

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

6-12个月目标价: 75.00元

当前股价: 68.50元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2334.99
总股本(百万)	605
流通股本(百万)	605
流通市值(亿)	424
EPS	0.93
每股净资产(元)	6.08
资产负债率	44.69%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	-2.99	4.20	5.57
食品饮料	-0.07	14.96	3.16
沪深300指数	-0.44	7.51	-3.00


相关报告

 双汇发展 - 从行业双龙头年报比较看双汇
竞争优势 2012-03-15

双汇发展 - 2012年轻装上阵 2012-03-02

 双汇发展 - 资产评估价值下调, 整体上市尘
埃落定 2012-02-16

双汇发展
000895
强烈推荐
业绩低于预期, 增速逐月回升

今日双汇发展公布一季报, 实现营业收入 98.6 亿元, 同比增长 17.4%, 收入基本符合预期; 归属上市公司股东的净利润同比下降 28.8%, 低于我们此前预计的增长 10%, 利润低于预期主要是因为利润率低于预期。实现每股收益 0.31 元, 并预告中报业绩增长 400%-450%。

投资要点:

- 收入增长 17.4%, 预计在春节提前旺季缩短的情况下, 一季度销量同比有所下降, 收入增长来自产品价格提高。今年春节提前造成 1 月份有 10 天停止发货, 而春节前又是消费旺季, 因此 1 月销量同比大幅下降, 2、3 月销量增速逐月提升, 但淡季拉动作用有限。去年二季度为业绩低点, 预计收入增速未来将提升。
- 在猪肉价格持续下降背景下, 毛利率环比从 7.43% 提升至 7.94%, 但同比仍低于去年同期的 9.61%, 主要原因是淡季需求下降造成利润下降和固定成本摊销率上升。生猪采购价格由年初的 17.5 元/公斤降至 14.1 元/公斤, 毛利率有所提升, 但由于一季度销量同比下滑, 因此固定资产摊销率上升, 同时淡季需求下降造成价格回落进而利润有所下降, 且生猪价格仍高于去年一季度的 13.7 元/公斤, 因此环比毛利率仍有下降。预计随着销量上升, 毛利率将逐步提升。
- 毛利率减少造成营业利润同比下降 29.6%, 净利润同比下降 28.8%。根据公告, 中报同比增长 400%-450%, 高增长主要是因为去年 2 季度受瘦肉精事件影响基数低, 如果增长达到上限, 二季度净利润和 2010 年持平, 与正常年份比, 增速逐步上升。
- 根据近期生产经营情况看, 预计备考合并整体净利润增速好于上市公司。按照 2、3 月份增速恢复来看, 我们认为全年仍有可能完成 185 万吨肉制品销量、1550 万头屠宰量、50 元头均利润和 1500 元单吨利润, 我们暂不下调盈利预测, 预计 2012-2014 年备考合并盈利预测分别为 3.00/3.88/5.01, 给予 25 倍 PE, 目标价 75。我们长期看好行业整合为龙头公司双汇带来的政策红利、上游屠宰产量提升后的规模效应、以及下游肉制品品牌力带来的产品持续扩张能力, 维持强烈推荐。
- 风险提示: 猪肉价格快速上涨

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	132.74	22.83	17.65	13.66
P/B	20.37	10.60	6.62	4.46
EV/EBITDA	41	9	7	5

资料来源: 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	7839	13663	19363	26536
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	13	10	10	10
股东权益	3504	5698	6842	8129
少数股东权益	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	132.74	22.83	17.65	13.66
P/B	20.37	10.60	6.62	4.46
EV/EBITDA	41	9	7	5

相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-15	双汇发展 - 从行业双龙头年报比较看双汇竞争优势
2012-03-02	双汇发展 - 2012 年轻装上阵
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

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