司从原来以销售冻肉为主的经营模式逐步过渡到以销售鲜肉为主的经营模式，并提高了高低温肉制品销售的占比。报告期内，公司高低温肉制品营业收入较上年同期增长42.56%，毛利率提高7.21个百分点，达到9.92%，未来公司高低温肉制品的发展将有望成为公司新的利润增长点。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司09-10年EPS分别为0.18元和0.25元，当前股价为9.87元，对应的动态PE分别为54X和39X，维持“中性”的投资评级。
- **风险提示。**（1）生猪价格波动对公司盈利能力的影响；（2）不可抗力，如大范围疫情爆发；（2）大盘的系统性风险。

附表1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2007Q4	2008Q4
综合毛利率(%)	8.12%	6.94%	5.80%	6.44%
归属母公司净利润率(%)	2.43%	0.32%	1.51%	-0.15%
净资产收益率(%)	9.96%	1.43%	100.00%	102.02%

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
综合毛利率(%)	8.12%	6.94%	6.99%	9.02%
归属母公司净利润率(%)	2.43%	0.32%	0.50%	1.29%
净资产收益率(%)	9.96%	0.00%	0.41%	0.88%

附表2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2007Q4	2008Q4
营业费用(万元)	5,880	6,307	1,617	2,126
营业费用率(%)	3.14%	3.11%	3.05%	3.77%
管理费用(万元)	2,498	3,954	433	1,184
管理费用率(%)	1.33%	1.95%	0.82%	2.10%
财务费用(万元)	2,798	3,887	943	968
财务费用率(%)	1.49%	1.92%	1.78%	1.72%
期间费用(万元)	11,176	14,149	2,993	4,278
期间费用率(%)	5.96%	6.97%	5.65%	7.58%

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
营业费用(万元)	5,880	6,307	1,118	1,249
营业费用率(%)	3.14%	3.11%	3.01%	4.00%
管理费用(万元)	2,498	3,954	784	914
管理费用率(%)	1.33%	1.95%	2.11%	2.93%
财务费用(万元)	2,798	3,887	602	287
财务费用率(%)	1.49%	1.92%	1.62%	0.92%
期间费用(万元)	11,176	14,149	2,503	2,449
期间费用率(%)	5.96%	6.97%	6.73%	7.85%

附表3：公司资产运营能力指标

	2007A	2008A
总资产周转(天)	157.35	178.29
存货周转(天)	19.37	11.75
收款周期(天)	12.05	10.69
付款周期(天)	3.53	2.78
每股经营性净现金流(元/股)	0.71	0.61

图表：高金食品盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	187,414	202,962	236,959	278,711
增长率	16.80%	8.30%	16.75%	17.62%
减：营业成本	172,205	188,882	217,215	254,728
毛利率	8.12%	6.94%	8.33%	8.60%
减：营业税金及附加	58	112	142	167
销售费用	5,880	6,307	7,583	8,919
管理费用	2,498	3,954	4,739	5,574
财务费用	2,798	3,887	4,739	5,574
期间费用率	5.96%	6.97%	7.20%	7.20%
资产减值损失	112	-244	0	0
投资净收益	65	23	30	30
营业利润	3,928	86	2,571	3,779
增长率	10.50%	-97.81%	2883.88%	46.99%
加：营业外收入	784	981	592	697
减：营业外支出	55	168	71	111
利润总额	4,657	899	3,092	4,364
增长率	24.86%	-80.70%	244.00%	41.14%
利润率	2.48%	0.44%	1.30%	1.57%
减：所得税费用	36	14	49	131
实际税负比率	0.77%	1.59%	1.60%	3.00%
净利润	4,621	885	3,042	4,233
归属母公司所有者的净利润	4,552	647	2,942	4,083
增长率	17.72%	-85.80%	355.08%	38.76%
净利润率	2.43%	0.32%	1.24%	1.46%
少数股东损益	69	238	100	150
总股本（万股）	10,700	16,050	16,050	16,050
每股收益（元）	0.284	0.040	0.183	0.254
每股净资产（元）	4.27	2.82		
净资产收益率	9.96%	1.43%		

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002