

肉制品

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12个月目标价: 53.40元

当前股价: 37.30元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2081.88
总股本(百万)	2201
流通股本(百万)	1212
流通市值(亿)	452
EPS	0.77
每股净资产(元)	5.48
资产负债率	23.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	-11.72%	-5.47%	4.90%
食品饮料	-1.75%	-0.61%	-5.21%
沪深300	0.62%	-7.39%	-16.24%



相关报告

- 《双汇发展-成本上涨在业绩预期中已有体现, 目前估值具备吸引力》2013-8-6
- 《双汇发展-中期业绩略超预期, 高利润率将持续全年》2013-7-1
- 《双汇发展-业绩符合预期, 二季度利润率将继续提升》2013-4-24
- 《双汇发展-销售势头远超行业, 产品结构持续优化》2013-3-26
- 《业绩基本符合预期, 预计一季度高增长》2013-1-14
- 《双汇发展-业绩符合预期, 销量利润稳步回升》2012-10-20
- 《双汇发展-旺季销量和利润均创新高, 预期有望逐步修复》2012-9-11
- 《双汇发展-业绩符合预期, 关注销量增速》

双汇发展

000895

强烈推荐

猪价上涨影响有限, 调结构带来的利润率提升将持续

近日我们到双汇发展进行了调研, 我们认为7月猪价上涨使公司估值回落至历史最低水平, 但实际猪价阶段性上涨影响有限, 调结构带来的利润率提升将持续, 维持强烈推荐。

- **三季度公司的盈利将继续保持在较高水平。** 预计上半年肉制品单吨利润1670元, 屠宰头均利润62元。预计三季度肉制品的单吨利润将维持在1800元左右, 主要原因是二季度原料价格较低时公司储备了低价冻肉原料、公司持续的产品结构调整、以及旺季来临销量上升带动费用下降所致。鲜冻品目前仍是消费淡季, 公司以保利润为目标, 预计头均利润将保持在50-60元/头。
- **预计三季度猪价维持反弹趋势, 四季度回落。** 7月猪价涨幅较大, 因为现在快进入肉制品消费旺季, 需求上升, 但天热时是出栏的淡季, 现在出栏的是春节后补栏的猪, 当时天气冷仔猪腹泻多, 小猪存活率低, 造成存栏下降。8月涨幅已经放缓, 预计三季度会维持反弹趋势, 但上涨幅度有限, 中秋国庆后会有所回落, 明年春节前一般都会涨, 二季度又到淡季, 预计会回到今年四季度的水平。目前原料生猪存栏处于正常水平, 今年养殖户也没有宰杀母猪, 规模化养殖形成后市场更理性, 供应不少, 同时禽流感时渠道上囤积了很多冻鸡肉库存, 鸡肉供给也不少, 鸡价不会明显上涨, 鸡肉猪肉有联动也会对猪价形成抑制。
- **肉制品销量目标下降主要是因为调整产品结构, 调结构带来的利润改善将持续。** 今年淘汰了一些过去亏损、也没增长空间的产品以提高产品结构, 大约几万吨的销量, 影响了整体销售, 亏损产品中仅保留对其他产品有利润带动的产品, 亏损额度不大。下半年的新品包括低温休闲类的海威夷系列, 其中黄金热狗面向商超销售家庭早餐消费, 美式热狗属于街道水煮油炸销售, 海威夷香肠属于酒店消费。其他新产品计划推出猪肉卷、五花肉卷等, 做火锅中的配菜, 还会推出地方产品, 巴西烤肉、哈尔滨红肠、广式香肠、切片火腿等。现在前十大产品平均吨均利润2200元, 个别高端产品吨均利润超过3000元, 调结构使利润仍有上升空间。
- **屠宰量目标下降主要是因为渠道开拓与计划有缺口, 伴随三季度末渠道开拓完毕, 效果将逐步显现。** 上半年计划新增7200多个网点, 实际新增网点5400个, 包括特约店、农贸市场、商超、餐饮加工厂, 至6月底公司网点约26000家。原料公司将农贸定位为渠道, 去年下半年调整为将商超和特约店作为主攻。农贸市场对价格要求敏感, 现在鼓励经销商开大型特约店, 批零一体经销商自营, 公司给予补贴支持, 实现渠道的扁平化, 从厂家直接到终端, 利润更可观。现在盈利高的渠道比重在提升, 企业的议价能力更强。前期渠道政策调整给经销商有考察动员时间, 后期渠道开拓的效果会逐步显现。上半年外销增长快于屠宰量增长。
- **维持盈利预测, 13-14年EPS为1.78/2.22元, 目前估值不到21倍, 处于历史最低水平, 我们认为猪价上涨影响有限, 调结构带来的利润改善将持续, 建议买入。**
- **风险提示:** 原料生猪价格、鸡价格过快上涨

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	39705	44396	53905	64852
收入同比(%)	11%	12%	21%	20%
归属母公司净利润	2885	3907	4867	5968
净利润同比(%)	116%	35%	25%	23%
毛利率(%)	18.0%	19.9%	20.3%	20.6%
ROE(%)	24.6%	35.8%	30.8%	27.4%
每股收益(元)	1.31	1.78	2.22	2.72
P/E	28.38	20.96	16.82	13.72
P/B	6.98	7.49	5.18	3.76
EV/EBITDA	18	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	7248	4716	9531	16446
现金	4075	2220	4215	10149
应收账款	226	158	191	230
其它应收款	49	135	164	197
预付账款	63	57	69	82
存货	2067	1724	4464	5354
其他	768	422	427	432
非流动资产	9447	11279	11380	11420
长期投资	169	400	400	400
固定资产	7863	9433	9503	9519
无形资产	857	883	879	875
其他	558	563	598	626
资产总计	16695	15994	20910	27865
流动负债	3887	3703	3427	4016
短期借款	200	885	160	160
应付账款	1602	1066	1288	1545
其他	2085	1752	1979	2311
非流动负债	254	288	288	288
长期借款	178	278	278	278
其他	76	10	10	10
负债合计	4141	3991	3715	4305
少数股东权益	817	1078	1402	1800
股本	1100	2195	2195	2195
资本公积	3228	-1100	-1100	-1100
留存收益	7409	9830	14698	20665
归属母公司股东权益	11737	10925	15793	21760
负债和股东权益	16695	15994	20910	27865

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	4557	5042	3660	6788
净利润	3069	4168	5192	6365
折旧摊销	678	744	890	967
财务费用	10	-3	14	-46
投资损失	-53	-43	-106	-106
营运资金变动	546	-191	-2375	-404
其它	307	368	46	12
投资活动现金流	-1489	-2993	-899	-901
资本支出	1201	2776	1005	1007
长期投资	-340	230	0	0
其他	-628	13	106	106
筹资活动现金流	-1376	-3904	-765	47
短期借款	-953	685	-725	0
长期借款	130	100	0	0
普通股增加	494	1095	0	0
资本公积增加	-420	-4328	0	0
其他	-626	-1456	-40	47
现金净增加额	1692	-1855	1996	5934

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	39705	44396	53905	64852
营业成本	32564	35546	42947	51505
营业税金及附加	204	231	280	337
营业费用	2045	2286	2776	3340
管理费用	1311	1465	1779	2140
财务费用	10	-3	14	-46
资产减值损失	-9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	43	106	106
营业利润	3632	4905	6206	7673
营业外收入	295	320	300	300
营业外支出	16	16	16	16
利润总额	3911	5209	6490	7957
所得税	842	1042	1298	1591
净利润	3069	4168	5192	6365
少数股东损益	184	260	324	398
归属母公司净利润	2885	3907	4867	5968
EBITDA	4320	5646	7109	8593
EPS (元)	2.62	1.78	2.22	2.72

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.8%	11.8%	21.4%	20.3%
营业利润	117.9	35.0%	26.5%	23.6%
归属于母公司净利润	116.3	35.4%	24.6%	22.6%
获利能力				
毛利率	18.0%	19.9%	20.3%	20.6%
净利率	7.3%	8.8%	9.0%	9.2%
ROE	24.6%	35.8%	30.8%	27.4%
ROIC	33.0%	38.9%	39.7%	47.0%
偿债能力				
资产负债率	24.8%	25.0%	17.8%	15.4%
净负债比率	9.15%	29.15%	11.81	10.19%
流动比率	1.86	1.27	2.78	4.09
速动比率	1.32	0.80	1.47	2.75
营运能力				
总资产周转率	2.39	2.72	2.92	2.66
应收账款周转率	178	227	296	295
应付账款周转率	15.70	26.64	36.48	36.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.78	2.22	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	2.30	1.67	3.09
每股净资产(最新摊薄)	5.35	4.98	7.19	9.91
估值比率				
P/E	28.38	20.96	16.82	13.72
P/B	6.98	7.49	5.18	3.76
EV/EBITDA	18	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-8-6	《双汇发展 - 成本上涨在业绩预期中已有体现, 目前估值具备吸引力》
2013-7-1	《双汇发展 - 中期业绩略超预期, 高利润率将持续全年》
2013-4-24	《双汇发展 - 业绩符合预期, 二季度利润率将继续提升》
2013-3-26	《双汇发展 - 销售势头远超行业, 产品结构持续优化》
2013-1-14	《双汇发展 - 业绩基本符合预期, 预计一季度高增长》
2012-10-20	《双汇发展 - 业绩符合预期, 销量利润稳步回升》
2012-9-11	《双汇发展 - 旺季销量和利润均创新高, 预期有望逐步修复》
2012-8-27	《双汇发展 - 业绩符合预期, 关注销量增速回升》
2012-6-1	《双汇发展 - 成本下降和旺季临近拉动业绩回升》
2012-4-18	《双汇发展 - 业绩低于预期, 增速逐月回升》
2012-3-12	《双汇发展 - 从行业双龙头年报比较看双汇竞争优势》
2012-3-1	《双汇发展 - 2012 年轻装上阵》
2012-2-15	《双汇发展 - 资产评估价值下调, 整体上市尘埃落定》
2011-11-14	《双汇发展 - 要约收购获证监会无异议批复, 继续推进重组》
2011-10-22	《双汇发展 - 三季度环比大幅改善, 明年利润率弹性巨大》
2011-9-26	《双汇发展 - 调研简报: 资产重估进行中, 产销量和盈利能力不断提升》
2011-8-18	《双汇发展 - 中报符合预期, 预计三季度环比大幅改善》
2011-7-26	《双汇发展 - 恢复符合预期, 价值回归继续推进》
2011-6-23	《双汇发展 - 利空出尽走出阴霾, 重上高速发展轨道》
2011-5-31	《双汇发展 - 发货量已恢复九成, 资产重估不改变重组结果》
2011-4-29	《双汇发展 - 一季度收入增速大幅降低, 销量逐步恢复》
2011-4-21	《双汇发展 - 股价逼近要约收购价格, 估值偏离基本面》
2011-4-19	《双汇发展 - 瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会》
2011-2-16	《双汇发展 - 以史为鉴, 双汇十二五末股价超 300 元, 市值超 4000 亿》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 2010 年加入中投证券, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434