

6 November 2010 | 20 pages

金字火腿 (002515)

金字火腿，步点提速

— 金字火腿调研深度报告

程艳华

执业证书编号: S1230210030002



本报告导读:

➤ 明年开始迈入快速增长期

投资要点:

■ 火腿处于工业化初期，广阔的发展空间即将打开

火腿是我国历史悠久的传统名食，在世界范围内具有影响力。过去由于产能受到生产条件的制约，膳食辅料的产品定位限制了消费范围以及缺乏有实力的大型企业的宣传，火腿行业发展比较缓慢。随着金字火腿的成功上市，资金实力不断扩充，企业龙头效应将逐步体现，火腿行业广阔的发展空间即将打开。

■ “库存为王”使公司获得抢占市场的契机或者优先提价权

鲜猪腿价格持续上涨将中式火腿带入“库存为王”的阶段，下半年火腿企业开始去库存化，缩减采购，而金字火腿凭借库存与资金实力有效抵御了成本上涨的负面影响，保证市场供应的稳定，从而不断扩大市场份额或者获得产品的优先提价权。

■ 2013 年巴玛火腿进入收获期，成为利润快速增长的主要来源

公司确立了重点发展巴玛火腿的战略思想，在消费升级和具有价格竞争优势的背景下，巴玛火腿的市场空间易于打开。2011-2012 是市场培育期，2013 进入收获期。西式巴玛火腿具有利基市场的特征，公司享有先发优势，未来易于获得垄断地位。

■ 投资建议

预计 2011-2013 年公司净利润为 0.5、0.7 和 1.2 亿元，分别增长 7%、38.1% 和 76%，摊薄每股收益 0.53、0.73 和 1.28 元，动态 PE 为 49、36 和 20 倍。我们认为公司是行业的领军企业，具有很强的技术优势和先发优势，12 年和 13 年分别是中式火腿和西式巴玛火腿的收获期，长期价值显现。公司规模不大，业绩弹性较高，经过前期调整，估值风险有所释放，给予买入评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	148.1	163.1	188.4	228.6	367.6
收入增长率%	20.64%	10.11%	15.51%	21.33%	60.81%
EBITDA(百万元)	42.9	50.1	69.0	97.9	188.2
净利润(百万元)	39.5	47.1	50.3	69.5	122.3
摊薄 EPS(元)	0.72	0.64	0.53	0.73	1.28
PE	36.0	40.4	49.1	35.6	20.2
EV/EBITDA(X)	34.3	28.0	31.1	21.6	10.8
PB	9.12	2.42	3.12	2.87	2.51
ROIC	18.5%	5.4%	5.6%	7.4%	11.8%
总资产周转率	0.67	0.30	0.22	0.25	0.37

评级:

买入

上次评级:

当前价格:

25.88

单季度业绩	元/股
3Q/2011	0.10
2Q/2011	0.10
1Q/2010	0.25
4Q/2010	0.18

公司简介

公司是中式火腿行业的龙头企业，生产规模和市场占有率连续多年位居行业首位。公司是国家级高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业，也是中国肉类加工产业技术创新战略联盟理事单位，拥有行业内唯一的省级技术研究中心——浙江省金华火腿及食品科技研究中心。公司的“金字”牌商标荣获“中国驰名商标”称号。

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 葛越





正文目录

1、	公司情况	4
1.1	公司发展简况	4
1.2	三种火腿差异定位，贯穿中西、覆盖高中低端	4
1.3	金华火腿行业龙头，市场占有率第一	6
1.4	股权相对集中，2013年限售解禁	7
1.5	募投项目陆续投产，超募4.1亿基本使用完毕	8
2、	行业背景及特征	9
2.1	金华火腿是我国各类火腿的鼻祖，在世界范围内具有影响力	9
2.2	火腿处于工业化初期，未来发展空间广阔	10
2.3	行业发展缓慢，具有区域消费特征，未来龙头效应逐步体现	11
3、	“库存为王”效应将于明年一季度前后显现	12
3.1	高企的猪价将中式火腿带入“库存为王”阶段	12
3.2	明年存在供需缺口，最快于一季度体现	13
3.3	超募资金提供充足弹药，帮助公司扩大市场份额	14
4、	2013年巴玛火腿进入收获期，成为利润快速增长的主要来源	14
4.1	价格优势、消费升级里应外合，顺利打开巴玛火腿消费空间	16
4.2	巴玛火腿具有利基市场的特征，公司先发优势明显	16
4.3	巴玛火腿是公司战略重点，13年成为利润快速增长的来源	17
5、	盈利预测与投资建议	17
5.1	盈利预测假设条件	17
5.2	投资建议	18
6、	风险提示	18





图表目录

图表 1: 公司 2011 年上半年主营构成	4
图表 2: 我国肉制品分类	5
图表 3: 2007-2009 公司市场占有率情况	6
图表 4: 2007-2010 公司营收增长情况	7
图表 5: 中式火腿以及金华火腿市场格局	10
图表 6: 金字火腿 2011 年上半年主营收入地区分布	11
图表 7: 10 年下半年开始, 猪肉价格进入新一轮上涨周期	12
图表 8: 公司销售渠道分布 (酒店占最大份额)	14
图表 9: 巴玛火腿礼盒	15
图表 10: 金字火腿消费结构 (礼品是重要组成部分)	16
表格 1: 金字火腿三种火腿比较	5
表格 2: 限售解禁情况	8
表格 3: 募集资金投资项目	8
表格 4: 超募资金使用情况	9
表格 5: 中式火腿与其他国家火腿产业比较	10
表格 6: 规模企业库存比较	13
表格 7: 巴玛火腿与一般肉制品比较	15
表格 8: 盈利预测简表	18





1、 公司情况

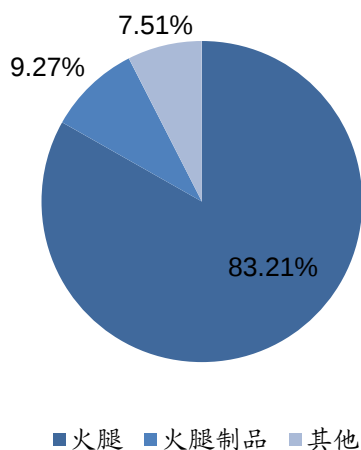
1.1 公司发展简况

公司系由金华市火腿有限公司整体变更设立的股份有限公司，成立于 1994 年 11 月 15 日，股份公司设立于 2008 年 2 月 15 日，公司注册资本及实收资本为 5,500 万元，法定代表人为施延军先生。

公司是中式火腿行业的龙头企业，在金华火腿行业拥有较高的行业地位。公司作为主要起草单位，制定了“地理标志产品——金华火腿”国家标准。董事长施延军也连续三届蝉联金华火腿行业协会会长。“金字”牌商标荣获全国“中国驰名商标”称号。

公司自设立以来一直专注于金华火腿、火腿制品等发酵肉制品及各类低温肉制品的研发、生产及销售，主营业务和主要产品未发生重大变化。

图表 1：公司 2011 年上半年主营构成



资料来源： 浙商证券研究所

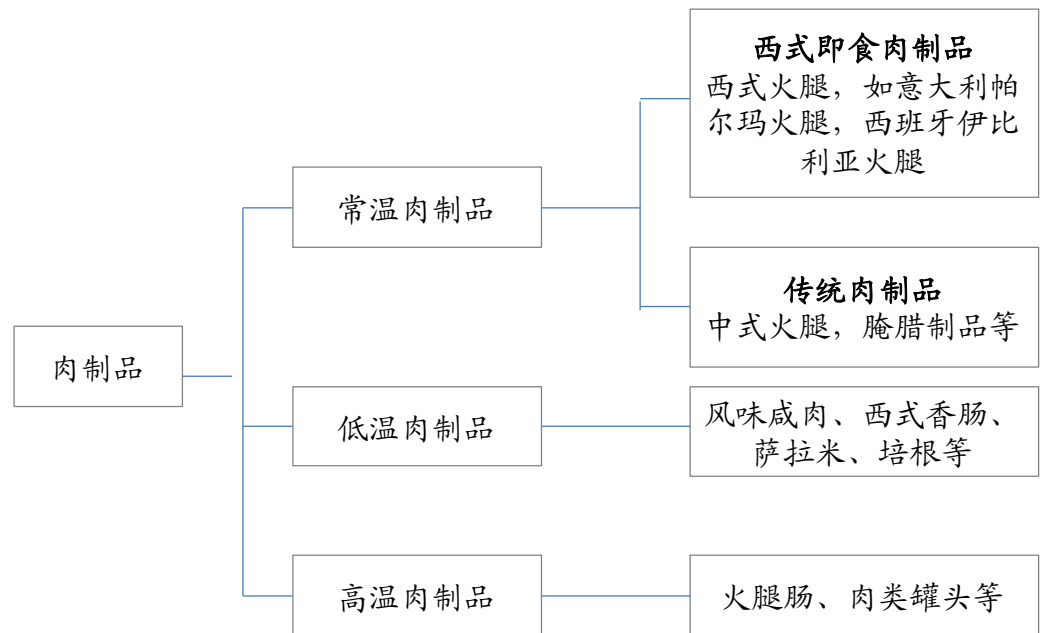
1.2 三种火腿差异定位，贯穿中西、覆盖高中低端

公司生产的火腿主要包括传统金华火腿、低盐火腿和巴玛火腿三种。传统火腿是公司募投项目建设前的主营产品，低盐火腿是传统火腿的升级产品，传统火腿和低盐火腿属于中式火腿系列，巴玛火腿采用了意大利帕尔马火腿工艺，属于西式火腿。针对三种火腿公司制订了传统火腿稳步发展、低盐火腿快速发展、巴玛火腿重点发展的战略思路。





图表 2：我国肉制品分类



资料来源：浙商证券研究所

表格 1：金字火腿三种火腿比较

比较项目	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、礼品、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、高档礼品、高档航空重点发展，不断提高生产比重
公司定位	减少生产	替代传统火腿	
原料	生猪、金华猪	生猪、金华猪	生态养殖猪
生产方式	室内常年生产	全封闭控温控湿生产线	全过程智能化精细控制，充分发酵熟化生产，GMP 认证
技术	金华火腿国家标准	公司自有发明专利	进口意大利设备，欧盟标准
特点	盐分 12%，肉质偏干硬	盐分 6%-8%，肉质稍软	盐分 6%以下，肉质柔软滑香，切片即食
发酵时间	8-10 个月	8 个月	36 个月
价格	238-258 元/只 70-80 元/公斤	308-768 元/只 120-140 元/公斤	1500-3000 元/只 300-400 元/公斤
毛利率	40%	50%	80%





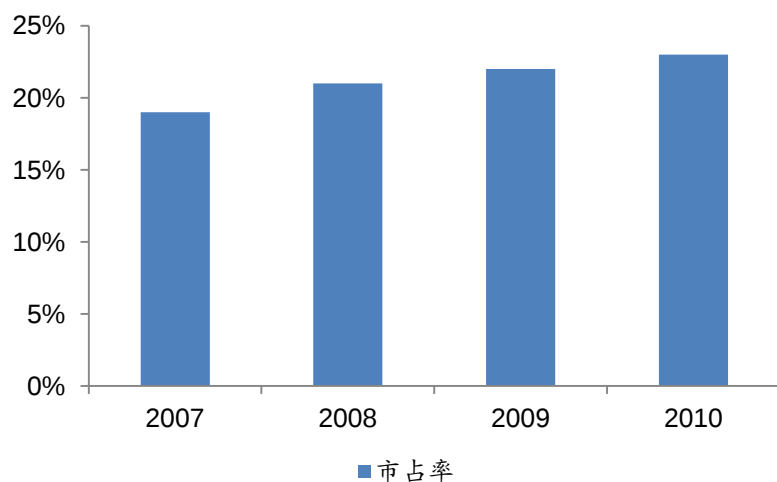
2013 年产能规划	20 万只	70 万只	30 万只
优势	未来重点发展 1 年以上陈腿，陈腿香味更浓	生产周期比传统火腿缩短 2 个月，盐分低 40%，使用量更高	品质与欧洲相当；价格远低于进口产品价格，方便即食

资料来源：公司公告 浙商证券研究所

1.3 金华火腿行业龙头，市场占有率第一

金字火腿是国内最大的火腿生产和销售企业，公司生产规模以及市场占有率连续多年位居行业首位，当前火腿产能 110 万只，根据中国市场调研研究中心的数据显示，2009 年公司在金华火腿中的市场份额约为 22%，2010 年约为 23%，在整个火腿市场中占比约为 18%，是中式火腿行业的龙头企业。

图表 3：2007-2010 公司市场占有率情况



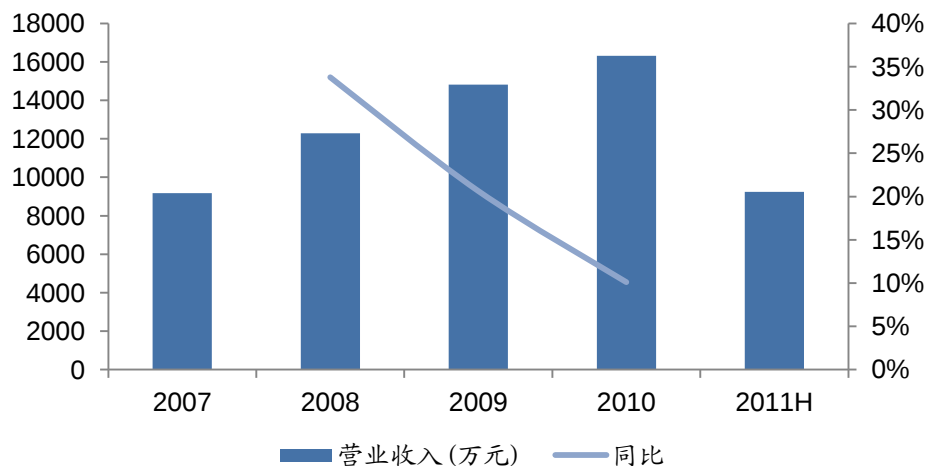
资料来源：浙商证券研究所

公司在经济转型、消费升级的背景下，公司通过推动产品创新、改进生产工艺、加强渠道建设和品牌宣传、优化存货成本管理等一系列措施，实现了经营业绩的稳步增长，2007-2010 年，公司营收年复合增长率达 21.12%。





图表 4: 2007-2010 公司营收增长情况

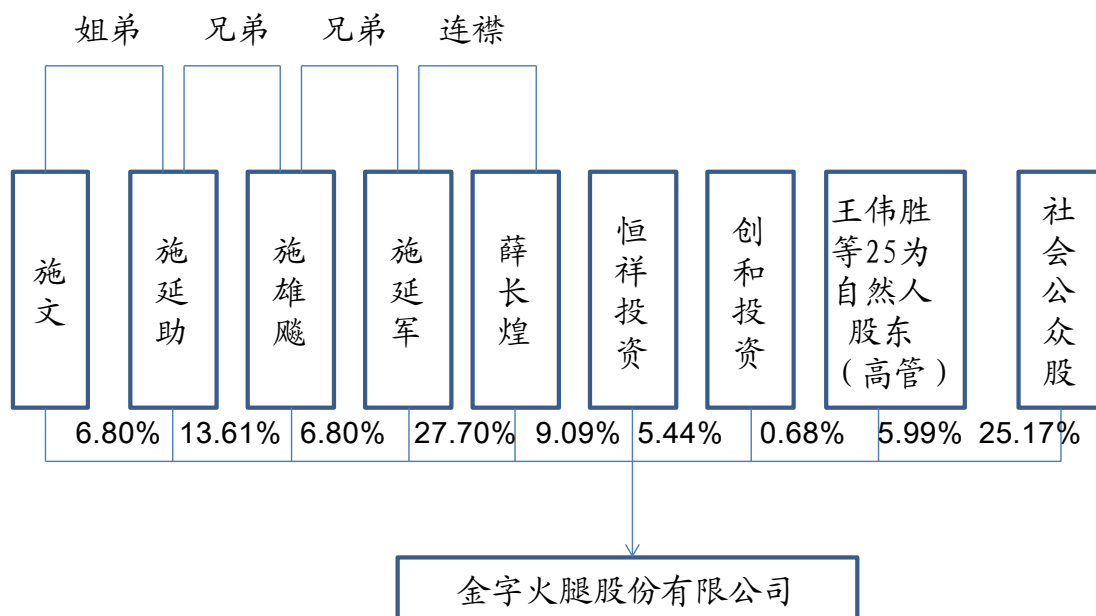


资料来源: 浙商证券研究所

1.4 股权相对集中, 2013 年限售解禁

公司属于家族控股企业, 股权相对集中, 施氏家族发行前持有公司 82.65% 的股权, 成功发行后股权被稀释至 61.84%, 股权仍相对集中。

图表 5: 股权结构图



资料来源: 公司公告 浙商证券研究所





公司目前限售股份完全来自于首发原始股, 占总股本 74.83%, 其中 68.71% 为境内自然人持股, 其余 6.12% 为境内非国有法人持股。根据原始股东 36 个月锁定期的承诺, 自 2013 年 12 月 3 日起公司首发原始股份获得流通权, 转为有限售条件的流通股股份。

表格 2: 限售解禁情况

限售条件股份	限售股累计可上市流通 数量 (股)	占总股本 比例	可上市流通 时间	股份类型
境内自然人持股	50,500,000	68.71%	2013年12月3日	首发原始股
境内非国有法人持 股	4,500,000	6.12%	2013年12月3日	首发原始股

资料来源: 公司公告 浙商证券研究所

1.5 募投项目陆续投产, 超募 4.1 亿基本计划安排完毕

公司计划募集 1.7 亿用于年产 100 万只低盐火腿和 5000 吨低温肉制品生产线项目, 实际募得 5.8, 目前募投项目已陆续投产, 超募资金也基本计划安排完毕。

表格 3: 募集资金投资项目

项目名称	总投资 (万元)	建设期
年产 100 万只低盐火腿及 5000 吨低温肉制品 生产线项目	17130	2年

资料来源: 公司公告 浙商证券研究所

2005 年起, 公司开始低盐火腿的研发工作, 并在国内获得发明专利。传统中式火腿的盐分在 9%-12% 左右, 口感较硬且味道偏咸, 而低盐火腿的盐分为 6%-8%, 盐分降低有助于火腿从佐菜向即食肉制品发展, 实现产品量价齐升, 为公司开拓新的市场空间。





表格 4: 超募资金使用情况

日期	使用项目	金额
2010 年 12 月 13 日	偿还银行借款	3500 万
	补充流动资金	5800 万
	北京营销中心建设	1600 万
2011 年 3 月 25 日	上海营销中心建设	2000 万
	杭州营销中心建设	7600 万
	补充流动资金	5000 万
2011 年 8 月 27 日	火腿窖藏冷链物流基地建设	10000 万
	增资北京金字巴玛发酵火腿有限公司	2300 万
总计		37800 万

资料来源: 公司公告 浙商证券研究所

2、行业背景及特征

2.1 金华火腿是我国各类火腿的鼻祖，在世界范围内具有影响力

火腿是一种在世界范围内流行很广的猪肉制品，目前除少数宗教国家外，几乎各国都有生产和销售。我国火腿历史悠久，是传统名食之一。据记载，义乌北宋抗金名将宗泽携家乡火腿进贡高宗，因猪腿的肉味道独特，色泽鲜红如火，故获赐“火腿”之名，当时盛产火腿的有金华、东阳、义乌、浦江、永康等县，因这些县都属于旧金华府，就通称为“金华火腿”。因此，金华火腿是我国各类火腿的鼻祖，其皮色黄亮、形似琵琶、肉色红润、香气浓郁，营养丰富、鲜美可口，素以色、香、味、形“四绝”闻名于世。

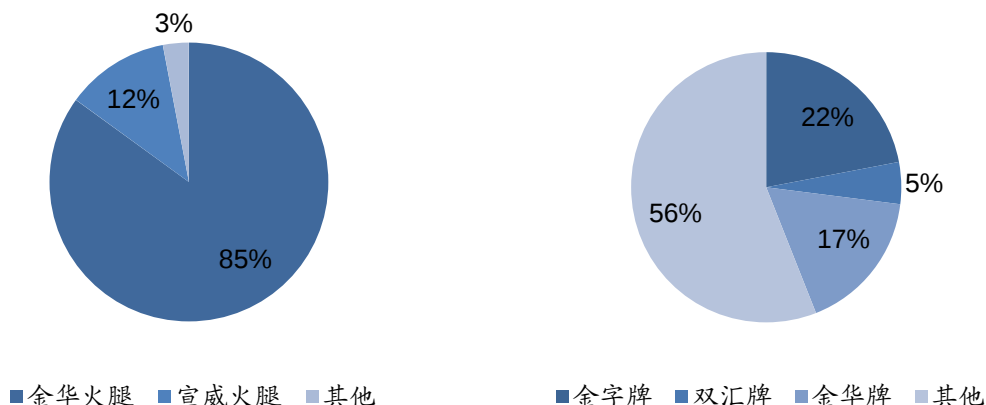
到了元朝，意大利旅行家马可波罗将火腿的制作方法传至欧洲，成为欧洲火腿业的起源。清代时期，金华火腿已外销日本、东南亚和欧美各地；1913年，金华火腿荣获南洋劝业会奖状；1915年获巴拿马万国商品博览会优质一等奖，与茅台齐名；1929年在杭州西湖商品博览会上又获商品质量特别奖，成了风靡世界的肉食。2008年其制作工艺被列入国家非物质文化遗产保护目录，其产销量在全国的各种中式火腿中遥遥领先。

目前中式火腿主要包括浙江金华火腿、云南宣威火腿、江苏如皋火腿、江西安福火腿等，总产量超过400万只。根据中国市场调研研究中心的数据显示，其中金华火腿占主要份额，达85%左右，云南宣威火腿占12%，江苏如皋、江西安福、湖北恩施等其他中式火腿占全国行业总量的3%左右





图表 6: 中式火腿以及金华火腿市场格局



资料来源: 浙商证券研究所

2.2 火腿处于工业化初期, 未来发展空间广阔

尽管我国火腿消费的历史上千年, 但还处于工业化初期, 主要表现为产业规模小, 消费量偏低、价格低廉, 与国外同行相比差距很大。2010 年我国肉类总产量 7925 万吨, 其中肉制品占肉类产量比重约 15%, 而发达国家这一比重往往超过 40%, 个别国家则达到 60%以上。就火腿而言, 目前全世界各国平均产量超过 1300 万只, 西班牙、意大利已达到 3000、4000 万只, 而我国年产量仅 400 多万只。

表格 5: 中式火腿与其他国家火腿产业比较

国家	产量(>万只)	生产方式	每家企业年生产规模	售价
西班牙	3000	现代化	几十万只	850元/公斤
意大利	4000	现代化	几十万只	650元/公斤
中国	400	传统工艺为主	少数企业10万只以上	80元/公斤(金华), 其他品牌更低

资料来源: 公司公告 浙商证券研究所

目前, 中国肉制品加工业已步入结构调整、资源整合的重要转型期, 整个产业由过去的初级加工, 向精深加工转变, 产品结构也趋于多样化和多层次, 未来随着消费的升级和消费习惯的培育, 火腿作为肉制品深加工的代表, 是未来行业发展的重中之重, 发展空间巨大。根据《“十二五期中国肉类工业发展战略研究的报告(提纲)》中的目标要求, 到 2015 年, 我国肉类总产量达到 8600 万吨, 肉制品及副产品加工量达到 1500 万吨, 占肉类总产量 17.4%, 中西式肉制品





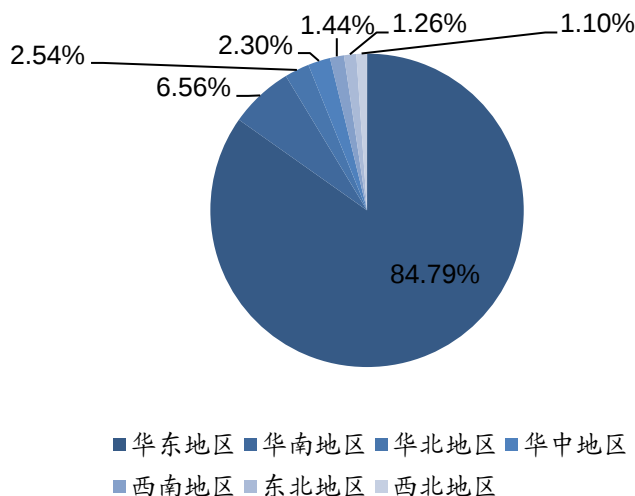
比例各占一半。

2.3 行业发展缓慢，具有区域消费特征，未来龙头效应逐步体现

89年金华火腿产量100万只，00年代初销量约为200万只，到2009年约为300万只，年复合增长率仅为5%左右，行业发展较为缓慢。主要原因在于：1）过去生产技术落后，依靠季节、天气加工，质量不稳定，难以规模化生产；2）产品附加值低，含盐量高，消费者定式为“烹饪佐料”“腌制食品”；3）缺乏大型企业对产品（火腿是发酵制品，不然无法产生香味）和品牌进行宣传，限制了火腿的消费数量和消费范围。

消费市场呈现区域性特征，主要消费还是集中在江浙沪、广东福建一带，在全国的其他地方尚未形成金华火腿的消费习惯。以行业龙头金字火腿为例，其中84.79%的销售收入来自华东地区，而浙江当地的销售额占总收入约1/3。

图表 7：金字火腿 2011 年上半年主营收入地区分布



资料来源：浙商证券研究所

金字火腿作为龙头企业，行业的先行者，积极引入先进设备，优化工艺，已实现全过程室内温控湿生产（行业近100家厂商中只有4家），缩短火腿生产周期，提高了出品率、合格率。同时顺应目前饮食低盐化的消费趋势，开发出获得首个国家发明专利的低盐火腿以及可以即食的西式巴玛火腿，随着公司成功登陆资本市场，资金实力不断扩充，企业龙头效应将逐步体现，担负起金华火腿走向全国，振兴行业的重任。





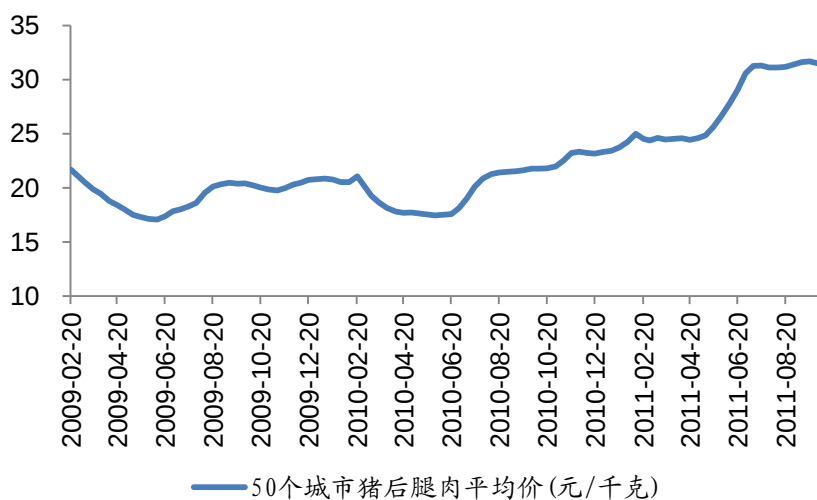
3、“库存为王”效应将于明年一季度前后显现

3.1 高企的猪价将中式火腿带入“库存为王”阶段

鲜猪后腿占传统火腿生产成本的比重约 85%，因此猪肉价格的上升对公司毛利的影响很大，对于缺少规模效应的中小企业将直接影响了企业经营计划。

从去年下半年开始，猪肉价格进入新一轮上涨周期，一年前后猪肉价格累计涨幅超过 70%，而火腿价格保持平稳，仅小幅上扬 5-10%左右。目前猪后腿收购价格在 23-26 元/公斤附近，金华市场上整腿的平均售价在 80/公斤附近（鲜猪腿经腌制后会缩水缩重 60%以上），市场售价已经逼近生产成本，利润空间非常有限，在目前猪价下，中小企业继续生产很难覆盖其可变成本，会陆续停产，而规模以上的火腿企业可以凭借库存和资金实力调整生产、采购计划，有效抵御猪价上涨的负面影响，保证市场供应的稳定，从而不断抢占市场份额或者获得优先提价权。

图表 8：10 年下半年开始，猪肉价格进入新一轮上涨周期



资料来源：国家统计局 浙商证券研究所





表格 6: 规模企业库存比较

厂商	库存估计 (万只)	公司简介
金字	110-120	-
华统	30-50	浙江义乌华统肉制品有限公司, 主营白条肉、冷却肉、生鲜冷冻禽产品、火腿及系列酱卤产品, 目前火腿产能 60 万只。
金华	30-50	浙江金华火腿有限公司, 前身是浙江省食品厂, 拥有“金华火腿”商标使用权, 授权省内 40 多个厂家贴牌生产, 目前销量约 50 万只。
双汇	5-10	浙江金华双汇食品有限公司, 年屠宰 100 万头生猪, 加工 3 万吨低温肉制品, 30 万只火腿, 部分产品供应集团公司及上门客户, 少部分进入商超流通销售。
金都	5-10	金华市火腿厂, 建厂最早, 拥有自营出口权, 80% 的产品出口外销, 近几年发展缓慢。
长寿集团	10-15	江苏长寿集团, 具有年繁育屠宰生猪 60 万头、家禽 3000 万羽、加工肉制品 5 万吨的生产能力, 旗下肉制品厂从事火腿生产业务, 为如皋最大的火腿生产公司。

资料来源: 浙商证券研究所

3.2 明年存在供需缺口, 最快于一季度体现

据我们了解, 下半年开始, 传统火腿生产企业普遍缩减采购, 开始去库存化, 由于火腿生产周期在 8 个月以上, 今年下半年的减产将直接限制明年火腿市场的供应, 明年火腿存在产出缺口, 价格出现一定上浮是可以预期的。

业内预计猪价将于明年春节前后开始阶段性回落, 因而火腿行业补库存将于明年一季度开始。公司采用的是先进先出记账法, 明年一季度处于历史成本低位, 行业提价阶段, 因此公司一季度经营业绩应有不错表现。

即使公司出于获得更多市场份额等因素考虑而不提价或者推迟提价, 我们认为也有助于公司完成市场布局, 不断夯实市场基础, 为 13 年的盈利拐点做准备。

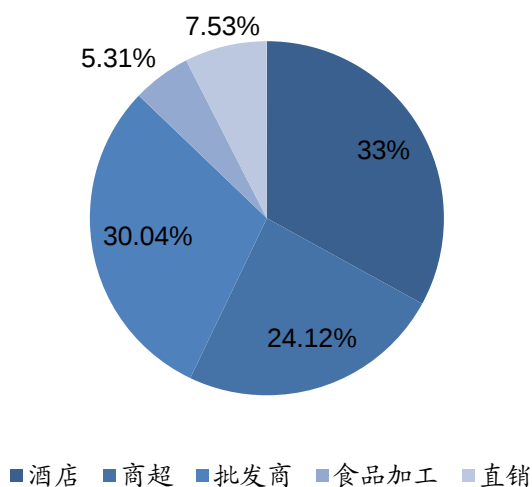




3.3 超募资金提供充足弹药，帮助公司扩大市场份额

传统火腿具有发酵时间越长，香味越浓的特点，很多酒店客户要求存放1年以上的陈腿，因而当年销售的腿基本上是由上一年或更早期采购的鲜猪腿制成。一定的库存是日后提供稳定货源的基础，而且对于酒店客户来讲，稳定的货源供应比火腿的价格更重要。金字火腿超募4.1亿元，其中1.08亿已用于补充流动资金。在此行业困难时期，公司获得了大量资金支持，充足的弹药使其仍有能力维持库存，保证明年稳定供应，有助于加强公司发展后劲，不断抢占市场份额。

图表 9：公司销售渠道分布（酒店占最大份额）



资料来源： 浙商证券研究所

4、2013 年巴玛火腿进入收获期，成为利润快速增长的主要来源

巴玛火腿是一种意式发酵火腿，是公司工艺升级后开发的新产品，工艺和口感上介乎西班牙的帕尔玛火腿和意大利的伊比利亚火腿。公司通过融合两者的工艺，并结合本土消费者的口味，是一款中国顶级高端发酵肉制品。



图表 10: 巴玛火腿礼盒



资料来源：浙商证券研究所

表格 7: 巴玛火腿与一般肉制品比较

项目	巴玛火腿	一般肉制品
生产原料	以五谷杂粮、天然蔬果为主食的生态养殖优质鲜猪后腿	一般猪肉
鲜肉处理	须经过按摩处理	无须按摩
生产环境	食品 GMP 认证生产环境	清洁卫生
工艺操作	工艺复杂，技术要求高	相对简单
加工周期	需 36 个月以上方可达到最佳品质	一天之内可产出
发酵	需经过长时间的发酵	无需发酵
配料	鲜猪后腿、食用盐	鲜肉、淀粉、添加剂
游离氨基酸	是鲜肉的 15 倍左右	很少
维生素	同比超过 20%-50%	少
亚油酸	同比超过 50%	少
碳水化合物与热量	含热量少，零碳水化合物	多
食用方法	发酵熟化可生食	一般需加热处理后食用
营养健康	营养丰富，很健康，减肥食品	一般
风味口感	盐份低、口感柔软、回味无穷	普通
历史文化	有丰富历史文化，品位象征	无
市场定位	顶级高端肉制品	一般肉制品
产品标准	参考欧盟标准	国内标准

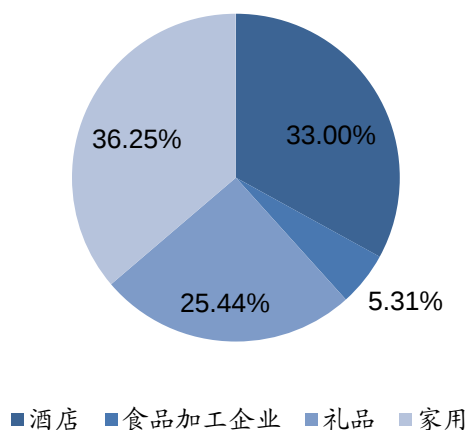
资料来源：浙商证券研究所



4.1 价格优势、消费升级里应外合，顺利打开巴玛火腿消费空间

1) 巴玛火腿对原材料的品质和制作工艺有非常严格的要求，符合肉制品消费升级的需求。巴玛火腿选用生长周期 9 个月以上的特定生态养殖猪种，每条腿经过按摩处理，采用智能系统精确控温控湿的梯级发酵技术，制作周期长达 36 个月；2) 与西式火腿相比，巴玛火腿具有明显的价格优势。目前高档酒店多采用意大利和西班牙进口火腿，价格在 1500-2500 元/公斤左右，公司的巴玛火腿与之相比品质几乎无差别，而零售价格在 300-400 元/公斤左右。此外，公司的巴玛火腿比一般西式火腿的发酵时间更长，因而风味更加香浓，我们认为一旦巴玛火腿的品质得到行政主厨的认可，公司凭借明显的价格优势，进入酒店并不困难，同时由于公关目标明确，营销费用也相对较低；3) 礼品市场存在巨大的消费空间。金华火腿历来就有作为礼品的消费习俗，从公司的销售结构来看，礼品消费占据了约 1/4 市场。巴玛火腿具备了现代高档礼品各种要素：生态猪种，符合健康饮食趋势；包装精美，外观体现高档品质；定价到位，1500-3000 左右，相当于两瓶高端白酒价格。未来巴玛火腿定会成为礼品市场的又一主力军。

图表 11：金字火腿消费结构（礼品市场是金华火腿的重要组成部分）



资料来源：浙商证券研究所

4.2 巴玛火腿具有利基市场的特征，公司先发优势明显。

利基市场（Niche Market），指那些被市场中的统治者或者占有绝对优势的企业忽略的某些细分市场，一般来说具有消费规模有限、产品盈利能力强、以及先行者易于获得市场垄断地位等特征。

目前国内从事西式火腿生产，工艺和口味上与西式火腿最相近的肉制品企业仅金字火腿一家，





公司在创设过程中通过不断试验，不断摸索已经积累了大量的生产经验和技术优势，而且巴玛火腿生产周期长达3年，三年之后公司品牌知名度又将达到一个新的高度，这些对行业的后进入者是一个巨大的挑战。

4.3 巴玛火腿是公司战略重点，13年成为利润快速增长的来源

公司已经确立了重点发展巴玛火腿的战略思想，成立了专门的巴玛火腿营销团队，在杭州成立专业子公司，统一部署巴玛火腿的全国营销，单独考核，激励丰厚。针对巴玛产品的推广，以体验式营销为核心，主要以品鉴会的形式，公关酒店、红酒庄等重点消费区域和核心消费领袖；公司计划在全国主要城市建立自己的营销网络，以直营店和加盟店来扩展销售区域和市场份额，目前北上广杭已开出营销中心和体验店，预计经过两年的市场培育，2013年开始，巴玛火腿将进入收获期。

公司计划今年生产110万条火腿，其中巴玛火腿30万条，传统和低盐火腿80万条。巴玛火腿在09年投入试生产，11年初批量生产，当前实际库存15万条，我们预计2011-2013年的巴玛火腿的销售量分别为1万条，2万条和10万条。由于巴玛火腿毛利高达80%，巴玛火腿的销售层面的顺利打开将带来公司业绩的快速增长。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设条件

- 1、中式火腿业务（传统火腿、低盐火腿，火腿制品及低温肉制品）11-13年增速分别为9%、15%和14%，保持平稳增长。
- 2、巴玛火腿业务经过2年培育期以后，11-13年销售量分别为1万条，2万条和10万条
- 3、营运率假设：公司每年将维持110万条火腿的库存，每条腿占用资金160元左右，应收账款根据公司的帐龄情况进行调整。
- 4、财务费用因超募资金归还银行贷款而有所收益。
- 5、考虑到巴玛火腿走高端路线，受众群体小，营销宣传不会大面积铺开，3年销售费用率保持平稳，分别为12%、12%、11%；公司有引入职业经理人的打算，13年管理费用率略有上升，分别为5%、5%、6%。
- 6、公司是浙江省认定为省级骨干农业龙头企业，继续享受属于农产品初加工范围的产品经营所得免征企业所得税的优惠，但11年起不再享有作为国家级高新技术企业15%的所得税率优惠。





表格 8: 盈利预测简表

利润表 (百万元)	2011	2012	2013
营业收入	188.4	228.6	367.6
营业成本	105.4	116.5	146.6
营业税金及附加	0.4	0.5	0.7
销售费用	22.6	27.4	40.4
管理费用	9.4	11.4	22.1
财务费用	-5.3	-4.4	-5.3
营业利润	55.9	77.2	163.1
税前利润	55.9	77.2	163.1
净利润	50.3	69.5	122.3
归属母公司的净利润	50.3	69.5	122.3
摊薄每股收益	0.53	0.73	1.28

资料来源: 浙商证券研究所

5.2 投资建议

预计 2011-2013 年公司净利润为 0.5、0.7 和 1.2 亿元, 分别增长 7%、38.1%和 76%, 摊薄每股收益 0.53、0.73 和 1.28 元, 动态 PE 为 49、36 和 20 倍, 我们认为公司是行业的领军企业, 具有很强的技术优势和先发优势, 12 年和 13 年分别是中式火腿和西式巴玛火腿的收获期, 长期价值显现。公司规模不大, 业绩弹性较高, 经过前期调整, 估值风险有所释放, 给予买入评级。

6、风险提示

- 1、食品安全风险一直是食品加工行业的达摩克利斯之剑, 也是公司主要风险来源。
- 2、原材料价格波动对传统火腿经营情况造成成本压力。
- 3、巴玛火腿销售局面的打开进程低于预期。





附录：三大报表预测值

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	8.9	547.9	345.9	377.2	468.4	营业收入	148.1	163.1	188.4	228.6	367.6
应收票据	0.0	0.1	0.5	0.6	1.0	营业成本	93.8	96.9	105.4	116.5	146.6
应收账款	12.9	16.4	15.5	18.8	30.2	营业税金及附加	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7
预付款项	2.4	6.4	10.6	15.3	21.1	销售费用	7.7	14.1	22.6	27.4	40.4
其他应收款	0.8	0.2	0.9	1.1	1.8	管理费用	5.9	6.2	9.4	11.4	22.1
存货	108.1	151.2	179.0	185.1	180.7	财务费用	1.4	1.0	-5.3	-4.4	-5.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	68.2	92.7	191.7	250.5	287.2	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	29.6	34.2	117.1	83.5	66.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	38.6	44.5	55.9	77.2	163.1
无形资产	3.6	3.5	3.1	2.8	2.4	营业外收支净额	1.6	3.5	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	40.1	48.0	55.9	77.2	163.1
资产总计	234.8	854.0	865.4	936.0	1060.8	减：所得税	0.7	1.0	5.6	7.7	40.8
短期借款	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	39.5	47.1	50.3	69.5	122.3
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	39.5	47.1	50.3	69.5	122.3
应付账款	8.5	5.3	7.2	8.0	10.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	1.9	2.0	2.3	2.5	2.7	基本每股收益	0.72	0.64	0.53	0.73	1.28
应付职工薪酬	0.2	1.1	14.9	15.1	15.2	稀释每股收益	0.72	0.64	0.53	0.73	1.28
应交税费	-2.2	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
其他应付款	0.2	2.8	20.0	20.0	20.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	20.6%	10.1%	15.5%	21.3%	60.8%
长期借款	48.0	40.0	20.0	20.0	20.0	EBIT 增长率	26.9%	13.3%	11.0%	43.8%	116.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	54.5%	19.1%	7.0%	38.1%	76.0%
负债合计	78.7	67.3	72.5	73.6	76.0	盈利性					
股东权益合计	156.1	786.7	792.9	862.4	984.7	销售毛利率	36.7%	40.6%	44.1%	49.0%	60.1%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	销售净利率	26.7%	28.9%	26.7%	30.4%	33.3%
净利润	39.5	47.1	50.3	69.5	122.3	ROE	25.3%	6.0%	6.3%	8.1%	12.4%
折旧与摊销	2.6	4.4	18.4	25.1	30.4	ROIC	18.5%	5.4%	5.6%	7.4%	11.8%
经营活动现金流	6.8	4.3	64.8	76.9	135.8	估值倍数					
投资活动现金流	-4.8	-37.2	-200.0	-50.0	-50.0	PE	36.0	40.4	49.1	35.6	20.2
融资活动现金流	1.4	572.3	-66.8	4.4	5.3	P/S	9.6	11.7	13.1	10.8	6.7
现金净变动	3.4	539.4	-202.0	31.3	91.2	P/B	9.1	2.4	3.1	2.9	2.5
期初现金余额	12.6	8.9	547.9	345.9	377.2	股息收益率	14.4%	14.4%	0.9%	0.0%	0.0%
期末现金余额	16.0	548.4	345.9	377.2	468.4	EV/EBITDA	34.3	28.0	31.1	21.6	10.8

资料来源：浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

