



成本下降提业绩，未来成本仍可控

——双汇发展（000895）年度财报点评

2014年02月25日

强烈推荐/首次

双汇发展

财报点评

姓名	分析师: 焦凯 Email:jiaokai@dxzq.net	执业证书编号: S1480512090001 TEL: 010-66554144
姓名	联系人: 徐昊 Email: xuhao@dxzq.net	TEL: 010-66554017

事件:

双汇发展昨晚发布2013年年报，公司实现收入449.5亿元，同比增长13%；实现股东净利润38.58亿元，同比增长33.72%；EPS为1.75元，分红预案每10股派14.5元。

公司分季度财务指标

指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入（百万元）	98.89	107.41	106.46	97.08	105.98	121.95	124.49
增长率（%）	44.17%	14.95%	-8.16%	5.89%	15.76%	13.54%	16.93%
毛利率（%）	7.80%	19.72%	17.54%	19.24%	20.96%	20.01%	17.72%
期间费用率（%）	4.71%	8.06%	8.92%	8.64%	8.82%	8.25%	7.17%
营业利润率（%）	3.00%	11.45%	8.38%	10.09%	11.59%	11.56%	10.51%
净利润（百万元）	2.16	9.49	7.87	7.58	9.32	11.45	10.23
增长率（%）	214.27%	111.19%	28.88%	47.47%	82.56%	20.57%	30.08%
每股盈利（季度，元）	0.36	0.86	0.72	0.69	0.42	0.52	0.46
资产负债率（%）	32.59%	28.03%	24.80%	25.12%	22.97%	23.43%	24.02%
净资产收益率（%）	5.67%	13.15%	7.02%	6.24%	7.57%	9.04%	7.41%
总资产收益率（%）	3.68%	8.94%	5.07%	4.66%	5.71%	6.84%	5.66%

观点:

- 2013年公司屠宰生猪1331万头，同比增长16.6%，生产高低温肉制品175万吨，同比增长12.9%，公司于中期对13年全年计划进行下调，虽然未完成下调后的目标，但是随着公司下半年加强对渠道的调整，不断增加网点建设，未来将逐步提升产品的产销量。公司规划2014年屠宰生猪1700万头，产销肉制品200万吨，分别较2013年增长约28%、14%，均高于2013年的增速，随着子公司的逐步投产和新品的不断推广，公司实现2014年的产销规划的压力不大。
- 公司2013年毛利率和净利率分别为19.4%、9%，较去年同期增加1.45和1.32个百分点，再创历史新高。我们认为公司利润率的提升主要来自：
 - (1) 2013年猪肉价格走势较弱，冻肉储备充足，成本控制良好。2013年猪价整体走势偏弱，上半年更

是下滑严重，公司受益于成本的降低，及时未来猪肉价格上涨，公司也可以通过产品提价、结构调整，以及SDF的关联交易底价进口猪肉来控制成长压力，公司的盈利能力有所保障。

2014年公司预计向史密斯菲尔德食品公司采购猪分割肉、分体肉、骨类副产品等其它商品，分别用于肉制品生产、鲜冻肉生产和市场销售，采购金额预计33亿元。我们估算33亿采购金额大致相当于采购屠宰250万头生猪产生的猪肉产品，占公司2014年计划屠宰生猪量的15%。在猪价上涨阶段，进口原料将可以有效平滑成本波动对毛利率的影响。2014年双汇有望实现穿越成本周期。

(2) 生猪屠宰开工率的增加，屠宰头均利润有所增加；

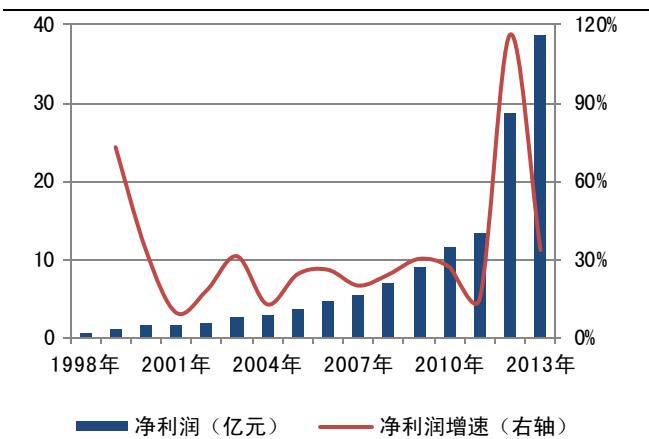
(3) 高低温肉制品的产品结构提升。2013年公司高低温肉制品的毛利率均较去年同期增加2.6个百分点，随着公司和史密斯菲尔德产品技术合作的深入，“海威夷”等低温高毛利新品推广，公司盈利水平有望持续提升。

结论：

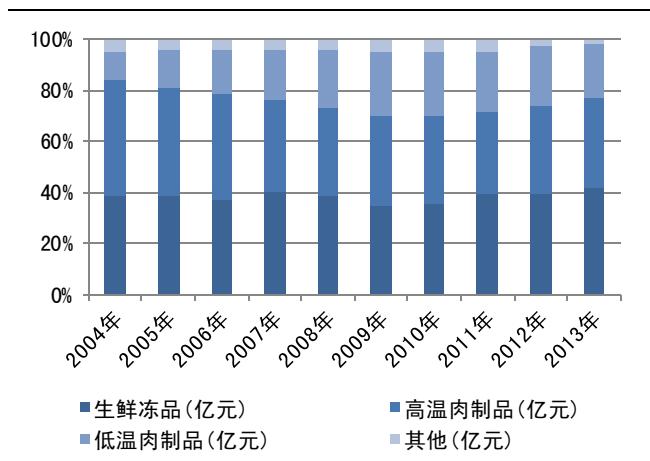
我们预计公司14、15年EPS分别为2.2元和2.7元，对应PE20倍、16倍，给予公司2014年25倍PE，对应目标价55元，较目前股价有28%的上涨空间，考虑到公司行业龙头地位，盈利能力较强，成本控制较好，且大股东有望上半年港股上市，将对公司股价和估值形成支撑，首次给予强烈推荐评级。

图 1：公司主营业务收入及增速

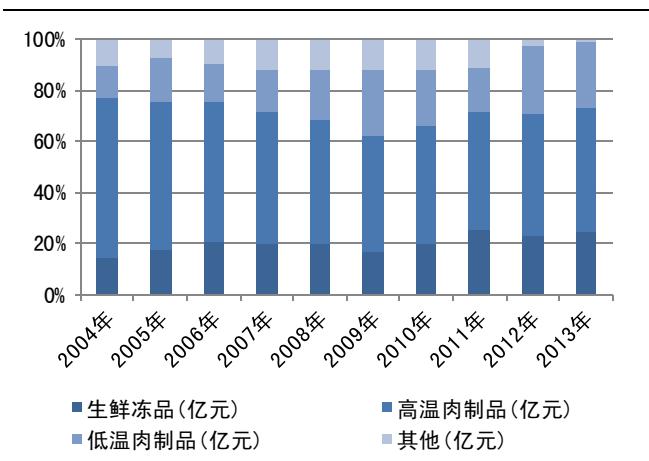
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速

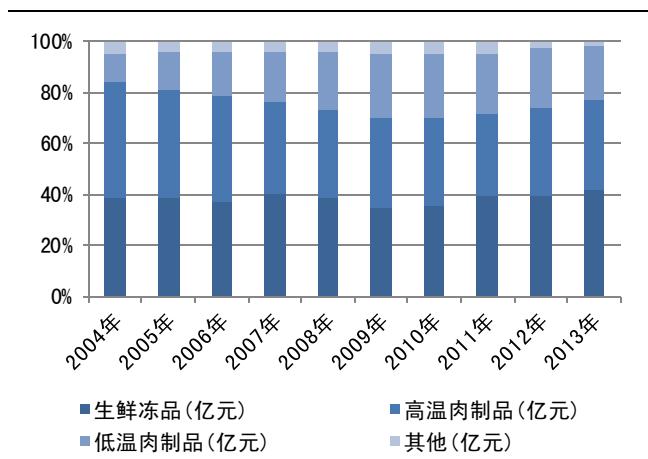
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司产品收入结构

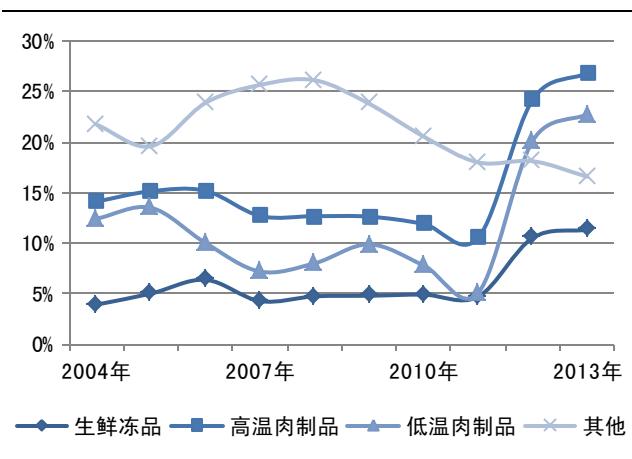
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司产品利润构成

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5: 公司产品收入结构


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6: 公司产品毛利率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7: 近三年 22 城市猪肉价格走势


资料来源：wind, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	4,898	7,248	8,958	16,447	23,540	营业收入	35,832	39,705	44,950	55,792	69,931			
货币资金	2,513	4,075	3,846	10,225	15,714	营业成本	31,028	32,564	36,216	44,329	56,029			
应收账款	188	226	195	308	389	营业税金及附加	131	204	190	167	210			
其他应收款	43	49	56	60	62	营业费用	1,819	2,045	2,364	2,790	3,497			
预付款项	36	63	79	96	122	管理费用	1,096	1,311	1,353	1,674	1,958			
存货	1,703	2,067	3,568	4,336	5,515	财务费用	37	10	-44	4	-16			
其他流动资产	389	728	1,154	1,413	1,711	资产减值损失	75	-9	27	29	1			
非流动资产合计	2,942	9,447	10,788	9,374	8,071	公允价值变动收益	0	0	0	0	0			
长期股权投资	346	169	169	169	169	投资净收益	23	53	81	80	80			
固定资产	2,114	7,863	8,985	7,692	6,439	营业利润	1,667	3,632	4,926	6,719	8,172			
无形资产	282	857	916	870	827	营业外收入	264	295	272	270	270			
其他非流动资产	0	0	536	536	536	营业外支出	71	16	50	50	50			
资产总计	7,839	16,695	19,746	25,821	31,611	利润总额	1,860	3,911	4,926	6,939	8,392			
流动负债合计	3,441	3,887	4,680	6,521	6,953	所得税	395	842	1,078	1,735	2,098			
短期借款	705	200	189	1,038	0	净利润	1,465	3,069	4,069	5,205	6,294			
应付账款	1,038	1,602	2,209	2,702	3,432	少数股东损益	131	184	211	266	320			
预收款项	677	610	675	830	1,050	归属母公司净利润	1,334	2,885	3,858	4,939	5,974			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA		4,290	5,522	8,180	9,999			
非流动负债合计	62	254	60	60	60	EPS (元)	0.61	1.31	1.75	2.24	2.71			
长期借款	49	178	6	6	6	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E			
负债合计	3,504	4,141	4,743	6,581	7,013	成长能力								
少数股东权益	654	817	656	932	1,281	营业收入增长	-1.32%	10.81%	13.21%	24.12%	25.34%			
实收资本(或股本)	606	1,100	2,201	2,201	2,201	营业利润增长	-6.71%	117.87	35.60%	36.41%	21.62%			
资本公积	382	3,228	2,365	2,365	2,365	归属于母公司净利润	15.10%	116.25	33.72%	28.00%	20.97%			
未分配利润	2,120	6,721	8,526	11,991	16,374	获利能力								
归属母公司股东权	3,682	11,737	14,347	18,308	23,317	毛利率 (%)	13.41%	17.99%	19.43%	20.55%	19.88%			
负债和所有者权	11,343	20,836	24,489	32,402	38,624	净利率 (%)	4.09%	7.73%	9.05%	9.33%	9.00%			
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润 (%)				
2010A	2011A	2012E	2013E	2014E						12.92%	14.73%	16.62%	16.06%	
经营活动现金流	1,001	4,557	3,869	7,063	8,459	偿债能力				18.69%	18.38%	20.61%	20.16%	19.91%
净利润	643	3,069	4,069	5,226	6,611	资产负债率 (%)	44.70%	24.80%	24.02%	25.49%	22.19%			
折旧摊销	249	647	640	1,891	1,996	流动比率	1.43	1.87	1.90	2.50	3.40			
财务费用	23	67	-44	6	-20	速动比率	0.93	1.34	1.20	1.90	2.60			
应付帐款的变化	564	607	493	730	865	营运能力								
预收帐款的变化	-67	65	155	220	263	总资产周转率								
投资活动现金流	-1,097	-1,489	-1,984	-538	-699	应收账款周转率								
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付帐款周转率								
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	0	0	-81	-15	0	每股收益(最新摊薄)	0.61	1.31	1.75	2.24	2.61			
筹资活动现金流	-93	-1,376	-2,168	-147	-2,270	每股净现金流(最新								
应付债券增加						每股净资产(最新摊								
长期借款增加						估值比率								
普通股增加						P/E	67	31	23	18	16			
资本公积增加						P/B								
现金净增加额	-189	1,692	-282	6,379	5,490	EV/EBITDA								

资料来源：东兴证券研究所

16.30%

分析师简介

分析师: 焦凯

经济学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

联系人: 徐昊

会计学学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。