

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2013 年 3 月 26 日

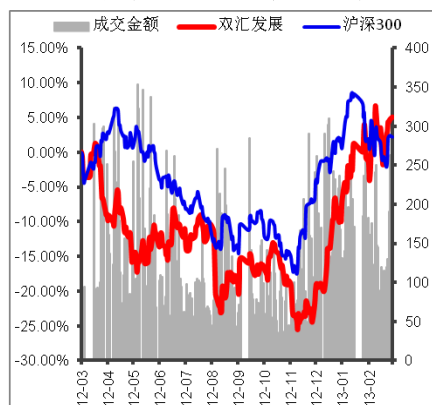
市场数据：2013 年 3 月 25 日

收盘价（元）	75.00
一年内最高/最低（元）	78.1/51.55
市净率	7.0
市盈率	22.1
流通 A 股市值（百万元）	45,442

基础数据：2012 年 12 月 31 日

每股收益（元）	2.62
营业收入（百万元）	39,704.55
净利润（百万元）	2,885.23
总股本/流通 A 股（百万）	1,100/605.9

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

双汇发展 (000895)

行业整合领导者，受益成本低位运行

买入

上调评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2012A	39,705	5.6	2,885	410.8	2.62	7.7	24.4	28.6
2013E	53,434	34.6	3,742	29.7	3.40	7.5	24.1	22.1
2014E	67,952	27.2	4,825	28.9	4.39	7.6	23.7	17.1
2015E	82,425	21.3	6,016	24.7	5.47	7.8	22.8	13.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩符合市场预期。**2012 年公司共实现销售收入 3,970,454.82 万元，同比增长 10.81%；归属于上市公司股东的净利润 288,523.47 万元，同比增长 116.25%；每股收益 2.62 元。分红方案：每 10 股派 13.5 元（含税）转增 10 股。

● **2012 规划打折完成，幸生鲜冻品增长喜人。**2012 年受到宏观经济增速放缓等因素影响，公司年初规划完成状况不佳，全年共生产高低温肉制品 155.13 万吨，同比增长 6.4%，约完成规划的九成；屠宰生猪 1141.86 万头，同比增长 14.1%，仅完成规划的八成。不过，所幸公司生鲜冻品增长喜人，全年共销售 114.8 万吨，同比增幅达 20%以上。未来，公司将持续提升肉制品产品结构，实现生鲜品由冻销向鲜销的转变，13 年计划屠宰生猪 1750 万头，产销肉制品 190 万吨，增幅过半，增长可期。

● **受益生猪价格低位运行，盈利能力显著提升。**2012 年受益于生猪价格的持续低位运行，公司盈利能力显著提升，高低温肉制品毛利率均比上年同期上升 13 个百分点以上，生鲜冻肉毛利率亦上升了 5.82 个百分点。盈利能力的提升使得公司取得了远高于收入增速的利润增长。近期来看，国内生猪价格自节后即呈加速下跌态势，同时能繁母猪存栏量仍保持较高水平，预计二季度猪价仍将以弱势震荡为主，下半年大幅上涨概率较低，肉制品行业的成本优势还将持续。

● **行业整合领导者，龙头地位持续巩固。**随着国家加快淘汰小型屠宰企业，行业整合步伐加速，公司作为行业龙头将引领行业整合，龙头地位有望持续巩固。截至 12 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，未来整合收益将成为公司放量增长的重要动力。

● **投资建议：**我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 3.40、4.39、5.47 元，对应动态市盈率分别为 22.1、17.1、13.7 倍，上调至“买入”评级。

表 1：双汇发展单季利润表

单位：百万元	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	同比变化
一、营业总收入	8,400	6,859	10,916	11,441	9,862	9,889	10,741	10,646	(6.94)
营业收入	8,400	6,859	10,916	11,441	9,862	9,889	10,741	10,646	(6.94)
二、营业总成本	8,064	7,154	10,657	11,086	9,632	9,611	9,534	9,764	(11.93)
营业成本	7,593	6,485	10,207	10,591	9,079	9,117	8,622	8,779	(17.11)
营业税金及附加	22	18	31	24	33	27	63	52	112.38
销售费用	320	471	303	324	365	350	599	474	46.26
管理费用	137	161	117	141	165	127	276	474	237.23
财务费用	-6	6	-1	-4	-13	-11	-9	2	(148.99)
资产减值损失	-2	13	0	10	5	2	-18	-17	(267.71)
三、其他经营收益	19	-2	13	16	21	20	24	9	(40.11)
投资净收益	19	-2	13	16	21	20	24	9	(40.11)
四、营业利润	355	-297	272	370	250	297	1,231	892	141.19
加：营业外收入	10	57	32	24	10	5	42	188	679.02
减：营业外支出	5	3	7	4	2	2	3	7	71.95
五、利润总额	360	-244	297	390	258	301	1,270	1,073	175.27
减：所得税	74	-51	61	76	42	56	270	247	223.79
六、净利润	287	-193	236	314	216	245	999	826	163.49
减：少数股东损益	21	-3	34	27	28	28	50	40	47.17
归属于母公司所有者净利润	265	-189	202	287	189	216	949	787	174.46
七、每股收益：	0.44	-0.31	0.33	0.47	0.31	0.36	0.86	0.71	51.16
收入增长率(%)	4.89	-19.95	9.75	16.89	17.40	44.17	-1.61	-6.94	(23.83)
毛利率(%)	9.61	5.46	6.50	7.43	7.94	7.81	19.72	17.54	10.12
营业利润率(%)	4.23	-4.34	2.49	3.23	2.54	3.00	11.46	8.38	5.15
净利率(%)	3.41	-2.81	2.16	2.74	2.19	2.47	9.30	7.76	5.02
销售费用率(%)	3.81	6.87	2.78	2.83	3.70	3.54	5.58	4.45	1.62
管理费用率(%)	1.63	2.35	1.07	1.23	1.68	1.28	2.57	4.45	3.23
归属于母公司净利润增长率(%)	10.49	-184.11	-30.13	-29.20	-28.83	-214.27	369.37	174.46	203.66

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	39,704.55	53,434.12	67,951.90	82,424.67
营业收入	39,704.55	53,434.12	67,951.90	82,424.67
二、营业总成本	36,125.01	48,500.49	61,550.67	74,409.22
营业成本	32,563.63	44,102.86	56,230.04	68,285.07
营业税金及附加	204.02	267.17	339.76	412.12
销售费用	2,044.86	2,351.10	2,718.08	2,967.29
管理费用	1,310.92	1,763.33	2,242.41	2,720.01
财务费用	10.36	16.03	20.39	24.73
资产减值损失	-8.79	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	52.93	50.00	50.00	50.00
投资净收益	52.93	50.00	50.00	50.00
四、营业利润	3,632.47	4,983.64	6,451.22	8,065.44
加：营业外收入	294.50	100.00	100.00	100.00
减：营业外支出	16.09	12.00	12.00	12.00
五、利润总额	3,910.89	5,071.64	6,539.22	8,153.44
减：所得税	841.93	1,090.40	1,405.93	1,752.99
六、净利润	3,068.96	3,981.24	5,133.29	6,400.45
减：少数股东损益	183.72	238.87	308.00	384.03
归属于母公司所有者的净利润	2,885.23	3,742.36	4,825.29	6,016.43
七、每股收益：	2.62	3.40	4.39	5.47
净利润增长率(%)	410.76	29.71	28.94	24.69

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。