

全年备考业绩完成概率较大， 跨越式发展支撑竞争力稳增

核心观点：

1. 事件

双汇发展公布 2012 年三季报。

2. 我们的分析与判断

(一) 2012 三季报分析

收入增长 20%；净利润增幅 190%，符合业绩预增规模。前三季度公司实现营业收入 290.58 亿元(yoy19.88%)，归属净利润 20.99 亿元(yoy189.93%)，每股收益 1.91 元。其中，3Q12 实现收入 107.41 亿元(yoy14.95%)，归属净利润 9.49 亿元(yoy111.19%)，每股收益 0.86 元。前三季度毛利率 18.15%(11 年备考 13.24%，10 年 18.25%)，净利率 7.22%(11 年备考 3.79%，10 年 8.39%)。

净利润大幅上升主要来自于猪价持续下降及同比销量恢复。12 年以来，猪价呈现出震荡下行趋势。截至目前(10 月第二周)，全国活猪平均价格 14.91 元/公斤，同比下降 22.4%，猪肉平均价格 23.98 元/公斤，同比下降 20.1%；猪价下行对于肉制品业务吨均利润贡献较大。去年由于事件影响，导致双汇屠宰及肉制品销量短期下滑明显，今年处于恢复进程中，对于同比增速亦有贡献。整体毛利率及净利率维持在较高水平来源于均价提升，特别是肉制品新品对毛利及吨均利润的贡献。

(二) 业务规模有望跨越式发展，竞争力稳增

在建项目投产将支持业务规模再度实现跨越。根据公司规划的养殖业务拓展计划，未来五年公司年生猪屠宰量将超过 3,000 万头，生鲜冻品和肉制品年产量均将超过 300 万吨。

我们认为，双汇相比雨润的优势在于，

在屠宰产能稳步扩张的背景下，其肉制品产能将近为雨润的 6 倍，近三年年复合增长率达到了 17.94%。考虑到肉制品比屠宰具有更高的品牌认知度，其利润率也远高于屠宰，未来将会具备更大的增长空间。双汇现在在生鲜冻品业务规模上较落后于雨润，但从综合业务能力来说，我们认为双汇显示出了未来较强的盈利能力和品牌竞争实力。

3. 投资建议

我们给出的关键假设为：屠宰业务全年完成屠宰量 1350 万头左右，头均约 45 元；肉制品业务全年完成 160 万吨左右，吨均利润约 1550 元。预测公司 12-13 年 EPS 为 2.81/3.75 元，对应 PE 为 21/16 倍，鉴于公司重组后跨越式发展竞争力及销售处于长期恢复通道中，给予“推荐”评级。(详细请参考 9 月 6 日公司深度报告)。

双汇发展 (000895.SZ)

推荐 维持评级

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

董俊峰(首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

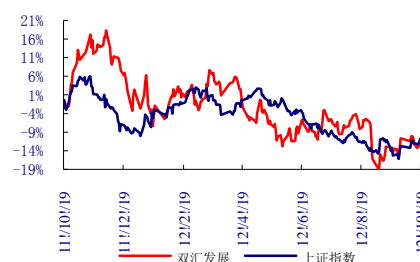
执业证书编号: S0130511010002

市场数据

时间 2012.10.19

A 股收盘价(元)	58.85
A 股一年内最高价(元)	81.81
A 股一年内最低价(元)	54.90
上证指数	2128.30
市净率	17.59
总股本(万股)	110028.92
实际流通 A 股(万股)	60589.77
限售的流通 A 股(万股)	49439.15
流通 A 股市值(亿元)	356.57

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 双汇发展深度报告：关注跨越式发展 增益龙头地位 20120906
2. 双汇发展：前三季度业绩增幅超 175%，猪价持续下降利好利润回升 20120928
3. 食品饮料行业 2012 年下半年投资策略报告：优选确定性成长品种 获最佳风险收益配比 20120706

表 1: 双汇发展（重组合并后口径）利润表预测

项目（万元）	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,825,210	3,512,720	3,558,140	4,316,024	5,223,252	6,288,273
收入 yoy		24.33%	1.29%	21.30%	21.02%	20.39%
营业成本	2,338,240	2,851,756	3,080,123	3,542,161	4,279,410	5,156,384
占收入比例	82.76%	81.18%	86.57%	82.07%	81.93%	82.00%
毛利率	17.24%	18.82%	13.43%	17.93%	18.07%	18.00%
毛利率变动		1.58%	-5.38%	4.50%	0.14%	-0.07%
营业税金及附加	4,779	6,653	9,891	14,243	16,714	20,437
占收入比例	0.17%	0.19%	0.28%	0.33%	0.32%	0.33%
销售费用	144,563	172,507	187,359	212,780	257,008	309,712
占收入比例	5.12%	4.91%	5.27%	4.93%	4.92%	4.93%
管理费用	60,361	81,117	107,496	123,320	142,385	166,184
占收入比例	2.14%	2.31%	3.02%	3.04%	2.79%	2.95%
财务费用	-508	-1,425	4,010	-2,158	-1,890	-2,657
占收入比例	-0.02%	-0.04%	0.11%	-0.05%	-0.04%	-0.04%
资产减值损失	5,010	10,094	7,457	12,776	5,116	4,946
投资收益	5,438	2,594	2,255	1,800	1,800	1,800
营业利润	278,204	394,612	164,060	414,702	526,308	635,067
占收入比例	9.85%	11.23%	4.61%	9.61%	10.08%	10.10%
营业外收入	7,803	20,701	25,022	15,000	15,000	15,000
营业外支出	1,033	6,535	6,911	-	-	-
利润总额	284,973	408,778	182,172	429,702	541,308	650,067
占收入比例	10.09%	11.64%	5.12%	9.96%	10.36%	10.34%
所得税费用	52,802	81,089	38,172	89,773	95,085	104,243
占收入比例	1.87%	2.31%	1.07%	2.08%	1.82%	1.66%
少数股东损益	24,318	33,116	9,500	30,740	21,321	26,586
占收入比例	0.86%	0.94%	0.27%	0.71%	0.41%	0.42%
归属母公司所有者的净利润	207,853	294,574	134,500	309,189	412,608	495,130
占收入比例	7.36%	8.39%	3.78%	7.16%	7.90%	7.87%
净利润增长 yoy	197.40%	41.72%	-54.34%	129.88%	33.45%	20.00%
每股收益(按最新总股本)	1.898	2.69	1.228	2.81	3.75	4.50

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所整理测算

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管 食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十一年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn