

分析师: 刘晓峰
 执业证书编号: S0050511040004
 Tel: 010-59355921; 13501223241
 Email: yfliuxf@chinans.com.cn
 地址: 北京市朝阳区北四环中路
 27号盈古大观A座40层
 (100101)

食品饮料

投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	调低
目标价格:	95

市场数据

市价(元)	81.00
上市的流通A股(亿股)	6.06
总股本(亿股)	11.00
52周股价最高最低(元)	51.55-83.4
上证指数/深证成指	2244.64/9111.19
2012年股息率	0.63%

52周相对市场表现



相关研究

双汇发展(000895.SZ)

结构调整保毛利 稳健增长可期待

投资要点

●未来三年公司业绩还将维持较快的增长速度(25%以上)。理由有二:一是公司专注于主业——屠宰及肉制品加工;二是通过增加鲜销比例,调整产品结构、突破中高档市场、增加中高档低温肉制品比重,加上政府继续加强屠宰企业的监管力度(在换证环节进行调控),可以带动收入规模和业绩的快速增长;三是有的龙头企业受历史影响,在中高档低温肉制品市场将会让出部分市场份额。

●中长期产品毛利率还有提升空间。“5329”战略的实施,鲜品比例将会显著提升,降低成本(1000元/吨)、提高售价;开发大低温、突破大城市,高毛利产品比重将提升。

●二三季度还将继续受益于低位运行的生猪价格。从本周的生猪价格走势来看,二季度猪价跌破12元/公斤的可能性不大,未来两个季度的猪价还将低位徘徊,综合毛利率将有所提升。

●目前绝对估值基本合理,但相对估值还有提升空间。预计2013年EPS3.3~3.4元,按今日收盘价81元测算,动态市盈率接近25倍,估值基本合理;但与非酒类食品饮料板块的其他企业相比,估值水平不高;给予“增持”评级。

●风险提示:猪价上升、终端需求低迷、食品安全。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	39705	47645	57175	71468
增长率(%)	5.55	20.00	20.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	2885	3705	4534	5334
增长率(%)	410.76	28.40	22.40	17.62
毛利率(%)	17.99	18.58	18.66	17.72
净资产收益率(%)	24.44	26.34	24.38	22.29
EPS(元)	2.62	3.37	4.12	4.85
P/E(倍)	30.89	24.06	19.65	16.71
P/B(倍)	7.59	6.46	4.86	3.77

来源:公司年报、民族证券

访谈纪要

小插曲

股东大会交流过程当中，董秘建议先公布表决结果、然后继续交流，万总没有同意，让大家继续提问题。

Q：2013年猪价走势？

A：二季度还将继续低位徘徊，三季度中期有可能上涨。

点评：我们的判断是，2013年难以出现跨年度行情；2012~2014年的走势可参照2000~2003年，猪价的主导因素是年内供求关系波动（两头高、中间低），生猪养殖环节年内的盈亏情况为4个月盈利（1月份、10~12月）、4~5个月盈亏基本平衡/略有盈利（2月、5月、7月、8月、9月）、3~4个月亏损（2月、3月、4月、6月）。

Q：生猪屠宰体重的变化？国家冻肉收储数量？

A：有上升的趋势。本轮冻肉收储总量约为7.5万吨，公司有3000吨的指标。

点评：压栏情况还是比较明显。春节之前较高的猪价，给了养殖户一个较高的预期；节后猪价快速下跌，出栏意愿相对较低；但压栏时间不能过长，过重的体重反而会使单价降低，应该是导致生猪屠宰体重走高的主要原因。

Q：未来5年发展目标？

A：2017年肉及肉制品产量翻一番，达到600万吨；销售收入过千亿。

点评：产量与收入目标基本吻合，以2012年为基数，产销量300万吨、销售额400亿，按2012年价格测算，产销量600万吨对应的销售额800亿元；通货膨胀率按3%计算，销售额将增加至900亿元左右；考虑到产品结构调整带来的平均单价上升，按10%测算，对应的2017年实际销售额还是可以达到千亿的。

Q：如何完成2013年目标（屠宰量1750万头、肉制品销售190万吨，肉及肉制品销售364万吨）？

A：三个手段。一是扩大队伍、加强管理；二是增加网点数量，上半年速度会慢一些，下半年会快一些；三是完善利益分配机制。

2013年经营形式要比2012年好。受2011年下半年猪价高位运行的影响，2012年背负了较为沉重的成本包袱。

Q：禽流感的影响？

A：禽流感对公司影响不大，部分鸡肉制品受到影响。预计持续时间不会太长，随着气温的逐步升高将会慢慢减少。

Q：食品安全保障？

A：公司目前有800余名检验检疫人员，年投入检测费用1亿元，单头检测成本不到10元。共有4~5家企业为公司提供检验材料，检验材料的毛利率很高（超过50%）。公司原来的检验预算3亿元，随着检验材料需求量的增大，要求上游降低供应价格。

Q：猪价的影响？成本如何控制？毛利率如何稳定/提升？

A：猪价低位运行肯定对公司有好处，但不能一直期望猪价低位运行。公司控制成本的方式并不过分依赖猪价，通过发挥规模优势（投资建设肉类联合加工综合体，投资8亿元，形成200

万头屠宰产能、5~10 万吨肉制品加工产能、30 亿销售额) 来降低成本, 通过产品转换(冻品转为鲜品, 公司坚持实施 5329 战略, 50% 做白条、30% 做分体、20% 做分割, 90% 鲜售, 冻品比鲜品成本高 1000 元/吨左右; 提高高档低温肉制品比例、突破省会以上的大中城市) 降低成本、提高销售价格)、屠宰品牌化来降低综合成本、提高销售价格。

坚持创新和新产品研发(贡献 20% 的销售额), 保持较高的竞争力。

坚持市场创新与开发, 保持市场领先优势。从全覆盖想中高档转变。

未来销售利润率将维持在 9~10% 之间, 最低不会超过 8%。

所有目标中, 利润是第一位的。

Q: 销售渠道建设情况?

A: 在农贸批发市场、商超等传统渠道的急促上, 开发特殊渠道(如加工厂、高校、监狱、部队等), 开拓休闲产品渠道。

Q: 未来 5 年的资本支出?

A: 100~150 亿元左右。2013 年资本支出 40 亿元, 自有资金完全能够满足投资需求。

Q: 2012 年底屠宰产能? 2013 年新增产能?

A: 2012 年底屠宰产能 3000 多万头, 2013 年新增产能 400 万头(安徽芜湖 200 万头、广西南宁 200 万头, 都是指双班产能)。如果 2013 年完成屠宰量目标(1750 万头), 那么屠宰产能利用率 50% 左右。

Q: 公司如何收购小型屠宰场和小刀手?

A: 协助帮助政府对小型屠宰场进行整编, 借用他们的原有渠道, 将其纳入公司的鲜肉销售体系, 给予相应的返利, 让地方小屠宰场变成经销商。小刀手的整合模式与小型屠宰场类似。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	7248	5853	8297	12259	营业收入	39705	47645	57175	71468
现金	4075	3218	4969	8163	营业成本	32564	38795	46508	58806
应收账款	266	319	383	479	营业税金及	2045	2406	2716	3038
其它应收款	49	72	74	97	营业费用	1311	1406	1488	1609
预付账款	63	75	91	115	管理费用	-9	-11	-13	-16
存货	2067	2168	2780	3406	财务费用	10	-20	-21	-11
其他	728	0	0	0	资产减值损	-9	-11	-13	-16
非流动资产	9447	12652	15817	18802	公允价值变	0	0	0	0
长期投资	170	170	170	170	投资净收益	53	50	51	50
固定及无形资产	9136	12366	15487	18433	营业利润	5890	7535	9276	11146
其他	141	116	160	198	营业外收支	278	334	401	501
资产总计	16695	18505	24114	31060	利润总额	6169	7869	9677	11647
流动负债	3885	3658	4475	5777	所得税	842	1070	1309	1540
短期借款	0	0	0	0	净利润	3069	3900	4773	5614
应付账款	1602	1911	2293	2902	少数股东损益	184	195	239	281
其他应付款	200	0	0	0	归属母公司	2885	3705	4534	5334
其他	2083	1748	2183	2875	EBITDA	4268	5335	6488	7646
非流动负债	254	42	60	91	EPS (元)	2.62	3.37	4.12	4.85
长期借款	178	0	0	0					
其他	76	42	60	91					
负债合计	4139	3700	4535	5868					
少数股东权益	817	1012	1251	1532					
归属母公司股东权益	11738	13793	18327	23661					
负债和股东权益	16695	18505	24113	31060					

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	3832	5126	5675	7128	ROIC	21.78	24.24	22.52	20.55
净利润	3069	3900	4773	5614	偿债能力				
折旧摊销	678	770	878	1054	资产负债率	24.79	19.99	18.81	18.89
财务费用	10	(20)	(21)	(11)	净负债比率	32.97	24.99	23.16	23.29
投资损失	(53)	(50)	(51)	(50)	流动比率	1.87	1.60	1.85	2.12
营运资金变动	186	522	137	549	速动比率	1.33	1.01	1.23	1.53
其它	(58)	3	(42)	(27)	营运能力				
投资活动现金流	(7080)	(3939)	(3962)	(3975)	总资产周转率	2.38	2.57	2.37	2.30
资本支出	(7309)	(3988)	(4014)	(4026)	应收账款周转率	149.33	149.33	149.33	149.33
其他	229	50	51	50	应付账款周转率	52.27	51.94	51.94	52.59
筹资活动现金流	4809	(2043)	38	41	每股指标(元)				
借款	(313)	(413)	18	30	每股收益	2.62	3.37	4.12	4.85
普通股增加	5487	0	(0)	0	每股经营现金	6.32	4.66	5.16	6.48
其他	(364)	(1630)	21	11	每股净资产	10.67	12.54	16.66	21.50
现金净增加额	1561	(857)	1751	3194	估值比率				
					P/E	30.89	24.06	19.65	16.71
					P/B	7.59	6.46	4.86	3.77
					EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1994 年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997 年获得工学硕士学位。2008 年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对食品饮料行业有着较为深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	说 明
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。