

食品饮料

双汇发展 (000895)

产品结构改善，维持强烈推荐

文献

S1060209040123
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

- **未来五年将是双汇发展的高速扩张期。**重组完成后，原双汇集团的屠宰和肉制品加工业务归属上市公司。此外，双汇发展还经营与之密切相关的饲料加工、养殖等产业。双汇集团则经营物流、蛋白、生化等能够独立于主业、面向外部市场的其他产业。未来五年将是双汇发展的高速扩张期。公司计划在十二五期间投资约200亿，拟实现两个双百。一是争取在2014年实现税前利润100亿元，二是争取在十二五末拥有工厂100家。
- **产品结构在重组后将得到改善。**拟注入资产结构优于重组前的双汇发展。拟注入资产2009年的低温肉制品占肉制品比例为54%，高于原双汇发展的24%。我们判断，未来3-5年内，低温肉制品正处在快速发展期，而高温肉制品处于稳定发展期，未来产量复合增长率分别为23%和17%。受此影响，高毛利率的低温肉制品占比将进一步提升。鲜冻肉方面，公司计划在明年将鲜销比例从70%提高到90%，以降低经营风险，改善产品结构。
- **维持强烈推荐评级。**我们预计双汇发展10-12年EPS分别为2.34、3.00和4.10元，以1月14日收盘价85.77元计算，动态PE分别为37倍、29倍和21倍。关联交易问题解决后，公司业务更为明晰，考虑到股权激励对管理层的激励作用以及双汇发展已具有的品牌、规模和渠道优势，我们继续维持“强烈推荐”评级。

损益表 (百万元, 元/股)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	28,252	35,894	44,153	57,884
YoY	8.6%	27.0%	23.0%	31.1%
营业成本	23,383	29,590	35,769	46,790
毛利率	17.2%	17.6%	19.0%	19.2%
营业税金及附加	48	62	110	145
股权激励费用	0	0	199	199
销售费用	1,446	1,764	2,082	2,688
管理费用	604	737	869	1,122
财务费用	-5	-13	121	98
投资净收益	54	63	69	76
营业利润	2,782	3,731	4,985	6,831
加: 营业外收入	78	234	105	84
减: 营业外支出	10	60	27	22
利润总额	2,850	3,905	5,063	6,894
减: 所得税	528	768	1,039	1,403
净利润	2,322	3,136	4,024	5,490
减: 少数股东损益	243	330	424	581
归属母公司所有者净利	2,079	2,807	3,600	4,909
YoY	197.4%	35.0%	28.3%	36.4%
销售净利润率	8.2%	8.7%	9.1%	9.5%
EPS (当年股本)	1.73	2.34	3.00	4.10
EPS (最新股本摊薄)	1.73	2.34	3.00	4.10

重要指标速览	2009A	2010E	2011E	2012E
估值				
PE	49.0	36.3	28.3	20.7
PEG	1.1	0.9	0.7	0.7
PB	14.3	13.8	13.3	12.7
P/S	3.6	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	34.8	24.6	17.9	13.7
股息收益率	1.2%	1.6%	3.5%	4.7%
经营回报率				
ROE	43.7%	39.5%	49.7%	65.2%
ROA	27.3%	22.2%	24.4%	27.3%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	33.2%	43.1%	51.7%	54.5%
速动比率	1.2	0.9	0.9	0.9
运营效率				
存货周转率	13.7	12.9	13.4	13.4
流动资产周转率	6.1	5.0	4.6	4.4
固定资产周转率	9.2	6.5	6.8	8.8

现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	2,322	3,709	3,136	4,024
折旧摊销	175	716	714	731
营运资金投资	-1,422	-901	-361	-982
经营活动现金净流量	1,417	4,408	6,553	7,682
资本开支	-3,383	-663	-907	-880
投资活动现金净流量	-365	-663	-907	-880
债务融资	503	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-364	-1,619	-3,528	-4,811
融资活动现金净流量	-422	-1,740	-3,626	-4,887
当年现金净流量	631	2,005	2,020	1,914

资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,299	3,900	5,905	7,925
应收款项	117	173	198	269
预付款项	46	38	58	68
存货	2,449	2,156	3,176	3,782
其他流动资产	1,919	1,225	2,253	2,464
流动资产合计	6,831	7,491	11,591	14,508
长期股权投资	259	259	259	259
固定资产	4,524	6,544	6,477	6,669
无形资产	349	326	335	340
其他非流动资产	87	82	87	83
非流动资产合计	5,219	7,211	7,158	7,351
资产总计	12,050	14,703	18,749	21,860
短期借款	250	1,250	1,250	1,250
应付款项	1,395	1,173	1,776	2,090
预收款项	787	831	1,126	1,408
应付股利	27	1,646	3,555	4,838
其他流动负债	1,275	1,166	1,709	2,063
流动负债合计	3,735	6,067	9,417	11,650
长期借款	261	261	261	261
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
非流动负债合计	271	271	271	271
负债合计	4,006	6,338	9,689	11,921
归属母公司所有者权益	7,115	7,106	7,378	7,675
其中: 实收资本	1,199	1,199	1,199	1,199
少数股东权益	928	1,258	1,682	2,263
股东权益合计	8,044	8,364	9,060	9,938
负债及股东权益总计	12,050	14,703	18,749	21,860

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257