

公司简评 双汇发展 (000895)

► 2009 年 12 月 31 日

大幕逐步拉开

谨慎推荐 维持评级

分析师: 董俊峰 ✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8780

1. 事件

31 日公司发布澄清公告, 披露双汇集团及其关联企业员工持股计划, 详细公告境内外股权结构和相关员工持股 Rise Grand Group Limited 员工名单及股权比例;

至少未来三个月内亦不会筹划资产注入、整体上市、发行股份的事项。

2. 我们的分析与判断

核心关注点:

市场对公司的关注点主要是整体上市方案和时间点。

明年资本运作实施值得期待, 2 大看点引发关注。本次澄清公告虽然披露“至少未来三个月内亦不会筹划资产注入、整体上市、发行股份的事项”, 但是详细披露了“境内外股权结构和相关员工持股 Rise Grand Group Limited 员工名单及股权比例”。提示投资者 2 大关注点: (1) 公告披露的“境内外股权结构”似曾相识, 建议投资者参阅蒙牛乳业和雨润招股说明书; (2) 公告披露高管持股比例很少, 像披露万隆仅持有 Rotary Vortex Limited 不足 5% 股权。我们认为, 公司资本运作明年实施概率很大。

生鲜冻肉和低温肉制品出现了近年来的首次负增长, 但整体毛利率大幅提高 3 个百分点。2009 年前三季度与上半年略有不同, 上半年受国际金融危机对国内实体经济的持续影响, 国内经济形势出现全面通缩, 肉类加工行业呈现出如下两个特点: 一方面因生猪资源存栏相对丰富, 猪肉价格延续 2008 年下半年的走势逐步回落, 企业生产成本明显下降; 另一方面肉类产品受消费抑制、市场需求不畅等因素的影响, 产销量增长缓慢。受此影响, 公司三大业务销售收入增速同比下降, 特别是生鲜冻肉和低温肉制品出现了近年来的首次负增长, 但公司通过产品创新调整产品结构, 提升中高档产品销售比例, 通过市场创新“做深、做透、做细、做新”渠道, 同时抓住经济通缩带来的低成本机遇, 将机会成本转变成现实利润, 毛利率同比大幅提升 3 个百分点; 第三季度则由于猪价上涨, 公司销售收入增速提高到 14%, 创下了一年来环比新高, 但毛利率下降了 0.3 个百分点。

未来业绩稳定成长可期。虽然资本运作时间点未公布, 但 2009 年由于中国肉类加工行业仍将保持高速增长, 市场变化加大, 将为龙头企业提供较大的整合、发展空间, 肉类产业的龙头企业将通过收购、兼并、重组、新建等模式迅速加快发展, 行业集中度将在新一轮的整合中逐步得到提高, 因此这将有利于公司巩固和扩大现有的产品市场份额, 确保公司在市场和行业的领先地位。鉴于猪价将继续回落, 我们认为公司有望轻松完成年度经营计划。

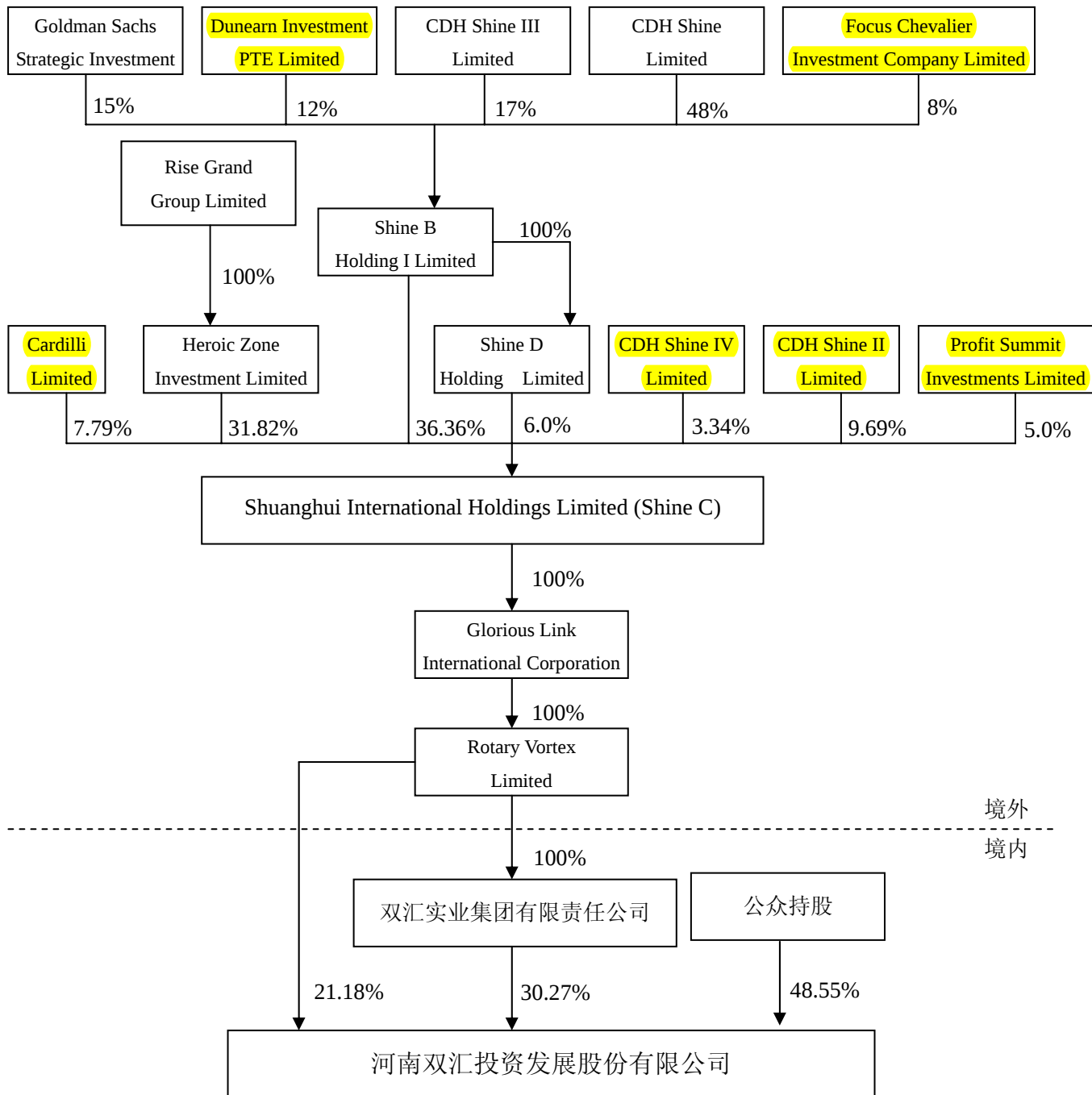
3. 投资建议

我们延续在从 2007 年 10 月 19 日《双汇发展 (000895): 未来潜力犹如爆发前的火山》开始到现在对公司整体上市的一贯观点, 预计 2009 和 2010 年 EPS 为 1.48 和 2.01 元, 同比增长 29% 和 36%。我们认为市场对公司整体上市方案信息判断有所不同, 预计未来一年内表现好于食品饮料行业。

表 1: 双汇发展财务季度分析 (百万元)

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
主营业务收入	4,037.42	5,036.74	6,003.17	6,767.24	6,602.11	6,271.91	6,761.09	6,374.87	6,157.06	6,811.92	7,697.36
YoY	20%	50%	45%	48%	64%	25%	13%	-6%	-7%	9%	14%
主营业务成本	3,579.02	4,577.39	5,414.52	6,344.08	6,096.14	5,731.28	6,080.68	5,717.32	5,422.25	6,115.42	6,937.20
YoY	24%	57%	49%	53%	70%	25%	12%	-10%	-11%	7%	14%
主营业务税金	13.07	11.71	10.98	11.09	11.34	11.68	18.54	13.62	17.90	12.50	18.04
YoY	36%	84%	-6%	-19%	-13%	0%	69%	23%	58%	7%	-3%
营业费用	226.76	227.42	251.66	151.12	262.81	215.28	242.15	268.70	385.03	302.16	294.81
YoY	1%	8%	24%	-23%	16%	-5%	-4%	78%	47%	40%	22%
管理费用	51.65	54.67	72.31	92.01	66.27	78.34	83.46	112.09	78.53	95.18	87.30
YoY	0%	51%	1%	30%	28%	43%	15%	22%	19%	21%	5%
财务费用	(0.77)	(3.36)	(0.50)	(2.16)	(1.19)	(4.71)	(1.81)	(6.55)	3.43	(1.64)	(18.15)
YoY	-173%	-642%	-305%	-8979%	54%	40%	264%	203%	-387%	-65%	904%
营业利润	188.78	188.85	282.06	224.52	180.28	244.04	296.97	314.56	267.74	304.41	413.12
YoY	0%	22%	29%	67%	-5%	29%	5%	40%	49%	25%	39%
投资收益	20.68	18.41	33.87	46.58	14.14	12.94	17.58	12.94	18.18	25.65	30.69
YoY	64%	91%	204%	298%	-32%	-30%	-48%	-72%	29%	98%	75%
利润总额	193.87	188.02	280.03	228.76	184.78	239.97	298.34	318.02	271.19	308.01	414.67
YoY	0%	27%	31%	46%	-5%	28%	7%	39%	47%	28%	39%
所得税	35.62	58.57	77.22	59.86	32.65	63.16	69.36	58.23	54.37	68.30	89.35
YoY	-30%	24%	47%	1151%	-8%	8%	-10%	-3%	67%	8%	29%
少数股东损益	24.11	23.35	32.15	97.53	17.06	31.06	24.79	45.88	43.04	49.00	61.98
YoY	125%	32%	54%	92%	129%	67%	123%	153%	-52%	42%	-50%
归属母公司净利润	134.14	106.10	170.66	150.98	135.06	145.74	204.18	213.91	173.77	190.71	263.34
YoY	21%	21%	23%	16%	1%	37%	20%	42%	29%	31%	29%
占第一季度比例	100%	79%	127%	113%	100%	108%	151%	158%	100%	110%	152%
毛利率	11%	9%	10%	6%	8%	9%	10%	10%	12%	10%	10%
主营业务税金率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业费用率	6%	5%	4%	2%	4%	3%	4%	4%	6%	4%	4%
管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业利润率	5%	4%	5%	3%	3%	4%	4%	5%	4%	4%	4%
利润率	5%	4%	5%	3%	3%	4%	4%	5%	4%	5%	5%
所得税率	18%	31%	28%	26%	18%	26%	23%	18%	20%	22%	22%
净利率	3%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%

资料来源: 中国银河证券研究所



评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908