

肉制品
署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 80.00元

当前股价: 64.00元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2092.10
总股本(百万)	1100
流通股本(百万)	605
流通市值(亿)	387
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	1.07	1.41	-7.25
食品饮料	-3.90	-6.33	4.23
沪深300指数	-3.79	-13.04	-12.68


相关报告

双汇发展 - 成本下降和旺季临近拉动业绩回升 2012-06-04

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
000895
强烈推荐
业绩符合预期, 关注销量增速回升

今日双汇发展公布半年报, 营业收入同比增长 29.43%, 营业利润同比增长 843.57%, 利润总额同比增长 379.85%, 归属上市公司股东的净利润同比增长 432.85%, 实现每股收益 0.67 元, 收入和利润均符合预期。

- 受经济增速放缓、负面新闻导致消费者信心下降、需求不旺等负面影响, 销量增长乏力, 同时冷鲜肉和肉制品销售未能实现终端的有效突破, 公司产能释放受制约, 导致产能利用率仍偏低。二季度收入增长 44.2%, 目前产销量尚未恢复到 2010 年的历史最好水平, 上半年销售高低温 69.98 万吨, 同比增长 11.14%, 销售鲜冻品 47.88 万吨, 同比增长 49.25%, 产能利用率下降导致毛利率同比并无明显增长, 利润的高增长主要来自营业费用同比大幅下降, 去年 2 季度有大笔促销费用。
- 上半年屠宰行业整体增速放缓, 公司屠宰量产能利用率仍然较低, 期待中秋国庆旺季销量回升带动固定成本摊销率下降。公司屠宰量近几个月并无明显上升, 月屠宰量仍在 100 万头左右徘徊, 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; 近期公司计提了冻肉库存减值准备, 同时产能利用率偏低和售价受抑造成头均利润 30 多元, 远低于去年旺季 50 元的水平, 产能利用率上升后单位成本将大幅下降。
- 随着旺季临近和调整结构, 肉制品的销量开始缓慢上升, 同时利润较前期有明显回升。7-10 月是传统消费旺季, 近几个月销量有小幅回升, 月销量预计超过 13 万吨, 但仍低于规划的 15 万吨; 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至 1600 元/吨以上。上半年公司砍掉了盈利较低的售价低于 1 元的产品, 销量增长也受到部分影响, 但利润增长超预期, 预计旺季销量和利润还会继续提升。
- 调整盈利预测至 2012-2014 年 EPS 分别为 2.70, 3.50, 4.50。未来公司仍以调结构上规模为主要目标, 同时加快新产品开发和产品结构调整, 努力做大市场、突破终端, 快速增加销量, 降低成本费用。我们认为市场现在对公司的预期不高, 今年 2.7 的业绩有保障, 弱市下防御性凸显, 若需求回暖后销量增速回升, 股价也会有表现。给予明年 23 倍 PE, 目标价 80。
- 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	42983	54031	67447
收入同比(%)	4%	14%	26%	25%
归属母公司净利润	565	2961	3832	4925
净利润同比(%)	-51%	424%	29%	29%
毛利率(%)	7.3%	16.1%	16.3%	16.5%
ROE(%)	15.3%	9.7%	11.1%	12.5%
每股收益(元)	0.52	2.70	3.50	4.50
P/E	123.09	23.48	18.14	14.12
P/B	18.89	2.27	2.02	1.77
EV/EBITDA	71	16	12	9

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	31128	34242	39057
应收账款	2513	27021	29090	32643
其他应收款	188	148	186	232
预付账款	43	131	164	205
存货	36	58	72	90
其他流动资产	1703	3749	4702	5853
非流动资产				
长期投资	414	21	27	34
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	36819	41822	48227
应付账款	705	700	700	700
其他流动负债	1038	2074	2601	3238
非流动负债	1699	2536	2903	3389
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
少数股东权益	3504	5369	6262	7385
股本	654	868	1146	1502
资本公积	606	1095	1095	1095
留存收益	382	24166	24166	24166
归属母公司股东权益	2693	5321	9153	14078
负债和股东权益	3682	30582	34414	39339
现金流量表	7839	36819	41822	48227

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37615	42983	54031	67447
营业成本	34875	36063	45233	56305
营业税金及附加	95	146	184	229
营业费用	1418	1590	1999	2496
管理费用	555	1234	1551	1936
财务费用	-4	-45	-54	-66
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	3929	5097	6562
营业外收入	123	40	40	40
营业外支出	20	0	0	0
利润总额	803	3969	5137	6602
所得税	160	794	1027	1320
净利润	643	3175	4110	5282
少数股东损益	79	214	277	357
归属母公司净利润	565	2961	3832	4925
EBITDA	967	4233	5639	7332
EPS (元)	0.93	2.70	3.50	4.50

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	3.6%	14.3%	25.7%	24.8%
营业利润	-60.8%	461.5%	29.7%	28.7%
归属于母公司净利润	-51.3%	424.1%	29.4%	28.5%
获利能力				
毛利率	7.3%	16.1%	16.3%	16.5%
净利率	1.5%	6.9%	7.1%	7.3%
ROE	15.3%	9.7%	11.1%	12.5%
ROIC	25.5%	74.0%	66.8%	67.6%
偿债能力				
资产负债率	44.7%	14.6%	15.0%	15.3%
净负债比率	21.51	13.95%	11.96	10.14%
流动比率	1.42	5.86	5.52	5.33
速动比率	0.92	5.15	4.75	4.52
营运能力				
总资产周转率	5.02	1.92	1.37	1.50
应收账款周转率	223	243	301	300
应付账款周转率	40.09	23.18	19.35	19.29
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	2.70	3.50	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	3.07	4.14	5.46
每股净资产(最新摊薄)	3.36	27.93	31.43	35.93
估值比率				
P/E	123.09	23.48	18.14	14.12
P/B	18.89	2.27	2.02	1.77
EV/EBITDA	71	16	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-06-04	双汇发展 - 成本下降和旺季临近拉动业绩回升
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