

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司事件点评

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

预测价格区间(元) 75 ~ 84

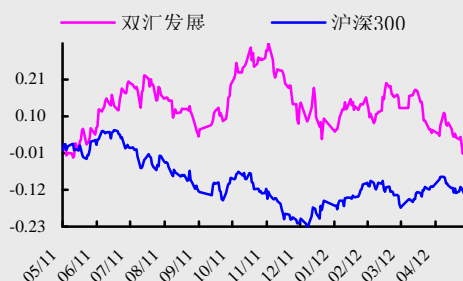
交易数据

上一日交易日股价(元)	60.75
总市值(百万元)	36,814
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)	9.51
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)-屠宰量回升缓慢, 静待重组完成》-20120424

双汇发展(000895)——

重组通过审核，盈利能力大幅提高

事件：

公司公布《关于发行股份购买资产及吸收合并事宜获得中国证监会核准的公告》，核准上市公司向双汇集团、罗特克斯发行 4.55 亿股购买相关资产，以及新增 0.4 亿股吸收合并广东双汇、内蒙古双汇等 5 家公司。

点评：

- **做大做强做精肉类相关产业** 重组按照“主辅分离”原则，减少关联交易，重组后的双汇发展主做饲料、养殖、屠宰、肉制品等相关产业，将集中精力做大、做强、做专、做优，力争通过三到五年的努力，实现年屠宰生猪 3,000 万头以上，年产肉制品 300 万吨以上。
- **拟注入资产优良，对净利润贡献超过 60%** 本次向双汇集团和罗特克斯购买的肉制品加工资产产品主要为中高端、利润率较高的低温肉制品。重组完成后，按照 2011 年口径计算，低温肉制品产量占肉类产品的比重由 27% 提升至 36%，大力改善公司的产品结构，有效地提高了公司产品的盈利能力，2012-2014 年拟注入资产的预测净利润分别为 19.12 亿元、24.85 亿元、31.47 亿元，同比增长 144%、30%、27%，对净利润的贡献超过 60%。
- **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，屠宰量或在中秋节前后回升** 夏季为猪肉的消费淡季，以及生猪存栏量维持在 4.63 亿头的高位，导致生猪价格持续回落，截止到 5 月中旬已跌至 13.8 元/公斤，我们认为猪价已进入底部区域，这一状态或将持续整个夏季，在一定程度上降低了公司肉制品的生产成本。全国定点屠宰企业的屠宰量维持缓慢增长，4 月份为 1814 万头，同比增长 3.05%，环比增长 1.73%；而前 4 个月累计屠宰量为 7084 万头，累计同比下降 2.17%，



主要受 1、2 月份大幅下滑影响，我们认为受消费旺季来临，屠宰量或在中秋节前有大幅回升。

- **维持“强烈推荐”** 资产注入完成后，巨额关联交易得以解决，上市公司的盈利能力得到大幅提升，且屠宰行业有巨大的整合空间，公司在屠宰行业以及销售渠道的优势显著，短期业绩波动不改长期投资价值，继续“强烈推荐”。以股本 10.95 亿股计算，预计 12~14 年 EPS 为 2.96 (21X)、3.73 (16X)、4.56 (13X)，12 个月目标区间为 74~85 元。

- **风险提示**

消费者对食品安全的过分敏感，对肉制品特别是高温肉制品的影响或超预期

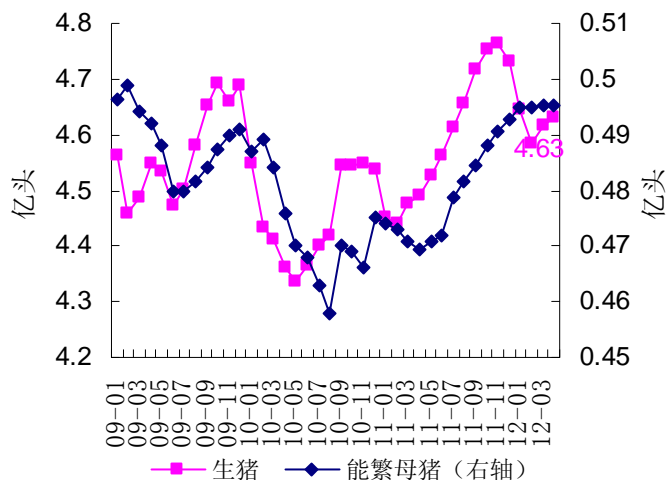
盈利预测

单位：亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	351.27	376.15	488.86	592.67	713.37
同比 (%)	23.9%	7.1%	30.0%	21.2%	20.4%
营业毛利	66.10	46.57	81.48	99.73	121.27
同比 (%)	138.3%	-29.5%	74.9%	22.4%	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)	22.5	49.2	20.5	16.2	13.3

数据来源：公司公告、第一创业研究所

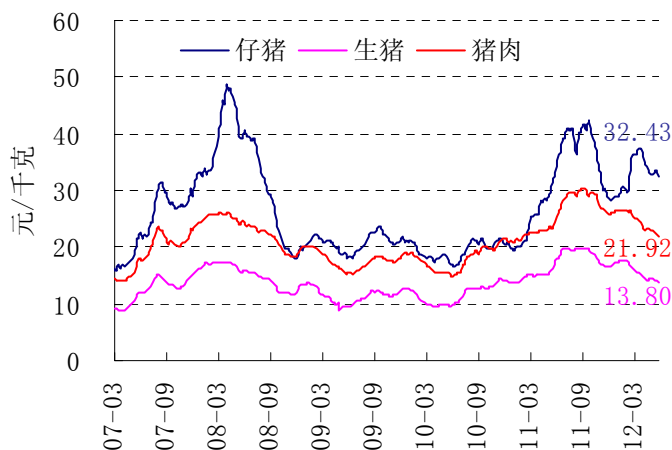


图 1 生猪存栏量回落至 4.63 亿头



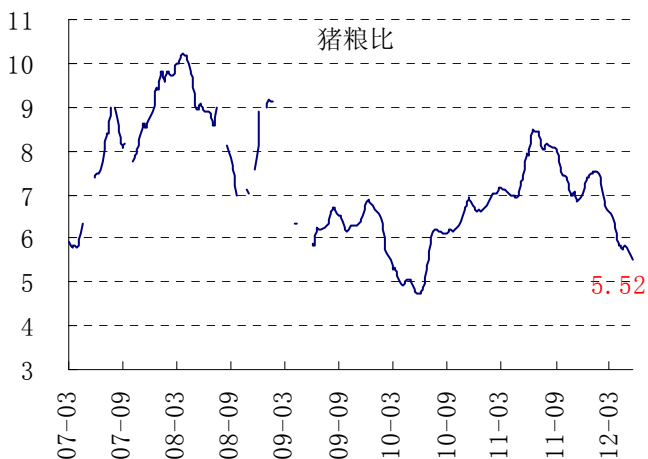
数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 3 生猪价格继续回落至 13.8 元/公斤，猪肉价格为 21.92 元/公斤，仔猪价格维持在高位 32.43 元/公斤



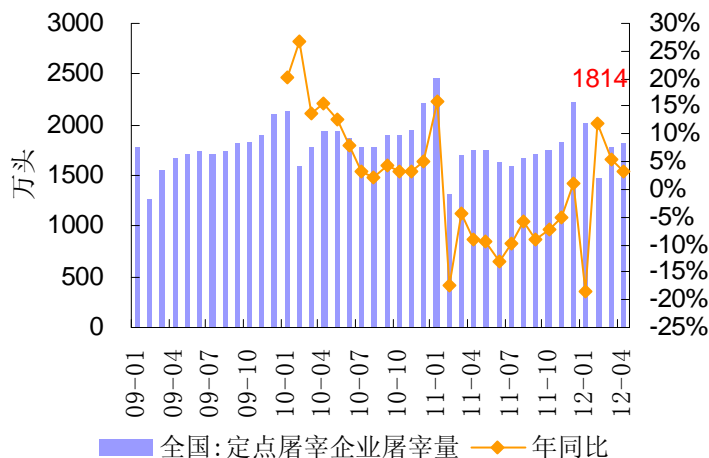
数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 5 猪粮比继续回落至 5.52



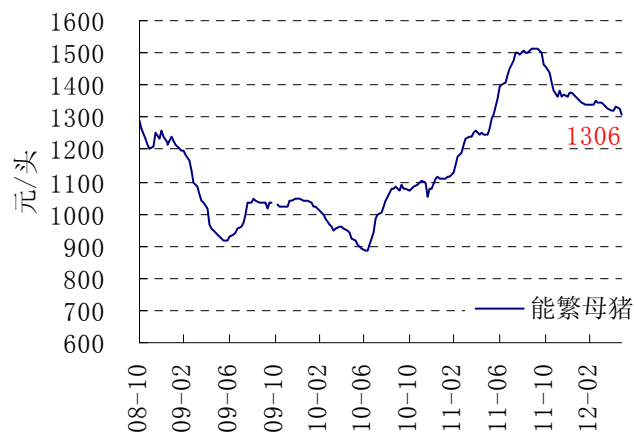
数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 2 4 月份定点屠宰企业屠宰量为 1814 万头，同比增长 3%



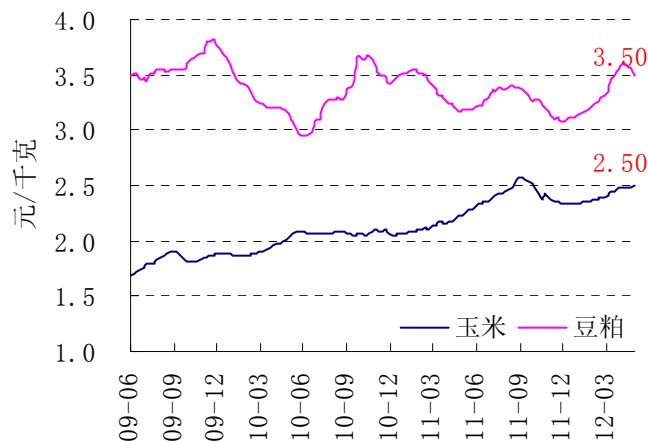
数据来源：中国畜牧业信息网 第一创业证券研究所

图 4 四川省能繁母猪的价格回落至 1306 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



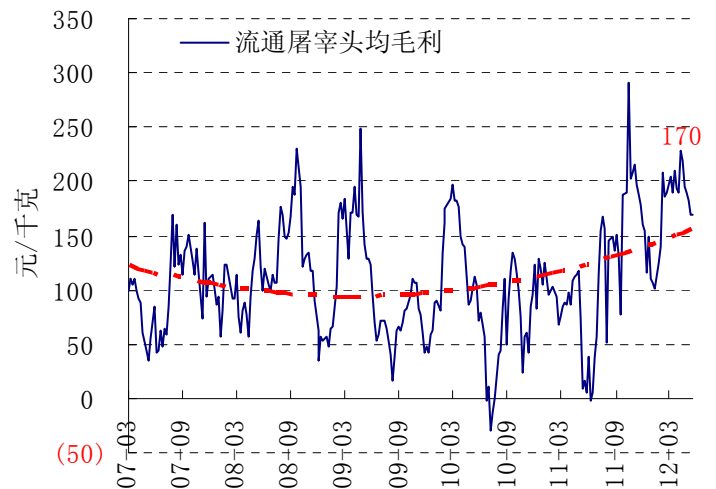
图 7 肉-猪价差回落至 8.12 元/公斤



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 170 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。

本报告可能在今后一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