

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司季报点评

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

联系人 晁岱秀 S1080110100006

电话：0755-82485059

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

双汇发展(000895)——

屠宰量回升缓慢，静待重组完成

预测价格区间(元) 80 ~ 89

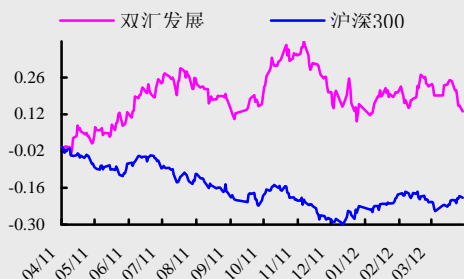
交易数据

上一日交易日股价(元)	64.93
总市值(百万元)	39,347
流通股本(百万股)	606
流通股比率(%)	99.98

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	3,870
每股净资产(元)	6.39
市净率(倍)	10.17
资产负债率(%)	35.19

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

《双汇发展(000895)-肉制品航母鸣笛起航》-20110117

《双汇发展(000895)-坎坷路挡不住勇者》-20110614

《双汇发展(000895)-猪价上涨延缓业绩恢复》-20110623

《双汇发展(000895)-营业收入好于预期 盈利恢复只是时间问题》-20110819

《双汇发展(000895)-资产注入重新启动，评估值减少 20%》-20120216

《双汇发展(000895)-资产重组尘埃落定，关注屠宰量的回升》-20120406

事件：

公司公布 2012 年一季度业绩报告，上市公司实现营业收入 98.62 亿元，同比增加 17.4%，营业毛利 7.83 元同比下降 3%，归属上市公司的净利润 1.89 亿元同比下降 28.8%，EPS0.31 元。

预计 2012 年 1~6 月实现净利润 3.8~4.18 亿元，EPS0.63~0.69 元，同比增长 400~450%。

点评：

- **净利润低于预期，源于屠宰量恢复缓慢** 一季度归属上市公司的净利润为 1.89 亿元，同比下滑 28.8%，低于市场普遍预期。我们认为，猪肉消费自春节后即进入淡季，消费不足导致屠宰量较低，屠宰产能达产率较低，成本增加导致毛利率下降。据统计，前 3 个月全国定点屠宰企业屠宰量为 5270 万头，同比下滑 3.84%，主要受 1 月份下滑 18% 的拖累。而上市公司的屠宰产能达产率预计在 60% 左右，毛利率下降 1.67 个百分点至 7.94%，而净利率亦降至 1.91%。而拟注入资产要好于上市公司，经测算，一季度拟注入资产的净利润仍有一定程度的增长。
- **产品向中高档转变，企业向专业化、大而强转变** 2012 年调整企业发展战略，实现“三个转变”，即：产品结构由高中低档全覆盖向中高档转变，发展模式由速度效益型向安全规模型转变，企业定位向专业化、大而强转变。遵循这一战略转变，2012 年年度经营计划实现屠宰生猪 1435 万头、产销肉制品 176 万吨、产销生猪 32 万头，并坚定冷鲜肉经营思路的改变，提出“5329”计划，具体来讲“50%白条肉、30%分体肉、20%分割肉、90%鲜销”。
- **加强销售终端掌控，重点在农贸市场** 加强对销售终端的掌控力度已是企业发展的必然措施。相对于商超（其不希望鲜冻品的品牌太强）和专卖店（存在客流量太少，店铺的租金较贵等问题）来说，农贸市场的销量比较大，不仅零售还可批发，一个摊铺每天能卖几条猪。今年在四川绵阳、湖北宜昌开始实行，通过公司把农贸市场的卖猪肉的摊位承包下来，然后转租出去并有一些的让利，但只能卖双汇的猪肉，从目前来看，效果较为显著。
- **“十二五”将淘汰 50% 屠宰产能，然进度较为缓慢** 据国家《食品工业“十二五”发展规划》，“十二五”期间原则上不再新建年屠宰 20 万头以下的生猪屠宰企业，限制年产量 3000 吨以下的西式肉制品加工企业，淘汰落后生猪屠宰产能 50%，大中城市和发达地区力争淘汰 80% 左右，提高“冷鲜肉”比重，提高行业集中度。然受政府避免出现猪肉供给大幅波动、以及地方保护等影响，淘汰落后产能将是缓慢长期的过程。



- **生猪价格在底部区域运行，有利于猪肉消费需求的增加** 春节后为猪肉的消费淡季，猪价已跌破 15 元/公斤大关至 14.23 元/公斤。然豆粕、玉米等价格近期涨幅较大，仔猪价格也维持在高位，生猪存栏量止跌回升至 4.62 亿头，预计生猪价格或在 5 月有所反弹，但反弹幅度不大，12 年全年生猪平均价或在 15~16 元，有利于猪肉消费需求的增加。
- **资产注入完成，生猪价格回落导致肉制品原料成本下降，以及屠宰量的回升，促进公司盈利能力的快速转好**，以股本 10.95 亿股计算，预计 12~14 年 EPS 为 2.96（23X）、3.73（18X）、4.56（15X），9 个月目标区间为 80~89 元，继续“强烈推荐”。
- **风险提示** 猪肉价格出现报复性反弹；屠宰量恢复低于预期

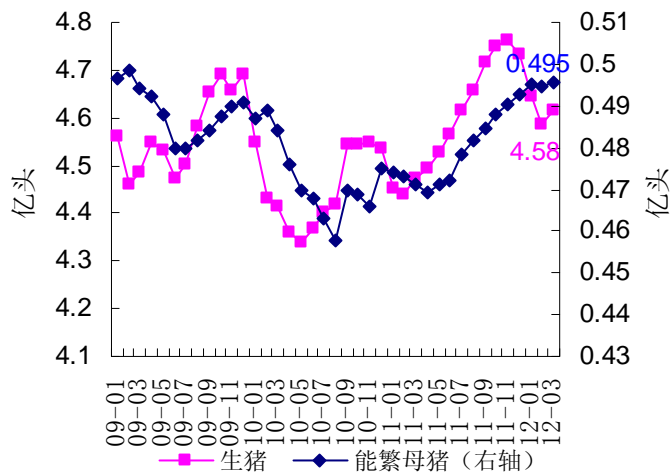
盈利预测

单位：亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	351.27	376.15	466.64	592.67	713.37
同比（%）	23.9%	7.1%	24.1%	27.0%	20.4%
营业毛利	66.10	46.57	77.77	99.73	121.27
同比（%）	138.3%	-29.5%	67.0%	28.2%	21.6%
归属母公司净利润	29.46	13.48	32.43	40.89	49.94
同比（%）	19.6%	-52.5%	140.5%	26.1%	22.1%
总股本（亿股）	10.95	10.95	10.95	10.95	10.95
每股收益（元）	2.69	1.23	2.96	3.73	4.56
P/E倍）	24.2	52.8	21.9	17.4	14.3

数据来源：公司公告、第一创业研究所

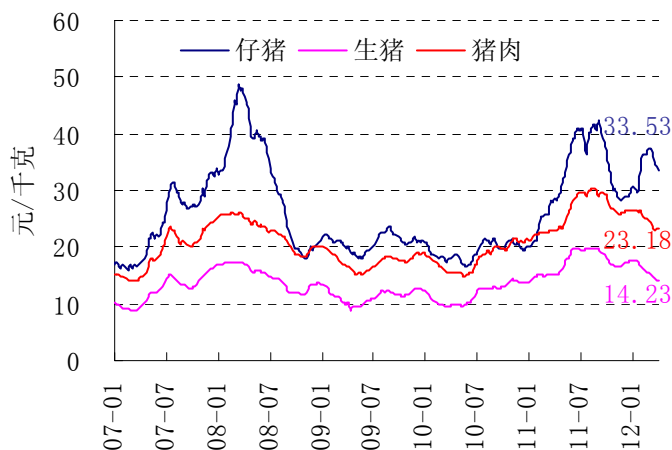


图 1 生猪存栏量回落至 4.58 亿头



数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 3 生猪价格继续回落至 14.23 元/公斤，猪肉价格为 23.18 元/公斤，仔猪价格维持在高位的 33.53 元/公斤



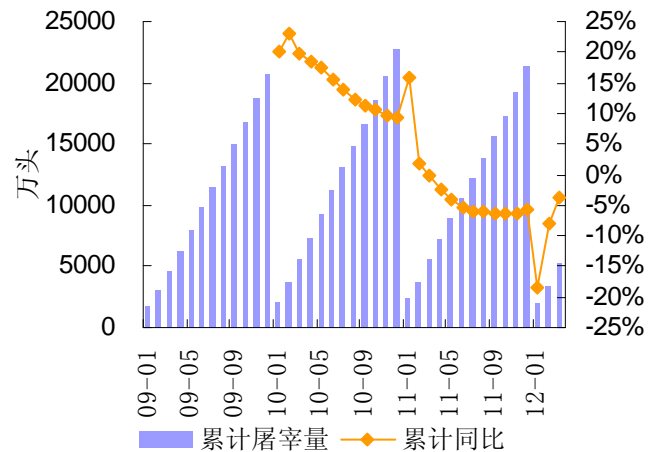
数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 5 猪粮比继续回落至 5.75



数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 2 前 3 月份定点屠宰企业屠宰量下滑 3.8%



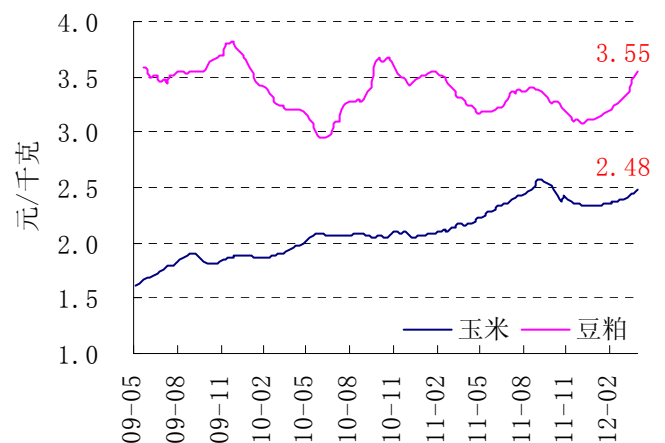
数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 4 四川省能繁母猪的价格回落至 1328 元/头



数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 6 豆粕、玉米价格持续攀升



数据来源：中国政府网 第一创业证券研究所



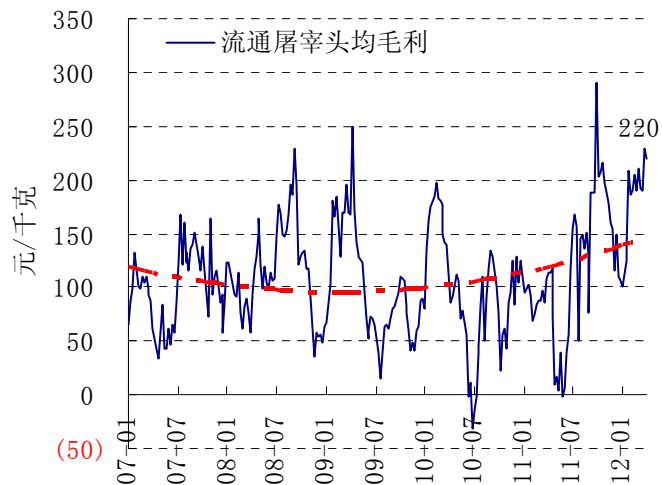
图 7 肉-猪价差回落至 8.95 元/公斤



数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

注：流通屠宰头均毛利指按 110 公斤出栏肉猪 70%屠宰出肉率计算，用来衡量生猪收购、流通屠宰等环节毛利润情况。

图 8 流通屠宰头均毛利维持在 220 元/头左右



数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135