

高金食品：加快屠宰业全国布局 业绩增长可提速

——高金食品（002143）调研快报

2009 年 9 月 24 日

推荐/首次

食品饮料行业

调研快报

刘家伟	食品饮料行业分析师
	010-66507309

事件：最近猪肉价格连续上涨后又趋缓，以生猪屠宰和冷鲜肉为主业的高金食品备受关注，我们就该公司在肉价连续上涨过程中的受益情况与业务进展以及国内猪肉价格走势等问题，前往公司位于四川省遂宁市的总部与公司人员进行了交流，对成都部分农贸市场的猪肉及食品价格进行了调研。

内容：

之一：最近国内猪肉价格连续上涨，有议论认为公司在上半年进行的大规模生猪收购屠宰中大为受益，实际情况是怎样的？下半年猪肉价格走势如何？

今年上半年，生猪价格大幅下降，危及养殖户利益，国家适时出台冻猪肉收储计划，公司与其他屠宰企业一起参与了冻猪肉收储，这部分产品国家核定了一个价格。在猪肉市场价格需要调节时，国家会通知投放市场，届时如果投放市场的销售价格高于国家核定价，则高出部分归国家，若销售价格低于核定价，则国家给予补贴差额。另外国家会给企业在收储期间产生的冷藏费、搬运费、管理费等费用以及企业贷款用于收储的贷款利息进行补贴。所以，公司在这一块没有多少收益可言，对公司的业绩也就没有大的影响。

预计下半年的猪肉价格不会有太高的上涨，可能会有波动。主要原因是：国家随时会调节肉价，政府有猪肉储备；市场基本上是供求平衡的，只是有季节性、突发性或区域性因素影响而波动。下半年与 07 年不同，当时的需求缺口很大。现在老百姓的养殖积极性还在，企业规模化养殖也在扩大，供给不会大幅下降。

之二：屠宰业是公司最大的主业，布局从四川走向全国的原因和模式如何？进展情况？

去年公司主业受到冲击较大，生猪资源紧缺特别是四川尤为突出，屠宰量下降，由于猪肉价格高居不下，国外大量低价猪肉进入国内（国外对农场补贴很大，价格非常低），公司也受到很大影响，加上金融危机、地震等影响在内，08 年公司处于最困难期，现在处于回升期。

公司屠宰业布局从四川走向全国，除上述突发性因素外，主要还有以下因素：第一，四川生猪资源优势下降，散养户受生猪价格波动影响以及外出打工效应，养殖积极性较以前下降，规模化养殖短时间内不能体现效果；第二，四川本地生猪价格波动较大，引起公司屠宰量波动。公司以前利用四川生猪资源优势生产冻肉进行销售具有突出优势，现在已有所改变；第三，全国布局可寻求全国各地的生猪价格和猪肉价格波动差异来进行平衡。公司已确立这样的思路，哪个区域的生猪价格低就加大该区域屠宰基地收购屠宰，包括配套的人员调动、技术的配合等，全国布局是方向，近段时间已加大全国布局的力度。第四，鲜销需求增加和销售方式随之调整。过去冻肉受青睐，做原料，交通发达后，迅速配送可以实现，许多企业也采用鲜肉；各地鲜销店的建立，也增加鲜销量。公司目前猪肉的鲜销比例已达 40% 以上，过去 90% 为冻肉。第五，公司布局还要考虑消费地和资源地的结合，也就是考虑紧邻大中城市进行布局。从产能规划看，到 2010 年，公司规划产能可以达到 950 万头，目前除哈尔滨和新乡还没有建成、兰州刚签订协议还未最终确定，规划产能已经达到 750 万头。

关于扩张模式，公司目前没有定论，可以全资新建，可以收购兼并，可以合作。国内有一些屠宰企业或地点不好、经营不好、老化，有些民营屠宰企业估值较高，各种情况都有，只有适合需求的才考虑布局，新建也要看当地政府的支持力度，联合也要看合作方的具体情况等。2010 年也会新增扩张点。资金链方面没有问题，公司作为农业产业化龙头，政府支持比较大；银行合作都很好，3A 信用，贷款随时很快到位。

表 1 2009-2010 年高金食品生猪屠宰量规划产能（万头）

地区分布	2010 年底规划产能	目前实际规划产能	地区分布	2010 年底规划产能	目前实际规划产能
总部	150	150	鸡西	50	50
哈尔滨	100	（未开始）	兰州	50	（未开始）
新乡	100	（未开始）	云梦	50	50
公主岭	100	100	宜宾	50	50
松原	100	100	巴中	50	50
广元	100	100	什邡	50	50
合计	950	750	-	-	-

资料来源：东兴证券研究所

表 2 高金食品主要税种及税率

税种	税率	计税依据	税种	税率	计税依据
增值税	13%	猪肉销售收入	地方教育费附加	1%	应交流转税额
增值税	17%	其他产品销售收入	副食品调控基金	1‰	销售收入（遂宁地区）
城市维护建设税	7%、5%	应交流转税额	所得税费用	20、15%、25%	应纳税所得额
教育费附加	3%	应交流转税额	-	-	-

资料来源：公司 2008 年报

之三：公司目前产品覆盖多个环节，未来的产业链和战略思路是怎样的？有没有考虑从种猪培育到肉食加工一条龙、生产“有机食品”的业务？

公司未来主业还是以生鲜冻肉、深加工为主。目前从产业链看，覆盖了养殖、屠宰和深加工各个环节。未来几年产业发展总体思路是：（1）养殖：适度投资，控制规模。因为风险较大，如疫情不好控制，还有配种、成活率等方面的技术与管理要求也比较高。公司有养殖基地，主要发挥示范带动作用带动周边农户改良生猪品质，目的是要有可控的资源品质，保证产品品质。养殖品种包括种猪、母猪、猪仔和部分商品猪。公司在收猪时按照国家标准检测。（2）屠宰：扩大布局，占领市场，提高鲜肉比例，要尽量做大规模；（3）深加工：提升品牌，扩大规模，包括高低温产品、罐头等。罐头国内主要是军需、餐饮等，个人消费少一些，出口有东南亚、非洲等。高低温产品市场 05 年底才进入，正常情况需要几年时间进行市场培育和品牌提升，目前规模还没有达到盈利的平衡点，之前一年亏损 1000 多万，今后会加大投入；从地区看，现川渝较好，西南如云南、贵州以及陕西等都较好，下一步再考虑向东部等地扩张。去年市场特别是罐头出口市场变化较大，由此影响我们推迟一些产品的技改。公司的高低温产品会立足西南，逐步走向全国。

一条龙业务的成本比较高，也存在管理问题，有机食品的要求更高。公司没有饲料生产，什邡公司生产元一牌绿色猪肉，效果好，价格高，但规模无法扩大，量很小。目前自养的猪产能设计 2.4 万多头，08 年实际出栏量较小，占屠宰量的比例基本上忽略不计；射洪基地产能 6 千头商品猪，08 年出栏不多；新建的丹育养猪场产能 3 万头，包括繁育和商品猪，目前已投放第一批种猪，经过配种、怀孕，产仔，预计明年下半年可见效益。

之四：公司与竞争对手相比有怎样的差距和优势？如何应对？

公司在屠宰规模上属于西部最大，但与双汇、雨润、金锣还有较大差距。对于同行竞争，公司认为，第一，行业困难的时候，能够看出公司的管理、成本控制等综合因素，竞争的优势也体现出来，像 08 年的行情，许多经营不善的企业会破产，而公司也有下滑但挺过来了。第二，公司的下游产品技术储备和国内其他厂家差不多，技术基本同质化，但开发新产品的能力会有更多差异。如开发出适应当地口味的产品，新的产品需要新的市场运作，要成功比较难。国家对食品安全的门槛提高，对公司这种规范的企业来说是好事，公司是中国名牌，消费者也会认同；第三公司还有市场网络等。

之五：公司的销售体系建设情况怎么样？今年以来销售情况如何？团购占比如何？

公司目前在销售体系建设方面，主要是加强鲜肉销售，开展网点建设。这里有几个概念需要明确。在生猪被宰杀后，传统的是销售鲜肉和冷冻肉。冷冻肉是将温度迅速降至零度以下，营养价值流失较大。现在流行“冷却肉”，即在冷链状态下，0-4 度状态下，进行屠宰、分割、运输和销售。这种肉看起来鲜度不是很好，表面颜色变淡，实际上是最好地保护营养的流失和细菌的侵入，现在还不完全被消费者接受。从营养价值排名角度看，应该是冷却肉、鲜肉和冷冻肉；安全角度排名则是冷却肉、冷冻肉和鲜肉。鲜销点包括自营店、加盟店和超市共有近 500 家。自营店和加盟店占比差不多，发展方向是加盟店，超市比较少。加盟店的选址主要考虑消费者方便地点，如农贸市场附近的进出口等。四川农贸市场里边的个体肉摊卖的肉也有公司的。肉摊贩的价格和其他肉没有区别，但超市价格要高一些。从屠宰量看，最近同比和环比均有所增长。目前团购用户占比 30%；冻肉主要是销往需要猪肉做原料的企业。

之六：公司的房地产业务进展情况如何？

公司所有项目基地的土地除牧业外，都是自有土地，地价方面一般有大幅度优惠。目前房地产业务还没有实质性开发，主要基于自己的存量土地而开发。遂宁原来的老厂所处地点现为风景区，已变成商住用地，有 70 亩；广元也有 3 万多平米，成本低，从目前及今后房地产市场看应该前景乐观。什邡基地也纳入调整格局，可能会搬迁；射洪停产后，可能也会打算开发。公司有自己的房地产开发公司，未来几年房地产业务将会是公司主业的一个补充。。

结论：

1. 未来猪肉价格有望小幅波动，对公司业务稳定发展有利。上周（9 月 14 日至 20 日）猪肉价格在连续上涨了 14 周之后上周出现首次回落，猪肉批发价格较前一周下降了 0.2%，猪后臀尖肉、猪五花肉销售价格均持平或略有下降，分别为每斤 10.47 元、9.50 元；成都一些农贸市场近日后臀尖和肉排均为 10 元，比全国平均水平略低，猪肉价格呈现出基本稳定、不再上涨之态势。这和我国猪肉价格越来越受到政府干预，以及供求关系趋于平衡等不无关系。09 年 1 月 9 日国家发改委、财政部、农业部、商务部、国家工商总局、国家质检总局联合发布实施《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》提出了包括价格预警、启动临时收储猪肉等措施在内的价格干预措施，对减小猪肉价格波动发挥了重要作用。预计这一预案会继续执行和完善，继续发挥稳定肉价的作用。加上目前各地养猪模式从散养为主逐步转到规模养殖，农民养殖积极性的基本维持等因素，未来几年我国猪肉价格大幅波动的概率将大为减小，公司也会因此减小业务波动概率。

2. 最近一两年的增长点主要是看其屠宰业的全国布局及其各个布点的增长情况，业务和产品量的大幅扩张将带来业绩的大幅增长。预计公司产能到 09 年底达到 750 万头，到 2010 年底达到 950 万头，同比增幅将达到 78%和 27%，产量也会有较大幅度的增长，在猪肉价格平稳运行或波动不大的情况下，公司毛利率

会趋于稳定，业绩会由于量的大幅扩张而大幅增长。公司的下游产品可能会由于定位中低端而毛利率受到限制，但也容易占领市场，依靠量的扩张带来业绩增长。

3. 公司具有政策支持因素，享受所得税优惠、土地优惠以及政策性补贴等，这是公司主业的特定性质所决定的，应该成为考虑公司估值的一个重要因素。公司及分布在各地的下属子公司（宜宾、广元、射洪、遂宁、江安、什邡、巴中、鸡西、公主岭和湖北等）的食品有限公司和从事畜禽类初加工和牧业的牧业公司，按规定享受免征企业所得税优惠政策。下属子公司—泸州高金和翔达公司的主营业务为国家鼓励类产业项目，可享受按 15% 所得税率计缴企业所得税的税收优惠政策。

4. 公司未来有一部分房地产业务会形成补充。如搬迁留下的土地，但不会是主业，也会是补充，预计增值空间较大，也会给公司带来较好的流动性。

5. 盈利预测与评级：推荐 公司公告今年 1-9 月净利润同比上升 10% - 30%，我们预计 2009-2011 年公司销售收入增长-15%、30%和 30%左右，净利润增速为 87%、58%和 45%左右，处于高速发展期，EPS 可达 0.08 元、0.12 元、0.17 元，与公司业务类似的双汇发展、顺鑫农业、福成五丰、新五丰等目前平均市盈率达到 103 倍，市净率达到 4.07 倍。由于公司主业屠宰业是一个具有政策性支撑和调控的行业——成本市场化但销售价格政策化，业绩难以有效释放，但其重要性不言而喻——关系国计民生，为基本生活所必需，因而其估值不能完全看市盈率，可以结合其政策支持力度和成长性，以及以市净率来评估，以 4.07 倍市净率计算，2009-2011 年对应股价可达 12.63 元、13.89 元和 15.28 元左右，期间估值重心在 14-15 元左右。与目前股价相比有 15% 以上空间，考虑到近期资本市场估值重心可能有限，故给予“推荐”评级。

表 3 高金食品 2009-2011 年业绩预测表

指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	187,413.87	202,962.38	172518.02	224273.43	291555.46
(+/-)%	16.80%	8.30%	-15.00%	30.00%	30.00%
经营利润（EBIT）	3,928.32	86.15	1725.18	2242.73	2915.55
(+/-)%	10.50%	-9780.69%	1902.49%	389.14%	69.00%
净利润	4,621.32	884.57	1,207.63	1,906.32	2,769.78
(+/-)%	17.72%	-85.80%	86.77%	57.86%	45.29%
每股净收益（元）	0.50	0.04	0.08	0.12	0.17

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 4 高金食品与类似上市公司最新指标比较

代码	简称	09 中期每股净资产 （元）	09 年每股净资产 （元）	市净率 （倍）	市盈率 （倍）	市销率 （倍）	股权价值 （亿元）
002143.SZ	高金食品	2.86	3.15	3.74	167.78	1.42	20.95
000895.SZ	双汇发展	3.95	4.35	9.12	34.09	0.96	248.52
000860.SZ	顺鑫农业	5.28	5.81	2.25	41.05	1.11	64.03
000735.SZ	罗牛山	1.72	1.89	2.58	130.85	6.41	43.30
600965.SH	福成五丰	1.85	2.03	3.26		3.32	16.68
600975.SH	新五丰	2.49	2.74	3.48	144.21	3.67	17.43
平均		3.0249	3.33	3.33	4.07	111.31	2.82

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，.2007 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。