



# 2012 开始发力巴玛火腿

## 1、2012 年，公司重点发展高毛利的巴玛火腿

目前，公司的低温肉制品的发展步伐相对放缓，公司高端产品巴玛火腿 2011 年试水，2012 会做重点推广。由于巴玛火腿的出现，公司产品结构将调整为：传统火腿、低盐火腿、巴玛火腿、低温肉制品四部分。传统火腿与低盐火腿主要用于烹调，而巴玛火腿可直接食用，我们估计巴玛的毛利率至少在 50%以上。

公司正围绕巴玛火腿组建覆盖北京、上海、杭州等少数国内一线城市的销售网络，并开辟了网上销售渠道。但由于巴玛火腿的生产周期要 10 个月，酱藏两年，周期较长，我们对公司今年巴玛火腿的销售和进军全国的计划持谨慎乐观的态度，但渠道和品牌确立后，成长空间巨大。

## 2、公司毛利率将逆势上升

公司 2011 前三季度毛利率上升 2.5%，主要受低成本和提价影响。金华火腿有着较长的生产周期，2011 年产品用的是 2010 的原料，滞后性导致成本较低；公司在 2011 年 8 月对产品提价 10-20%，也扩大了公司的盈利空间。由于今年产品的原料采购自 2011 年，预计 2012 年公司将面临一定的成本压力，但公司议价能力强，高端产品占比也会进一步提高，因此整体毛利率可能继续上升。

## 3、2011 年增长缓慢，今年增速或迎拐点

占收入和毛利 85%以上的火腿业务自 2008 年开始增速放缓，这一趋势将延续到 2011 年。公司 2011 年前三季度营收同比增长不到 6%，净利增长 10%，预计 2011 年公司的收入和利润增速仍会下降。巴玛火腿刚刚推出不久，真正发力也要在 2012 年，预计 2012 年公司收入和净利增速或迎拐点。

## 4、盈利预测及估值

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54、0.63、0.75 元，对应 P/E 分别为 37、32、27 倍，尽管相对估值较高，但公司不同于传统的肉制品加工企业，高端肉制品市场空间大，公司品牌美誉度高，我们看好公司的成长性，建议增持。

## 金字火腿 (002515)

### 首次评级

### 增持

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

发布日期：2012 年 1 月 10 日

当前股价：20.60 元

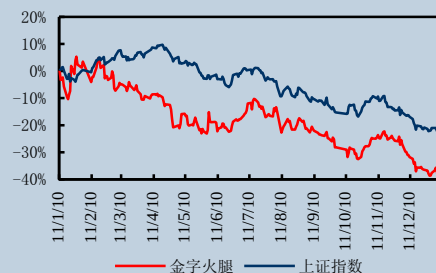
目标价格 6 个月：25 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月          | 12 个月         |
|----------------|---------------|---------------|
| -12.34/-7.76   | -16.77/-11.12 | -42.79/-21.20 |
| 12 月最高/最低价 (元) |               | 48.76/19.6    |
| 总股本 (万股)       |               | 9555.00       |
| 流通 A 股 (万股)    |               | 2405.00       |
| 总市值 (亿元)       |               | 19.68         |
| 流通市值 (亿元)      |               | 4.95          |
| 近 3 月日均成交量 (万) |               | 23.35         |
| 主要股东           |               |               |
| 施延军            |               | 27.70%        |

### 股价表现





预测和比率

|          | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万） | 163.10 | 177.29 | 217.02 | 264.14 |
| 营业收入增长率  | 10.11% | 8.70%  | 22.41% | 21.72% |
| 净利润（百万）  | 47.06  | 51.66  | 59.73  | 71.94  |
| 净利润增长率   | 19.15% | 9.79%  | 15.61% | 20.45% |
| ROE      | 5.98%  | 6.27%  | 6.76%  | 7.53%  |
| EPS（元）   | 0.64   | 0.54   | 0.63   | 0.75   |
| P/E      | --     | 37.06  | 32.06  | 26.62  |
| P/B      | --     | 2.32   | 2.17   | 2.00   |



## 分析师介绍

**黄付生：**经济学博士，曾在哥伦比亚大学商学院进修。首席食品饮料、农林牧渔行业分析师，2 年宏观策略、4 年行业公司研究经验。2010 年、2011 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

## 报告贡献人

吕昌 010-85136328 lvchang@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

### 保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

### 私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010