

2010年4月26日

食品饮料行业

双汇发展 (000895)

评级: 增持

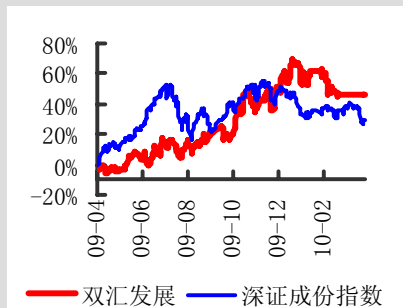
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

双汇发展股价与深证成指对比:



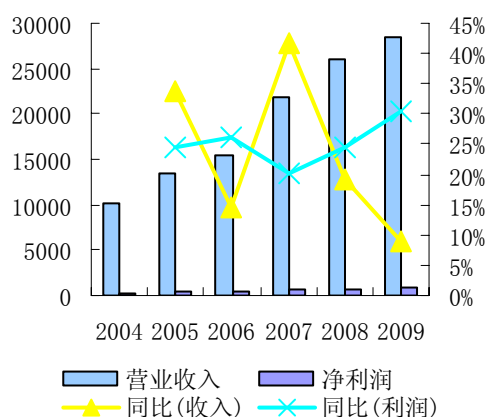
集团资产注入仍需等待

投资要点

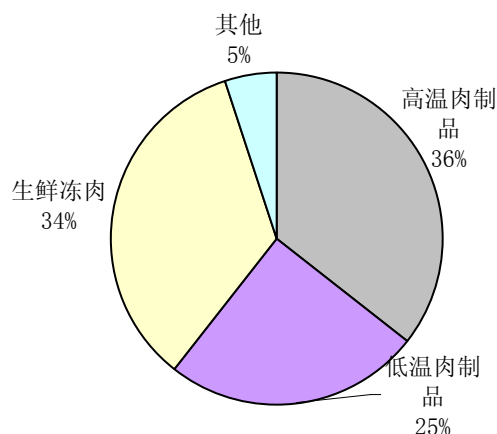
- **2009年业绩增速符合市场预期。**双汇发展2009年实现营业收入283.51亿元,同比增长9.00%;归属母公司净利润9.11亿元,同比增长30.30%;归属母公司扣除非经常性损益的净利润8.94亿元,同比增长28.19%。双汇发展实现每股收益1.50元,按每10股派发现金股利10元(含税)。
- **产量增加、毛利率提升、管理费用回落保障公司业绩增长。**1、产量增加。公司共计生产高低温肉制品85.77万吨,同比增长2.84%(其中高温肉制品65.58万吨,同比增长4.99%;低温肉制品20.19万吨,同比下降3.58%);屠宰生猪328.56万头,同比增长3.62%。2、低温肉制品毛利率提升较快。综合毛利率为9.78%,同比上升0.61%,其中高温肉制品、低温肉制品、生鲜冻肉毛利率同比分别提升-0.05%、1.88%、0.06%。3、管理费用增速大幅回落。管理费用相比于往年17%以上的增速大幅回落,2009年仅同比上升8.40%,公司规模优势开始显现。
- **集团资产注入仍需等待。**双汇集团近年来发展状况良好,屠宰量大幅上升,从而引起股份公司与集团大规模关联交易急剧增长,目前关联采购和关联销售占比已经超过60%。公司代销集团产品的价格为市场价格扣减渠道费用,与集团结算价格的高低直接决定了公司的利润,但集团资产注入目前依旧没有定论。
- **肉制品、冷鲜肉两大主导产业助推公司成为世界领先的肉类供应商。**公司的发展战略是进一步确立肉制品、冷鲜肉两大产业的主导地位,使公司成为中国最大、世界领先的肉类供应商。我们认为未来公司通过调整产品结构和市场结构,产量、销量、销售收入有望继续保持两位数以上的增长目标,从而继续保持在行业中的领先地位。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.87元、2.20元、2.57元,对应的动态PE分别为27倍、23倍、20倍。考虑到公司的行业龙头地位,按照2010年30倍PE测算,对应股价为56元,我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**疫情风险;猪肉价格上涨过快。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28351	32543	37545	43757
同比(%)	9.00%	14.79%	15.37%	16.55%
归属母公司净利润(百万元)	911	1136	1334	1558
同比(%)	30.33%	24.67%	17.45%	16.82%
毛利率(%)	9.78%	10.10%	10.18%	10.17%
每股收益(元)	1.50	1.87	2.20	2.57
P/E	-	26.94	22.93	19.63

图表1 双汇发展营业收入、净利润增长情况



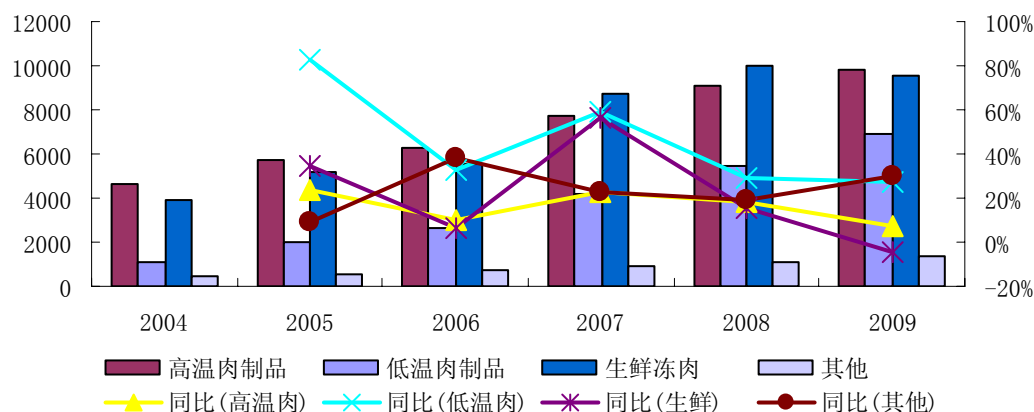
图表2 双汇发展2009年收入构成



数据来源: 公司年报, 日信研究

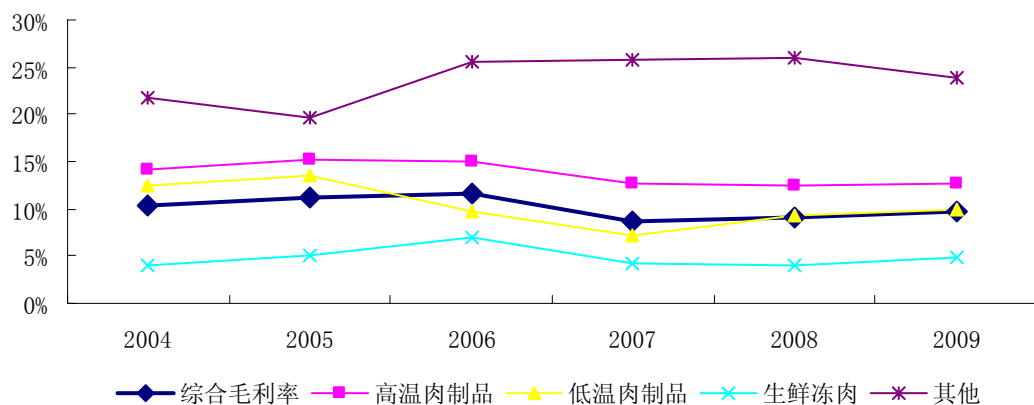
数据来源: 公司年报, 日信研究

图表3 双汇发展分产品收入增长情况



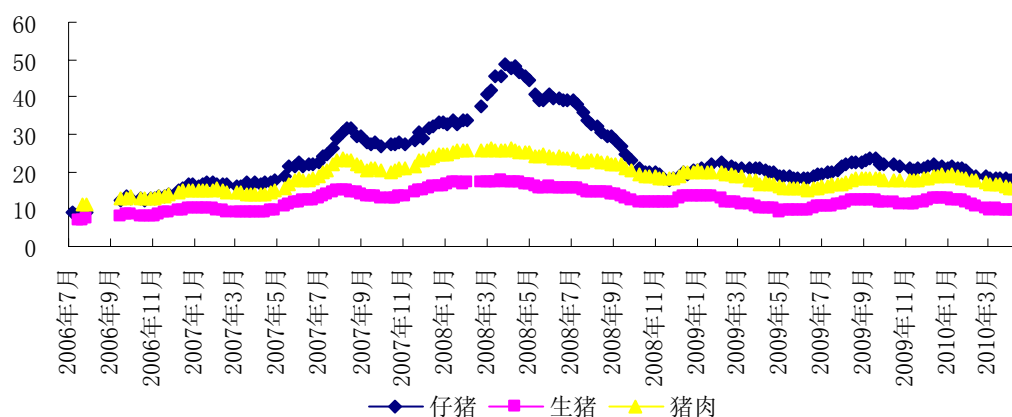
数据来源: 公司年报, 日信研究

图表4 双汇发展分产品毛利率情况



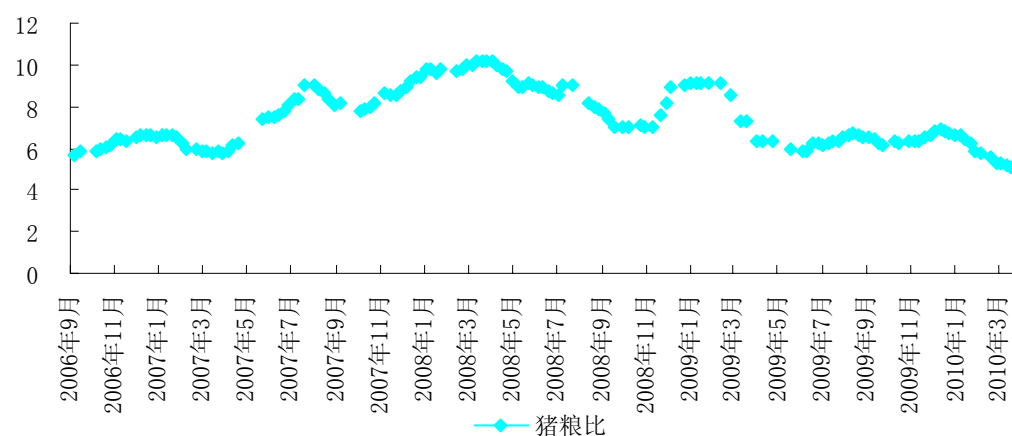
数据来源: 公司年报, 日信研究

图表5 全国22个省市仔猪、生猪、猪肉平均价格



数据来源：农业部，日信研究

图表6 全国22个省市猪粮平均比价



数据来源：农业部，日信研究

附表 1 单季度分析表

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
一、营业收入	63.5%	41.9%	30.2%	19.1%	-6.7%	0.7%	5.3%	9.0%	31.9%
二、营业总成本	66.3%	42.8%	30.8%	18.8%	-8.2%	-0.3%	4.2%	8.3%	32.1%
营业成本	70.3%	45.0%	32.0%	18.6%	-11.1%	-2.5%	3.2%	8.3%	34.6%
营业税金及附加	-13.2%	-7.1%	16.2%	17.8%	58.0%	32.1%	16.6%	10.0%	-9.9%
销售费用	15.9%	5.3%	2.0%	15.4%	46.5%	43.7%	36.3%	11.2%	-3.8%
管理费用	28.3%	36.0%	27.7%	25.7%	18.5%	20.1%	14.4%	8.4%	39.2%
财务费用	-54.2%	-42.8%	-66.5%	-109.9%	387.5%	130.3%	-112.2%	-38.4%	-384.1%
资产减值损失	253.3%	592.8%	1575.0%	1407.6%	-39.9%	3.7%	-91.7%	-41.5%	5006.8%
三、营业利润	-4.5%	12.4%	9.3%	17.2%	48.5%	34.8%	36.6%	28.9%	29.1%
加：营业外收入	-12.1%	-4.5%	36.0%	18.5%	-12.7%	24.7%	19.5%	31.3%	5.4%
减：营业外支出	-16.0%	84.9%	56.8%	48.3%	81.3%	-61.7%	-49.5%	-23.9%	220.1%
四、利润总额	-4.7%	11.2%	9.2%	16.9%	46.8%	36.4%	37.5%	29.6%	28.0%
减：所得税	-8.3%	1.7%	-3.6%	-3.4%	66.5%	28.0%	28.4%	8.8%	34.3%
五、净利润	-3.9%	14.3%	13.7%	24.0%	42.5%	38.8%	40.1%	35.2%	26.5%
减：少数股东损益	-29.2%	1.4%	0.0%	21.8%	152.3%	91.3%	111.2%	64.2%	25.9%
归属母公司净利润	0.7%	16.9%	18.0%	24.4%	28.7%	29.8%	29.5%	30.3%	26.6%

数据来源：公司年报，日信研究

附表 2 盈利预测假设表（百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13460	15212	21479	25585	27614	31512	36100	41735
高温肉制品	5725	6289	7690	9086	9785	10529	11181	11808
同比	24.00%	9.85%	22.28%	18.15%	7.69%	7.60%	6.20%	5.60%
低温肉制品	1983	2628	4184	5419	6915	8837	11215	14108
同比	82.43%	32.53%	59.21%	29.52%	27.61%	27.80%	26.90%	25.80%
生鲜冻肉	5219	5558	8698	10003	9512	10463	11719	13477
同比	35.00%	6.50%	56.50%	15.00%	-4.91%	10.00%	12.00%	15.00%
其他	533	737	907	1077	1402	1682	1985	2343
同比	9.45%	38.27%	23.07%	18.74%	30.18%	20.00%	18.00%	18.00%
营业成本	11957	13433	19596	23251	24903	28328	32423	37485
高温肉制品	4857	5341	6713	7945	8549	9170	9717	10237
低温肉制品	1715	2371	3883	4916	6231	7945	10104	12711
生鲜冻肉	4957	5172	8326	9594	9055	9951	11133	12803
其他	428	549	674	796	1068	1262	1469	1734
毛利率	11.17%	11.69%	8.77%	9.12%	9.82%	10.10%	10.19%	10.18%
高温肉制品	15.16%	15.07%	12.70%	12.56%	12.63%	12.90%	13.10%	13.30%
低温肉制品	13.51%	9.78%	7.19%	9.28%	9.89%	10.10%	9.90%	9.90%
生鲜冻肉	5.02%	6.94%	4.28%	4.09%	4.80%	4.90%	5.00%	5.00%
其他	19.70%	25.51%	25.69%	26.09%	23.82%	25.00%	26.00%	26.00%

数据来源：公司年报，日信研究

附表 3 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	28351	32543	37545	43757
减：营业成本	25578	29256	33723	39305
营业税金及附加	61	70	81	94
营业费用	1100	1263	1457	1698
管理费用	369	419	477	549
财务费用	-20	-23	-26	-31
资产减值损失	21	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	93	107	123	144
二、营业利润	1335	1666	1957	2286
加：营业外收入	23	26	30	35
减：营业外支出	9	10	12	14
三、利润总额	1349	1682	1975	2307
减：所得税费用	243	303	356	416
四、净利润	1106	1379	1619	1892
归属于母公司净利润	911	1136	1334	1558
少数股东损益	195	243	286	334
五、每股收益（元）	1.50	1.87	2.20	2.57
股本（百万股）	606	606	606	606

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。