

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司年报点评

证券研究报告

分析师 晁岱秀 S1080512090001

电话：0755-83026491

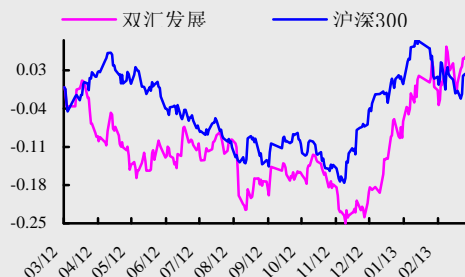
邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

双汇发展(000895)——
参与行业整合，龙头地位凸显
交易数据

上一日交易日报价（元）	75
总市值（百万元）	82,522
流通股本（百万股）	606
流通股比率（%）	55.07

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	11,737
每股净资产（元）	19.37
市净率（倍）	3.87
资产负债率（%）	24.80

公司与沪深 300 指数比较

相关报告

《双汇发展(000895)-肉制品航母鸣笛起航》-20110117

《双汇发展(000895)-坎坷路挡不住勇者》-20110614

《双汇发展(000895)-营业收入好于预期 盈利恢复只是时间问题》-20110819

《双汇发展(000895)-资产注入重新启动，评估值减少 20%》-20120216

《双汇发展(000895)-屠宰量回升缓慢，静待重组完成》-20120424

《双汇发展(000895)-鲜冻品增长强劲，下半年目标“增盈利”》-20110828

事件：

公布 2012 年年报，实现营业收入 397 亿元，同比增长 10.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 28.85 亿元同比增长 116.25%；每股收益为 2.62 元，符合市场预期。

向全体股东每股 10 派发现金红利 13.5 元（含税），每 10 股转增 10 股。

点评：

随未达到年初计划，但远远超过行业增速。报告期内，公司实现营业收入 397.05 亿元，同比增长 10.81%；实现利润总额 39.11 亿元，同比增长 110.28%；实现归属于母公司股东的净利润 28.85 亿元，同比增长 116.25%。生产高低温肉制品 155.13 万吨，同比增长 6.4%；屠宰生猪 1141.86 万头，同比增长 14.1%；主要受国家宏观经济不景气、居民消费需求不旺，未达到年初制定的销售计划。但远远超过行业增速，2012 年全国定点屠宰企业屠宰量的同比增速仅有 3.83%，肉制品及副产品加工的营业收入同比下滑 6.88%。

毛利率和净利率皆呈现大幅提升。公司公布合并报表后的首份年报，2012 年综合毛利率达到 17.99%，比报表前提高了 10 个百分点，其中生鲜冻肉、高温肉制品、低温肉制品的毛利率分别达到 10.54%、24.23%、20.17%，我们认为解决关联交易后的利润回归、猪价下降带动成本回落为促使毛利率回升的主要原因。同时，净利率提升约 5 个百分点达到 7.27%。

参与行业整合，关注屠宰和肉制品发展。国家《食品工业“十二五”发展规划》指出，“十二五”期间，全国手工和半机械化等落后生猪屠宰产能淘汰 50%，其中大中城市，和发达地区力争淘汰 80% 左右。从 2012 年下半年开始，不断加快与中小屠宰企业合作步伐，截至 2012 年底，公司已与 180 多家即将退出产业的中小屠宰企业签订合作意向协议，开始落实的工作。2013 年，公司将加大整顿压点工作的招商力度，加速行业整合，提升行业集中度和市场竞争力。2013 年，公司计划屠宰生猪 1750 万头和产销肉制品 190 万吨，分别同比增长 53.3% 和 22.5%，且肉和肉类制品总销量 364 万吨。

维持“强烈推荐”“瘦肉精事件”影响已消散，重大资产重组已完成，利润以回归上市公司，新一届领导团队都已到位，肉类消费已进入旺季，都促使公司基本面持续向好，继续“强烈推荐”。以 11 亿股本计算，预计 13~15 年 EPS 为 2.52（21X）、4.45（17X）、5.49（14X），维持“强烈推荐”。

风险提示 食品安全事故



盈利预测

单位: 亿元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	376.15	397.05	521.72	651.10	798.90
同比 (%)	3.6%	5.6%	31.4%	24.8%	22.7%
营业毛利	27.40	71.41	95.13	118.73	145.68
同比 (%)	-20.7%	160.6%	33.2%	24.8%	22.7%
归属母公司净利润	5.65	28.85	38.71	48.95	60.42
同比 (%)	-51.3%	410.8%	34.2%	26.5%	23.4%
总股本 (亿股)	11.00	11.00	11.00	11.00	11.00
每股收益 (元)	0.51	2.62	3.52	4.45	5.49
ROE	15.3%	24.6%	24.8%	23.9%	22.8%
P/E (倍)	146.1	28.6	21.3	16.9	13.7

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	7,248.2	13,320.9	20,631.3	29,224.1	一、营业收入	39,704.5	52,171.8	65,110.4	79,890.4
货币资金	4,074.6	9,338.8	15,842.6	23,523.5	减: 营业成本	32,563.6	42,658.4	53,237.6	65,322.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	204.0	272.4	339.9	417.1
应收款项	265.9	394.8	500.1	613.9	销售费用	2,044.9	2,322.2	2,898.2	3,556.0
预付款项	63.3	101.3	130.8	161.4	管理费用	1,310.9	2,207.5	2,649.0	3,178.8
存货	2,066.9	2,708.5	3,380.3	4,147.8	财务费用	10.4	-12.1	-12.1	-12.1
其他流动资产	777.5	777.5	777.5	777.5	资产减值损失	-8.8	5.8	5.5	6.1
非流动资产	9,446.9	7,803.3	6,159.6	4,516.0	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	169.0	169.0	169.0	169.0	投资收益	52.9	47.3	47.3	47.3
债权与公允价值资产	1.0	1.0	1.0	1.0	其中: 联营企业收益	21.0	47.3	47.3	47.3
固定资产	7,862.6	6,206.2	4,549.9	2,893.5	二、营业利润	3,632.5	4,764.9	6,039.6	7,469.3
在建工程	390.7	403.4	416.1	428.8	加: 营业外收入	294.5	303.3	312.4	321.8
油气和生物性资产	25.4	25.4	25.4	25.4	减: 营业外支出	16.1	31.1	35.0	39.4
无形及递延性资产	920.4	920.4	920.4	920.4	三、利润总额	3,910.9	5,037.2	6,317.1	7,751.7
其它非流动资产	77.8	77.8	77.8	77.8	减: 所得税费用	841.9	1,007.4	1,263.4	1,550.3
资产总计	16,695.1	21,124.1	26,790.9	33,740.0	四、净利润	3,069.0	4,029.8	5,053.7	6,201.4
流动负债	3,886.7	4,286.0	4,899.1	5,646.8	归属母公司净利润	2,885.2	3,870.6	4,894.5	6,042.2
短期借款	200.3	200.3	200.3	200.3	少数股东损益	183.7	159.2	159.2	159.2
应付账款	1,602.1	2,045.5	2,567.1	3,157.1	五、总股本(百万股)	1,100.3	1,100.3	1,100.3	1,100.3
预收帐款	610.0	815.2	1,024.2	1,258.6	EPS (元)	2.62	3.52	4.45	5.49
其它流动负债	1,474.2	1,224.9	1,107.5	1,030.9	主要财务比率				
非流动负债	254.4	254.4	254.4	254.4	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
长期借款	178.4	178.4	178.4	178.4	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	5.6%	31.4%	24.8%	22.7%
其它非流动负债	75.9	75.9	75.9	75.9	营业毛利	160.6%	33.2%	24.8%	22.7%
负债合计	4,141.0	4,540.3	5,153.4	5,901.2	主业盈利	433.1%	31.6%	27.0%	23.9%
少数股东权益	817.3	976.5	1,135.6	1,294.8	母公司净利	410.8%	34.2%	26.5%	23.4%
股本	1,100.3	1,100.3	1,100.3	1,100.3	获利能力				
资本公积与其它	3,916.0	3,916.0	3,916.0	3,916.0	毛利率	18.0%	18.2%	18.2%	18.2%
留存收益	6,720.5	10,591.1	15,485.6	21,527.8	主业盈利/收入	9.0%	9.0%	9.2%	9.3%
股东权益合计	11,736.8	15,607.4	20,501.9	26,544.1	ROS	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%
负债和股东权益	16,695.1	21,124.1	26,790.9	33,740.0	ROE	24.6%	24.8%	23.9%	22.8%
现金流量表					ROIC	25.3%	25.2%	24.2%	23.0%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	24.8%	21.5%	19.2%	17.5%
经营活动现金流	4,557.3	5,219.5	6,457.0	7,634.2	利息保障倍数	296.1	-333.1	-417.7	-512.6
净利润	3,069.0	4,029.8	5,053.7	6,201.4	速动比率	1.13	2.29	3.36	4.30
折旧摊销	668.9	1,662.2	1,661.8	1,662.5	经营现金净额/当期债务	22.75	26.06	32.24	38.11
财务费用	66.7	-12.1	-12.1	-12.1	营运能力				
投资损失	-52.9	-47.3	-47.3	-47.3	总资产周转率	2.38	2.47	2.43	2.37
营运资金变动	546.2	-412.3	-198.5	-169.8	应收款天数	2.41	2.72	2.77	2.77
其它变动	259.4	-0.6	-0.5	-0.4	存货天数	22.85	22.86	22.86	22.86
投资活动现金流	-1,489.4	34.6	34.6	34.6	每股指标 (元)				
资本支出	-1,200.0	-12.7	-12.7	-12.7	主业盈利/股本	3.25	4.28	5.44	6.74
长期投资	-292.1	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	4.14	4.74	5.87	6.94
其它变动	2.7	47.3	47.3	47.3	每股净资产	9.92	13.30	17.60	22.95
筹资活动现金流	-1,375.8	10.1	12.1	12.1	估值比率				
债务融资	-930.1	0.0	0.0	0.0	P/E	28.60	21.32	16.86	13.66
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	7.56	5.64	4.26	3.27
其它变动	-445.7	10.1	12.1	12.1	P/S	2.08	1.58	1.27	1.03
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	18.90	11.85	9.09	6.87
现金净增加额	1,692.2	5,264.2	6,503.8	7,680.9					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135