

景气未见恢复，来年或见转机

高金食品 2009 年中报点评

报告关键点：

- 2009年中报业绩略低预期
- 四大产品增降各异，综合毛利率有所提高
- 调低目标价至7.50元，维持“减持-B”评级

报告摘要：

- 高金食品2009年中报业绩略低于我们及市场预期。**公司在2009年上半年实现销售收入接近7.4亿元，同比下降22.49%。实现营业利润超过485.5万元，同比增长119.32%，实现净利润624.2万元，同比增长23.23%，折合每股盈利接近0.04元。由于猪肉价格同比下降较多，造成公司销售收入下降，但是由于同理，公司收购生猪成本相应下降，加之屠宰数量上升及鲜销比例提高，因此公司净利润出现同比增长的情况。而报告期内，公司非经常性损益较去年同期有所减少，因此公司净利润增长同比低于营业利润增速。
- 公司各大产品销售情况各异，但除屠宰以外，皆有所下降。**2009年上半年高金食品屠宰生猪85.2万头，同比增长19.16%，销售高低温肉制品3472.04吨，较上年同期减少11.10%，销售罐头1488.52吨，较上年同期减少40.27%，销售牧业产品3136头，较上年同期减少2.09%。由于公司屠宰业务占到公司主营业务收入的91%左右，而较低的生猪收购价格及公司鲜销比例的提高，使得公司的综合毛利率较去年同比提高了接近一个百分点。
- 2009年四季度及2010年一季度或迎猪肉价格拐点。**猪肉价格虽然近期上涨较多，但从农业部发布的存栏指标来看，仍处于偏高的水平。尽管猪价反弹已经两个月，但我们仍然认为，这从本质上，可能是一次价格的超跌反弹。尽管背后可能还有意愿库存增加等因素。但因为供应的压力尚未缓解，猪价继续大幅走高，并在下半年进入养殖景气高点的可能性仍然非常小。而我们维持今年的4季度猪肉价格有望出现真正企稳，并在明年上半年出现拐点的预判。
- 调低目标价至7.50元，维持投资评级。**基于我们对公司及猪肉行业的预判，我们下调公司2009年EPS至0.10元，2010年EPS至0.30元及2011年EPS至0.44元。12个月的目标价则按2010年EPS0.30元的25倍PE，为7.50元，我们维持“减持-B”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,874.1	2,029.6	1,738.9	2,182.5	2,527.6
Growth(%)	16.8%	8.3%	-14.3%	25.5%	15.8%
净利润	45.5	6.5	15.3	47.5	71.2
Growth(%)	17.7%	-85.8%	136.8%	210.1%	50.0%
毛利率(%)	8.1%	6.9%	7.6%	9.0%	9.4%
净利润率(%)	2.4%	0.3%	0.9%	2.2%	2.8%
每股收益(元)	0.28	0.04	0.10	0.30	0.44
每股净资产(元)	3.20	3.18	3.26	3.49	3.83
市盈率	34.8	245.0	103.5	33.4	22.2
市净率	3.1	3.1	3.0	2.8	2.6
净资产收益率(%)	9.0%	1.7%	3.4%	10.0%	13.6%
ROIC(%)	18.5%	10.1%	9.6%	14.9%	19.3%
EV/EBITDA	12.0	23.4	25.0	15.9	12.4
股息收益率	0.0%	0.7%	0.4%	1.2%	1.8%

评级：
减持-B

上次评级： 减持-B

目标价格：
7.50 元

期限： 12 个月 上次预测： 8.75 元

现价： 11.49 元

报告日期：
2009-08-17

市场数据

总市值(百万元)	1,844.15
流通市值(百万元)	467.72
总股本(百万股)	160.50
流通股本(百万股)	40.71
12 个月最高/最低	3.76/13.25 元
十大流通股东(%)	21.12%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.36	5.50	35.50
绝对收益	(1.42)	17.81	63.80

研究员

独孤南薰 高级行业分析师
 021-68765195 dugunx@essence.com.cn
李铁 行业分析师
 010-66581633 litie2@essence.com.cn

前期研究成果

高金食品：业绩符合预期，恢复遥望 2010 年
 2009-04-21
高金食品：猪肉价格之命运呼唤转移
 2009-02-20

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-20**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,874.1	2,029.6	1,738.9	2,182.5	2,527.6	成长性					
减: 营业成本	1,722.0	1,888.8	1,605.9	1,985.4	2,288.8	营业收入增长率	16.8%	8.3%	-14.3%	25.5%	15.8%
营业税费	0.6	1.1	0.7	0.9	1.0	营业利润增长率	10.5%	-97.8%	1130.2%	388.5%	49.0%
销售费用	58.8	63.1	54.3	68.7	79.6	净利润增长率	17.7%	-85.8%	136.8%	210.1%	50.0%
管理费用	25.0	39.5	30.6	44.7	50.6	EBITDA 增长率	60.1%	-20.5%	-4.3%	56.3%	23.2%
财务费用	28.0	38.9	33.9	31.3	30.9	EBIT 增长率	20.6%	-40.9%	11.9%	86.6%	30.1%
资产减值损失	1.1	-2.4	3.1	-0.1	-0.1	NOPLAT 增长率	29.6%	-35.7%	7.6%	68.6%	31.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.5%	12.9%	8.8%	2.2%	-4.1%
投资和汇兑收益	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	157.9%	-0.3%	2.3%	7.0%	9.9%
营业利润	39.3	0.9	10.6	51.8	77.1	利润率					
加: 营业外净收支	7.3	8.1	7.7	5.0	8.0	毛利率	8.1%	6.9%	7.6%	9.0%	9.4%
利润总额	46.6	9.0	18.3	56.8	85.1	营业利润率	2.1%	0.0%	0.6%	2.4%	3.1%
减: 所得税	0.4	0.1	0.3	0.9	1.4	净利率	2.4%	0.3%	0.9%	2.2%	2.8%
净利润	45.5	6.5	15.3	47.5	71.2	EBITDA/营业收入	4.8%	3.5%	3.9%	4.9%	5.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	3.6%	2.0%	2.6%	3.8%	4.3%
货币资金	443.7	288.0	520.9	482.5	642.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	45	54	65	50	41
应收帐款	78.5	54.9	72.7	92.5	106.4	流动营业资本周转天数	19	8	19	37	38
应收票据	-	0.9	-	-	-	流动资产周转天数	87	89	109	108	107
预付帐款	6.3	4.2	5.8	7.8	10.1	应收帐款周转天数	12	11	12	12	12
存货	72.2	51.1	58.1	71.8	84.7	存货周转天数	18	11	11	11	11
其他流动资产	0.0	0.1	0.7	-0.2	-1.2	总资产周转天数	157	178	217	178	164
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	84	89	115	97	83
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.5	144.5	3.5	2.5	2.5	ROE	9.0%	1.7%	3.4%	10.0%	13.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	0.9%	1.6%	5.2%	6.8%
固定资产	288.1	324.3	306.6	294.5	280.8	ROIC	18.5%	10.1%	9.6%	14.9%	19.3%
在建工程	10.7	15.7	9.4	5.7	3.4	费用率					
无形资产	106.2	115.0	107.4	100.3	93.7	销售费用率	3.1%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	1.2	1.2	7.9	7.9	7.8	管理费用率	1.3%	1.9%	1.8%	2.1%	2.0%
资产总额	1,010.5	999.8	1,092.9	1,065.3	1,231.1	财务费用率	1.5%	1.9%	1.9%	1.4%	1.2%
短期债务	302.0	261.4	400.0	300.0	350.0	三费/营业收入	6.0%	7.0%	6.8%	6.6%	6.4%
应付帐款	69.1	140.2	60.3	77.2	94.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	49.2%	48.9%	52.1%	47.1%	49.4%
其他流动负债	-14.8	-22.1	-12.7	-34.8	6.2	负债权益比	97.0%	95.6%	108.6%	89.0%	97.7%
长期借款	101.0	41.0	39.0	41.0	44.0	流动比率	1.68	1.03	1.36	1.67	1.78
其他非流动负债	39.5	58.5	44.0	66.1	83.4	速动比率	1.48	0.89	1.24	1.49	1.60
负债总额	497.6	488.7	568.2	498.5	601.3	利息保障倍数	2.40	1.02	1.31	2.66	3.50
少数股东权益	56.0	58.5	61.2	69.6	82.1	分红指标					
股本	107.0	160.5	160.5	160.5	160.5	DPS(元)	-	0.07	0.04	0.12	0.18
留存收益	349.9	292.2	301.4	329.9	372.6	分红比率	0.0%	165.5%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	512.9	511.2	523.1	559.9	615.2	股息收益率	0.0%	0.7%	0.4%	1.2%	1.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	46.2	8.8	15.3	47.5	71.2	EPS(元)	0.28	0.04	0.10	0.30	0.44
加: 折旧和摊销	24.0	34.8	23.5	23.2	22.9	BVPS(元)	3.20	3.18	3.26	3.49	3.83
资产减值准备	1.1	-2.4	3.1	-0.1	-0.1	PE(X)	34.8	245.0	103.5	33.4	22.2
公允价值变动损失	-	-2.5	-	-	-	PB(X)	3.1	3.1	3.0	2.8	2.6
财务费用	-	22.7	30.5	33.9	31.3	P/FCF	30.2	-10.8	16.6	-23.1	11.2
投资收益	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	0.7	2.4	2.7	8.4	12.6	EV/EBITDA	12.0	23.4	25.0	15.9	12.4
营运资金的变动	-2.6	48.6	-112.8	-17.6	47.8	CAGR(%)	6.5%	111.6%	144.8%		
经营活动产生现金流量	75.7	97.9	-34.5	92.4	184.9	PEG	5.3	2.2	0.7	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-54.6	-121.1	141.1	1.0	0.0	ROIC/WACC	2.1	1.1	1.1	1.7	2.2
融资活动产生现金流量	300.4	-133.1	88.6	-148.2	-6.3	REP	1.1	2.8	2.7	1.7	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003 年起从事证券研究工作，2008 年 8 月加入安信证券研究中心。2005 年度《Asia Money》亚洲最佳消费品分析师第六名。

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、责任的和法律依据或者凭证，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

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@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