

双汇发展 (000895.SZ)

肉制品行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

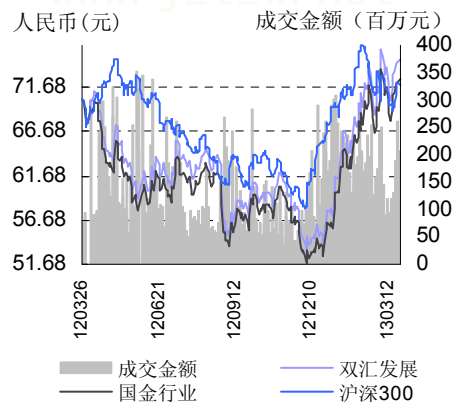
市价(人民币): 75.00 元

目标(人民币): 84.98 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	605.82
总市值(百万元)	825.22
年内股价最高最低(元)	76.06/53.16
沪深 300 指数	2613.10
深证成指	9313.13



## 相关报告

1. 《奋起直追,备考为底》, 2012.8.28
2. 《集团业绩波动不大,中期看成本下降》, 2012.4.19

**赵晓媛** 联系人  
(8621)61038227  
zhaoxy@gjzq.com.cn

**陈钢** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

**肖喆** 分析师 SAC 执业编号: S1130512070001  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

**钟凯峰** 联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

## 稳步受益品牌化进程和消费升级

## 公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.932	2.622	3.399	4.299	5.282
每股净资产(元)	6.08	10.67	13.27	16.21	20.85
每股经营性现金流(元)	1.65	0.00	3.69	6.56	6.49
市盈率(倍)	75.04	22.08	22.06	17.44	14.20
行业优化市盈率(倍)	90.35	95.62	123.47	123.47	123.47
净利润增长率(%)	-48.14%	410.76%	29.64%	28.53%	24.49%
净资产收益率(%)	15.34%	24.58%	25.62%	26.95%	26.09%
总股本(百万股)	605.99	1,100.29	1,100.29	1,100.29	1,100.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 双汇发展 12 年全年实现净利润 28.85 亿元, 同比增长 116.25%, EPS 2.62 元, 与公司之前的业绩预告基本一致; 全年实现收入 397.05 亿, 同比增长 10.81%。利润分配方案: 向全体股东每 10 股派发现金红利 13.5 元(含税), 每 10 股转增 10 股。

## 经营分析

- 宏观经济不振影响 12 年产销量增长, 13 年全力推进销量上升: 12 年, 公司生产高温肉制品 155.13 万吨, 同比增长 6.4%; 屠宰生猪 1141.86 万头, 同比增长 14.1%; 实现营业收入 397.05 亿, 同比增长 10.81%; 实现归属于母公司股东的净利润 28.85 亿, 同比增长 116.25%。2013 年: 继续以上销量为目标, 2013 年, 公司计划屠宰生猪 1750 万头, 产销肉制品 190 万吨, 肉和肉类制品总销量达到 364 万吨。
- 原辅料成本下降、产品结构改善以及资产注入, 使公司毛利率水平出现明显提升: 从公司肉制品加工业务来看, 由于 2012 年上半年猪肉价格持续下降, 以及下半年开始的产品结构改善, 公司肉制品业毛利率提升 7.03% 至 22.59%, 其中高温肉制品提升 5.57% 至 24.23%, 低温肉制品提升 8.78% 至 20.16%; 从屠宰业务来看, 由于资产注入改善了公司之前冷鲜肉的占比, 并将本循环于体外的毛利率收归上市公司, 公司的屠宰业务毛利率提升了 1.08% 至 10.54%。
- 品牌化和消费升级是长期趋势, 中国大陆肉制品人均消费量仍较低: 不管是肉制品还是屠宰业, 品牌化和消费升级都是长期趋势, 而公司在肉制品方面更强的优势使公司在肉制品方面做出的调整更多, 在 12 年上半年开始调整产品结构, 从高中低档全覆盖向中高档快速调整, 顺应行业的长期发展趋势。从量上来讲, 大陆肉制品人均消费量是台湾的 57%, 是欧美发达国家的 30%, 虽在消费品种上有差异, 但蛋白质摄入量中国大陆仍偏低。
- 高分红使公司成为良好的配置品种: 公司 12 年的分红方案更多考虑了股东的需求, 现金分红率达到 51.48%, 使公司成为良好的配置品种。

## 盈利调整和投资建议

- 我们维持公司 2013-2014 年的净利润 37.4 亿/47.3 亿的预测, 同比增长达到 29.64%/28.53%, 对应 EPS 为 3.40 元/4.30 元。目标价至 84.98 元, 相当于 25x13E PE。

图表1: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	36,749	37,615	39,705	53,974	66,238	77,985
增长率		2.4%	5.6%	35.9%	22.7%	17.7%
主营业务成本	-33,482	-34,875	-32,564	-44,296	-54,282	-63,574
%销售收入	91.1%	92.7%	82.0%	82.1%	82.0%	81.5%
毛利	3,268	2,740	7,141	9,678	11,955	14,412
%销售收入	8.9%	7.3%	18.0%	17.9%	18.0%	18.5%
营业税金及附加	-72	-95	-204	-275	-338	-398
%销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,219	-1,418	-2,045	-2,753	-3,378	-3,977
%销售收入	3.3%	3.8%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	-482	-555	-1,311	-1,781	-2,186	-2,574
%销售收入	1.3%	1.5%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	1,495	672	3,581	4,869	6,054	7,463
%销售收入	4.1%	1.8%	9.0%	9.0%	9.1%	9.6%
财务费用	38	4	-10	59	74	92
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	-22	9	-103	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	121	46	53	50	50	50
%税前利润	7.4%	5.7%	1.4%	1.0%	0.8%	0.6%
营业利润	1,651	700	3,632	4,875	6,178	7,605
营业利润率	4.5%	1.9%	9.1%	9.0%	9.3%	9.8%
营业外收支	-9	103	278	100	100	100
税前利润	1,642	803	3,911	4,975	6,278	7,705
利润率	4.5%	2.1%	9.8%	9.2%	9.5%	9.9%
所得税	-315	-160	-842	-1,070	-1,366	-1,694
所得税率	19.2%	19.9%	21.5%	21.5%	21.8%	22.0%
净利润	1,327	643	3,069	3,905	4,912	6,011
少数股东损益	238	79	184	165	182	200
归属于母公司的净利润	1,089	565	2,885	3,740	4,730	5,811
净利率	3.0%	1.5%	7.3%	6.9%	7.1%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,327	643	0	3,905	4,989	6,184
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	208	293	0	925	837	857
非经营收益	-109	-16	0	-51	-138	-138
营运资金变动	40	80	0	-720	1,535	237
经营活动现金净流	1,465	1,001	0	4,059	7,223	7,140
资本开支	-451	-451	-1,200	-15	-139	-170
投资	0	-300	-340	-1	0	0
其他	48	-345	51	50	50	50
投资活动现金净流	-403	-1,097	-1,489	34	-89	-120
股权募资	15	0	0	0	-688	0
债权募资	0	750	-930	-273	0	1
其他	-624	-843	-446	-27	-893	-893
筹资活动现金净流	-609	-93	-1,376	-300	-1,581	-892
现金净流量	453	-189	-2,865	3,793	5,553	6,129

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	2,371	2,513	4,075	7,868	13,421	19,549
应收款项	242	256	315	549	198	233
存货	1,349	1,703	2,067	2,427	2,528	2,961
其他流动资产	73	425	792	223	56	66
流动资产	4,035	4,898	7,248	11,067	16,203	22,809
%总资产	60.1%	62.5%	43.4%	56.3%	67.0%	75.5%
长期投资	430	346	170	171	170	170
固定资产	2,113	2,257	8,279	7,574	6,991	6,420
%总资产	31.5%	28.8%	49.6%	38.5%	28.9%	21.2%
无形资产	106	310	920	841	826	811
非流动资产	2,674	2,942	9,447	8,588	7,989	7,403
%总资产	39.9%	37.5%	56.6%	43.7%	33.0%	24.5%
资产总计	6,709	7,839	16,695	19,655	24,192	30,212
短期借款	0	705	200	0	0	0
应付款项	1,761	2,202	2,843	2,441	3,324	3,904
其他流动负债	616	535	843	1,431	1,664	1,799
流动负债	2,378	3,441	3,887	3,872	4,989	5,703
长期贷款	11	49	178	178	178	179
其他长期负债	12	13	76	0	0	0
负债	2,400	3,504	4,141	4,051	5,167	5,883
普通股股东权益	3,422	3,682	11,737	14,597	17,836	22,940
少数股东权益	886	654	817	982	1,164	1,363
负债股东权益合计	6,708	7,839	16,695	19,630	24,167	30,186

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.798	0.932	2.622	3.399	4.299	5.282
每股净资产	5.647	6.075	10.667	13.266	16.210	20.849
每股经营现金净流	2.418	1.651	0.000	3.689	6.564	6.490
每股股利	1.000	0.500	0.550	0.800	0.800	0.800
回报率						
净资产收益率	31.83%	15.34%	24.58%	25.62%	26.95%	26.09%
总资产收益率	16.24%	7.21%	17.28%	19.05%	19.89%	19.83%
投入资本收益率	27.96%	10.57%	21.72%	24.26%	24.78%	23.93%
增长率						
主营业务收入增长率	29.62%	2.36%	5.55%	35.94%	22.72%	17.74%
EBIT增长率	20.16%	-55.06%	433.06%	35.96%	24.33%	23.28%
净利润增长率	19.61%	-48.14%	410.76%	29.64%	28.53%	24.49%
总资产增长率	16.63%	16.87%	112.96%	17.73%	23.08%	24.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.1	1.6	1.9	2.0	1.0	1.0
存货周转天数	14.9	16.0	21.1	20.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	7.4	9.0	14.8	8.0	8.0	8.0
固定资产周转天数	20.7	20.5	72.3	49.0	36.4	28.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.78%	-40.59%	-29.44%	-49.36%	-69.70%	-79.70%
EBIT利息保障倍数	-39.7	-170.1	345.6	-82.8	-40.2	-28.1
资产负债率	35.78%	44.69%	24.80%	20.63%	21.38%	19.49%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	1	4	17	37
增持	0	1	2	3	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.21	1.29

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

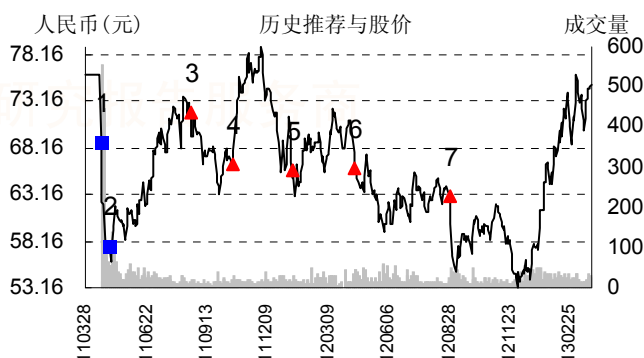
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-19	中性	68.79	N/A
2 2011-04-29	中性	57.73	N/A
3 2011-08-19	增持	72.05	N/A
4 2011-10-24	增持	66.35	N/A
5 2012-01-17	增持	65.73	N/A
6 2012-04-19	增持	66.03	N/A
7 2012-08-28	增持	63.00	N/A

来源：国金证券研究所



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；  
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；  
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net