

**双汇发展(000895)**
**强烈推荐**
**行业：肉制品**

## 成本下降，整合加速，14年增长仍有保障

推荐双汇发展，预计2013年净利润超过承诺达到35%的增长，2014年增长依然有保障；生猪价格降幅超预期，14年利润率向好；双汇国际预计4月在香港上市提高双汇发展业绩确定性；生猪定点屠宰监督管理职责近日划入农业部，更多支持行业整合的政策有望出台。

- ◆ **预计2013年净利润超过承诺水平，增速达到35%，2014年作为资产注入承诺业绩的最后一年，增长依然有保障，预计增长25%。**预计2013Q4净利润增长20%，预计2013年屠宰量1370万头(+17%)，肉制品销量174万吨(+12%)，屠宰头均利润超过60元/头(+34%)，肉制品单吨利润超过1700元/吨(+16%)。2013年冷鲜肉终端网点从1.85万家增长至3.00万家，预计2014年销量增长目标超过20%。
- ◆ **生猪价格跌幅超预期，已跌破7元/斤，恐慌性出栏节奏加快，2014年上半年双汇利润率向好，预计全年生猪均价与13年持平。**上周生猪价格跌至13.9元/公斤，同比降20.4%，环比降7.4%，临近春节猪价涨幅低于预期引起恐慌性出栏。从供给端看，2013年9月初，仔猪价格创新高，显示补栏积极性，9月初补栏的仔猪出栏正好在1月初，供给增加，同时近期疫情频发也加剧了农户避险心态，目前供给过剩；从需求端看，今年冬天暖冬，南方等地气温15度左右，影响腊肉制作，腊肉在10度以下制作为佳，进而影响了春节对猪肉的需求，另一方面餐饮的疲弱也降低了对猪肉的需求。春节前价格涨幅低于养殖户预期造成出栏加快。
- ◆ **万州国际预计4月在香港上市，进一步提高上市公司业绩增长确定性。**根据新浪财经报道双汇国际计划最早下周提交港交所上市申请书，融资50-60亿美元，下周将向港交所提交A1——即正式上市申请文件，并等待农历春节过后的听证会，如果一切顺利，最迟不会晚于4月份上市。
- ◆ **生猪定点屠宰监督管理职责近日划入农业部，有助于完善市场监管体系，推动行业集中度提高，预计将会有更多细则出台。**此前，生猪饲养、屠宰、肉品流通和质量监管等分属商务、卫生、农业、工商、食品、质量等多个部门管理，容易造成职能不清，监管不到位，带来食品安全隐患。此次监管职能的整合，减少了监管环节，有助于完善市场监管体系。
- ◆ **预计13-14年EPS为1.78/2.22元，目标价60元，维持强烈推荐。**
- ◆ **风险提示：**销量增长不达预期

### 主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	39705	44868	54483	65538
收入同比(%)	11%	13%	21%	20%
归属母公司净利润	2885	3909	4872	5966
净利润同比(%)	116%	35%	25%	22%
毛利率(%)	18.0%	20.1%	20.5%	20.7%
ROE(%)	24.6%	35.8%	30.8%	27.4%
每股收益(元)	1.31	1.78	2.22	2.72
P/E	35.37	26.11	20.95	17.11
P/B	8.70	9.34	6.46	4.69
EV/EBITDA	23	18	14	12

资料来源：中国中投证券研究总部

**作者**
**署名人：蒋鑫**

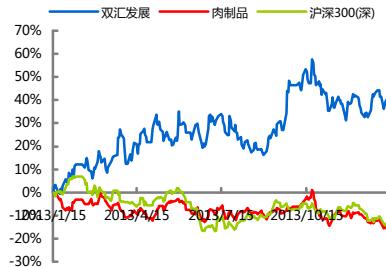
S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

**6-12个月目标价： 60.00**
**当前股价： 46.49**
**评级调整： 维持**
**基本资料**

总股本(百万股)	2,201
流通股本(百万股)	1,212
总市值(亿元)	1,023
流通市值(亿元)	563
成交量(百万股)	4.31
成交额(百万元)	200.69

**股价表现**

**相关报告**

《双汇发展-业绩符合预期，增长确定性提升，估值优势明显》2013-10-30

《双汇发展-猪价上涨影响有限，调结构带来的利润率提升将持续》2013-08-18

《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》

2013-08-06

《双汇发展-中期业绩略超预期，高利润率将持续全年》2013-07-01

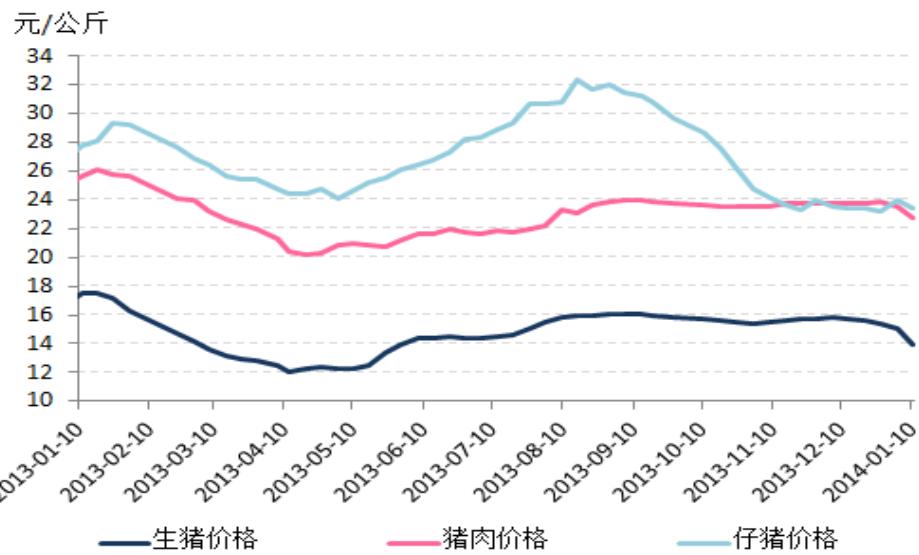
《双汇发展-业绩符合预期，二季度利润率将继续提升》2013-04-24

《双汇发展-销售势头远超行业，产品结构持续优化》2013-3-26

《双汇发展-业绩基本符合预期，预计一季度高增长》2013-01-14

《双汇发展-业绩符合预期，销量利润稳步回升》2012-10-20

图 1 原料价格变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	39705	44868	54483	65538
现金	7248	4759	9561	16479	营业成本	32564	35860	43330	51967
应收账款	4075	2243	4201	10129	营业税金及附加	204	233	283	341
其它应收款	226	159	194	233	营业费用	2045	2423	2942	3539
预付账款	49	136	166	199	管理费用	1311	1481	1798	2163
存货	63	57	69	83	财务费用	1	-3	14	-46
其他	2067	1740	4504	5402	资产减值损失	-9	9	9	9
<b>非流动资产</b>	768	422	427	433	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9447	11279	11380	11420	投资净收益	53	43	106	106
固定资产	169	400	400	400	<b>营业利润</b>	3632	4908	6213	7671
无形资产	7863	9433	9503	9519	营业外收入	295	320	300	300
其他	857	883	879	875	营业外支出	16	16	16	16
<b>资产总计</b>	558	563	598	626	<b>利润总额</b>	3911	5212	6497	7955
<b>流动负债</b>	16695	16037	20941	27899	所得税	842	1042	1299	1591
短期借款	3887	3744	3450	4044	<b>净利润</b>	3069	4169	5197	6364
应付账款	200	907	160	160	少数股东损益	184	261	325	398
其他	1602	1076	1300	1559	<b>归属母公司净利润</b>	2885	3909	4872	5966
<b>非流动负债</b>	2085	1761	1990	2325	EBITDA	4320	5649	7117	8592
长期借款	254	288	288	288	EPS (元)	2.62	1.78	2.22	2.72
其他	178	278	278	278					
<b>负债合计</b>	76	10	10	10					
<b>负债和股东权益</b>	4141	4032	3739	4333					
少数股东权益	817	1078	1403	1800					
股本	1100	2195	2195	2195					
资本公积	3228	-1100	-1100	-1100					
留存收益	7409	9832	14704	20671					
归属母公司股东权益	11737	10927	15799	21766					
<b>现金流量表</b>	16695	16037	20941	27899					
<b>经营活动现金流</b>	4557	5044	3645	6782					
净利润	3069	4169	5197	6364					
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	-2396	-409					
其它	307	368	46	13					
<b>投资活动现金流</b>	307	368	46	13					
资本支出	-1489	-2993	-899	-901					
长期投资	1201	2776	1005	1007					
其他	-340	230	0	0					
<b>筹资活动现金流</b>	-628	13	106	106					
短期借款	-1376	-3882	-788	46					
长期借款	-953	707	-747	0					
普通股增加	130	100	0	0					
资本公积增加	494	1095	0	0					
其他	-420	-4328	0	0					
<b>现金净增加额</b>	-626	-1456	-41	46					
	1692	-1831	1958	5928					

主要财务比率									
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>					<b>盈利能力</b>				
营业收入	10.8%	13.0%	21.4%	20.3%	毛利率	18.0%	20.1%	20.5%	20.7%
营业利润	117.9	35.1%	26.6%	23.5%	净利率	7.3%	8.7%	8.9%	9.1%
归属于母公司净利润	116.3	35.5%	24.7%	22.4%	ROE	24.6%	35.8%	30.8%	27.4%
<b>偿债能力</b>					ROIC	33.0%	38.9%	39.7%	46.9%
资产负债率	24.8%	25.1%	17.9%	15.5%	偿债能力	24.8%	25.1%	17.9%	15.5%
净负债比率	9.15%	29.40	11.74	10.13	流动比率	1.86	1.27	2.77	4.07
流动比率	1.32	0.80	1.45	2.73	速动比率	1.32	0.80	1.45	2.73
<b>营运能力</b>					总资产周转率	2.39	2.74	2.95	2.68
总资产周转率	178	228	296	295	应收账款周转率	15.70	26.78	36.48	36.35
应付账款周转率	1.27	2.77	4.07	4.07	应付账款周转率	1.27	2.77	4.07	4.07
<b>每股指标(元)</b>					总资产周转率	1.27	2.77	4.07	4.07
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.78	2.22	2.72	应收账款周转率	1.27	2.77	4.07	4.07
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	2.30	1.66	3.09	应付账款周转率	1.27	2.77	4.07	4.07
每股净资产(最新摊薄)	5.35	4.98	7.20	9.91	总资产周转率	1.27	2.77	4.07	4.07
<b>估值比率</b>					每股收益(最新摊薄)	1.27	2.77	4.07	4.07
P/E	35.37	26.11	20.95	17.11	每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	2.77	4.07	4.07
P/B	8.70	9.34	6.46	4.69	每股净资产(最新摊薄)	1.27	2.77	4.07	4.07
EV/EBITDA	23	18	14	12	总资产周转率	1.27	2.77	4.07	4.07

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-10-30	《双汇发展-业绩符合预期，增长确定性提升，估值优势明显》
2013-08-18	《双汇发展-猪价上涨影响有限，调结构带来的利润率提升将持续》
2013-08-06	《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》
2013-07-01	《双汇发展-中期业绩略超预期，高利润率将持续全年》
2013-04-24	《双汇发展-业绩符合预期，二季度利润率将继续提升》
2013-03-26	《双汇发展-销售势头远超行业，产品结构持续优化》
2013-01-14	《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》
2012-09-11	《双汇发展 - 旺季销量和利润均创新高，预期有望逐步修复》
2012-08-27	《双汇发展 - 业绩符合预期，关注销量增速回升》
2012-06-01	《双汇发展 - 成本下降和旺季临近拉动业绩回升》
2012-04-18	《双汇发展 - 业绩低于预期，增速逐月回升》
2012-03-12	《双汇发展 - 从行业双龙头年报比较看双汇竞争优势》
2012-03-01	《双汇发展 - 2012 年轻装上阵》
2012-02-15	《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》
2011-09-26	《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》
2011-08-18	《双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善》
2011-07-26	《双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进》
2011-06-23	《双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道》
2011-05-31	《双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果》
2011-04-29	《双汇发展-一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复》
2011-04-21	《双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面》
2011-04-19	《双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会》
2011-02-16	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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。

韩小静：中投证券研究所食品饮料行业研究助理，2011 年加入中投证券研究所，复旦大学材料学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

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