

新股报告

食品饮料

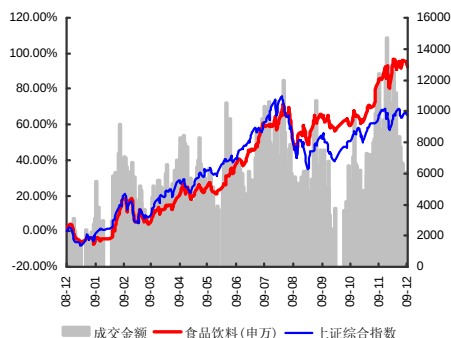
积极扩张的区域肉制品企业

2009年12月22日

建议：申购

——得利斯（002330.SZ）新股报告

所在行业最近52周走势：



本次发行数量 6300 万股
 网上发行数量 不超过 5040 万股
 网上申购时间 2009.12.23
 公司代码 002330
 申购价格 13.18 元

报告作者：

行业研究员：周纪庚

联系方式

电话：021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

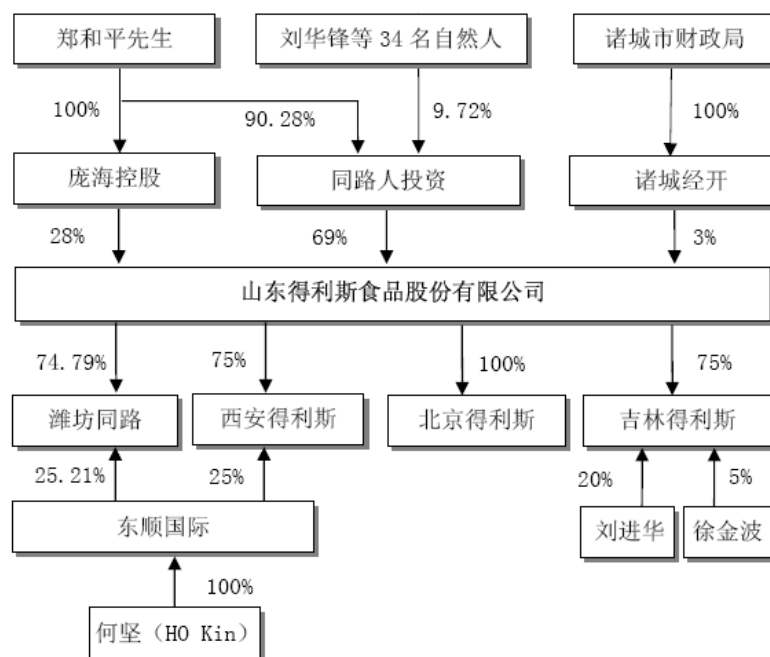
摘要：

- 得利斯是以生猪屠宰，冷却肉（冷鲜肉）、冷冻肉及低温肉制品的生产与销售为主营业务的大型猪肉食品综合加工企业，生产工艺先进并拥有完善的冷链运输体系。公司拥有年屠宰100万头生猪，年产8万吨冷却肉及冷冻肉、近3万吨低温肉制品的生产能力。
- 行业增长空间较大。随着人民生活水平的不断提高和生活节奏的加快，消费者在对肉类需求总量提升的情况下，对营养价值高、使用方便、安全卫生的冷却肉及肉制品的需求将越来越大。生产方面，目前我国肉类工厂化屠宰和加工比率仍远远低于发达国家水平，未来提升空间很大。
- 收入增长较快，财务指标稳步改善。2006年至2008年，本公司主营业务收入呈良好增长态势。冷却肉及冷冻肉、低温肉制品业务始终是公司主营收入的主要来源，占比一直在90%以上。公司资产负债率处于合理水平，但公司依靠短期借款扩大公司规模导致短期偿债能力偏低，但随着募集资金到位，公司短期偿债指标将得到较大改善。存货周转率偏低，但呈现逐年加快的趋势。
- 此次公司募投项目为：吉林得利斯年屠宰200万头生猪及冷却肉加工项目、得利斯年产20000吨高档低温肉制品项目。项目达成后，可有效地缓解公司的产能瓶颈，扩大市场销售范围，拓展南部地区的市场，为公司收入增长、盈利提升打下良好的基础。
- 盈利预测及询价建议：预计公司09-11年净利润为8700万元、9900万元和12500万元，EPS分别为0.35元、0.39和0.50元。目前已经上市肉制品企业09年的平均市盈率为60.52，10年的平均市盈率为36.5倍。考虑到公司良好的行业空间和成长性，我们认为公司的合理价格在16.60~18.40元。建议申购。
- 风险因素：（1）动物疫情风险；（2）募投项目投资风险；（3）大股东控制风险。

一、公司简介

得利斯是以生猪屠宰，冷却肉（冷鲜肉）、冷冻肉及低温肉制品的生产与销售为主营业务的大型猪肉食品综合加工企业，现拥有4家子公司。公司自成立以来一直从事生猪屠宰及猪肉制品的生产销售，生产工艺先进并拥有完善的冷链运输体系。目前，公司拥有年屠宰100万头生猪，年产8万吨冷却肉及冷冻肉、近3万吨低温肉制品的生产能力。

图表1：得利斯发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

公司前身为山东得利斯食品科技有限公司，成立于2003年，由山东得利斯农业科技股份有限公司及东顺国际投资企业有限公司共同出资成立。后经数次股权变更，于2007年整体变更为股份公司。公司目前控股股东为同路人投资（持股占比69%），第二大股东为庞海控股（持股占比28），郑和平先生通过同路人投资和庞海控股而间接控制公司97%的股份，为公司实际控制人。

二、行业前景分析

（1）肉类需求总量提升及结构变动

随着人民生活水平的不断提高和生活节奏的加快，消费者在对肉类需求总量提升的情况下，对营养价值高、使用方便、安全卫生的冷却肉及肉制品的需求将越来越大，肉类消费将朝着更安全、卫生、方便、快捷、营养和制品化的方向发展。

（2）工厂化屠宰和加工比率继续提高

目前我国肉类工厂化屠宰率仅占上市成交量的 25% 左右，2007 年肉类制品及副产品加工占肉类总产量的比重为 14.6%，2008 年该比例预计为 15.1%，而欧盟、美国、日本等发达国家和地区已经完全实现工厂化屠宰，且肉制品占肉类产量的比重也远高于我国。近年来，我国肉制品加工率也出现快速提升，从 2000 年的 6.8% 提升搞到 2008 年的 15.1%，但仍远远低于发达国家水平，未来提升空间很大。

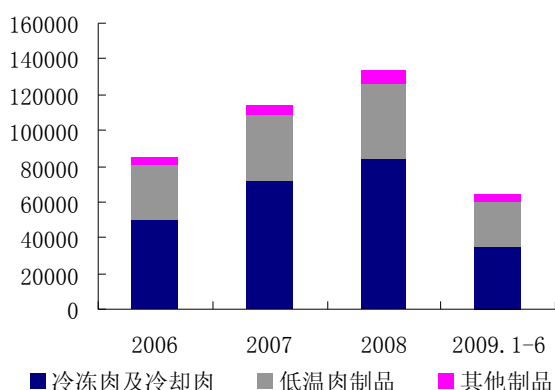
按照《食品工业“十一五”发展纲要》的规划，到 2010 年我国肉类总产量将超过 8400 万吨，肉制品总产量超过 1100 万吨。2010 年全国上市流通的畜禽工业化屠宰加工产品的比重将从 2005 年的 25% 提升到 45%~50% 左右。

三、公司主营业务分析

2006 年至 2008 年，本公司主营业务收入呈良好增长态势。2009 年 1-6 月公司主营业务收入同比下降 17.60%，主要原因为生猪和猪肉价格的持续下跌使得冷却肉及冷冻肉平均销售价格同比下降 27.65%，而低温肉制品价格和销量同比变动较小。

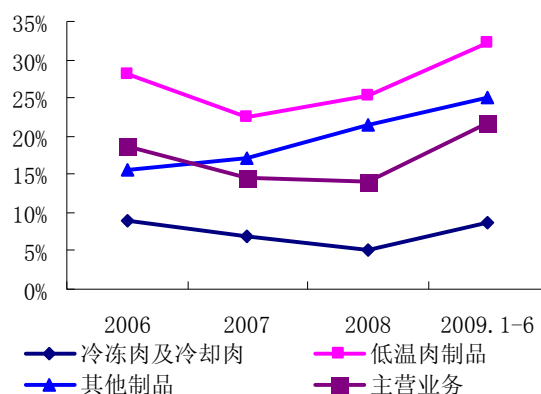
收入构成方面，冷却肉及冷冻肉、低温肉制品业务始终是公司主营收入的主要来源，占比一直在 90% 以上。

图表 2：得利斯营业收入构成情况（万元）



数据来源：招股说明书

图表 3：得利斯毛利率情况（%）



数据来源：招股说明书

毛利率方面，受猪肉价格高涨影响，近年来公司主营业务毛利率有所下降，主要原因在于肉制品销售价格的上涨滞后于猪肉价格的上涨，进而导致

毛利下滑，但从 09 年上半年的情况来看，毛利率有所好转，主要原因仍是猪肉价格的低位运行，预计全年来看公司毛利率将会在 20% 左右。

由于冷却肉和冷冻肉的毛利率较低，对公司毛利的贡献较小。低温肉制品毛利率较高，贡献了公司 60% 以上的毛利，是公司主要的利润来源。

图表 4: 公司主要财务指标

财务指标	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2006	1.2	0.65	34.57%	18.5	5.41
2007	1.03	0.57	39.69%	24.66	8.01
2008	1.1	0.63	39.38%	21.13	10.04

数据来源：招股说明书

公司的资产负债率低于 40%，处于比较合理的水平，符合行业特点和公司稳健经营的理念。流动比率、速动比率处于较低水平。主要原因是公司生产经营规模扩大，吉林得利斯筹建项目的工程投资，对资金的需求增大，但资金来源主要依靠银行的短期借款，负债结构不合理。

虽然公司流动比率、速动比率处于较低水平，但截至 2009 年 6 月 30 日，公司无已到期尚未归还的短期借款，也从未发生到期不能归还短期借款的情况。而且，公司长期与当地主要银行保持良好的业务合作关系，积极开拓融资渠道，良好的资信状况为公司的短期偿债能力提供了有力的保障。

应收账款周转率处于合理水平。由于猪肉及其肉制品的市场容量大、消费量稳定增长，货品流转速度快。公司的冷却肉及冷冻肉、低温肉制品比较畅销，账期较短，资金回收较快。

公司存货周转率偏低，但呈现逐年加快的趋势。存货周转率低的主要原因是潍坊同路生产的冷冻肉产品因保质期较长，周转速度较慢，且在存货中所占比例较大。总体来看，公司目前的存货周转率仍处于正常水平。公司今后将进一步加强存货管理，努力提升存货周转率，降低存货减值风险。

四、募投项目情况

公司本次发行所募集的资金扣除发行费用后，拟投入以下两个项目：

图表5: 公司募投项目情况

项目名称	拟投入募集资金（万元）	项目建设期	项目审批、备案情况
吉林得利斯年屠宰 200 万头生猪及冷却肉加工项目	18,921.21	12 个月	已获得吉林省发改委核准，核准文件编号为吉发改审批字[2008]182 号。
得利斯食品年产 20,000 吨高档低温肉制品建设项目	13,168.87	12 个月	已获得潍坊市发改委核准，核准文件编号为潍发改经外[2008]182 号。

资料来源：招股说明书

(1) 吉林得利斯年屠宰200万头生猪及冷却肉加工项目

目前公司的生猪屠宰基地只有山东诸城市一处，由于经济运输半径等因素，制约了公司在北京和东北地区的业务发展。东北地区是我国的粮食主产区，饲料来源丰富，同时生猪资源丰富，可有效地保证猪源。

此项目将在吉林实施，设计产能为屠宰200万头，年产冷却肉及冷冻肉16万吨，其中冷却肉8.55万吨。项目完成后，公司将形成300万头屠宰能力，冷却肉及冷冻肉产能将达到24万吨。

(2) 得利斯年产20000吨高档低温肉制品建设项目

近年来，公司低温肉制品业务的平均产能利用率为73.14%，高于行业平均水平，并在旺季出现供不应求的局面。为了解决产能瓶颈问题，公司拟投资年产20000吨高档低温肉制品项目。项目完成后，公司低温肉制品产能将近5万吨，年产低温肉制品将达到3.55万吨。

募投项目达成后，可有效地缓解公司的产能瓶颈，扩大市场销售范围，拓展南部地区的市场，为公司收入增长、盈利提升打下良好的基础。

五、盈利预测及询价建议

我们预测，公司2009年、2010年和2011年的净利润分别为8700万元、9900万元和12500万元，对应摊薄后EPS分别为0.35元、0.39元和0.50元。

图表6：公司盈利预测

会计年度（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1196	1065	1592	2198
营业成本	1027	874	1354	1883
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	54	57	79	109
管理费用	14	16	20	27
财务费用	10	4	5	8
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	84	115	134	170
营业外收支净额	4	4	4	4
利润总额	88	119	138	174
所得税	14	24	28	35
净利润	74	95	110	139
少数股东损益	7	8	11	14
归属母公司净利润	67	87	99	125

EPS	0.36 (发行前)	0.35	0.39	0.5
-----	------------	------	------	-----

资料来源：国联证券研究所

图表 7：可比上市公司估值

证券简称	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
双汇发展	1.15	1.45	1.78	41.28	32.71	26.64
高金食品	0.04	0.15	0.28	327	88.33	46.40
平均值				—	60.52	36.52
得利斯	0.27	0.35	0.39	48.8	37.65	33.8

资料来源：WIND 国联证券研究所

参照目前已经上市的肉制品企业估值倍数，09年的平均市盈率为60.52，10年的平均市盈率为36.5倍。考虑到公司良好的行业空间和成长性，我们认为公司的合理价格在16.60~18.40元。建议投资者申购。

六、风险因素

（1）动物疫情风险

生猪养殖区爆发大规模流行性疾病，将影响到所有与其相关的生猪屠宰及肉制品加工企业。如果为公司供应生猪的主要地区爆发了动物疫情，一方面会直接导致猪源减少，生猪收购价格将出现大幅波动，使公司面临生产成本上升的压力；另一方面容易引发消费者对猪肉及猪肉制品消费的心理恐慌，导致产品销量减少，对经营业绩产生不利影响。

（2）募投项目风险

本次募集资金投资项目虽然已经过专业机构的市场研究和可行性论证，市场前景和预期经济效益良好，但项目的盈利能力受建设成本、工程进度、项目质量是否达到预期目标等多方面因素的影响，仍存在不能达到预期收益的可能。因此，如果本次募集资金投资项目不能得以顺利实施，将给本公司带来较大的风险。

同时，项目投产后，如果市场销售不能进一步深化、南部地区市场不能得到进一步拓展，本公司将面临产品滞销的困境。因而，本次募集资金投资项目还存在市场拓展不足的风险。

（3）大股东控制风险

本次公开发行股票前，郑和平先生控制公司97%的股权。本次股票发行成功后，其通过间接方式控制公司的股权比例仍高达72.65%。因而，郑和平先生作为实际控制人可能利用其控股地位，通过行使表决权对公司的重大经

营决策、人事、财务等事项进行控制，损害少数股东利益，或对公司的整体利益造成损害。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。