

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: 60.03元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2373.44
总股本(百万)	605
流通股本(百万)	605
流通市值(亿)	363
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 - 业绩低于预期, 增速逐月回升

2012-04-19

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
000895
强烈推荐
成本下降和旺季临近拉动业绩回升

6月1日我们参加了双汇发展的股东大会，行业整体需求疲软使得目前销量和公司计划还有一定差距，但伴随猪价持续回落、终端开拓和旺季临近，业绩已经出现好转。

- 随着终端市场开拓和猪价持续回落，屠宰量有望摆脱产能利用率较低的局面。冷鲜肉行业整体需求疲软和进口猪价偏低造成国内猪价持续回落，公司屠宰量近几个月并无明显上升，但在减少内部肉制品原料供应的同时，对外市场销售的量在增长；产能利用率偏低和售价受抑造成头均利润在40-50元波动，屠宰量和利润虽相比公司计划仍有差距，但公司会继续加大终端市场的开拓，尤其是农贸市场，猪价持续回落也会对销量也起到拉动作用，产能利用率上升后单位成本将大幅下降。
- 随着旺季临近和成本回落，肉制品的销量和利润较前期有明显回升。4月前有去年春节滞销产品的退货造成肉制品销量较低，但7-10月的消费旺季已经临近，5月开始肉制品销量已经达到较高水平；受益于猪价持续回落和产品结构调整，单吨利润也较前期明显提升300-400元/吨，随着旺季到来和猪价继续降低，销量和利润还会继续提升。同时公司加大新品开发力度，现在有60多个产品在设计，会引入地方风味，例如东北红肠等，向纯低温高端产品、家庭速冻食品、酒店高档消费转换。
- 预计猪价6-9月小幅反弹后到今年四季度和明年一季度降至低点12元/公斤左右。最近生猪价格已经降至13.7元/公斤，国外进口的脱皮肉（去掉内脏）在11-12元/公斤左右，比国内低6-7块，国内外价差大抑制了国内猪肉价格，预计往后还会继续下跌，由于今年6-9月生猪出栏量较小，可能会出现反弹，但全年来看还会再下降，预计到明年4、5月的生猪出栏旺季价格将到达底部。
- 资产重组的审批阶段已经全部结束，公司会尽快做资产交割，如果6月底之前能完成，中报即可并表。
- 我们认为市场现在对公司的预期过于悲观，一般上半年相对较淡，收入占比45%，下半年占比55%。假设全年屠宰1400万头，头均利润40元，肉制品185万吨，单吨利润1400元，加上化工包装，维持2012-2013年EPS分别为3.00, 3.88的盈利预测，给予今年25倍PE，目标价75，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	4246	5488
净利润同比(%)	-51%	482%	29%	29%
毛利率(%)	7.3%	17.1%	17.0%	17.3%
ROE(%)	15.3%	48.7%	38.6%	33.3%
每股收益(元)	0.52	3.00	3.88	5.01
P/E	116.36	20.01	15.48	11.98
P/B	17.85	9.75	5.98	3.99
EV/EBITDA	36	8	6	4

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	7638	11447	17029
应收账款	2513	3135	5583	9703
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	5692	7581	9171
无形资产	346	400	400	400
其他非流动资产	2114	4212	5923	7457
资产总计	282	308	304	300
流动负债	199	772	953	1013
短期借款	7839	13330	19027	26199
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	5645	9891	15379
归属母公司股东权益	3682	6740	10986	16474
负债和股东权益	7839	13330	19027	26199

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1001	3725	4976	6603
净利润	643	3523	4554	5885
折旧摊销	271	349	596	836
财务费用	-4	34	11	-9
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	-211	39	101
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	-260	-37	9
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	-250	-382	0	0
其他筹资现金流	-585	-362	-37	9
现金净增加额	-189	621	2448	4120

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	11	-9
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	5500	7165
营业外收入	123	192	192	192
营业外支出	20	0	0	0
利润总额	803	4404	5692	7357
所得税	160	881	1138	1471
净利润	643	3523	4554	5885
少数股东损益	79	238	307	397
归属母公司净利润	565	3285	4246	5488
EBITDA	967	4595	6107	7991
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%	481.5%	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%	6.8%	7.1%
ROE	15.3%	48.7%	38.6%	33.3%
ROIC	25.5%	79.6%	71.4%	72.9%
偿债能力				
资产负债率	44.7%	42.7%	36.0%	31.0%
净负债比率	21.51	13.15%	10.95	9.21%
流动比率	1.42	1.35	1.69	2.11
速动比率	0.92	0.62	0.89	1.27
营运能力				
总资产周转率	5.02	4.50	3.83	3.44
应收账款周转率	223	257	306	301
应付账款周转率	40.09	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	3.40	4.54	6.03
每股净资产(最新摊薄)	3.36	6.16	10.03	15.05
估值比率				
P/E	116.36	20.01	15.48	11.98
P/B	17.85	9.75	5.98	3.99
EV/EBITDA	36	8	6	4

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-18	双汇发展 - 业绩低于预期，增速逐月回升
2012-03-15	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