

18 January 2012 | 4 pages

洋河股份 (002515)

产业链一体化扩大公司领先优势

—金字火腿投资建设生态园点评报告

程艳华

执业证书编号: S1230511010007



本报告导读:

- 产业链一体化提振消费信心, 扩大领先优势
- 库存为王效应最快于一季报显现

投资要点:

1月18日公司发布公告: 拟投资金字生态园项目, 项目内容包括养殖金华“两头乌”(为巴玛火腿提供原料), 种植有机果蔬等, 于2012年1月动工, 同年12月完工并投产。项目总投资约 1,300万元, 内部收益率为9.59%, 静态投资回收期8.67年。

■ 具有明显的产业链一体化领先优势

我们比较认同公司产业链一体化发展的思路: 1) 食品安全问题是食品行业的达摩里斯之剑, 把握住原材料, 不仅能够有效防范风险, 而且极大提振消费者信心; 2) 优质原料是制作美味食品的先决条件, 采用两头乌作为原料体现巴玛火腿的高品质特点, 符合火腿产业升级、消费升级的发展方向; 3) 公司已经初步形成了上游生猪养殖, 下游连锁店推广一体化经营的业务结构, 不断夯实未来业务扩张的基础, 在业内公司是产业链一体化第一家, 具有明显的领先优势。

■ “库存为王”的效应继续存在

目前市场鲜猪后腿收购价格仍然维持在 23-25 元/公斤的高位, 由于去年底收购价格回落时间短暂以及市场对春节以后猪肉价格将回落的预判, 中小企业并没有补充库存的动作, 因此库存为王的效应继续显现, 公司仍然具有抢占市场的先机或者优先提价权。

■ 投资建议

公司是行业的领军企业, 产业链一体化将提振消费者信心, 扩大公司的领先优势, 我们看好公司未来发展。现阶段库存效应继续存在, 一季报应有所体现, 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 40.2、29.1 和 16.5 倍。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	29.5	33.0	40.2	29.1	16.5
EV/EBITDA(X)	28.3	21.1	24.6	17.0	8.4
PB	7.45	1.98	2.55	2.34	2.05
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

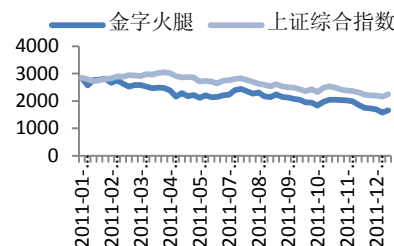
评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: 21.15.

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

2011 以来公司股价走势



相关报告

《金字火腿, 步点提速》

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 葛越





生态园投资明细

序号	投资项目	投资金额（万）
1	办公楼	100
2	两头乌及生态猪放养场	600
3	水果、苗木、蔬菜种植	200
4	辅助设施	100
5	流动资金	300
总计		1300

资料来源：公司公告 浙商证券研究所

超募资金使用情况

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

资料来源：公司公告 浙商证券研究所





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	29.5	33.0	40.2	29.1	16.5
融资活动现金流	1.4	572.3	-66.8	4.4	5.3	P/S	7.9	9.5	10.7	8.8	5.5
现金净变动	3.4	539.4	-202.0	31.3	91.2	P/B	7.5	2.0	2.5	2.3	2.1
期初现金余额	12.6	8.9	547.9	345.9	377.2	股息收益率	17.6%	17.6%	1.1%	0.0%	0.0%
期末现金余额	16.0	548.4	345.9	377.2	468.4	EV/EBITDA	28.3	21.1	24.6	17.0	8.4

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>

