

肉制品

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人：蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价： 100.00 元

当前股价： 79.00 元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2481.08
总股本(百万)	606
流通股本(百万)	606
流通市值(亿)	468
EPS	1.80
每股净资产(元)	5.65
资产负债率	35.54%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	18.94	7.52	28.79
食品饮料	8.06	-3.90	5.96
沪深300指数	5.39	-4.57	-14.5



相关报告

双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大 2011-10-22

双汇发展-调研简报：资产重组进行中，产销量和盈利能力不断提升 2011-09-26

双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善 2011-08-18

双汇发展

000895

强烈推荐

要约收购获证监会无异议批复，继续推进重组

11月17日双汇发布《关于中国证监会对罗特克斯有限公司及其一致行动人要约收购报告书全文无异议的提示性公告》，罗特克斯已于日前收到中国证券监督管理委员会《关于核准罗特克斯有限公司及其一致行动人公告河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书的批复》，公司也将继续积极推进重大资产重组工作。

- **要约收购已获得中国证监会的无异议批复。**双汇已于2010年11月29日发布《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书摘要》，要约收购系由于双汇国际的股东进行境外股权变更，导致双汇发展及其关联企业的员工控制的公司兴泰集团成为双汇发展的实际控制人，高盛集团和鼎晖投资不再通过罗特克斯对双汇发展实施共同控制而触发。
- **本次实际控制人变动与双汇发展的重大资产重组同时推进，但二者独立操作，并不互为前提。**为充分保护中小投资者的利益，本次要约收购拟采用溢价要约方式，收购人确定本次要约价格为56.00元/股。本次要约收购期限共计30个自然日，期限自2011年11月21日至2011年12月20日。
- **销量、利润增长符合预期，公司将继续推进重大资产重组工作。**我们从年初持续推荐双汇发展，近期股价涨幅较大，我们认为主要是生猪价格回落利润回升，市场对公司业绩更有信心以及预期资产重组时间逐步逼近所致。
- **我们对大众消费品的利润率弹性进行了测算，认为双汇发展是利润率弹性最大的公司，利润率弹性越大超预期的可能性也越大。**目前公司的发货量和利润水平较去年同期均有所增长，如果明年生猪价格下降后公司毛利率能恢复到原材料价格上涨前的水平，仅毛利率就能贡献50.6%的业绩增长。猪肉价格从今年二季度开始上涨，公司一季度利润率水平较高，明年一季度增长主要体现在销量增长，二季度利润率的弹性将逐步体现，利润率将大幅提升。
- **由于资产重组已经于8月开始，市场预期重组在明年初完成，我们认为股价有望达到明年30倍PE的100元。**假设发行股数减少10%，按11.4亿股本计算，预计2011-2013年EPS分别为1.26/3.34/4.38，目前对应2012年估值24倍，按照2012年30倍估值，目标价100元，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**一季度猪肉价格继续大幅上涨

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	36749	42231	56047	70561
同比(%)	30%	15%	33%	26%
归属母公司净利润(百万元)	1089	1438	3802	4997
同比(%)	20%	32%	164%	31%
毛利率(%)	8.9%	11.8%	16.7%	17.2%
ROE(%)	31.8%	28.2%	42.7%	36.0%
每股收益(元)	0.96	1.26	3.34	4.38
P/E	82.98	62.87	23.78	18.09
P/B	26.41	17.75	10.16	6.51
EV/EBITDA	25	20	8	6

资料来源：中投证券研究所

- **要约收购已获得中国证监会的无异议批复。11月17日双汇发布《关于中国证监会对罗特克斯有限公司及其一致行动人要约收购报告书全文无异议的提示性公告》，公司接收购方罗特克斯有限公司通知，罗特克斯已于日前收到中国证券监督管理委员会《关于核准罗特克斯有限公司及其一致行动人公告河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书的批复》，《批复》对罗特克斯及其一致行动人公告要约收购报告书无异议。同时，公司也将会继续积极推进重大资产重组工作。**
- **本次实际控制人变动与双汇发展的重大资产重组同时推进，但二者独立操作，并不互为前提。双汇已于2010年11月29日发布《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书摘要》，要约收购系由于双汇国际的股东进行境外股权转让，导致双汇发展及其关联企业的员工控制的公司兴泰集团成为双汇发展的实际控制人，高盛集团和鼎晖投资不再通过罗特克斯对双汇发展实施共同控制而触发。为充分保护中小投资者的利益，本次要约收购拟采用溢价要约方式，收购人确定本次要约价格为56.00元/股。本次要约收购期限共计30个自然日，期限自2011年11月21日至2011年12月20日。**
- **销量、利润增长符合预期，公司将继续积极推进重大资产重组工作。我们从年初持续推荐双汇发展，近期股价涨幅较大，我们认为主要是生猪价格回落利润率回升，市场对公司业绩更有信心以及资产重组时间逐步逼近所致。**
- **10月份肉制品发货量较去年同期略有增长，通过不断提价，单吨利润不断提升，已经超过去年同期水平。10月公司肉制品日发货量已经超过去年同期水平，环比继续提升，今年上半年肉制品发货总量60多万吨，预计下半年能够实现110吨的销量。公司自三季度开始连续3个月提价，反映到终端有一定时滞，8、9月节假日旺季产品供不应求，9月大幅提价后，在猪肉价格同比大幅上涨的背景下，目前单吨利润超过去年同期水平，预计下半年能实现8亿净利润。明年将恢复到以前的增长速度，肉制品发货量预计240万吨以上，单吨利润1500元左右，预计肉制品能够实现27亿净利润。**
- **10月屠宰量同比持平，中秋国庆旺季日屠宰量大幅提升，在猪肉价格同比高涨的背景下，10月头均利润继续大幅提升，主要是因为公司不断调整产品结构精细分割以及猪肉价格小幅回落，预计高利润水平可以维持。上半年屠宰生猪447万头，预计下半年屠宰量将达到700-800万头，头均利润达到50-70元，能贡献净利润3亿多。明年预计可实现1800万头屠宰量，如果价格下降，头均利润达到70元，能贡献10亿的净利润。**
- **根据我们测算，双汇是利润率弹性最大的大众消费品公司，目前公司利润率已经恢复到去年同期水平，如果明年生猪价格下降后公司毛利率能恢复到原材料价格上涨前的水平，仅毛利率就能贡献50.6%的业绩增长。大众消费品的毛利率从长期来看是稳中有升的，但短期内会有波动，当原材料价格上涨时，公司首先要判断是短期还是长期的，如果是短期的，公司不会调价格，等待原材料价格回落的过程中毛利率会短暂下降；如果判断是长期的趋势性上涨，公司会进行调价，但调价会避开消费旺季而且会先配合一段时间促销让消费者更容易接受，在这段时间毛利率也会比较低。但随着原材料价格下降和提价效果的体现，毛利率一般都会恢复到过去的水平。下面我们假设大众消费品公司的毛利率能从今年的低点回升至原材料价格上涨之前较高的毛**

利率水平，那么双汇发展的利润率弹性将是最大的。生猪价格从去年的二季度开始上涨，从 9.5 元/公斤涨到今年 9 月的 20.0 元/公斤，涨幅达 110%，同期双汇的毛利率从 10.88% 降至 7.22%，今年前 10 个月公司采购猪价平均 17.2 元/公斤，同比提高了 62%，在这种背景下，公司通过不断提价，10 月份的利润率已经恢复到去年的水平，如果明年春节后猪肉价格回落，毛利率从三季度的 7.22% 回升到 10.88%，那么仅毛利率就能贡献业绩 50.6% 的增长。

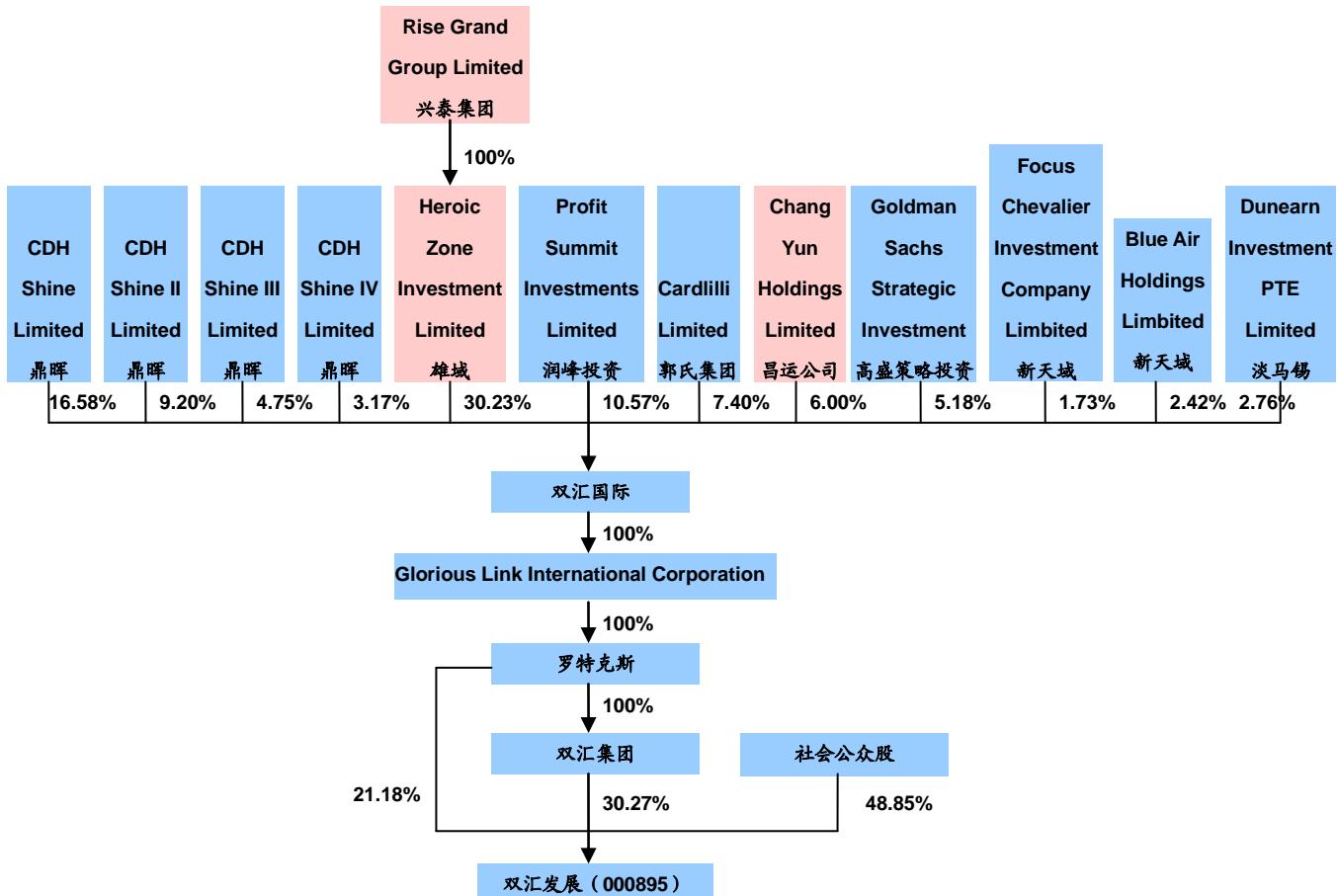
- **利润率弹性越大的公司超预期的可能性越大。**因为猪肉价格从今年二季度开始上涨，公司一季度利润率水平较高，今年一季度受瘦肉精事件影响收入几乎没有增长，因此明年一季度增长主要体现在销量增长；我们认为二季度利润率的弹性将逐步体现，利润率将大幅提升。由于资产重估已经于 8 月开始，市场预期重组在明年一季度完成，我们认为股价有望达到 100 元。
- 假设发行股数减少 10%，按 11.4 亿股本计算，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.26/3.34/4.38，目前对应 2012 年估值 24 倍，按照 2012 年 30 倍估值，目标价 100 元，维持强烈推荐评级。

图 1 大众消费品公司利润率弹性

	原材料价格上涨前毛利率%	原材料价格处于高点时毛利率%	毛利率的变化率
双汇发展	10.88	7.22	50.60%
洽洽食品	28.56	22	29.80%
南方食品	43.24	35.82	20.70%
安琪酵母	36.77	30.98	18.70%
伊利股份	35.82	30.25	18.40%
承德露露	39.31	33.6	17.00%
三全食品	38.08	33.44	13.90%
皇氏乳业	42.33	37.28	13.50%
光明乳业	37.81	33.54	12.70%
好想你	26.58	25.36	4.80%
贝因美	58.68	63.82	-8.80%
黑牛食品	33.1	36.25	-9.50%

资料来源：中投证券研究所

图 2 公司的股权结构：公司的员工是实际控制人



■ 资料来源：公司公告、中投证券研究所

相关报告

报告标题	报告日期
双汇发展-股价上涨点评：明年弹性最大的大众消费品龙头	2011/11/14
双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大	2011/10/21
双汇发展-调研简报:产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿（深度报告）	2011/2/16

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	4035	8449	11282	17407
应收账款	2371	4223	5965	10745
其它应收款	133	145	193	243
预付账款	56	128	170	215
存货	50	60	75	94
其他	1349	3872	4851	6076
非流动资产				
长期投资	77	21	28	35
固定资产	2674	5348	6336	7117
无形资产	430	400	400	400
其他	2056	4115	4905	5621
资产总计	73	99	95	91
流动负债	115	734	936	1005
短期借款	6709	13797	17618	24524
应付账款	0	2687	1178	1178
其他	680	2142	2683	3361
非流动负债	1698	2516	2959	3476
长期借款	23	270	271	271
其他	11	261	261	261
负债合计	12	10	10	10
负债和股东权益	2400	7615	7091	8286
少数股东权益	6709	13797	17618	24524

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1465	1519	4786	6256
净利润	1327	1643	4345	5711
折旧摊销	205	347	545	686
财务费用	-38	36	53	21
投资损失	-121	-50	-50	-50
营运资金变动	40	-248	-95	-169
其它	52	-210	-11	57
投资活动现金流	-403	-2701	-1455	-1456
资本支出	454	2775	1505	1506
长期投资	0	-30	0	0
其他	51	44	50	50
筹资活动现金流	-609	3035	-1589	-20
短期借款	0	2687	-1509	0
长期借款	-1	250	0	0
普通股增加	0	534	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-608	-436	-80	-20
现金净增加额	453	1853	1742	4780

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	36749	42231	56047	70561
营业成本	33482	37245	46664	58449
营业税金及附加	72	84	112	141
营业费用	1219	2027	2690	3387
管理费用	482	954	1267	1595
财务费用	-38	36	53	21
资产减值损失	3	60	60	60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	121	50	50	50
营业利润	1651	1874	5251	6959
营业外收入	49	230	230	230
营业外支出	57	50	50	50
利润总额	1642	2054	5431	7139
所得税	315	411	1086	1428
净利润	1327	1643	4345	5711
少数股东损益	238	205	543	714
归属母公司净利润	1089	1438	3802	4997
EBITDA	1818	2257	5849	7666
EPS (元)	1.80	1.26	3.34	4.38

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.6%	14.9%	32.7%	25.9%
营业利润	23.6%	13.5%	180.2	32.5%
归属于母公司净利润	19.6%	32.0%	164.4	31.4%
获利能力				
毛利率	8.9%	11.8%	16.7%	17.2%
净利率	3.0%	3.4%	6.8%	7.1%
ROE	31.8%	28.2%	42.7%	36.0%
ROIC	83.4%	38.8%	86.9%	96.7%
偿债能力				
资产负债率	35.8%	55.2%	40.2%	33.8%
净负债比率	0.45%	38.72%	20.30	17.37%
流动比率	1.70	1.15	1.65	2.17
速动比率	1.12	0.62	0.94	1.41
营运能力				
总资产周转率	5.90	4.12	3.57	3.35
应收账款周转率	317	285	308	301
应付账款周转率	49.35	26.40	19.34	19.34
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.26	3.34	4.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.33	4.20	5.49
每股净资产(最新摊薄)	3.00	4.47	7.80	12.19
估值比率				
P/E	82.98	62.87	23.78	18.09
P/B	26.41	17.75	10.16	6.51
EV/EBITDA	25	20	8	6

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

张 镭：中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫：中投证券研究所食品行业分析师，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

柯海东：中投证券研究所酒类行业分析师，中山大学财务与投资学硕士，华中科技大学工业设计工学学士，武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务
中心A座19楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际
大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦
16楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434