

投资评级: 增持(首次)

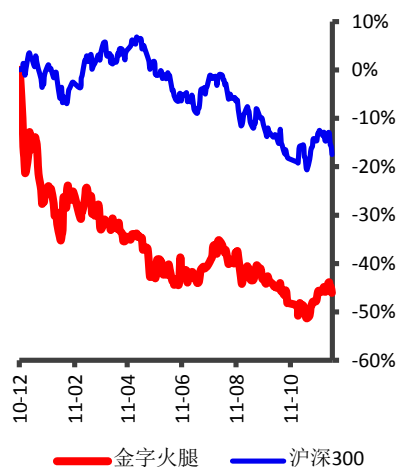
当前价格: 25.74 元
目标价格: 27.00 元
目标期限: 12 个月

市场数据

总股本(百万股)	95.55
A 股股本(百万股)	95.55
B 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	25.17
12 个月最高/最低	78.00/22.38
第一大股东	施延军
第一大股东持股比例	27.70%
上证综指/沪深 300	2417/2606

注: 2011 年 11 月 20 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	6.5	2.4	-
绝对收益	7.4	-4.7	-

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 赵军

固话: (8621) 68634510-8715

邮箱: zj2890@xcsc.com

执业证书编号: S0500511090001

火腿低盐化和全国化打开公司增长天花板

调研目的:

近期, 我们到公司进行了调研, 与公司董秘和证券事务代表进行了沟通交流, 并参观了公司的火腿博物馆。现向投资者汇报如下:

投资要点:

- **金字火腿公司是金华火腿行业的龙头。**金字火腿公司主要从事火腿及其制品的生产和销售, 火腿及火腿制品约占公司收入的 95% 左右; 公司在火腿行业的市场占有率大约在 22% 左右, 位于行业第一位。公司是“地理标志产品——金华火腿”国家标准 (2008 年修订版) 的主要起草单位。公司的“金字”牌商标荣获“中国驰名商标”, 金字火腿荣获“中国名牌产品”称号。
- **服务营销打造公司核心竞争力。**公司先进的火腿制作工艺和品质是公司竞争力的根本, 服务营销的理念则奠定了公司的核心竞争力, 公司对餐饮酒店渠道客户采取“客户大使”营销服务制度; 对商超销售渠道采取频繁营销计划服务制度; 对于经销商及加盟专卖店采取垂直一体化营销服务。营销的差异化成就了金字火腿的辉煌和龙头地位。这种竞争中形成的差异化优势体现为品牌力和品牌溢价, 公司的毛利率较行业要高出 10%-15%。
- **公司发展速度呈现放慢趋势。**公司 08、09、10 年的收入增速分别为 34%、21%、10%, 呈现放缓态势, 11 年前三季度收入增速只有 5.8%。收入放缓部分由于结构性产能受限, 更为主要是因为公司火腿市场占有率已较高, 市场占有率进一步提升空间不大, 公司作为行业龙头, 要打开增长瓶颈就必须解决火腿整个市场的拓展。
- **低盐化、高端化和全国化是公司未来发展的三个看点。**1) 金华火腿因传统生产工艺中温度湿度靠天吃饭, 因此含盐量在 9%-12% 之间, 高盐分限制了火腿的用途, 仅作为烹饪辅料, 类似调味品的功效。随着现代进口设备的引进, 控温控制工艺能够将火腿的盐分降低到 6% 左右, 甚至更低, 这使得低盐火腿不仅能够替代传统火腿市场, 还拓展了火腿的用途, 例如盐分更低发酵时间更长的巴马火腿已经能够与进口的意大利、西班牙火腿媲美, 刀切即食。2) 火腿的低盐化也带来了产品结构的提升, 低盐化的过程也是高端化的过程。3) 同时由于控温控湿工艺的采用, 火腿在盐分降低的同时, 还能提升火腿的水分含量, 火腿品质的提升使得火腿走出华东、华南地区, 走向全国成为可能。
- **渠道再建设, 谋划低盐化、高端化和全国化。**基于行业发展状况, 公司确立了传统火腿稳定发展、低盐火腿快速发展、巴马火腿重点发展的战略。公司专门成立了一支专业高档食品营销团队和品牌策划团队, 给予更高的销售激励, 统一部署巴马火腿的全国营销。区域战略上进一步拓展了全国化的布局。确立了华东市场和北京、广州、武汉为中心的华北、华南、华中西南四条线布局。通过组建子公司和办事处加强对所在区域的管理和维护, 部分区域直接参与开发维护。销售体系和销售人员也随之壮大了一倍, 为后续金字火腿的全国化做了组织上的准备, 实际效果有待观察。
- **公司的增长瓶颈主要在于销售而非产能。**根据我们对公司存货和产能的考

察，发现公司的增长瓶颈除了存在小部分结构性供应瓶颈外，主要还在于销售瓶颈需要突破，例如火腿的用途和全国化方面需要有重大突破。

- **盈利预测及估值。**预计公司 2011-13 年的收入分别是 1.81 亿元、2.08 亿元、2.36 亿元，EPS 分别为 0.53 元、0.57 元、0.65 元，对应的 PE 分别为 48.29、44.92、39.33 倍，首次给予“增持”评级，建议待股价回调后再予以考虑。

□ 重点关注事项

经济放缓对高端发酵肉制品市场构成一定的负面影响；公司全国化布局效果仍具有不确定性。

表 1 盈利预测表

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	163.10	180.84	207.61	236.40
收入同比(%)	10.11%	10.88%	14.80%	13.87%
归属母公司净利润（百万元）	47.06	50.93	54.75	62.54
净利润同比(%)	19.15%	8.24%	7.50%	14.23%
毛利率(%)	40.58%	43.70%	44.90%	47.40%
每股收益(元)	0.49	0.53	0.57	0.65
P/E	52.27	48.29	44.92	39.33
P/B	3.13	2.99	2.85	2.71
EV/EBITDA	39.29	36.17	27.61	22.34

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 公司 11 年的收入和利润增速均不是很高

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
一、营业总收入	44.42	64.71	27.78	33.09	9.36%	10.13%	3.03%	0.40%
二、营业总成本	32.75	46.38	22.05	22.84	19.03%	9.42%	13.11%	-4.85%
营业成本	26.83	36.63	15.65	18.71	17.34%	8.01%	-2.47%	-7.01%
营业税金及附加	0.00	0.37	0.00	0.00	14.67%	46.59%	-99.32%	2846.45%
销售费用	3.87	7.89	4.22	4.53	49.26%	34.09%	83.26%	122.14%
管理费用	1.54	2.57	2.45	2.56	-14.16%	45.06%	55.70%	97.95%
财务费用	0.19	-1.08	-0.24	-2.95	-189.32%	-877.14%	-373.97%	-626.73%
资产减值损失	0.32	0.00	-0.04	0.00				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
四、营业利润	11.67	18.33	5.73	10.24	-10.95%	11.96%	-23.29%	14.49%
加：营业外收入	1.17	0.89	4.07	0.73				
减：营业外支出	0.00	0.04	0.00	0.00				
五、利润总额	12.83	19.18	9.80	10.97	-2.80%	13.05%	13.64%	14.40%
减：所得税	-0.24	0.52	0.53	1.22		-6.68%	39.65%	378.90%
六、净利润	13.08	18.66	9.27	9.74	-0.90%	13.73%	12.44%	4.43%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00				
归属于母公司所有者的净利润	13.08	18.66	9.27	9.74	-0.90%	13.73%	12.44%	4.43%
每股收益	0.14	0.20	0.10	0.10	-0.90%	13.73%	12.44%	4.43%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
毛利率	39.59%	43.40%	43.65%	43.46%	-4.11%	1.11%	3.18%	4.51%
营业税金及附加率	0.00%	0.57%	0.00%	0.01%	0.00%	0.14%	-0.14%	0.01%
营业费用率	8.71%	12.19%	15.18%	13.69%	2.33%	2.18%	6.65%	7.50%
管理费用率	3.46%	3.98%	8.83%	7.73%	-0.95%	0.96%	2.99%	3.81%
财务费用率	0.42%	-1.66%	-0.86%	-8.93%	0.94%	-1.90%	-1.19%	-10.63%
三项费用率	12.60%	14.50%	23.15%	12.49%	2.32%	1.24%	8.45%	0.68%
利润率	28.89%	29.64%	35.27%	33.15%	-3.61%	0.77%	3.29%	4.06%
实际所得税率	-1.90%	2.73%	5.42%	11.15%	-1.95%	-0.58%	1.01%	8.49%
净利润率	29.44%	28.83%	33.36%	29.45%	-3.05%	0.91%	2.79%	1.14%
归属母公司净利润率	29.44%	28.83%	33.36%	29.45%	-3.05%	0.91%	2.79%	1.14%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 预测利润表和资产负债表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	723	531	494	568	营业收入	163	181	208	236
现金	548	294	215	264	营业成本	97	102	114	124
应收账款	16	17	20	23	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	0	0	0	1	营业费用	14	24	28	31
预付账款	6	5	7	7	管理费用	6	11	12	14
存货	151	214	252	274	财务费用	1	-9	-4	-4
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	131	357	440	419	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	10	10	10	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	93	271	371	374	营业利润	44	53	58	71
无形资产	3	24	24	24	营业外收入	4	6	6	4
其他非流动资产	35	52	34	11	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	854	888	933	987	利润总额	48	59	64	75
流动负债	16	9	10	11	所得税	1	3	4	6
短期借款	0	0	0	0	净利润	47	56	60	69
应付账款	5	7	7	8	少数股东损益	0	5	5	6
其他流动负债	11	2	3	3	归属母公司净利润	47	51	55	63
非流动负债	51	51	51	51	EBITDA	50	54	71	88
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.64	0.53	0.57	0.65
其他非流动负债	11	11	11	11	获利能力				
负债合计	67	60	61	62	毛利率(%)	40.58%	43.70%	44.90%	47.40%
少数股东权益	0	5	10	16	ROE(%)	5.98%	6.19%	6.35%	6.88%
股本	74	96	96	96	ROIC(%)	15.03%	7.38%	7.29%	8.85%
资本公积	601	579	579	579	估值比率				
留存收益	112	148	188	234	P/E	52.27	48.29	44.92	39.33
归属母公司股东权益	787	823	862	908	P/B	3.13	2.99	2.85	2.71
负债和股东权益	854	888	933	987	EV/EBITDA	39.29	36.17	27.61	22.34

资料来源:公司公告,湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。