

得 利 斯(002330)调研报告

谨慎推荐

低温肉制品为公司利润中心，生产基地达产将推动公司前行
食品饮料

维持评级

发布时间：2012 年 1 月 16 日

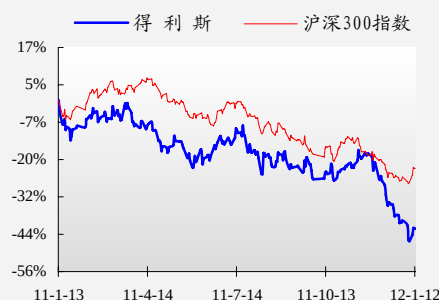
投资要点:

- 公司是以生猪屠宰、冷却肉及冷冻肉、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，国内少数几家拥有先进生猪屠宰流水线和低温肉制品生产工艺，布局合理的市场营销网络、完善的冷链运输体系的公司之一。
- 由于传统饮食习惯的原因，目前猪肉仍是我国绝大多数居民主要品来源，虽然猪肉产量在类总中的比例有所下降，但是近年来已经趋于稳定，仍为我国消费的最大品种的肉类。随着消费升级，目前冷却肉消费在一些发达城市已经占到人均年消费猪肉量的 15%-20% 左右，且其占比仍有上升趋势。
- 公司主营为冷冻肉及冷却肉和低温肉制品，符合行业发展趋势。2011 年整体上看，收入水平在预期之内，前期由于猪价的高企也导致了公司毛利率的暂时下降，但在 11 月份生猪价格有所下降，缓降了公司的成本压力，而此时随着春节的来临，又是公司的生产旺季，收入水平有个较大的提升。
- 鉴于公司在山东地区有着大量的消费群体，属于区域性龙头企业，而在全中国也属于二线品牌，产品结构符合行业发展趋势，目前由于其规模偏小使得成本相较于大规模公司有一定的劣势，当新增产能达产后，公司综合成本有望进一步降低，随着几大生产基地的进一步达产，周边辐射区域增大，对公司销售将是个很大的利好，公司发展将高于行业发展平均水平，预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.23 元，0.31 元和 0.39 元，给予公司 2012 年 30-35 倍 PE 估值，合理价格为 9.30-10.85 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2010	1436.59	29.30%	44.29	-29.90	0.18		52.5	
2011E	1923.06	33.86%	57.73	30.35%	0.23		41.1	
2012E	2634.02	36.97%	77.81	34.78%	0.31		30.5	
2013E	3326.32	26.28%	97.89	25.81%	0.39		24.2	

走势图



市场数据

2012-01-13

收盘价:	9.45 元
52 周最高价:	17.35 元
52 周最低价:	8.66 元
平均持仓成本:	13.38 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	25,100
流通 A 股 (万股):	6,300
每股收益 (元):	0.17
每股净资产 (元):	5.16
每股经营现金流 (元):	0.60
市净率:	1.83

分析师: 朱承亮

执业证书编号: S0550511110003

TEL: (8621)2036 1133

FAX: (8621)2036 1159

Email: zhuc@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

一、公司基本情况

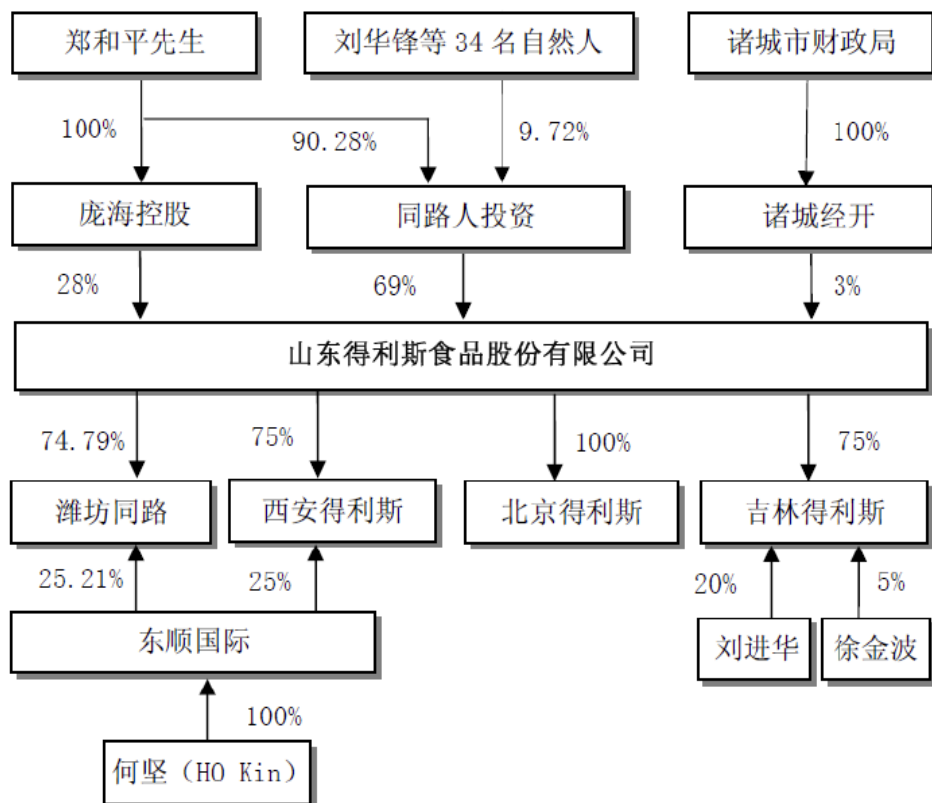
1、公司基本情况

公司是以生猪屠宰、冷却肉及冷冻肉、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，国内少数几家拥有先进生猪屠宰流水线和低温肉制品生产工艺，布局合理的市场营销网络、完善的冷链运输体系的公司之一。公司已在中高端猪肉及肉制品的生产与销售领域树立了良好的品牌形象，积累了丰富的客户资源，建立了完善的营销服务网络，占据国内同行业的领先地位。

2、股本结构

公司为民营企业，上市前，实际控制人郑和平先生通过持有同路人投资有限公司 90.28%的股权和庞海控股有限公司 100%的股权，间接持有得利斯 97%的股份，股权非常集中，发行后，郑和平先生将间接持有公司股权 72.65%，仍为公司实际控制人，公司股权仍然较为集中，显示出一定的风险性。

图 1、得利斯上市前股本结构



数据来源：招股说明书

表 1、公司发行前后股权结构

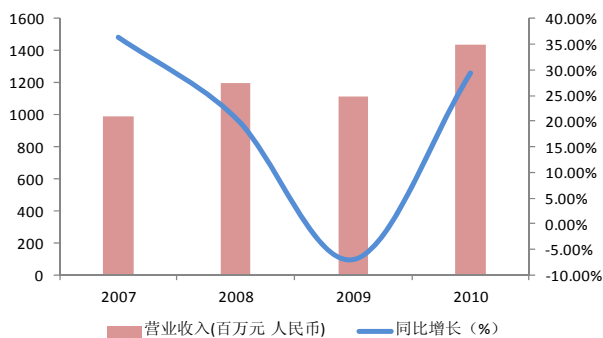
股东名称	发行前		发行后	
	持股（万股）	比例	持股（万股）	比例
诸城同路人投资有限公司	12972	69%	12972	51.68%
庞海控股有限公司	5264	28%	5264	20.97%
诸城市经济开发投资公司	564	3%	564	2.25%
本次发行股份	—	—	6300	25.10%
合计	18800	100%	25100	100%

数据来源：东北证券

3、公司主营业务构成

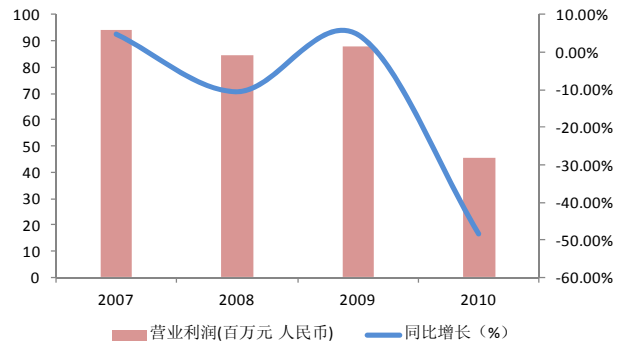
公司是以冷却肉及冷冻肉和低温肉制品的生产与销售为主营业务的大型猪肉食品综合加工企业，尤其是低温肉制品是公司利润的主要来源，每年都占利润总额的 2/3 左右。

图 2、得利斯的主营业务收入增长情况



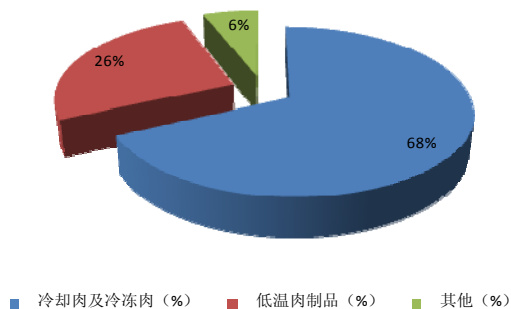
资料来源：上市公司年报，东北证券

图 3、得利斯的净利润增长情况



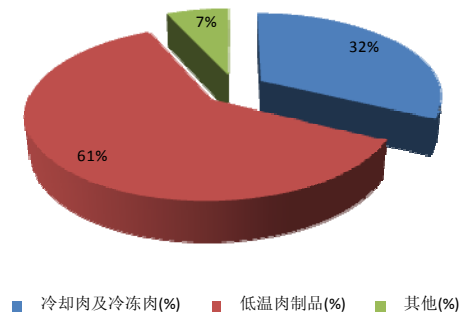
资料来源：上市公司年报，东北证券

图 4、得利斯的主营业务构成



资料来源：上市公司年报，东北证券

图 5、得利斯的利润构成

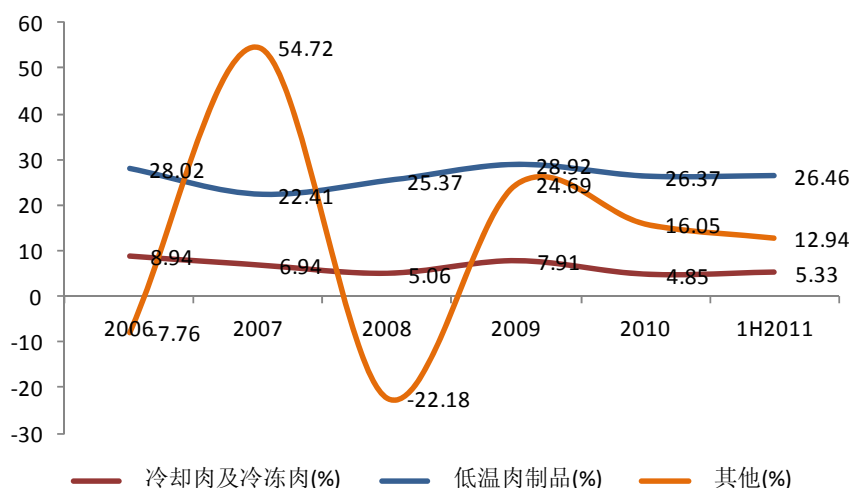


资料来源：上市公司年报，东北证券

冷却肉及冷冻肉：该业务 2011 年中期营业收入占公司全部主营业务收入的 68%，但毛利率较低，为 5.33%，利润贡献为 32%。

低温肉制品：该业务 2011 年中期营业收入占公司全部主营业务收入的 26%，但毛利率较高，为 26.46%，利润贡献为 61%，是公司主要的利润来源，且历年来一直较为稳定。

图 6、公司主要产品毛利情况



数据来源：上市公司年报，东北证券

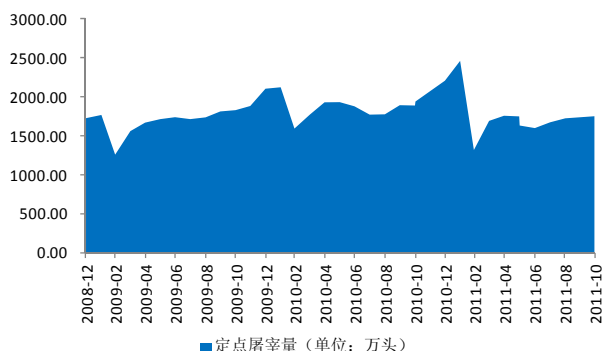
在公司各项产品的毛利率上，公司 2011 年上半年显示冷却肉及冷冻肉和低温肉制品毛利率都有一个小幅上升的态势，在猪价高企的背景下尤其难能可贵，而随着 CPI 高点回落，今年全年毛利率应该在上半年此毛利率基础上仍提升。

二、公司所处行业及公司情况

1、猪肉为我国肉类消费品中最大的种类

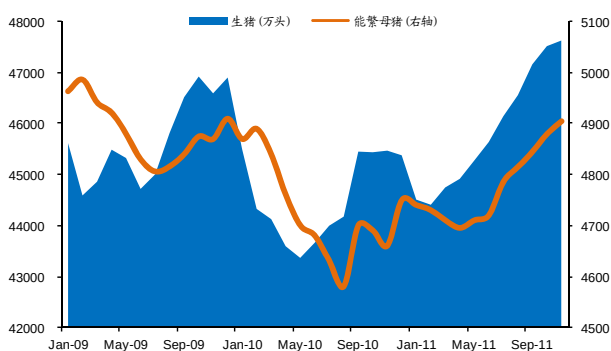
近年来，我国肉类总产量增长迅速。由于传统饮食习惯的原因，目前猪肉仍是我国绝大多数居民主要品来源，虽然猪肉产量在类总中的比例有所下降，但是近年来已经趋于稳定，仍为我国消费的最大品种的肉类。

图 7、我国定点企业屠宰量（单位：万头）



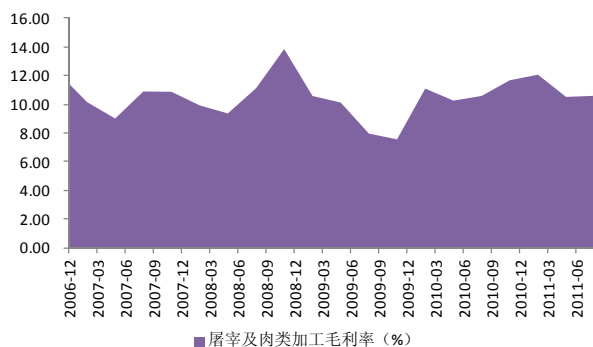
资料来源：上市公司年报，东北证券

图 8、全国生猪存栏数



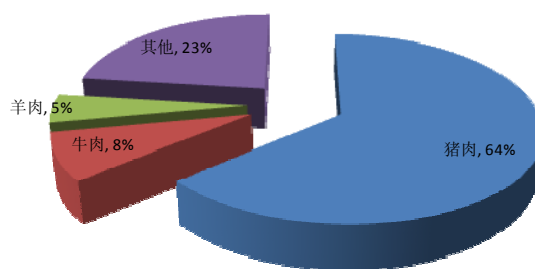
资料来源：上市公司年报，东北证券

图 9、屠宰及肉类加工毛利率



资料来源：上市公司年报，东北证券

图 10、我国肉制品消费比例



资料来源：上市公司年报，东北证券

2、冷却肉及冷冻肉和低温肉制品仍是国内未来发展的主流方向

我国主要有热鲜肉、冷冻肉和冷却肉三种生肉制品，其中热鲜肉仍占主要消费地位，但随着消费升级，目前冷却肉消费在一些发达城市已经占到人均年消费猪肉量的15%-20%左右。同时商务部制定的《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015年）》，计划将大幅度提高冷却肉和小包装产品的市场份额，大力培育优势企业，这为得利斯提供了战略机遇。

3、公司主营业务为冷冻肉及冷却肉和低温肉制品符合行业发展趋势

随着消费升级，冷却肉已经在大中城市兴起，目前在部分发达城市，冷却肉消费已经占到人均年消费猪肉量的15%-20%左右，并且仍有占比继续升高的趋势，而公司拥有较为完整的产业链，即“生猪屠宰—冷冻冷却肉—低温肉制品”，主营为冷冻肉及冷却肉和低温肉制品，符合行业发展趋势。

4、四大生产基地渐入佳境，吉林厂区有望在今年实现盈利，成为公司新的利润增长点

公司目前有四个子公司，分别是潍坊同路以及北京、西安和吉林得利斯食品有限公司，分别对应山东本部、北京、西安和吉林四个生产基地。

表 2、四个生产基地产能情况

生产基地	屠宰产能（万头）	肉制品加工（万吨）	调理品加工（万吨）
山东	100	2.3	0.5+0.1（酱卤）
吉林	200	0.8	
北京		0.3	
西安	50	0.4	0.5

数据来源：东北证券

2011 年公司整体上看，收入水平在预期之内，前期由于猪价的高企导致了公司毛利率的暂时下降，但在 11 月份生猪价格有所下降，缓降了公司的成本压力，而此时随着春节的来临，又是公司的生产旺季，收入水平有个较大的提升。

四大生产基地情况基本尚可，山东本部 2011 年 2.3 万吨肉制品未能达产，屠宰量约为 70 万头，但今年肉制品这块或能达产，而屠宰量也将能达到 100 万头左右。西安基地低温肉制品有利润贡献，丸子这块目前还没有实际贡献，北京情况类似，值得一提的是吉林生产基地，2011 年全年屠宰量约为 40 万头，还没有达到盈亏平衡点，但由于和当地政府洽谈猪源项目，未来前景广阔，有望复制本部模式。

今年公司另一项新的业务或将对利润产生贡献，即彩印业务，也将对利润或将有 400-500 万的一个贡献。

三、风险因素

生猪供应价格风险--生猪是公司产品主要原料，生猪受气候、灾情、疫情、供需变化波动较大，生猪价格的大幅度波动会对公司业绩稳定性产生一定程度的影响。

生猪疫情风险--生猪养殖区爆发大规模流行性疫病，会使得猪源减少，消费者对猪肉制品产生消费恐慌，对生猪屠宰及肉制品加工企业产生不利影响。

吉林与政府洽谈项目风险—公司吉林基地与当地政府的猪源项目进展可能低于预期。

四、估值与投资建议

鉴于公司在山东地区有着大量的消费群体，属于区域性龙头企业，而在全中国也属于二线品牌，产品结构符合行业发展趋势，目前由于其规模偏小使得成本相较于大规模公

司有一定的劣势，当新增产能达产后，公司综合成本有望进一步降低，随着几大生产基地的进一步达产，周边辐射区域增大，对公司销售将是个很大的利好，公司发展将高于行业发展平均水平，预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.23 元，0.31 元和 0.39 元，给予公司 2012 年 30--35 倍 PE 估值，合理价格为 9.30-10.85 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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或征价。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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。