

肉制品
署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

双汇发展
000895
强烈推荐
2012年轻装上阵

3月1日双汇发展公布2011年年报，实现营业收入376.2亿元，同比增长3.59%；营业利润7.0亿元；利润总额8.0亿元，同比减少54.78%；归属上市公司股东的净利润5.6亿元，同比减少51.27%，实现每股收益0.93元，符合预期。2011年利润分配预案为每10股派5.5元。

6-12个月目标价： 81.00元

当前股价： 67.20元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2428.49
总股本(百万)	605
流通股本(百万)	605
流通市值(亿)	418
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	3.00	-8.43	-0.35
食品饮料	11.43	-8.70	-11.93
沪深300指数	6.32	3.60	-8.23


相关报告

双汇发展 - 资产评估价值下调，整体上市尘埃落定 2012-02-16

要约收购获证监会无异议批复，继续推进重组 2011-11-18

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

- 2011年归属上市公司股东的净利润同比减少51.27%，主要由于315事件影响了公司产品销量，同时生猪平均价格上涨50%，公司为恢复市场销售而推迟产品提价造成盈利水平出现大幅下滑。2011年，上市公司生产高温肉制品56.19万吨，同比下降26.63%；低温肉制品20.47万吨，同比下降15.40%；屠宰生猪248.05万头，同比下降29.72%；备考整体生产高温肉制品94.1万吨，同比下降17.62%；低温肉制品52.4万吨，同比下降13.75%；屠宰生猪1000.4万头，同比下降24.70%。2-4季度单季营业利润同比下滑速度在收窄，分别减少176.16%、46.22%、27.34%。
- 最新生猪采购价格已跌至15.7元/公斤，相比去年采购均价17.6元/公斤已下降12%，虽然近期部分地区发生仔猪腹泻，但小范围的疫情每年都有发生，目前并没有看到生猪价格上涨的趋势，预计降至15元后会暂时稳定。
- 上市公司销售费用由2010年的12.3亿元增加至14.2亿元，其中广告宣传及促销费由2.4亿元增长至3.4亿元，主要原因是公司为恢复市场销售加大广告宣传和促销力度以及商超费用所致。
- 备考合并报表存货增加29.25%，其中原材料增加35.84%，库存商品增加35.08%，主要是价格上涨所致，数量维持在合理水平。公司计提库存商品跌价准备5079.0万元，预计主要是公司在9月采购的高价位冻肉库存跌价所致。
- 备考合并报表在建工程增加34.91%，芜湖双汇、南宁双汇预计分别在2012年底或2013年初建成投产。公司原计划分别在广西南宁、上海、安徽芜湖、山东潍坊、吉林长春、辽宁沈阳、河南济源、浙江金华、江西宜春投资建设生猪屠宰、肉制品加工及商品猪养殖项目。已陆续注册成立了南宁双汇、芜湖双汇、长春双汇、沈阳双汇和济源双汇牧业。其中南宁双汇、芜湖双汇已开工建设，其他项目分别处于项目立项审批、项目环评审批、定点屠宰规划审批、项目土地征用、挂牌、成交确认和使用权证的办理等前期准备阶段。
- 公司2012年规划实现屠宰生猪1435万头、产销肉制品176万吨、产销生猪32万头。我们预计2012-2014年备考合并盈利预测分别为3.00、3.88、5.01，对应PE分别为22/17/13倍，2011年为公司最为艰难的一年，2012年公司已经卸掉所有包袱轻装上阵，我们看好公司未来的长期增长，维持强烈推荐评级。

风险提示：猪肉价格急速上涨

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37615	47683	62006	77697
收入同比(%)	4%	27%	30%	25%
归属母公司净利润	565	3285	4248	5490
净利润同比(%)	-51%	482%	29%	29%
毛利率(%)	7.3%	17.1%	17.0%	17.3%
ROE(%)	15.3%	46.4%	37.5%	32.7%
每股收益(元)	0.52	3.00	3.88	5.01
P/E	130.26	22.40	17.32	13.40
P/B	19.99	10.40	6.50	4.38
EV/EBITDA	41	9	6	5

资料来源：中投证券研究所

图 1 备考合并报表存货分类

项目	年末金额			年初金额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
在途物资	27,845.63	0.00	27,845.63	13,843,337.01	0.00	13,843,337.01
原材料	1,604,556,753.07	2,082,457.80	1,602,474,295.27	1,180,182,241.57	532,091.34	1,179,650,150.23
包装物	97,833,662.34	905,283.76	96,928,378.58	155,520,338.05	3,194,443.33	152,325,894.72
低值易耗品	25,065,149.29	998,308.34	24,066,840.95	28,754,152.14	273,675.54	28,480,476.60
在产品	116,424,582.17	0.00	116,424,582.17	97,866,129.24	0.00	97,866,129.24
库存商品	1,515,628,409.40	50,790,334.75	1,464,838,074.65	1,105,639,721.41	21,213,968.05	1,084,425,753.36
消耗性生物资产	79,737,509.28	0.00	79,737,509.28	62,023,118.21	0.00	62,023,118.21
合计	3,439,273,911.18	54,776,384.65	3,384,497,526.53	2,643,829,037.63	25,214,178.26	2,618,614,859.37

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 拟注入资产分部门报表

	2011 年度							人民币元
	屠宰	肉制品	化工包装	养殖及饲料	商业	其他	分部间相互抵减	
营业收入								
对外交易收入	11,541,905,664.73	9,623,009,841.02	1,777,953,420.56	341,465,143.12	727,326,840.19	213,492,711.45	-	24,225,153,621.07
分部间交易收入	405,570,459.67	139,163.70	1,688,956,807.27	4,952,076.00	169,330,589.40	72,735,563.71	(2,341,684,659.75)	-
分部营业收入合计	11,947,476,124.40	9,623,149,004.72	3,466,910,227.83	346,417,219.12	896,657,429.59	286,228,275.16	(2,341,684,659.75)	24,225,153,621.07
营业成本	11,348,469,349.91	8,954,386,293.00	2,713,359,424.25	314,891,428.53	871,769,058.45	205,158,762.93	(2,328,493,826.32)	22,079,540,490.75
分部营业利润	599,006,774.49	668,762,711.72	753,550,803.58	31,525,790.59	24,888,371.14	81,069,512.23	(13,190,833.43)	2,145,613,130.32
营业税金及附加	772,953.17	20,634,259.10	12,940,542.04	821,993.71	801,948.26	(809,346.00)	-	35,162,350.28
销售费用	231,442,599.98	219,235,005.44	13,833,396.38	4,386,279.95	8,718,969.95	424,888.64	-	478,041,140.34
管理费用	189,922,709.45	267,239,558.30	62,742,287.56	19,512,866.36	3,718,394.43	37,579,264.89	(15,831,779.05)	564,883,301.94
财务费用	36,899,669.87	48,237,737.03	(20,875,435.32)	(15,776,844.97)	(7,321,106.19)	1,884,176.47	-	43,048,196.89
资产减值损失	43,783,794.73	9,559,502.31	(46,386.72)	323.91	154,400.31	98,342.64	-	53,549,977.18
投资收益	-	4,393,245.41	16,377,442.60	17,344,619.01	-	-	-	38,115,307.02
营业利润	96,185,047.29	108,249,894.95	701,333,842.24	39,925,790.64	18,815,764.38	41,892,185.59	2,640,945.62	1,009,043,470.71
营业外收入	43,126,901.63	75,127,344.26	9,084,587.52	11,950,800.85	238,369.83	885,246.28	-	140,413,250.37
营业外支出	7,132,777.13	41,912,386.54	1,175,349.02	464,745.10	2,068.94	511,106.46	-	51,198,433.19
利润总额	132,179,171.79	141,464,852.67	709,243,080.74	51,411,846.39	19,052,065.27	42,266,325.41	2,640,945.62	1,098,258,287.89
所得税	506,571.39	24,266,168.91	182,547,166.06	5,082,267.20	4,788,722.47	10,223,918.17	2,844,365.29	230,259,179.49
净利润	131,672,600.40	117,198,683.76	526,695,914.68	46,329,579.19	14,263,342.80	32,042,407.24	(203,419.67)	867,999,108.40
分部资产总额	3,792,734,526.08	6,479,899,656.07	2,004,098,407.49	756,488,210.08	354,199,558.68	851,878,764.31	(5,178,341,999.86)	9,060,957,122.85
分部负债总额	2,228,073,991.29	2,422,520,028.92	529,743,623.93	70,454,675.58	304,749,196.05	77,014,240.99	(2,660,779,839.86)	2,971,775,916.90
补充信息：								
折旧和摊销费用	86,395,356.57	166,437,390.42	47,366,098.67	6,100,658.91	16,027.16	15,090,682.01	-	321,406,213.74
当期确认的减值损失	43,783,794.73	9,641,573.56	(46,386.72)	323.91	154,400.31	16,271.39	-	53,549,977.18
资本性支出	669,417,916.56	895,321,237.66	119,796,529.49	20,807,495.79	24,111.11	22,108,681.01	-	1,727,475,971.62

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 在建工程明细

项目	年末金额			年初金额		
	账面余额	减值准备	账面价值	账面余额	减值准备	账面价值
芜湖双汇生产线建造工程	93,537,741.60	0.00	93,537,741.60	609,000.00	0.00	609,000.00
双汇肉业高温分厂	77,537,892.25	0.00	77,537,892.25	0.00	0.00	0.00
南昌双汇年屠宰 200 万头生猪项目	66,042,268.86	0.00	66,042,268.86	73,599,192.89	0.00	73,599,192.89
哈尔滨双汇灾后重建工程	64,219,284.92	0.00	64,219,284.92	0.00	0.00	0.00
南昌双汇日产 100 吨低温肉制品 项二期工程	58,175,021.96	0.00	58,175,021.96	0.00	0.00	0.00
郑州双汇年屠宰加工 200 万头 生猪项目	34,924,647.13	0.00	34,924,647.13	80,121,244.39	0.00	80,121,244.39
南昌双汇日产 200 吨高温肉制品	38,783,347.98	0.00	38,783,347.98	0.00	0.00	0.00
双汇肉业第二工业园万吨污水处理	28,396,488.34	0.00	28,396,488.34	24,062,952.03	0.00	24,062,952.03
双汇肉业 5500 吨彩印复合膜项目	25,546,065.74	0.00	25,546,065.74	3,510,555.24	0.00	3,510,555.24
绵阳双汇新厂工业园建设工程	12,176,373.77	0.00	12,176,373.77	8,748,506.25	0.00	8,748,506.25
南宁双汇生产线建造工程	7,305,814.91	0.00	7,305,814.91	138,000.00	0.00	138,000.00
郑州双汇年产 66000 吨低温肉制品 加工项目	4,568,786.38	0.00	4,568,786.38	7,453,276.10	0.00	7,453,276.10
上海大昌低温改造项目	3,909,623.29	0.00	3,909,623.29	116,000.00	0.00	116,000.00
舞钢双汇环保工程	2,421,152.95	2,088,495.20	332,657.75	2,421,152.95	2,088,495.20	332,657.75
沈阳双汇生产线建造工程	2,317,476.20	0.00	2,317,476.20	0.00	0.00	0.00
双汇肉业骨素分厂项目	1,874,309.91	0.00	1,874,309.91	4,619,007.77	0.00	4,619,007.77
禽业发展 5000 万只肉鸡养殖项目	1,573,377.46	0.00	1,573,377.46	10,533,937.93	0.00	10,533,937.93
舞钢双汇豆干工程	1,413,882.30	1,343,188.19	70,694.11	1,413,882.30	1,343,188.19	70,694.11
宜昌双汇肉制品车间改造	1,388,408.84	0.00	1,388,408.84	0.00	0.00	0.00
浙江金华新生产厂	635,973.35	0.00	635,973.35	420,000.00	0.00	420,000.00
武汉双汇肉制品二期工程	623,386.60	0.00	623,386.60	65,102,428.21	0.00	65,102,428.21
双汇牧业保安二场养殖项目	616,612.77	0.00	616,612.77	533,274.80	0.00	533,274.80
禽业加工 5000 万只肉鸡屠宰 加工项目	489,100.00	0.00	489,100.00	513,866.99	0.00	513,866.99
双汇牧业保安养殖项目	438,083.00	0.00	438,083.00	503,588.09	0.00	503,588.09
生物工程骨素新建项目	413,349.04	0.00	413,349.04	0.00	0.00	0.00
汇特火腿肠生产车间改造工程	369,230.76	0.00	369,230.76	68,726.79	0.00	68,726.79
长春双汇生产线建造工程	232,500.00	0.00	232,500.00	0.00	0.00	0.00
双汇肉业肉制品车间	112,593.78	0.00	112,593.78	0.00	0.00	0.00
华懋双汇肉制品车间改造工程	10,568.50	0.00	10,568.50	20,000.00	0.00	20,000.00
宜昌双汇屠宰生产线改造	4,420.76	0.00	4,420.76	260,998.01	0.00	260,998.01
南昌双汇日产 100 吨低温肉制品 项目一期工程	0.00	0.00	0.00	49,417,284.40	0.00	49,417,284.40
第二工业园草智纸箱厂项目	0.00	0.00	0.00	24,468,459.00	0.00	24,468,459.00
华懋污水处理厂	0.00	0.00	0.00	15,375,562.35	0.00	15,375,562.35
济源双汇 2000t/h 冷库和常温库项目	0.00	0.00	0.00	5,264,002.85	0.00	5,264,002.85
华懋硫酸软骨素技改项目	0.00	0.00	0.00	2,225,653.64	0.00	2,225,653.64
华懋动力 10KV 增容配电室工程	0.00	0.00	0.00	1,922,845.57	0.00	1,922,845.57
双汇牧业 20 万头仔猪工程	0.00	0.00	0.00	112,742.05	0.00	112,742.05
德州双汇肉制品业三期工程	0.00	0.00	0.00	37,948.72	0.00	37,948.72
股份食品分厂车间改造	0.00	0.00	0.00	8,404.27	0.00	8,404.27
其他工程	21,497,855.90	0.00	21,497,855.90	26,131,776.54	0.00	26,131,776.54
合计	551,555,639.25	3,431,683.39	548,123,955.86	409,734,270.13	3,431,683.39	406,302,586.74

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产				
现金	4898	7982	11809	17416
应收账款	2513	3478	5944	10090
其他应收款	188	164	213	267
预付账款	43	145	188	236
存货	36	63	82	103
其他流动资产	1703	4107	5349	6681
非流动资产				
长期投资	414	24	31	39
固定资产	2942	5682	7554	9120
无形资产	346	400	400	400
其他非流动资产	2114	4202	5896	7407
资产总计	282	308	304	300
流动负债	199	772	953	1013
短期借款	3441	5639	6783	8070
应付账款	705	700	700	700
其他流动负债	1038	2272	2959	3696
非流动负债	1699	2667	3124	3674
长期借款	62	59	59	59
其他非流动负债	49	49	49	49
负债合计	3504	5698	6842	8129
少数股东权益	13	10	10	10
股东权益	654	892	1199	1597
股本	606	1095	1095	1095
资本公积	382	0	0	0
留存收益	2693	5978	10226	15716
归属母公司股东权益	3682	7074	11321	16811
负债和股东权益	7839	13663	19363	26536

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1001	3735	4992	6626
净利润	643	3523	4555	5887
折旧摊销	271	360	614	861
财务费用	-4	34	9	-11
投资损失	-46	-15	-15	-15
营运资金变动	80	45	-209	-196
其他经营现金流	56	-212	38	100
投资活动现金流	-1097	-2844	-2490	-2492
资本支出	452	2775	2505	2507
长期投资	-300	54	0	0
其他投资现金流	-944	-15	15	15
筹资活动现金流	-93	73	-35	12
短期借款	705	-5	0	0
长期借款	38	0	0	0
普通股增加	0	489	0	0
资本公积增加	-127	-382	0	0
其他筹资现金流	-709	-29	-35	12
现金净增加额	-189	965	2466	4145

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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37615	47683	62006	77697
营业成本	34875	39514	51457	64271
营业税金及附加	95	162	211	264
营业费用	1418	2327	3026	3792
管理费用	555	1369	1780	2230
财务费用	-4	34	9	-11
资产减值损失	22	81	37	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	46	15	15	15
营业利润	700	4212	5502	7167
营业外收入	123	192	192	192
营业外支出	20	0	0	0
利润总额	803	4404	5694	7359
所得税	160	881	1139	1472
净利润	643	3523	4555	5887
少数股东损益	79	238	307	397
归属母公司净利润	565	3285	4248	5490
EBITDA	967	4605	6124	8016
EPS (元)	0.93	3.00	3.88	5.01

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	3.6%	26.8%	30.0%	25.3%
营业利润	-60.8%	501.9%	30.6%	30.3%
归属于母公司净利润	-51.3%	481.6%	29.3%	29.2%
盈利能力				
毛利率	7.3%	17.1%	17.0%	17.3%
净利率	1.5%	6.9%	6.9%	7.1%
ROE	15.3%	46.4%	37.5%	32.7%
ROIC	25.5%	79.8%	71.7%	73.3%
偿债能力				
资产负债率	44.7%	41.7%	35.3%	30.6%
净负债比率	21.51	13.15%	10.95	9.21%
流动比率	1.42	1.42	1.74	2.16
速动比率	0.92	0.68	0.94	1.32
营运能力				
总资产周转率	5.17	4.44	3.76	3.39
应收账款周转率	225	257	306	301
应付账款周转率	40.59	23.87	19.67	19.32
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	3.00	3.88	5.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	3.41	4.56	6.05
每股净资产(最新摊薄)	3.36	6.46	10.34	15.35
估值比率				
P/E	130.26	22.40	17.32	13.40
P/B	19.99	10.40	6.50	4.38
EV/EBITDA	41	9	6	5

相关报告

报告日期	报告标题
2012-02-16	双汇发展 - 资产评估价值下调，整体上市尘埃落定
2011-11-18	要约收购获证监会无异议批复，继续推进重组
2011-10-22	双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大
2011-09-26	双汇发展-调研简报：资产重估进行中，产销量和盈利能力不断提升
2011-08-18	双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善
2011-07-26	双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进
2011-06-23	双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道
2011-05-31	双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果
2011-04-29	双汇发展-一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复
2011-04-21	双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面
2011-04-19	双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会

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

本报告由中国中投证券有限责任公司 (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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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