

中航证券金融研究所

李润平

证券执业证书号：S0640512110002

电话：0755-83692762

邮箱：rplink@hotmail.com

经营恢复，前景看好

—双汇发展（000895）年度报告点评

行业分类：食品饮料

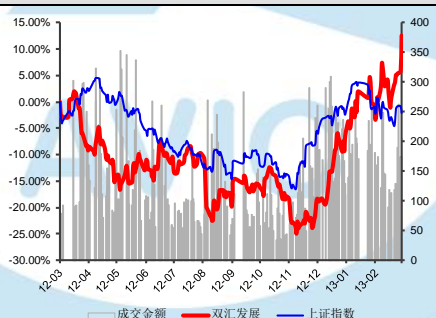
2013 年 03 月 27 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	91
当前股价（2013/03/27）	79.80

基础数据

上证指数	2297.67
总股本（亿）	11.00
流通 A 股（亿）	6.06
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	483.45
A 股总市值（亿）	878.03
每股净资产（元）	10.67
ROE（2012A）	27.93%
资产负债率	24.80%
动态市盈率	22
市净率	7.48

近一年公司与上证综指走势对比



资料来源：wind

主要观点：

- 公司发布重组完成后首份合并年报，经营业绩改善明显，整体表现较好。根据合并后调整数据，报告期公司实现营业收入 397.05 亿元，同比增长 10.81%；实现营业利润 36.32 亿元，同比增长 117.88%；归属于公司股东扣除非经常性损益净利润 28.85 亿元，同比增长 116.25%。虽然收入同比增长并不明显，但盈利能力明显出现大幅提升。
- 公司屠宰量低于预期，或受上年瘦肉精事件及宏观经济增长较慢影响，公司新的屠宰计划预计将能顺利实现，若如此则屠宰量增长有望增长 50% 以上。公司 2012 年实现屠宰生猪 1142 万头，低于公司原计划也低于我们预期。但鉴于公司外部经营环境逐渐好转，同时公司济源、南昌、郑州等新建产能逐渐常态运营，我们估计公司可运营屠宰产能已经超过 2000 万头，相对 2010 年公司已经完成的 1400 万头屠宰量而言，公司在 2013 年实现 1750 万头的屠宰目标是可行的。
- 生猪价格全年来看整体价格将难以大幅上升，同时公司不断提升产品结构，执行“5329”策略，向中高档产品转移，由此将带来产品毛利率的不断提升。公司产品结构均衡，高低温肉制品和鲜冻猪肉比例相当，整体销售毛利率受益于生猪价格的走低。基于当前母猪、仔猪及生猪存栏量数据，我们认为全年猪肉价格大幅攀升的可能性较低，有利于公司毛利率维持稳定。同时，公司不断开发新品，锐意流程创新，逐渐放弃低档产品而向中高档产品转移，减少冻肉销售，提高冷鲜肉销售比例，由此将有效提升公司产品毛利率水平。在生猪价格水平稳定情况下，我们预期公司的毛利率水平将不断改善。
- 参照国家“十二五”生猪屠宰规划，基于食品安全考虑，在商务部等部门积极推动下，各级政府均持续推进屠宰场集中，减少中小屠宰场数量，从而为公司提供了良好的发展环境。参照商务部数据，2012 年全国屠宰企业数量从 19938 家下降至 14720 家，减少约 5000 多家，降幅达 26.2%。而以公司所在的河南省为例，2012 年则减少了约 50%。中小屠宰场的减少一方面为公司提供了上游资源，另一方面也为公司提供了市场资源。2012 年公司与 180 多家屠宰企业签订合作协议，将其转变为公司的经销商，有力地解决了市场扩张问题，而这将是公司继续坚持的发展线路。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83682635

传 真：0755-83688539

- **销售费用和管理费用支出稳中有升。**随着销量的增长以及与地方屠宰企业的合作，公司的销售费用尤其是运输费用和销售代理费用将会继续保持增长，而作为管理层股权激励的费用依然是管理费用的重要组成部分。基于公司历来对成本费用的严格控制，公司费用出现大幅增长的可能性较小。
- **公司资产状况不断改善，资产结构优良，经营稳健。**公司有着良好的现金创造能力，足以应付各项资本性支出。同时，公司在本期内大量偿还了银行借款，减少了不必要的财务费用支出。另外，应收账款周转率也大幅提高，而期末存货的数量则是大幅减少。公司资产负债率下降，但 ROE 水平却得到了极大提升，达到了 27.93%，体现出良好的经营成果。
- **维持公司“买入”评级。**预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 3.64 元、4.32 元和 5.10 元。基于我们对行业未来发展的乐观判断以及对公司能力和实力的信心，给予 2013 年每股收益 25 倍的估值目标，则每股目标价为 91 元，继续维持买入评级。
- **风险提示：**食品安全风险。



图表 1 公司财务报表预测(百万元)

报表预测				
利润表				
	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	39704.55	57350.23	74083.50	87635.78
减: 营业成本	32563.63	47189.62	61526.61	72818.54
营业税金及附加	204.02	294.69	380.68	450.32
营业费用	2044.86	2867.51	3704.18	4381.79
管理费用	1310.92	1720.51	2222.51	2629.07
财务费用	10.36	-56.26	-110.35	-166.30
资产减值损失	-8.79	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	52.93	20.00	20.00	20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3632.47	5354.15	6379.89	7542.36
加: 其他非经营损益	278.42	100.00	100.00	100.00
利润总额	3910.89	5454.15	6479.89	7642.36
减: 所得税	841.93	1195.51	1421.18	1676.92
净利润	3068.96	4258.64	5058.71	5965.44
减: 少数股东损益	183.72	254.95	302.84	357.12
归属母公司股东净利润	2885.23	4003.69	4755.87	5608.32
资产负债表				
	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	3309.17	5786.20	8991.01	12907.11
应收和预付款项	378.18	531.34	645.10	746.65
存货	2066.90	3396.63	3726.81	4703.99
其他流动资产	728.50	728.50	728.50	728.50
长期股权投资	169.03	189.03	209.03	229.03
投资性房地产	1.01	0.93	0.86	0.78
固定资产和在建工程	8278.69	8578.24	8815.28	8989.83
无形资产和开发支出	857.09	824.94	792.78	760.62
其他非流动资产	63.33	42.22	21.11	0.00
资产总计	15851.92	20078.03	23930.48	29066.50
短期借款	200.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2843.16	4341.99	4620.29	5753.77
长期借款	178.44	78.44	8.44	8.44
其他负债	76.25	76.25	76.25	76.25
负债合计	3297.85	4496.68	4704.98	5838.46
股本	1100.29	1100.29	1100.29	1100.29
资本公积	3227.85	3477.85	3727.85	3727.85
留存收益	7408.63	9930.95	13022.27	16667.68
归属母公司股东权益	11736.76	14509.09	17850.41	21495.81
少数股东权益	817.31	1072.25	1375.09	1732.22
股东权益合计	12554.07	15581.34	19225.50	23228.03
负债和股东权益合计	15851.92	20078.03	23930.48	29066.50
现金流量表				
	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	4558.85	4874.13	5501.02	6634.70
投资性现金净流量	-1489.37	-672.00	-672.00	-922.00
筹资性现金净流量	-1375.80	-1725.11	-1624.20	-1796.61
现金流量净额	1693.68	2477.03	3204.82	3916.09

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	39704.55	57350.23	74083.50	87635.78
增长率(%)	5.55%	44.44%	29.18%	18.29%
归属母公司股东净利润	2885.23	4003.69	4755.87	5608.32
增长率(%)	410.76%	38.76%	18.79%	17.92%
每股收益(EPS)	2.622	3.639	4.322	5.097
每股股利(DPS)	0.303	1.346	1.513	1.784
每股经营现金流	4.143	4.430	5.000	6.030
销售毛利率	17.99%	17.72%	16.95%	16.91%
销售净利率	7.73%	7.43%	6.83%	6.81%
净资产收益率(ROE)	24.58%	27.59%	26.64%	26.09%
投入资本回报率(ROIC)	57.66%	35.64%	38.42%	41.28%
市盈率(P/E)	30.51	21.99	18.51	15.70
市净率(P/B)	7.50	6.07	4.93	4.09
股息率(分红/股价)	0.004	0.017	0.019	0.022
财务分析和估值指标汇总				
	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率				
三费/销售收入	8.48%	7.90%	7.85%	7.81%
EBIT/销售收入	9.87%	9.41%	8.60%	8.53%
EBITDA/销售收入	11.58%	10.73%	9.70%	9.53%
资产获利率				
ROA	24.73%	26.88%	26.62%	25.72%
ROIC	57.66%	35.64%	38.42%	41.28%
增长率				
销售收入增长率	5.55%	44.44%	29.18%	18.29%
EBIT 增长率	399.09%	37.71%	18.00%	17.37%
EBITDA 增长率	335.19%	33.81%	16.81%	16.27%
净利润增长率	376.95%	38.76%	18.79%	17.92%
总资产增长率	116.79%	26.66%	19.19%	21.46%
股东权益增长率	218.79%	23.62%	23.03%	20.42%
经营营运资本增长率	12.63%	37.47%	31.54%	14.90%
资本结构				
资产负债率	20.80%	22.40%	19.66%	20.09%
投资资本/总资产	73.23%	63.46%	58.28%	50.61%
带息债务/总负债	11.48%	1.74%	0.18%	0.14%
流动比率	2.13	2.40	3.05	3.32
速动比率	1.21	1.45	2.08	2.37
股利支付率	11.55%	37.00%	35.00%	35.00%
收益留存率	88.45%	63.00%	65.00%	65.00%
资产管理效率				
总资产周转率	2.50	2.86	3.10	3.02
固定资产周转率	5.03	7.57	9.48	10.97
应收账款周转率	149.33	149.95	162.81	163.60
存货周转率	15.75	13.89	16.51	15.48

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李润平，SAC执业证书号：S0640512110002，南开大学管理学学士、工商管理硕士。2010年10月加入中航证券金融研究所，从事消费行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。