

双汇发展(000895)调研报告

推荐

良好的基本面将促使市场重新认识其投资价值

上调评级

日常消费/食品

2009 年 7 月 14 日

投资要点:

- 公司上半年受猪肉价格下跌的影响, 营业收入将同比延续 1 季度的负增长态势。但是生猪价格的下跌明显降低了公司的生产成本, 预计 2 季度公司主营毛利率将维持 1 季度的高水平。我们预计上半年公司净利润增长将达到 30% 左右。
- 从屠宰业务发展来看, 公司将通过新建、收购等手段增加屠宰基地以及屠宰规模, 但这部分将主要在集团层面运作。上半年集团分别在江苏淮安、黑龙江以及河南济源有三个新项目, 新增屠宰能力在 300 万头左右。未来 2-3 年集团力争年屠宰量能够达到 2000 万头的水平。
- 目前高温肉制品的市场集中度相对较高, 市场增量将集中在广大农村消费能力较弱的地区。但中低温产品的市场集中度则相当分散, 存在着品牌化导致的市场份额集中的过程。公司将通过产品创新、市场拓展等多种方式保持高温产品的稳定增长, 同时大力发展中低温产品。我们认为作为行业公认的龙头企业, 公司未来将同时分享市场容量扩大以及市场集中度提高两方面带来的好处。
- 我们小幅提高之前的业绩预测, 预计公司 2009-2011 年的每股收益将分别达到 1.426 元、1.732 元和 2.097 元。我们上调对公司的投资评级为推荐, 目标价格区间 42-47 元, 对应 2009 年 30-33 倍 PE。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	2,600,999	19.07	69,889	24.38	1.15	29.22	32.30	
2009E	2,491,278	-4.22	86,400	23.62	1.43	32.15	25.98	
2010E	2,870,359	15.22	104,935	21.45	1.73	34.45	21.47	
2011E	3,308,255	15.26	127,085	21.11	2.09	36.51	17.77	

走势图



市场数据

2009-7-13

收盘价:	37.41 元
52 周最高价:	41.92 元
52 周最低价:	22.60 元
平均持仓成本:	

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	60,599
流通 A 股 (万股):	29,406
每股收益 (元):	0.29
每股净资产 (元):	4.23
每股经营现金流 (元):	0.75
市净率:	8.78

分析师: 吴雁

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

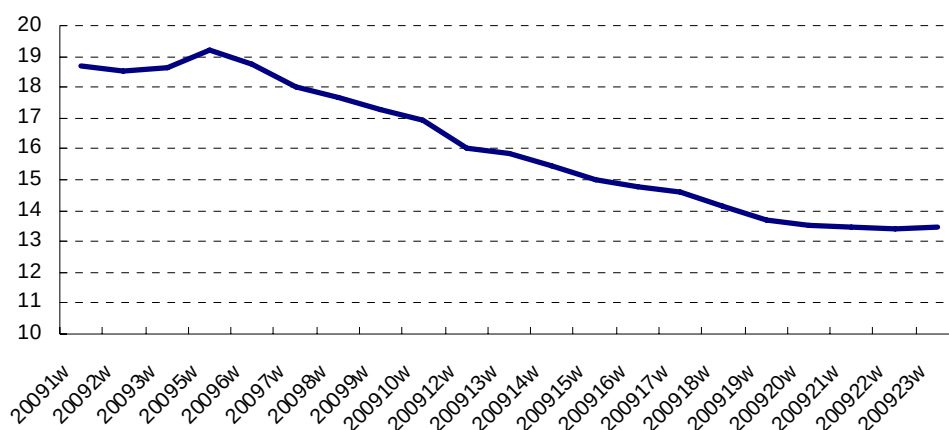
(邮编 200002)

近期我们实地拜访了公司, 与公司董秘祁勇耀先生以及肉制品事业部郑明军部长、鲜冻品事业部周从怀副总经理进行了交流。

1、上半年公司经营情况良好, 净利润增长超预期

2009 年 1 季度公司营业收入下滑 6.7%, 但归属母公司净利润却同比增长 28.66%。利润增长的原因主要是国内猪肉价格下跌降低了成本, 导致公司主营毛利率同比大幅上升 4 个百分点。2 季度生猪价格仍然处于低位, 所以公司深加工产品的毛利水平能够维持 1 季度水平甚至更高。但是稍显不利的是, 2 季度屠宰成本(生猪价格)下跌要小于终端售价的跌幅, 所以公司冷鲜肉产品的毛利水平较 1 季度有所下降。但是我们认为由于上半年生猪价格持续下跌, 所以公司 2 季度将能保持 1 季度较好的经营业绩。我们预计公司上半年归属母公司净利润增长将达到 30% 左右。

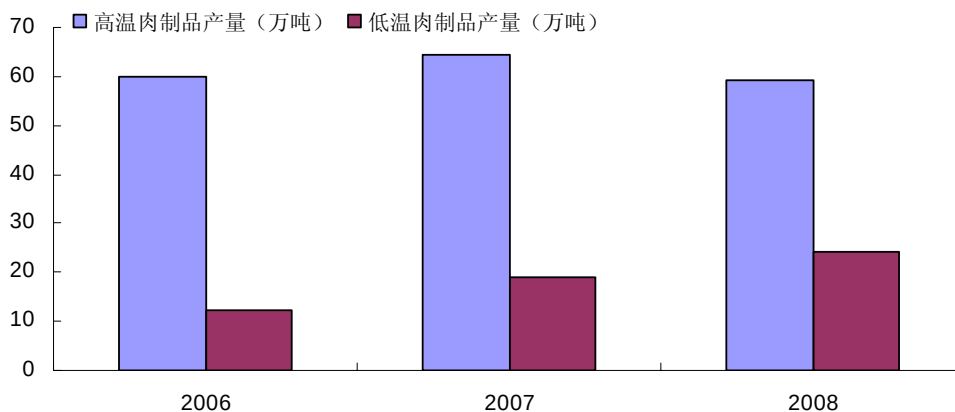
图 1: 09 年以来国内猪肉终端价格走势



数据来源: 农业部、农业信息网

公司上半年肉制品销量同比略有下降, 降幅在 3% 左右。我们认为, 销量下降一方面是由于消费淡季的消费需求还没有完全恢复, 另一方面受到肠衣供应量受限的影响, 产量不能有效释放, 特别是公司的低温产品。据了解, 目前市场上一般有猪肠衣、羊肠衣和胶原肠衣, 但前两者的价格要高于后者的 1 倍, 所以后者称为主要的市场需求。目前国内只有 1 家供应商, 上半年产能受到约束。但是下半年随着供应商产能的扩大, 胶原肠衣的供应将不成问题。我们预计下半年随着消费旺季的到来, 公司肉制品市场需求将出现增长。

图 2：公司近三年高低温肉制品产量

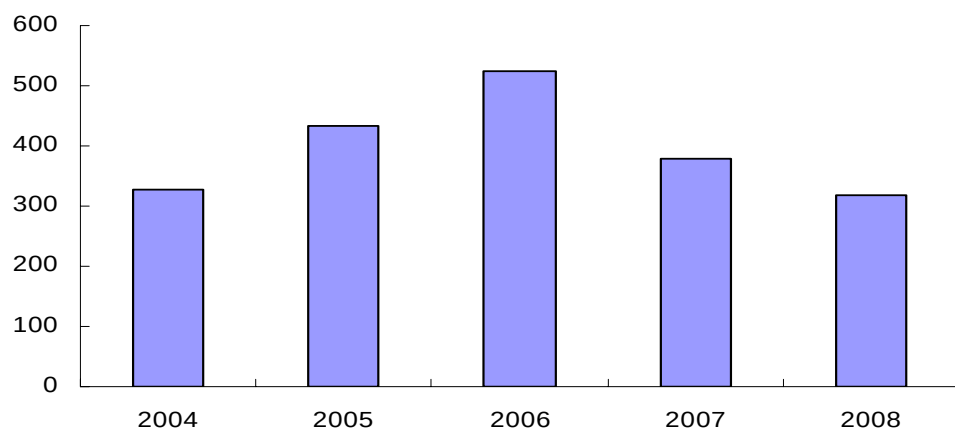


数据来源：公司报告，东北证券金融与产业研究所

2、屠宰业务将继续扩大规模并拓宽销售渠道

2009 年上半年集团公司屠宰量达到 550 万头，同比增长达到 30%。其中 2 季度随着国内生猪供应量增加，集团口径屠宰量快速增长，部分月份的同比增速在 50%-60%。上半年集团分别在江苏淮安、黑龙江以及河南济源有三个新建或收购项目，新增屠宰能力在 300 万头左右。我们预计公司今年全年的屠宰量将达到 1300 万头，同比增长 50%。未来 2-3 年集团将通过自建、收购等多种方式进行产能扩张，力争年屠宰量达到 2000 万头以上。

图 3：股份公司近五年屠宰量情况



数据来源：公司报告，东北证券金融与产业研究所

目前公司冷鲜肉销售渠道主要由三部分组成。第一种是沃尔玛、家乐福等国际大卖场，通过自营方式运作；第二种是通过经销商在一些超市开设“店中店”，由经销商来控制销售价格；第三种则是由超市代销，公司作为供应商。目前这三种模式的销售占比为 1: 1: 1。针对部分区域市场的地方保护，公司拟通过承包农贸市场，然后在出租给个人的方式来销售双汇的产品，这样可以在一定程度上打破地方的保护。未来公司计划将酒店餐饮也作为重要的销售渠道来运作。

3、高温产品保持稳定、大力发展低温产品

2009 年上半年集团口径的高低温肉制品销量继续保持一定量的增长，高、低温产品分别增长 1 万吨和 5 万吨。虽然金融危机对于肉制品消费也产生不利影响，华南广东、长三角、天津等市场同比出现下滑，但是公司通过新产品开发、加大内地农村市场的开拓，还是取得了同比销量的增长。低温产品是公司未来发展重点，目前已有产品 Q 趣、香脆肠等销售较好，上半年又相继开发了海威夷香肠和韩式烧烤等新产品准备投放市场。在市场销售方面，公司 8100 个经销网络已经遍布全国几乎每个县市，同时公司也通过免费提供烤箱的方式将小卖铺、学校、医院等“改造”成产品销售的网点，2008 年公司通过这些自建渠道销售的低温产品达到 14 万吨，可谓效果明显。目前公司已经为此提供了 10 万只烤箱。我们预计集团口径 2009 年低温产品销量有望达到 48-50 万吨，超出公司原先计划的 46 万吨的水平。

据我们了解，目前国内高温产品市场集中度相对较高，市场份额主要集中在双汇、金锣、雨润等行业知名企业以及龙大、众品等区域强势企业手中。但是中低温产品的市场集中度则相当分散，即使公司 46 万吨销量的市场占比也仅仅是个位数。长远来看，中低温产品存在着品牌化导致的市场份额集中的过程。同时，我国的生肉熟肉转化率还不到 10%，而欧美发达国家的最低水平为 30%，基本处在 30%-70% 之间，由此可见肉制品市场的潜力还很大。我们认为作为行业公认的龙头企业，公司未来将同时分享市场容量扩大以及市场集中度提高两方面带来的好处。

4、生猪价格短期内或将反复、四季度将会出现反弹

国内生猪价格自 2008 年 4 月见顶以来逐月下滑，2009 年内价格更是跌幅达到 30%，在国家出台收储政策后生猪价格才有所回暖。从我们了解的情况看，目前国内母猪、仔猪的存栏量比较合理，猪粮比价显示养猪户仍有盈利。受 H1N1 流感的影响，生猪价格曾跌破 9 元/公斤，但很快又恢复到 10 元以上，7 月份公司收购价格基本维持在 10.3 元/公斤的水平。由于 8、9 月份还将迎来一个生猪集中供应时

期，可能价格还会有小幅下跌。但进入 4 季度后，传统旺季的来临将明显带动需求的上升，生猪价格也将随着出现反弹并可能持续到 2010 年的 1-2 季度。面对未来可能的成本上升，公司拥有充足的储备能力。目前公司自有储存能力达到 10 万吨，可以随时通过加大储备来平抑成本波动的风险。

5、盈利预测与投资评级

我们小幅提高之前的业绩预测，预计公司 2009-2011 年的每股收益将分别达到 1.426 元、1.732 元和 2.097 元。2010 年 7 月公司将进入全流通时代，在五粮液解决关联交易之后，公司已经是行业内唯一还未解决大额关联交易的一线公司，所以市场对于公司完善治理结构以及整体上市的预期也将变得更为强烈。我们上调对公司的投资评级为推荐，目标价格区间 42-47 元，对应 2009 年 30-33 倍 PE。

表 1：公司财务报告预测

报表预测（单位：百万元）						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	15431.35	21844.58	26009.99	24912.78	28703.59	33082.55
减：营业成本	13592.06	19915.02	23625.43	22274.39	25600.02	29432.16
营业税金及附加	41.32	46.85	55.18	52.85	60.89	70.18
营业费用	833.86	856.96	988.95	971.60	1105.09	1257.14
管理费用	230.74	270.64	340.16	325.81	375.38	432.65
财务费用	1.95	-6.79	-14.26	-25.55	-40.62	-57.95
资产减值损失	79.84	-2.77	36.28	37.78	37.78	37.78
加：投资收益	45.13	119.53	57.60	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	696.71	884.21	1035.85	1325.90	1615.04	1960.59
加：其他非经营损益	16.36	6.46	5.25	5.25	5.25	5.25
利润总额	713.07	890.67	1041.10	1331.15	1620.29	1965.84
减：所得税	155.37	231.27	223.40	320.29	392.57	478.96
净利润	557.70	659.41	817.69	1010.86	1227.72	1486.88
减：少数股东损益	90.18	97.53	118.80	146.87	178.37	216.02
归属母公司股东净利润	467.52	561.88	698.89	864.00	1049.35	1270.85
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	531.72	597.14	978.17	1351.49	2317.61	2891.99
应收和预付款项	68.30	122.89	164.75	82.59	202.29	125.95
存货	937.03	1044.64	968.17	1305.31	1307.61	1696.44
其他流动资产	0.00	17.14	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	300.15	327.35	335.13	335.13	335.13	335.13
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1551.38	1527.84	1612.22	1344.19	1072.31	796.58

无形资产和开发支出	71.19	68.87	67.67	58.25	48.83	39.41
其他非流动资产	0.90	0.45	0.16	0.08	0.00	0.00
资产总计	3460.67	3706.32	4126.29	4477.05	5283.80	5885.51
短期借款	8.00	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	831.81	945.10	1085.60	1044.04	1363.56	1364.66
长期借款	12.62	12.00	11.42	11.42	11.42	11.42
其他负债	20.00	0.00	1.82	1.82	1.82	1.82
负债合计	872.43	972.10	1098.84	1057.28	1376.80	1377.90
股本	513.56	605.99	605.99	605.99	605.99	605.99
资本公积	601.31	509.11	509.11	509.11	509.11	509.11
留存收益	911.50	1062.54	1276.64	1572.10	1930.95	2365.54
归属母公司股东权益	2026.37	2177.65	2391.75	2687.21	3046.05	3480.65
少数股东权益	561.86	556.57	635.70	782.57	960.94	1176.96
股东权益合计	2588.23	2734.22	3027.45	3469.77	4006.99	4657.61
负债和股东权益合计	3460.67	3706.32	4126.29	4527.05	5383.80	6035.51
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	698.55	769.68	1119.19	950.89	1650.60	1387.28
投资性现金净流量	-91.73	-109.06	-197.30	-34.59	-34.59	-34.59
筹资性现金净流量	-393.96	-497.74	-555.07	-542.98	-649.88	-778.31
现金流量净额	212.86	162.88	366.82	373.31	966.12	574.38

数据来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209