

肉制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 42.70 元

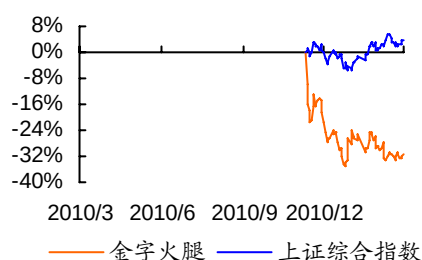
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2946.71
总股本(百万)	74
流通股本(百万)	19
流通市值(亿)	8
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	10.70
资产负债率	7.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金字火腿	-3.39	-12.84	0.00
上证综合指数	2.37	3.93	0.00



相关报告

《金字火腿-旧时王谢堂前燕, 飞入寻常百姓家》2011-3-7

金字火腿

002515

强烈推荐

巴玛火腿在糖酒会面向全国招商, 高附加值助盈利能力大幅提升

糖酒会期间我们走访了金字火腿的展区, 对高端巴玛发酵火腿的销售情况有了进一步的了解, 我们看到有很多经销商有意向经销公司产品。我们对公司经营持乐观态度, 并将密切跟踪募投项目的达产情况和终端的开拓情况等对基本面有重大影响的因素。2010 年公司实现营业收入 1.63 亿元, 同比增长 10.11%; 实现净利润 4705.50 万元, 同比增长 19.15%, 毛利率提升至 40.58%, 同时加大了销售费用的投入力度。

- **高端产品巴玛火腿在糖酒会上开始向全国 5 星级酒店招商, 同时大力开发高端会所、酒庄、团购等渠道。**原来巴玛火腿的主要销售地区在江浙沪和北京, 公司在糖酒会上开始面向全国招商, 立志成为中国发酵火腿第一品牌。目前全国 500 多家五星级酒店, 且每年保持 15% 左右的增速, 因此高端火腿的市场空间非常广阔。
- **公司是国内唯一一家具备生产意式发酵即食火腿的企业, 巴玛火腿具备价格优势和渠道优势。**目前这些酒店主要是购买进口的意式火腿, 价格每只超过 1 万, 而公司产品每只 2000 多, 具备绝对的优势。公司原有传统火腿主要销售渠道也是星级酒店, 因此可以借助一部分的原有渠道实现铺货。传统火腿主要是作为中餐配菜, 而巴玛火腿主要是西式即食火腿, 因此并不会影响传统火腿的销量。
- **巴玛火腿的发酵期长达三年, 2011 年开始产能将逐步释放。**2010 年收入增长仅 10.11% 的主要原因是过去公司产品产能不足, 而募投项目投产后仍要经过 10 个月的发酵期, 再进行窖藏, 因此产能从 2011 年开始才能逐步释放。2010 年传统火腿销售 2351.04 吨, 销售收入 12861.60 万元; 低盐火腿销售 854.40 吨, 销售收入 1445.84 万元; 巴玛发酵火腿销售 5.8 吨, 销售收入 125.97 万元。
- **巴玛火腿毛利高达 80%, 随着未来产品结构不断调整, 公司产品的毛利也将不断提高。**同时公司推出小包装的火腿产品, 其毛利率要高出整腿超过 20%。2010 年公司的毛利率相比 2009 年提高了 5%, 达到 41.68%。2010 年公司净利润增长快于收入增长主要得益于毛利率的不断提升。
- **公司加大了销售费用的投入力度, 计划使用超募资金 1.76 亿元用于营销网络建设、生态运动型生猪养殖基地建设。**2010 年销售费用率上升至 8.64%, 同比增加了 60%。公司利用超募资金建立了杭州营销网络和上海营销中心, 主要是建立连锁店和完善相应物流网络, 公司计划第一步先深耕优势市场。公司总共超募 4.1 亿, 目前陈腿供应仍然不足, 预计将继续通过自建和收购扩大产能。
- **预计 2010-2012 年 EPS 为 0.87, 1.29 和 1.81 元, 对应的 PE 为 49/33/23 倍, 考虑全国广阔的市场空间, 我们认为公司业绩弹性很大, 给予“强烈推荐”的评级。**

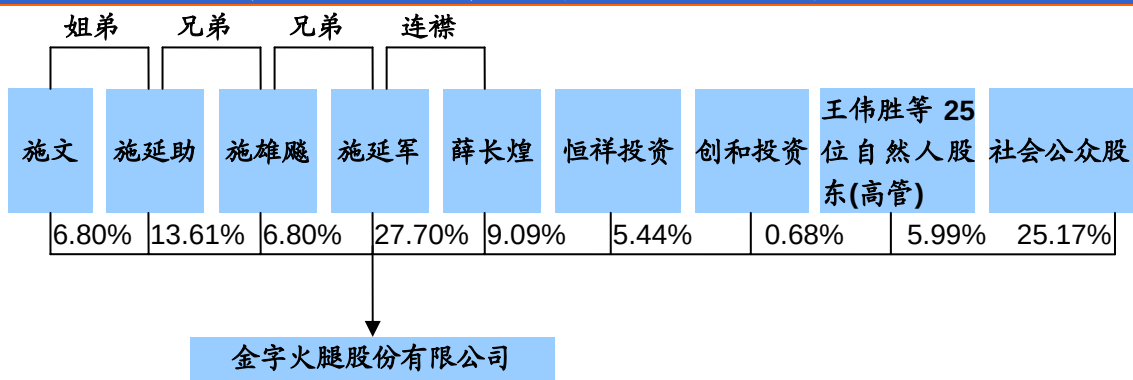
■ **风险提示:** 向省外推广进程低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	163	229	340	477
同比(%)	10%	40%	49%	40%
归属母公司净利润(百万元)	47	64	95	133
同比(%)	19%	36%	48%	40%
毛利率(%)	40.6%	41.3%	41.5%	41.7%
ROE(%)	6.0%	7.5%	10.1%	12.3%
每股收益(元)	0.64	0.87	1.29	1.81
P/E	66.70	48.98	33.01	23.57
P/B	3.99	3.69	3.32	2.91
EV/EBITDA	53	38	25	18

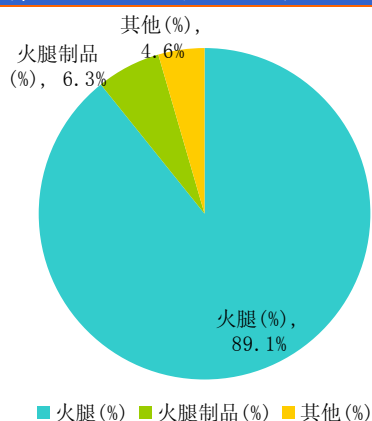
资料来源: 中投证券研究所

图 1 施氏家族持有 61.8%的股权，管理层自愿延长锁定期至三年



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司产品收入主要是火腿和火腿制品



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 2007-2010 收入变化

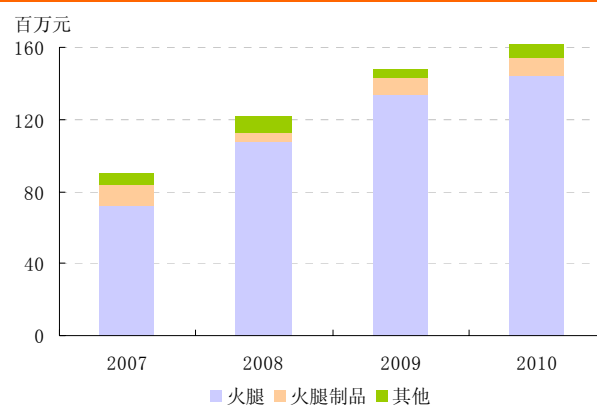
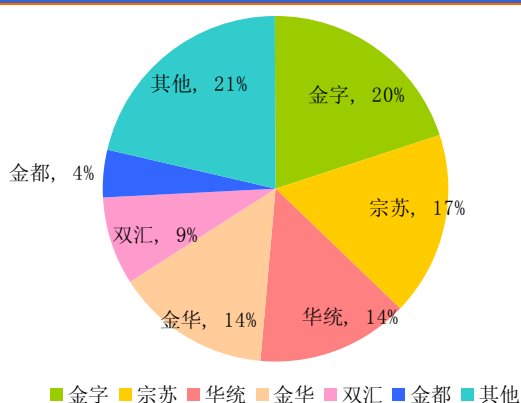


图 4 市场占有率行业第一



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司产品毛利率高出行业 10%-15%

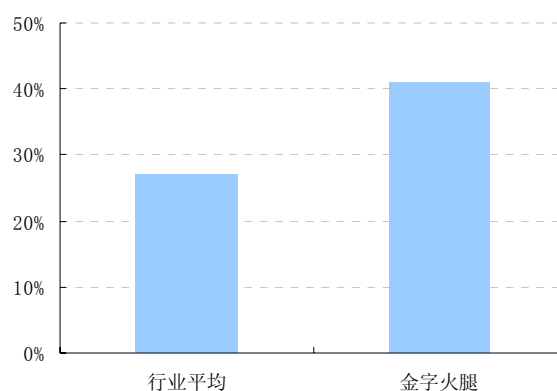
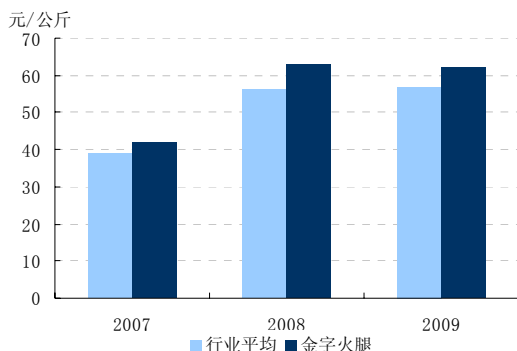


表 1 中国与外国火腿消费差距巨大，巴玛火腿空间巨大

国别	人口 (万)	年产量 (万只)	每家企业年平均产量	国内市场价格
西班牙	4600	3000	几十万只	850 元/公斤
意大利	6000	4000	几十万只	650 元/公斤
中国	132802	400	1-5 万只	50 元/公斤

资料来源：中投证券研究所

图 6 公司产品的品牌溢价



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 公司产品提价能力强

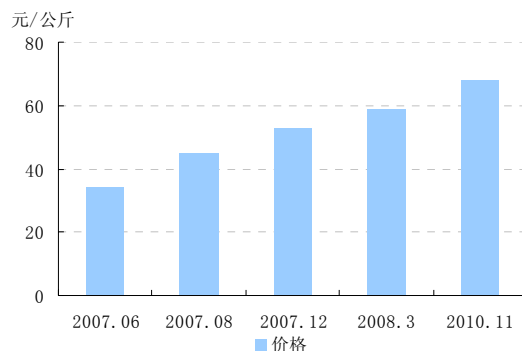
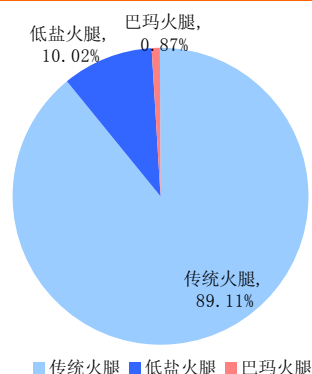


图 8 未来重点发展巴玛火腿



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 公司产品过去的产销率

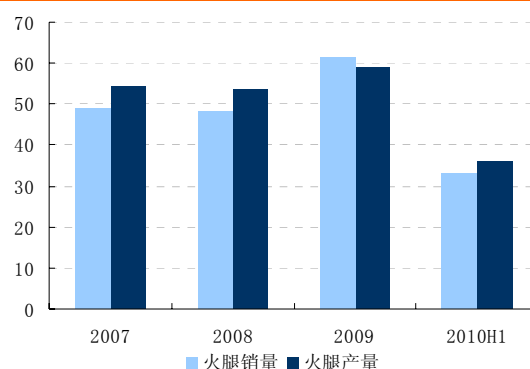


表 2 三种火腿差异定位，高中低端全覆盖

产品	金字金华火腿	金字低盐火腿	巴玛发酵火腿
定位	传统产品	升级产品	高端产品
主要用途	烹饪辅料为主	烹饪主料、辅料	即食
目标市场	酒店餐饮，食品加工，家庭日常消费	家庭日常消费比重上升	高档酒店，酒庄，酒吧，会所，高端航空
公司定位	生产比重不断减少	替代传统火腿成为重点发展，不断提高生产比重	
生产方式	室内常年生产	全封闭控温控湿生产线	智能化精细控制，GMP 认证
技术	金华火腿国家标准	公司自有专利	进口意大利设备，欧盟标准
特点	盐分 12%，干、硬	盐分 6%-8%，肉质稍软，方便食用	盐分 4%-6%，肉质柔软滑香，切片即食
发酵时间	10 个月	8 个月	18 个月
价格	238-348 元/只	308-786 元/只	1500-3288 元/只
2009 年收入	14141 万元	103 万元	0
2010 年 1-10 月收入	10150 万元	1137 万元	24 万元
毛利率	39%	50%	80%
2013 年产能规划	20 万只	100 万只	25 万只
优势	未来重点发展三年陈腿	生产周期比传统火腿缩短 2 个月，盐分低 40%，烹饪方法更加多样化	品质与欧洲相当；价格远低于进口产品价格；具有产地优势，定位高端，市场庞大。

资料来源：中投证券研究所

表 3 金字火腿产品系列评价良好

系列	产品	价格（元）	淘宝网评价
传统火腿	500g 酒店专用特级洗割净腿 三年陈	90	包装漂亮，味道很不错，做菜很香，有点咸，三年陈货真价实，肉色切薄片后透亮，味道醇香
	2.25kg/2.5kg /2.75kg /3kg /3.25kg /3.75kg 整腿礼盒/极品 4kg 整腿礼盒	238/248/268/288/308/348/548	
	2.75kg/2.988kg/ 3.25kg 分割块塑盒	268/288/308	
	3.4kg /3.6kg 陈香整腿礼盒	358/378	
	2kg 金华两头乌上方火腿块装/两头乌极品腿 5kg 礼盒	488/1078	
低盐火腿	350g 低盐火腿块礼盒装	95	很香，包装和质量都很好
	秘制狗腿	130	
	2.6kg/3.78kg/4.08kg 专利低盐高档礼盒	308/688/786	
	低盐发酵去骨火腿 3.8kg/低盐发酵去骨火腿 3.98kg	1178/1208	
巴玛火腿	金字低盐发酵火腿切片 60g 简装即食火腿	78	好吃，贵
	80g/500g 萨拉米	32/198	
	500g 巴玛意式风味咸肉	200	
	500g 金字巴玛意式发酵火腿/巴玛意式发酵去骨火腿	570/712	
	4.5 kg 巴玛去骨意式发酵火腿/6 kg 巴玛意式发酵火腿	3020/3288	
火腿熟食	开袋即食金字火腿 40g 原味火腿、香肠、鸡翅	9	味道很不错，量少，质量好，包装很不错
	150g 火腿蜜枣/火腿香菇酱/笋片/火腿三丁罐头	14	
	100g 美味金华火腿罐头	19	
	180g 五香牛肉/400g 火腿原汁鸡/香肠/ 600g 火腿鸭	25/36/42	
家庭便捷系列	金字火腿 50g/110g/150g 切片	7/13/22	方便好保存，包装很好，味道好，有点贵
	260g 咸肉/风肉/五香肉/腊肉/金银蹄/熟食香肠	20	
	200g 火腿切片/中方/400g 火腿芯/500g 火腿块礼盒	30/60/75	
	200g/228g/288g 火腿无骨中方/火腿自然块	28/30/38	
	160g 火腿香菇牛肉辣酱罐头/110g 火腿 XO 酱罐头	16/40	
	200g 火腿高汤	30	

资料来源：中投证券研究所、<http://jinzi.tmall.com/>

图 10 巴玛火腿



资料来源：中投证券研究所

图 11 公司非常擅长产品包装



表 4 营销网络

	覆盖面	家数	营销策略
批发商	全国	564	加大全国市场的开发
餐饮酒店	全国	515	低盐产品酒店推介、新菜品开发；巴玛火腿强势营销，通过性价比优势借力进口食品渠道快速切入，进口替代
超市	江浙沪	264	家庭消费开发，包装提升，卖点突出
食品加工企业	全国	85	盐分下降，扩大使用量，另开发快餐企业资源
直营店、加盟店	江浙沪	5、31	体验营销，家庭消费开发

资料来源：中投证券研究所

表 5 分区分渠道管理

	市场	销售人数	销售额占比
第一大区	以浙江省（除杭州地区）为主及国内市场（除商超酒店渠道）	18	42%
第二大区	以国内商超酒店渠道为主的市场	21	50%
第三大区	以杭州地区市场为主，负责各火腿加盟专卖店系统的建设管理	8	8%

资料来源：中投证券研究所

图 12 2010 上半年公司销售渠道收入占比

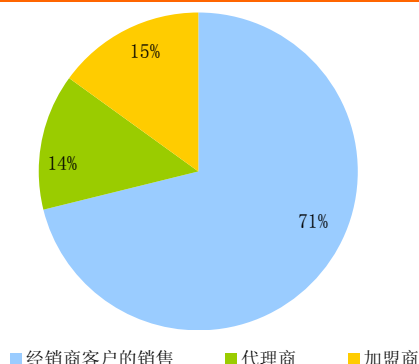
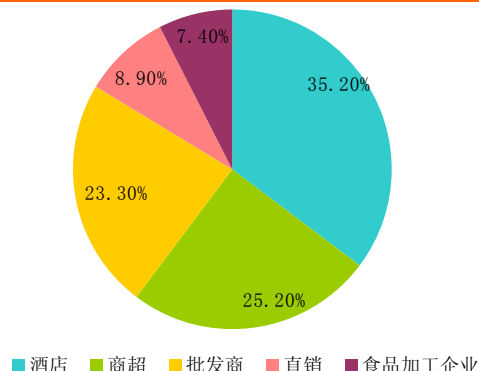


图 13 2010 年 1-10 月产品按渠道收入比例



资料来源：中投证券研究所

表 6 公司产品与双汇、雨润产品属于不同的市场

分类	工艺	优缺点	产量
高温肉制品	在恒压下加热温度在 115℃—121℃ 加工而成	铁听罐头、PVDC 灌制火腿肠（双汇、金锣）	246 万吨
低温肉制品	在常压下中心温度达到约 70-85 度热制而成，在包装、贮存、流通销售过程中始终保持低温	火腿、培根、热狗肠（双汇、雨润）	370 万吨
常温肉制品	中式火腿	用干燥法、盐腌法、熏烟法等传统制作的火腿（公司现在的业务领域）	515 万吨
	西式火腿	欧洲、北美等西方国家生产的火腿的总称（公司未来要进入的业务领域）	
		浙江金华火腿、云南宣威火腿、江苏如皋火腿、江西安福火腿	
		西班牙伊比利亚火腿、意大利帕尔玛火腿等	

资料来源：中投证券研究所

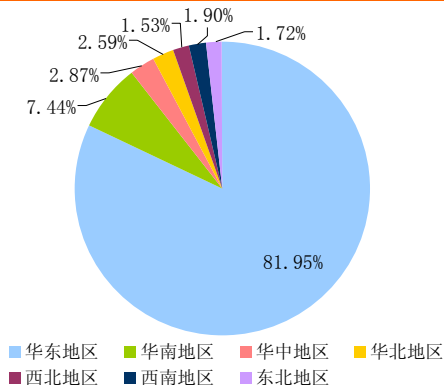
表 7 公司产品与双汇、雨润属不同子行业

	双汇、雨润火腿肠	金字火腿
用途	主食，替代未加工鲜肉	传统多做辅料，低盐向即食发展
做法	鲜肉粉碎重新成型	猪后腿整只发酵腌制
常见产品	西式火腿肠、培根	传统火腿、低盐火腿、巴玛火腿

制作周期	以天、周计	以年计
超市摆放位置	冷风柜	普通货架
目前销售市场	全国	江浙沪、广东
单价	40 元/千克左右	100 元/千克左右

资料来源：中投证券研究所

图 14 收入主要来自华东地区



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 高档酒店消费额保持快速增长

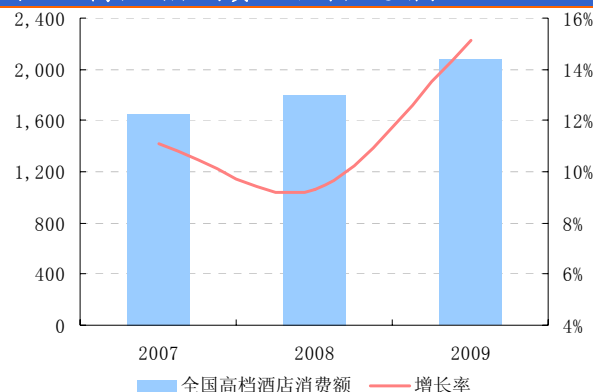
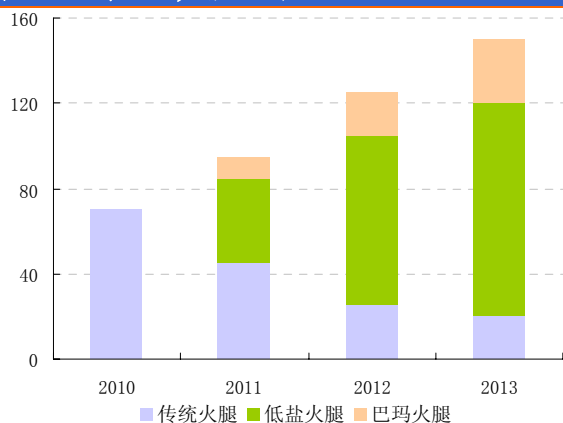


图 16 公司火腿产能规划



资料来源：中投证券研究所

图 17 公司低温肉制品产能规划

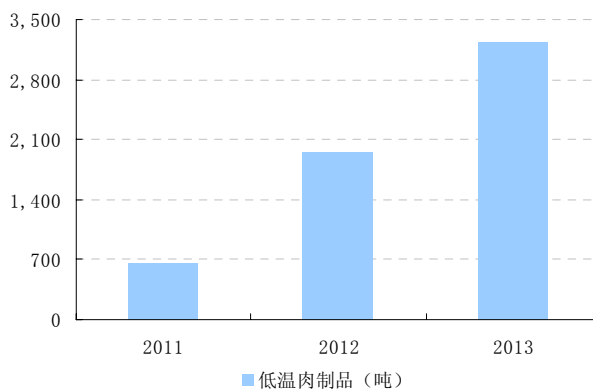


表 12 6 个月内出的报告

金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011-03-25
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011-03-14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011-03-14
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011-03-04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011-02-27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011-02-26
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011-02-16
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011-01-20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010-12-21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010-12-20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010-12-20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010-12-03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010-11-29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010-11-29
三元股份-年内扭亏难度较大，未来看产能释放和销售网络搭建	2010-11-15
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010-11-10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010-10-29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	723	779	805	932	营业收入	163	229	340	477
现金	548	600	540	563	营业成本	97	135	199	278
应收账款	16	21	31	43	营业税金及附加	0	1	1	1
其它应收款	0	1	1	2	营业费用	14	21	31	43
预付账款	6	3	4	6	管理费用	6	9	14	19
存货	151	155	229	320	财务费用	1	2	2	2
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	131	178	229	249	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	93	144	213	235	营业利润	44	62	94	133
无形资产	3	3	3	3	营业外收入	4	4	4	4
其他	35	31	13	11	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	854	958	1034	1181	利润总额	48	66	98	137
流动负债	16	55	36	50	所得税	1	2	3	4
短期借款	0	0	0	0	净利润	47	64	95	133
应付账款	5	13	20	28	少数股东损益	0	0	0	0
其他	11	42	16	22	归属母公司净利润	47	64	95	133
非流动负债	51	52	52	52	EBITDA	50	70	106	148
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.64	0.87	1.29	1.81
其他	11	12	12	12	主要财务比率				
负债合计	67	107	88	102	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	74	74	74	74	营业收入	10.1%	40.5%	48.6%	40.0%
资本公积	601	601	601	601	营业利润	15.2%	39.6%	51.5%	41.8%
留存收益	112	176	271	404	归属于母公司净利润	19.1%	36.2%	48.4%	40.1%
归属母公司股东权益	787	851	946	1079	获利能力				
负债和股东权益	854	958	1034	1181	毛利率	40.6%	41.3%	41.5%	41.7%
现金流量表					净利率	28.9%	28.0%	27.9%	27.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	6.0%	7.5%	10.1%	12.3%
经营活动现金流	4	102	12	55	ROIC	15.0%	21.6%	20.6%	23.4%
净利润	47	64	95	133	偿债能力				
折旧摊销	4	6	10	12	资产负债率	7.9%	11.2%	8.5%	8.6%
财务费用	1	2	2	2	净负债比率	71.33	37.39%	45.26	39.22%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	44.37	14.18	22.12	18.65
营运资金变动	-48	43	-105	-91	速动比率	35.08	11.36	15.83	12.26
其它	-1	-13	10	-2	营运能力				
投资活动现金流	-37	-40	-70	-30	总资产周转率	0.30	0.25	0.34	0.43
资本支出	38	40	70	30	应收账款周转率	11	12	13	13
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	14.02	14.36	11.93	11.65
其他	1	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	572	-10	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.87	1.29	1.81
短期借款	-10	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	1.39	0.16	0.74
长期借款	-8	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.70	11.57	12.87	14.68
普通股增加	19	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	565	0	0	0	P/E	66.70	48.98	33.01	23.57
其他	7	-10	-2	-2	P/B	3.99	3.69	3.32	2.91
现金净增加额	540	52	-60	23	EV/EBITDA	53	38	25	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434