

上市公司简评报告

肉制品加工

产品结构调整应对需求减弱

事件

公司发布 2008 年年报，实现营业收入 2600998.65 万元，同比增长 19.07%，实现营业利润 103584.76 万元，同比增长 17.15%，实现归属于母公司净利润 69889.26 万元，同比增长 24.38%。实现每股收益 1.15 元，基本符合我们预期。

简评

受益生猪价格下跌，产品毛利率回升

公司高、低温肉制品成本构成中生猪占比达 50% 以上。2008 年生猪价格下跌大大缓解了公司成本压力，使得公司高、低温肉制品业务毛利率出现了显著回升。其中，高温肉制品毛利率由年中时的 11.44% 上升到 12.69%，低温肉制品由年中时的 6.84% 上升到 8.02%。我们判断在 2009 年生猪价格下跌至少会延续到年中，之后仍将处于低位徘徊，预计公司 2009 年全年公司生猪收购价平均水平大概为 11 元/公斤，较 2008 年降幅可达 26% 以上（2008 年生猪收购价平均为 14.8 元/公斤），这对进一步缓解公司成本压力带来积极影响。2009 年公司高低温肉制品毛利率仍将恢复上升，可望达到 2006 年时的毛利水平。

受累经济低迷，产品需求减弱

受经济衰退的影响，公司的产品需求受到较大影响，生猪屠宰量出现较大幅度下降，占收入和利润主体的高温肉制品产量也出现下降。公司 2008 年屠宰生猪 317.07 万头，同比下降 16.36%，低于我们 330 万头的预测；公司 2008 年生产高温肉制品 59.3 万吨，同比下降 8.2%，低于我们 62 万吨的预测。尽管产量下降，但公司在 07 年和 08 年初期猪价上涨时提高了产品的销售价格，2008 年保持住了较高的售价水平，因此高温肉制品在产销量下滑的形势下，仍实现销售收入 88.18 亿元，同比增长 14.67%。但今年随着生猪价格的持续下跌和需求的低迷，公司产品面临着较大的降价压力。

产品结构调整应对需求减弱

2008 年公司产品结构调整成绩显著。首先表现在低温肉制品业务快速发展。报告期公司低温肉制品实现销售收入 57.87 亿元，销售毛利 4.64 亿元，分别同比增长 38.30% 和 54.14%。低温肉制品占公司总的营业收入和营业利润的比例分别提高到 22.62% 和 19.87%，较 2007 年有大幅提升。低温肉制品代表着未来的消费方向，更受到消费者欢迎，公司提出“调整优化产品销售结构，

双汇发展（000895）

调低

增持

孙通通

sun tongtong@csc.com.cn
010-85130213

郑绮

zhengqi@csc.com.cn
010-85130985

分析日期：2009 年 03 月 19 日

当前股价：32.03 元

目标价格 6 个月：33..25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.1/-7.7	-6.8/-12.3	-18.9/24.5
12 月最高/最低价 (元)		44.00/23.20
总股本 (万股)		60,599
流通 A 股 (万股)		29,419
总市值 (亿元)		184
流通市值 (亿元)		89.46
近 3 月日均成交量 (万)		204
主要股东		
双汇集团		30.27%

股价表现



相关研究报告

2008 年 12 月 双汇发展：猪价向下 业绩向上

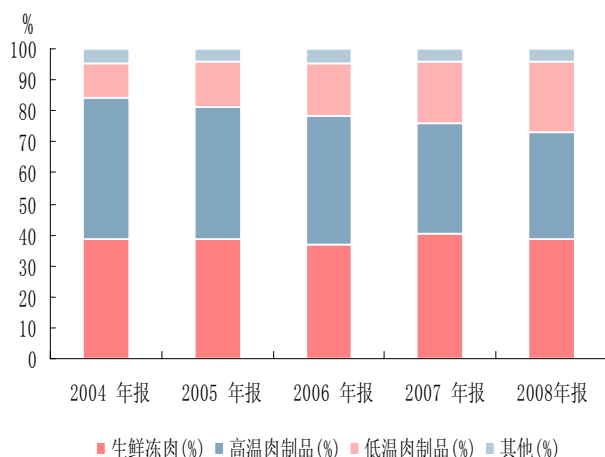
2008 年 8 月 双汇发展：猪价下跌利好未来业绩

提高中高档产品和低温肉制品的销售比例”，通过公司近些年的发展，我们看到公司一直在致力于践行此项战略。此外，公司依靠强大的创新能力，不断推出新产品，公司近一年推出了洛克香肠、Q 趣、街趣、开发了无皮烘烤、共挤肠等产品，推出新产品十几种，通过新产品的开发，推动了产品结构的升级，为未来业绩的持续增长培育了新的增长点。在需求减弱、销售面临挑战的形势下，公司产品的结构调整与升级有望带动公司业绩持续增长。

看好公司长期发展前景，短期下调为“增持”评级

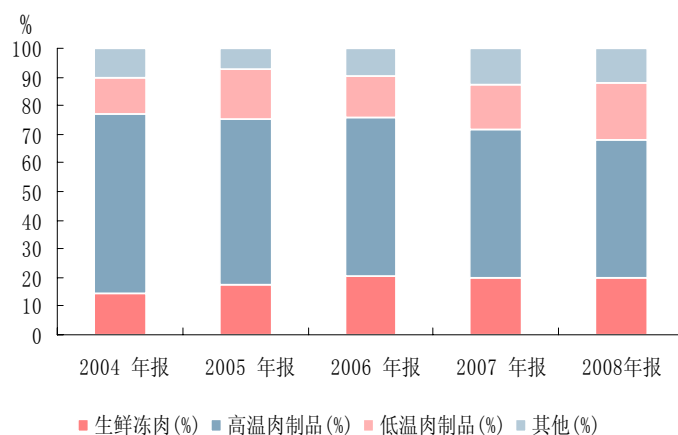
公司作为肉制品行业的龙头企业，具备良好的品牌优势、完善的销售网络、强大的产品创新能力，这些为公司长期持续发展奠定了基础，公司前景值得看好。但短期受到经济低迷，消费萎缩影响，公司的产品销售，尤其是高温肉制品受到较大的不利影响，未来销量和价格仍将可能出现下滑。因此我们下调公司 6 个月评级至“增持”。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 为 1.33 元、1.66 元、1.78 元。给予公司 25 倍市盈率，6 个月目标价 33.25 元。

图 1：公司各项业务收入占比变动



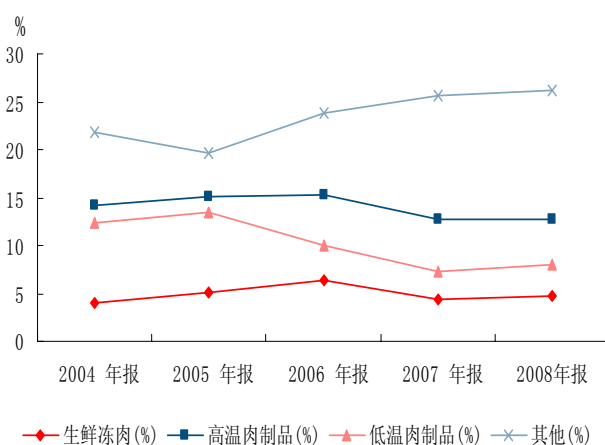
资料来源：公司公告，中信建投研究部

图 2：各项业务利润占比变动



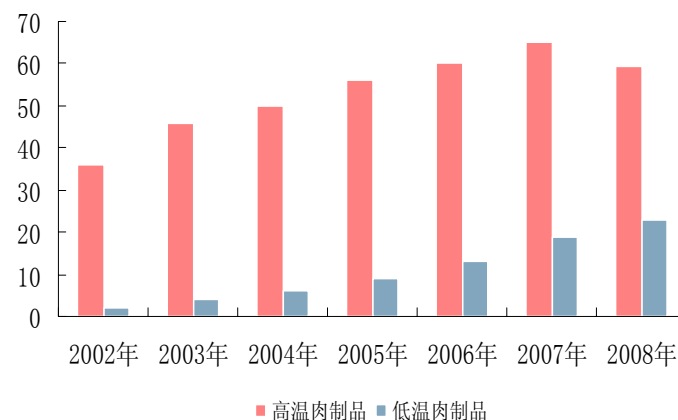
资料来源：公司公告，中信建投研究部

图 3：公司各项业务毛利率变动



资料来源：公司公告，中信建投研究部

图 4：公司高低温肉制品产量变化（万吨）



资料来源：公司公告，中信建投研究部

表 1: 盈利预测假设

	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入				
生鲜冻肉(元)	9,904,272,363.32	11,389,913,217.82	13,098,400,200.49	15,063,160,230.56
增长率%		15.00%	15.00%	15.00%
高温肉制品(元)	8,817,643,569.21	9,699,407,926.13	10,960,330,956.53	12,385,173,980.88
增长率%		10.00%	13.00%	13.00%
低温肉制品(元)	5,786,674,835.05	7,812,011,027.32	10,936,815,438.24	15,311,541,613.54
增长率%		35.00%	40.00%	40.00%
其他(元)	1,077,243,620.24	1,271,147,471.88	1,525,376,966.26	1,830,452,359.51
增长率%		18.00%	20.00%	20.00%
营业成本				
生鲜冻肉(元)	9,433,819,426.06	10,820,417,556.93	12,443,480,190.47	14,310,002,219.04
增长率%		14.70%	15.00%	15.00%
高温肉制品(元)	7,698,684,600.28	8,341,490,816.47	9,535,487,932.18	10,775,101,363.36
增长率%		8.35%	14.31%	13.00%
低温肉制品(元)	5,322,583,513.28	7,108,930,034.86	9,843,133,894.42	13,780,387,452.19
增长率%		33.56%	38.46%	40.00%
其他(元)	795,544,413.55	953,360,603.91	1,174,540,264.02	1,409,448,316.82
增长率%		19.84%	23.20%	20.00%
毛利率				
生鲜冻肉(%)	4.75%	5.00%	5.00%	5.00%
高温肉制品(%)	12.69%	14.00%	13.00%	13.00%
低温肉制品(%)	8.02%	9.00%	10.00%	10.00%
其他(%)	26.15%	25.00%	23.00%	23.00%

表 2：利润表预测

	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入(元)	26,009,986,485.68	30,172,479,643.15	36,520,923,561.52	44,590,328,184.50
营业总成本(元)	25,031,736,967.55	29,037,694,070.53	35,082,769,507.93	43,044,954,116.92
营业成本(元)	23,625,432,295.46	27,224,199,012.17	32,996,642,281.09	40,274,939,351.41
营业税金及附加(元)	55,178,257.44	64,008,677.98	77,476,430.96	94,595,074.44
销售费用(元)	988,951,216.25	1,206,899,185.73	1,460,836,942.46	1,783,613,127.38
管理费用(元)	340,156,485.54	452,587,194.65	547,813,853.42	891,806,563.69
财务费用(元)	-14,264,276.86	-10,000,000.00	-10,000,000.00	-10,000,000.00
资产减值损失(元)	36,282,989.72	100,000,000.00	10,000,000.00	10,000,000.00
投资净收益(元)	57,598,067.20	50,000,000.00	50,000,000.00	50,000,000.00
营业利润(元)	1,035,847,585.33	1,184,785,572.62	1,488,154,053.59	1,595,374,067.57
营业外收支	5,247,521.79	5,000,000.00	5,000,000.00	5,000,000.00
利润总额(元)	1,041,095,107.12	1,189,785,572.62	1,493,154,053.59	1,600,374,067.57
减：所得税(元)	223,402,408.59	249,854,970.25	313,562,351.25	336,078,554.19
净利润(元)	817,692,698.53	939,930,602.37	1,179,591,702.34	1,264,295,513.38
减：少数股东损益(元)	118,800,089.72	136,559,663.66	171,379,297.29	183,685,656.84
归属于母公司所有者 的净利润(元)	698,892,608.81	803,370,938.71	1,008,212,405.05	1,080,609,856.54
每股收益	1.15	1.33	1.66	1.78

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，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，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

孙通通，农林牧渔行业分析师，中国人民大学金融学硕士
郑绮，消费组首席分析师，获得两届最佳消费品分析师称号。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010