

肉制品

署名人: 张镭

S0960209060260

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

利空出尽走出阴霾, 重上高速发展轨道

6月22日我们到公司进行了调研, 同一日公司公布了2011年半年度业绩预告, 净利润同比大幅下降80%-90%, 我们认为瘦肉精事件的影响基本已经在上半年的业绩中全部反映, 下半年销量将恢复到正常发展速度, 公司已经重上高速发展的轨道, 利空出尽提供底部价位, 建议买入。

投资要点:

- 瘦肉精事件的利空已经出尽, 公司已经重回高速发展轨道。2011年半年度业绩预告净利润同比下降80%-90%, 主要是因为公司二季度计提了瘦肉精事件的所有影响, 包括退货损失、促销影响等, 因此瘦肉精事件的全部影响基本已经在上半年全部反映, 7月开始将摆脱瘦肉精事件的影响。
- 公司产品销售恢复符合预期, 预计7月份能够恢复到315以前的水平。目前肉制品发货量相比去年同期总体恢复9成以上, 屠宰与去年同期相比已经恢复大约7成, 屠宰慢于肉制品恢复的原因主要是猪价创出历史新高, 目前19.5元/公斤。销售恢复速度复合预期, 预计在计提完所有影响后, 7月份能够恢复到315之前的水平。
- 肉制品按照目前恢复情况以及下半年旺季来临, 预计能够实现14亿利润, 明年能够恢复原来的高增长。今年上半年肉制品利润水平较低除了是受计提影响以外, 主要是买赠促销规模较大。目前促销活动已经停止, 随着7月产品结构调整, 下半年利润率有望回升, 预计下半年能够实现14亿利润, 明年有望恢复到以前的增长速度, 实现大约36亿净利润。
- 屠宰业务目前盈亏平衡, 随着四季度猪肉价格下降, 盈利能力将逐步回升, 预计下半年能实现3亿利润。目前农户已经开始补栏, 根据四个半月的补栏周期, 预计猪肉价格在三季度见顶, 四季度开始下降, 明年也将呈现下降趋势, 那么屠宰业务能够恢复到以前的利润水平, 那么预计下半年能实现3亿利润, 假设明年猪价有所回落, 屠宰量恢复到去年的水平, 那么明年能够实现7亿利润。
- 预计上半年收入下降20%, 全年增长15%左右, 按照之前披露的上市公司和拟注入资产盈利的比例以及以上分析预测, 上市公司能够实现8亿多的净利润, 备考能够实现23亿净利润, 参考拟注入资产盈利预测预计明年备考能够实现45亿净利润。公司在计提完瘦肉精事件影响后, 盈利能力将逐步回升, 按照目前的恢复情况, 上市公司每月能够实现1亿多净利润, 加上上半年1亿多, 全年预计能够实现8亿多净利润, 按照之前披露备考和上市公司的比例, 预计全年备考能够实现23亿净利润。如果明年恢复原来的高增速, 预计备考能够实现45亿的净利润。

主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 36749 | 42376 | 54528 | 68670 |
| 同比(%)         | 30%   | 15%   | 29%   | 26%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1089  | 2021  | 3913  | 5109  |
| 同比(%)         | 20%   | 86%   | 94%   | 31%   |
| 毛利率(%)        | 8.9%  | 13.7% | 17.3% | 17.7% |
| ROE(%)        | 31.8% | 33.8% | 39.6% | 34.1% |
| 每股收益(元)       | 0.96  | 1.77  | 3.43  | 4.48  |
| P/E           | 65.95 | 35.54 | 18.36 | 14.06 |
| P/B           | 20.99 | 12.02 | 7.26  | 4.79  |
| EV/EBITDA     | 20    | 12    | 6     | 5     |

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《双汇发展-发货量已恢复九成, 资产重估不改变重组结果》2011-5-31

《双汇发展-一季度收入增速大幅降低, 销量逐步恢复》2011-4-29

《双汇发展-股价逼近要约收购价格, 估值偏离基本面》2011-4-21

- 我们认为公司公告业绩预减 80%-90%幅度略超市场预期，但是基本所有负面影响都全部在二季度有所体现，因此如果开盘下跌后是很好的买点，利空因素出尽将提供底价。目前公司已经对资产进行重新评估，我们认为重估时间不会太长，重组有望在今年年底或明年年初结束。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.77/3.43/4.48，因为今年公布的业绩仍然还是按照上市公司口径，而且今年属于最差的一年，市场主要还是按明年的业绩给予估值，目前对应 2012 年估值仅 18 倍，按照 2012 年 30 倍估值，目标价 100 元，维持强烈推荐评级。
- 股价催化剂：资产重估结束推进重组
- 投资风险：下半年猪肉价格继续大幅上涨，年报低于预期

## 附录：中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告

|   |           |
|---|-----------|
| 双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道                        | 2011/6/22 |
| 2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现        | 2011/6/20 |
| 五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种     | 2011/6/12 |
| 泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评                 | 2011/6/10 |
| 五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低                         | 2011/6/09 |
| 洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低                  | 2011/6/08 |
| 双汇发展-发货量已恢复九成，资产重组不改变重组结果                     | 2011/5/30 |
| 伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升                | 2011/5/25 |
| 伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长               | 2011/5/18 |
| 青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张                            | 2011/5/11 |
| 洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降           | 2011/5/02 |
| 光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源                     | 2011/4/30 |
| 伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升               | 2011/4/30 |
| 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 |
| 水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评             | 2011/4/28 |
| 贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评        | 2011/4/23 |
| 酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评              | 2011/4/22 |
| 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 |
| 皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货             | 2011/4/14 |
| 洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升                 | 2011/4/14 |
| 白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂                             | 2011/4/11 |
| 食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评       | 2011/4/7  |
| 蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业                | 2011/4/4  |
| 光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效                        | 2011/4/1  |
| 贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评 | 2011/3/29 |
| 泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评          | 2011/3/27 |
| 洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大                   | 2011/3/25 |
| 金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商                          | 2011/3/25 |
| 水井坊-2011 年仍是调整转型年                             | 2011/3/24 |
| 贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评                 | 2011/3/21 |
| 洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵                          | 2011/3/14 |
| 伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心                  | 2011/3/14 |
| 贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元                     | 2011/3/10 |
| 金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家                          | 2011/3/4  |
| 皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现         | 2011/2/27 |
| 乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合            | 2011/2/26 |
| 泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评                | 2011/2/22 |
| 食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大                | 2011/2/21 |
| 水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊                           | 2011/2/16 |
| 双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿          | 2011/2/16 |
| 酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂                             | 2011/2/14 |

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| 水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候               | 2011/2/10  |
| 酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评       | 2011/1/28  |
| 伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化          | 2011/1/20  |
| 泸州老窖-整合已近尾声，再次腾飞在即                  | 2011/1/19  |
| 伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进          | 2010/12/21 |
| 白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会        | 2010/12/20 |
| 白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要 | 2010/12/20 |
| 乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业           | 2010/12/20 |
| 皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐          | 2010/12/20 |
| 光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期        | 2010/12/3  |
| 蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即                 | 2010/11/29 |
| 伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉     | 2010/11/29 |
| 古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒               | 2010/11/29 |
| 光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张               | 2010/11/10 |
| 皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下                    | 2010/10/29 |

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |       |        |       |        |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010  | 2011E  | 2012E | 2013E  |
| <b>流动资产</b>    |      |       |       |       | <b>营业收入</b>     | 36749 | 42376  | 54528 | 68670  |
| 现金             | 4035 | 7762  | 12051 | 18297 | 营业成本            | 33482 | 36566  | 45118 | 56539  |
| 应收账款           | 2371 | 3607  | 6908  | 11850 | 营业税金及附加         | 72    | 85     | 109   | 137    |
| 其它应收款          | 133  | 146   | 188   | 236   | 营业费用            | 1219  | 2034   | 2617  | 3296   |
| 预付账款           | 56   | 129   | 166   | 209   | 管理费用            | 482   | 958    | 1232  | 1552   |
| 存货             | 50   | 59    | 72    | 90    | 财务费用            | -38   | 16     | 32    | 18     |
| 其他             | 1349 | 3801  | 4690  | 5877  | 资产减值损失          | 3     | 60     | 60    | 60     |
| <b>非流动资产</b>   | 77   | 21    | 27    | 34    | 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0     | 0      |
| 长期投资           | 2674 | 5570  | 6532  | 7288  | 投资净收益           | 121   | 50     | 50    | 50     |
| 固定资产           | 430  | 400   | 400   | 400   | <b>营业利润</b>     | 1651  | 2707   | 5410  | 7118   |
| 无形资产           | 2056 | 4364  | 5114  | 5798  | 营业外收入           | 49    | 230    | 230   | 230    |
| 其他             | 73   | 99    | 95    | 91    | 营业外支出           | 57    | 50     | 50    | 50     |
| <b>资产总计</b>    | 115  | 707   | 923   | 999   | <b>利润总额</b>     | 1642  | 2887   | 5590  | 7298   |
| <b>流动负债</b>    | 6709 | 13332 | 18583 | 25585 | 所得税             | 315   | 577    | 1118  | 1460   |
| 短期借款           | 2378 | 5910  | 6689  | 7853  | <b>净利润</b>      | 1327  | 2310   | 4472  | 5838   |
| 应付账款           | 0    | 1288  | 1178  | 1178  | 少数股东损益          | 238   | 289    | 559   | 730    |
| 其他             | 680  | 2103  | 2594  | 3251  | <b>归属母公司净利润</b> | 1089  | 2021   | 3913  | 5109   |
| <b>非流动负债</b>   | 1698 | 2520  | 2916  | 3423  | EBITDA          | 1818  | 3084   | 6013  | 7848   |
| 长期借款           | 23   | 270   | 271   | 271   | EPS (元)         | 1.80  | 1.77   | 3.43  | 4.48   |
| 其他             | 11   | 261   | 261   | 261   |                 |       |        |       |        |
| <b>负债合计</b>    | 12   | 10    | 10    | 10    |                 |       |        |       |        |
| 少数股东权益         | 2400 | 6180  | 6960  | 8123  |                 |       |        |       |        |
| 股本             | 886  | 1175  | 1734  | 2464  |                 |       |        |       |        |
| 资本公积           | 606  | 1140  | 1140  | 1140  |                 |       |        |       |        |
| 留存收益           | 509  | 509   | 509   | 509   |                 |       |        |       |        |
| 归属母公司股东权益      | 2307 | 4328  | 8241  | 13349 |                 |       |        |       |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 3423 | 5977  | 9890  | 14998 |                 |       |        |       |        |
|                | 6709 | 13332 | 18583 | 25585 |                 |       |        |       |        |
| 现金流量表          |      |       |       |       |                 |       |        |       |        |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 主要财务比率          |       |        |       |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 1465 | 2227  | 4924  | 6415  | <b>会计年度</b>     | 2010  | 2011E  | 2012E | 2013E  |
| 净利润            | 1327 | 2310  | 4472  | 5838  | <b>成长能力</b>     |       |        |       |        |
| 折旧摊销           | 205  | 361   | 572   | 712   | 营业收入            | 29.6% | 15.3%  | 28.7% | 25.9%  |
| 财务费用           | -38  | 16    | 32    | 18    | 营业利润            | 23.6% | 64.0%  | 99.8% | 31.6%  |
| 投资损失           | -121 | -50   | -50   | -50   | 归属于母公司净利润       | 19.6% | 85.5%  | 93.6% | 30.6%  |
| 营运资金变动         | 40   | -220  | -86   | -159  | <b>获利能力</b>     |       |        |       |        |
| 其它             | 52   | -190  | -14   | 55    | 毛利率             | 8.9%  | 13.7%  | 17.3% | 17.7%  |
| <b>投资活动现金流</b> | -403 | -2949 | -1455 | -1456 | 净利率             | 3.0%  | 4.8%   | 7.2%  | 7.4%   |
| 资本支出           | 454  | 3022  | 1505  | 1506  | <b>ROE</b>      | 31.8% | 33.8%  | 39.6% | 34.1%  |
| 长期投资           | 0    | -30   | 0     | 0     | ROIC            | 83.4% | 53.0%  | 86.6% | 97.0%  |
| 其他             | 51   | 44    | 50    | 50    | <b>偿债能力</b>     |       |        |       |        |
| <b>筹资活动现金流</b> | -609 | 1958  | -168  | -17   | 资产负债率           | 35.8% | 46.4%  | 37.5% | 31.7%  |
| 短期借款           | 0    | 1288  | -109  | 0     | 净负债比率           | 0.45% | 25.06% | 20.68 | 17.72% |
| 长期借款           | -1   | 250   | 0     | 0     | 流动比率            | 1.70  | 1.31   | 1.80  | 2.33   |
| 普通股增加          | 0    | 534   | 0     | 0     | 速动比率            | 1.12  | 0.66   | 1.09  | 1.57   |
| 资本公积增加         | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b>     |       |        |       |        |
| 其他             | -608 | -113  | -58   | -17   | 总资产周转率          | 5.90  | 4.23   | 3.42  | 3.11   |
| <b>现金净增加额</b>  | 453  | 1236  | 3301  | 4941  | 应收账款周转率         | 326   | 292    | 304   | 301    |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 49.35 | 26.28  | 19.21 | 19.35  |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |        |       |        |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.96  | 1.77   | 3.43  | 4.48   |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.29  | 1.95   | 4.32  | 5.63   |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.00  | 5.24   | 8.68  | 13.16  |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |        |       |        |
|                |      |       |       |       | P/E             | 65.95 | 35.54  | 18.36 | 14.06  |
|                |      |       |       |       | P/B             | 20.99 | 12.02  | 7.26  | 4.79   |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 20    | 12     | 6     | 5      |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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 镛：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

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

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

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