

## 双汇发展 (000895.SZ)

## 肉制品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

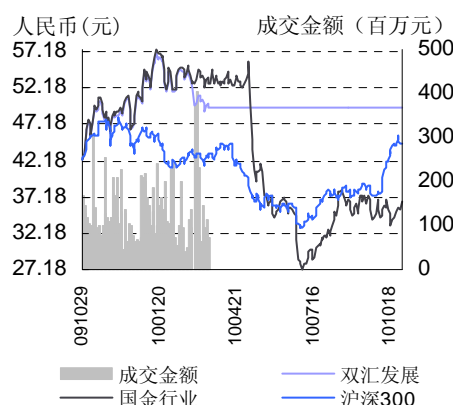
市价 (人民币): 49.48 元

## 屠宰肉制品龙头, 静待蜕变之时

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	605.86
总市值(百万元)	29,984.63
年内股价最高最低(元)	56.81/43.18
沪深 300 指数	3397.69
深证成指	13445.03



## 相关报告

1. 《中报稳定增长, 蜕变之时将至》, 2010.8.30
2. 《业绩持续改善 只待蜕变之时》, 2010.4.26
3. 《博弈加剧有利于流通股东利益维护》, 2010.3.4

## 公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.153	1.503	1.826	2.058	2.306
每股净资产(元)	3.95	4.85	5.88	7.13	8.64
每股经营性现金流(元)	1.85	2.34	2.64	2.92	3.38
市盈率(倍)	29.90	35.33	27.64	24.53	21.89
行业优化市盈率(倍)	35.53	52.63	52.63	52.63	52.63
净利润增长率(%)	24.38%	30.30%	21.53%	12.68%	12.07%
净资产收益率(%)	29.22%	30.97%	31.08%	28.85%	26.69%
总股本(百万股)	605.99	605.99	605.99	605.99	605.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 双汇发展公布 2010 年三季报: 营业收入同比增长 28.34%, 为 265.22 亿; 净利润同比增长 20.16%, 为 7.54 亿, 对应 EPS 为 1.24 元, 其中三季度单季贡献 EPS 为 0.48 元。

## 经营分析

- 面临较大成本压力, 量涨利薄
  - 第三季度收入延续上半年的良好的增长势头, 单季度同比增 29.21%, 前三季度同比增长 28.34%, 但是前三季度毛利增长仅为 8.86%, 毛利率下降 1.61 个百分点至 8.99%。下半年生猪价格持续走高, 以及主要原辅包装材料价格上涨侵蚀了公司的部分收入, 目前公司面临双重成本压力。
  - 得益于较好的费用控制能力 (销售费用率下降 1.2 个百分点), 最终净利润同比增长 18.03%。
- 行业将迎来 3-5 年黄金发展期
  - 我们重申前期观点, 受益肉制品消费升级和政策全面利好的影响, 屠宰和肉制品行业将在未来 3-5 年处于高度景气状态。这一观点从行业内其它龙头企业的三季报数据中能得到佐证: 得利斯 10 年前三季度销售额上涨 29.2%, 好于上半年表现; 雨润、众品和大众虽尚未公布三季度数据, 但就上半年业绩看, 今年将表现不俗。
  - 二十多年的苦心耕耘造就了行业的龙头地位, 我们认为短时间内它的综合实力是其它公司无法企及的。我们会对双汇发展的资产重组动向持续关注, 如果机制理顺, 公司将会大有作为。

## 盈利调整及投资建议

- 我们维持前期盈利预测, 建议投资者继续关注资产重组动向。预计 10-12 年销售收入分别实现 328.2 亿、376.8 亿和 431.3 亿, 同比增长 15.8%、14.8%和 14.5%。10-12 年净利润分别实现 11.07、12.47 和 13.98 亿, 对应 EPS 分别为 1.826、2.058 和 2.306 元。

陈钢

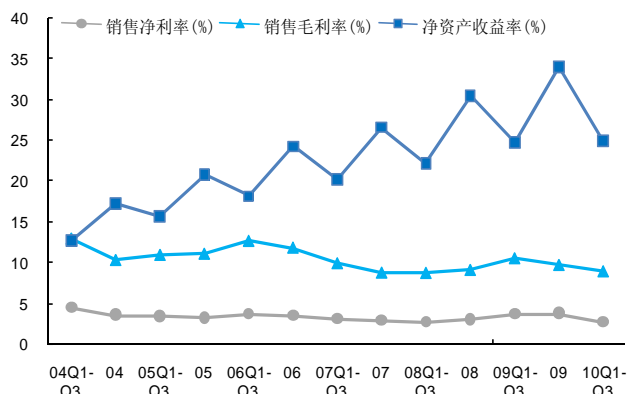
分析师 SAC 执业编号: S1130209030281  
 (8621)61038215  
 cheng@gjzq.com.cn

图表1: 三季度财务对比

单位: 百万元	09Q3	10Q3	同比变化	09Q1-Q3	10Q1-Q3	同比变化	变化原因分析
资产负债表关键指标							
存货	1,052.80	1,230.49	16.88%	1,052.80	1,230.49	16.88%	
预收账款	605.17	741.86	22.59%	605.17	741.86	22.59%	
利润表关键指标							
营业收入	7,697.36	9,946.03	29.21%	20,666.35	26,522.80	28.34%	收入增长、原辅包装材料价格上涨
营业成本	6,937.20	9,128.72	31.59%	18,474.86	24,137.20	30.65%	
毛利	760.16	817.31	7.52%	2,191.48	2,385.61	8.86%	
营业税金及附加	18.04	25.50	41.40%	48.45	53.59	10.62%	
销售费用	294.81	285.08	-3.30%	982.00	943.13	-3.96%	
管理费用	87.30	98.61	12.96%	261.01	330.50	26.62%	
财务费用	-18.15	-19.21	-5.82%	-16.37	-31.14	-90.30%	
营业利润	413.12	466.81	13.00%	985.27	1,170.71	18.82%	
利润总额	414.67	443.37	6.92%	993.87	1,146.32	15.34%	
净利润	325.32	355.01	9.13%	781.84	922.79	18.03%	
归属母公司股东的净利润	263.34	289.52	9.94%	627.82	754.38	20.16%	
基本每股收益(元)	0.43	0.48	10.45%	1.04	1.24	20.16%	
现金流量表关键指标							
经营活动现金流量净额				1,422.34	1,184.84	-16.70%	

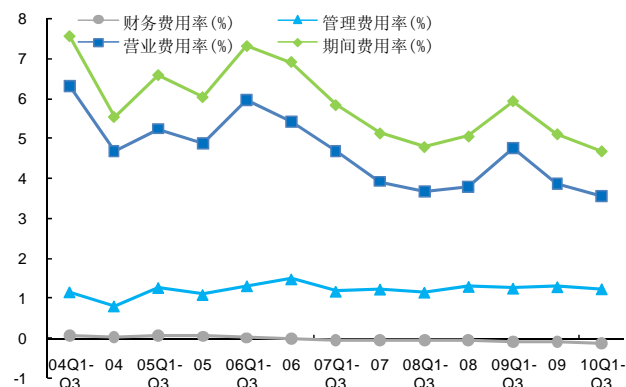
来源: 国金证券研究所

图表2: 关键盈利指标

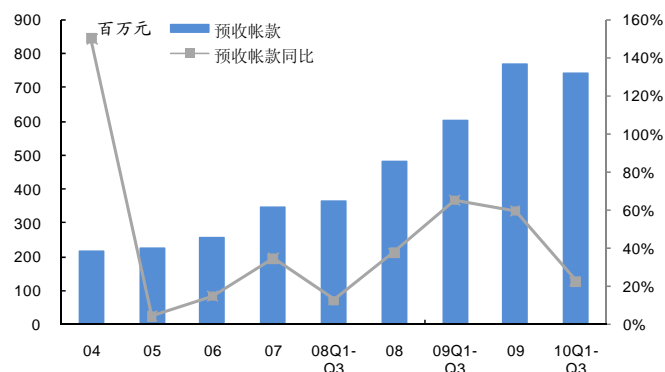


来源: 国金证券研究所

图表3: 关键费用指标

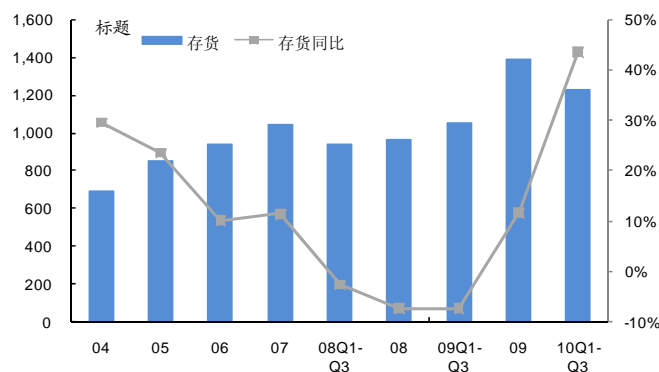


图表4: 公司预收账款情况



来源: 国金证券研究所

图表5: 公司存货情况

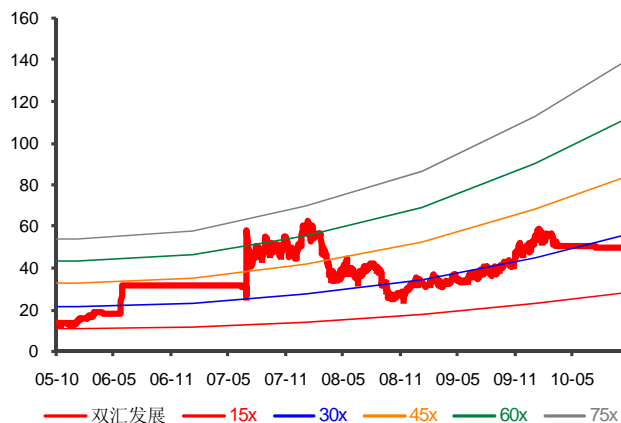


图表6: 季报数据分析

	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
<b>利润表 (百万元)</b>								
营业收入	6374.87	6157.06	6811.92	7697.36	7685.00	8120.77	8456.00	9946.03
营业成本	5717.32	5422.25	6115.42	6937.20	7103.16	7299.53	7708.95	9128.72
毛利	657.55	734.81	696.51	760.16	581.84	821.25	747.05	817.31
营业税金及附加	13.62	17.90	12.50	18.04	12.22	16.14	11.94	25.50
销售费用	268.70	385.03	302.16	294.81	117.92	370.24	287.82	285.08
管理费用	112.09	78.53	95.18	87.30	107.73	109.34	122.54	98.61
财务费用	(6.55)	3.43	(1.64)	(18.15)	(3.38)	(9.73)	(2.20)	(19.21)
营业利润	314.56	267.74	304.41	413.12	350.05	345.58	358.31	466.81
利润总额	318.02	271.19	308.01	414.67	354.94	347.22	355.73	443.37
净利润	259.79	216.81	239.71	325.32	323.91	274.21	293.57	355.01
归属母公司股东的净利润	213.91	173.77	190.71	263.34	282.84	220.01	244.86	289.52
基本每股收益(元)	0.35	0.29	0.31	0.43	0.47	0.36	0.40	0.48
<b>主要财务指标 (%)</b>								
毛利率	10.31	11.93	10.22	9.88	7.57	10.11	8.83	8.22
营业税金率	0.21	0.29	0.18	0.23	0.16	0.20	0.14	0.26
销售费用率	4.22	6.25	4.44	3.83	1.53	4.56	3.40	2.87
管理费用率	1.76	1.28	1.40	1.13	1.40	1.35	1.45	0.99
财务费用率	(0.10)	0.06	(0.02)	(0.24)	(0.04)	(0.12)	(0.03)	(0.19)
三项费用率	5.87	7.58	5.81	4.73	2.89	5.79	4.83	3.66
营业利润率	4.93	4.35	4.47	5.37	4.55	4.26	4.24	4.69
税前利润率	4.99	4.40	4.52	5.39	4.62	4.28	4.21	4.46
所得税率	18.31	20.05	22.17	21.55	8.74	21.03	17.47	19.93
销售净利率	3.36	2.82	2.80	3.42	3.68	2.71	2.90	2.91

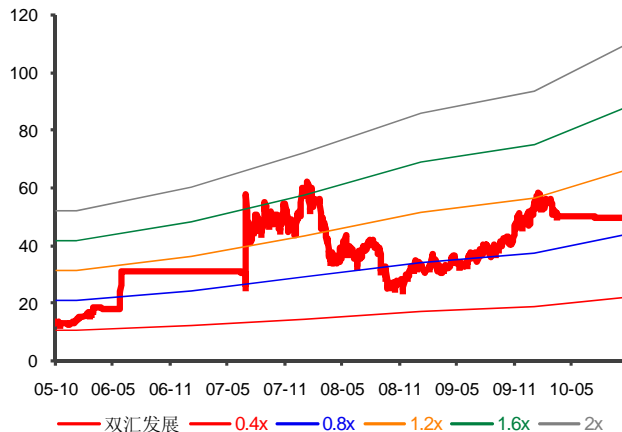
来源: 国金证券研究所

图表7: P/E 水平



来源: 国金证券研究所

图表8: P/S 水平



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	6	6	6
买入	0	0	5	5	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.45	1.45	1.45

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-04	买入	49.64	N/A
2 2010-04-26	买入	49.48	61.74 ~ 61.74
3 2010-08-30	买入	49.48	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室