

公司业绩增长较快，符合预期

双汇发展 2009 年一季报点评

报告关键点：

- 一季度业绩增长较快
- 猪肉价格下降有望继续提高公司毛利率
- 维持目标价及投资评级

报告摘要：

- 双汇发展业绩在2009年一季度呈现快速的增长，公司在2009年一季度，实现营业收入61.57亿元，同比下降6.74%；实现利润总额超过2.71亿元，同比增长46.8%；实现归属母公司股东净利润接近1.74亿元，同比增长28.67%，合每股收益0.2868元，基本与我们预判相符。
- 由于猪肉价格在2009年一季度处于较低位置，使得公司成本，特别是利润主要来源的高低温肉制品的成本下降较多，因此公司总体毛利率上升4.27个百分点，达到12%。因此其利润总额增速出现数年以来较大的同比增幅。但是由于公司在新税法下，所得税率有所提高，实际所得税率从提高17.7%到20%多，造成公司的净利润增速相对较慢，但是依然喜人。
- 出栏高峰加上消费淡季将导致猪肉价格，在二季度进一步下降。在2009年二季度，我国将迎来出栏高峰，加之传统消费淡季，猪肉价格将进一步下降。此举将使双汇发展的成本进一步下降，加之去年公司提价的措施，公司的高低温肉制品的毛利率有望在二季度直至年底得到进一步提高。而且由于猪肉价格下降，将使得公司冻鲜肉的销量，在2009年下半年同比有所较大增长。
- 维持目标价至36.4元，维持投资评级。由于公司2009年一季度的情况及整体行业的发展与我们先前判断的基本一致，所以我们维持“增持-B”的投资评级，并且维持12个月的目标价为36.4元。

评级：

增持-B

上次评级：增持-B

目标价格：36.40 元

期限：12 个月 上次预测：36.40 元

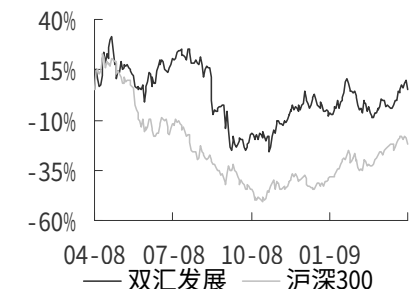
现价：35.16 元

报告日期：2009-04-22

市场数据

总市值(百万元)	21,306.78
流通市值(百万元)	10,339.16
总股本(百万股)	605.99
流通股本(百万股)	294.06
12 个月最高/最低	23.20/44.00 元
十大流通股东(%)	30.45%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.21	(12.56)	26.89
绝对收益	10.46	13.45	5.05

研究员

独孤南薰 高级行业分析师
021-68765195 Dugunx@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	21,844.6	26,010.0	29,360.9	35,849.4	43,648.5
Growth(%)	41.6%	19.1%	12.9%	22.1%	21.8%
净利润	659.4	817.7	1,084.2	1,379.8	1,705.4
Growth(%)	20.2%	24.4%	23.3%	27.7%	23.6%
毛利率(%)	8.8%	9.2%	10.0%	9.9%	10.0%
净利润率(%)	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%
每股收益(元)	0.93	1.15	1.42	1.82	2.24
每股净资产(元)	4.51	5.00	6.04	7.36	9.00
市盈率	36.1	29.0	23.5	18.4	14.9
市净率	7.4	6.7	5.5	4.5	3.7
净资产收益率(%)	24.1%	27.0%	29.6%	30.9%	31.3%
ROIC(%)	28.1%	32.2%	41.5%	53.0%	62.5%
EV/EBITDA	19.7	17.0	13.8	10.8	8.6
股息收益率	2.0%	2.4%	2.1%	2.7%	3.4%

前期研究成果

双汇发展：维持稳定和谐增长	2009-03-19
双汇发展：稳步增长，符合预期	2008-10-24
双汇发展：猪肉那点事儿	2008-10-06

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2008-9-2**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	21,844.6	26,010.0	29,360.9	35,849.4	43,648.5	成长性					
减: 营业成本	19,915.0	23,625.4	26,422.0	32,315.5	39,302.1	营业收入增长率	41.6%	19.1%	12.9%	22.1%	21.8%
营业税费	46.8	55.2	52.8	75.3	91.7	营业利润增长率	26.9%	17.1%	35.2%	27.1%	23.6%
销售费用	857.0	989.0	1,203.8	1,434.0	1,745.9	净利润增长率	20.2%	24.4%	23.3%	27.7%	23.6%
管理费用	270.6	340.2	352.3	399.7	488.9	EBITDA 增长率	20.6%	15.2%	19.8%	25.2%	21.9%
财务费用	-6.8	-14.3	-44.5	-63.7	-91.7	EBIT 增长率	25.6%	16.4%	32.7%	26.6%	22.8%
资产减值损失	-2.8	36.3	72.4	-2.6	-3.6	NOPLAT 增长率	17.0%	23.2%	30.2%	26.7%	22.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.8%	0.8%	-0.7%	4.2%	3.9%
投资和汇兑收益	119.5	57.6	98.5	89.0	85.0	净资产增长率	5.6%	10.7%	20.9%	21.9%	22.2%
营业利润	884.2	1,035.8	1,400.5	1,780.2	2,200.4	利润率					
加: 营业外净收支	6.5	5.2	0.2	0.3	0.1	毛利率	8.8%	9.2%	10.0%	9.9%	10.0%
利润总额	890.7	1,041.1	1,400.7	1,780.4	2,200.5	营业利润率	4.0%	4.0%	4.8%	5.0%	5.0%
减: 所得税	231.3	223.4	316.6	400.6	495.1	净利率	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%
净利润	659.4	817.7	1,084.2	1,379.8	1,705.4	EBITDA/营业收入	4.8%	4.6%	4.9%	5.0%	5.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.0%	3.9%	4.6%	4.8%	4.8%
货币资金	898.4	1,281.5	1,734.5	2,559.9	3,603.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	25	21	19	15	12
应收帐款	35.7	79.8	64.4	98.2	113.6	流动营业资本周转天数	8	7	7	7	7
应收票据	67.4	71.1	60.3	88.4	119.6	流动资产周转天数	32	31	35	40	45
预付帐款	19.8	13.8	40.3	72.6	111.9	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	1,044.6	968.2	1,444.4	1,767.0	2,151.2	存货周转天数	16	14	15	16	16
其他流动资产	21.1	-0.0	10.3	46.0	86.5	总资产周转天数	64	59	60	60	60
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	40	35	31	26	22
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	327.4	335.1	300.0	306.9	302.0	ROE	24.1%	27.0%	29.6%	30.9%	31.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.4%	18.3%	20.4%	21.1%	21.2%
固定资产	1,475.7	1,562.8	1,535.1	1,494.3	1,447.2	ROIC	28.1%	32.2%	41.5%	53.0%	62.5%
在建工程	41.0	38.5	22.8	13.8	8.5	费用率					
无形资产	68.9	67.7	67.8	67.9	68.0	销售费用率	3.9%	3.8%	4.1%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	24.3	37.6	29.6	30.2	31.2	管理费用率	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
资产总额	4,024.1	4,456.2	5,309.4	6,545.1	8,042.8	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	15.0	-	-	-	-	三费/营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	4.9%	4.9%
应付帐款	596.6	605.4	593.6	819.0	1,066.0	偿债能力					
应付票据	-	-	7.2	-	-	资产负债率	32.1%	32.1%	30.3%	31.3%	31.8%
其他流动负债	664.7	807.8	967.1	1,188.4	1,452.7	负债权益比	47.2%	47.2%	43.5%	45.5%	46.6%
长期借款	12.0	11.4	10.9	10.4	9.9	流动比率	1.64	1.71	2.14	2.31	2.46
其他非流动负债	1.6	4.1	12.4	11.3	11.1	速动比率	0.82	1.01	1.22	1.43	1.60
负债总额	1,289.9	1,428.7	1,591.3	2,029.1	2,539.7	利息保障倍数	-129.13	-71.62	-30.50	-26.96	-22.99
少数股东权益	556.6	635.7	836.8	1,088.3	1,399.1	分红指标					
股本	606.0	606.0	606.0	606.0	606.0	DPS(元)	0.68	0.80	0.71	0.91	1.12
留存收益	1,571.7	1,785.8	2,216.7	2,766.9	3,446.9	分红比率	73.1%	69.4%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	2,734.2	3,027.4	3,659.5	4,461.2	5,452.0	股息收益率	2.0%	2.4%	2.1%	2.7%	3.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	659.4	817.7	1,084.2	1,379.8	1,705.4	EPS(元)	0.93	1.15	1.42	1.82	2.24
加: 折旧和摊销	171.0	186.2	85.5	88.0	90.4	BVPS(元)	4.51	5.00	6.04	7.36	9.00
资产减值准备	-2.8	36.3	72.4	-2.6	-3.6	PE(X)	36.1	29.0	23.5	18.4	14.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	6.7	5.5	4.5	3.7
财务费用	3.1	3.2	0.7	-44.5	-63.7	P/FCF	-	30.6	24.7	20.3	16.1
投资收益	-119.5	-57.6	-98.5	-89.0	-85.0	P/S	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	97.5	118.8	222.3	279.4	345.3	EV/EBITDA	19.7	17.0	13.8	10.8	8.6
营运资金的变动	86.8	181.2	-311.1	-14.0	2.0	PEG	27.9%	27.8%	37.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	769.3	1,118.4	1,010.2	1,578.0	1,962.7	CAGR(%)	1.3	1.0	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-109.1	-197.3	103.0	49.9	57.9	ROIC/WACC	2.9	3.3	4.2	5.4	6.4
融资活动产生现金流量	-497.7	-555.1	-387.0	-487.0	-588.8	REP	2.9	2.5	1.9	1.4	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003年起从事证券研究工作，2008年8月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhouong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034