

肉制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 61.69元

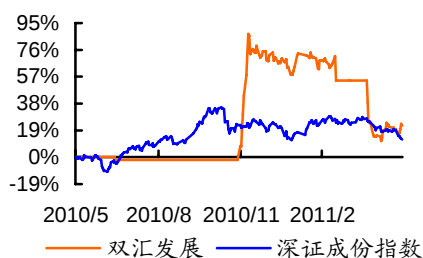
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11492.71
总股本(百万)	606
流通股本(百万)	606
流通市值(亿)	374
EPS (TTM)	1.87
每股净资产(元)	7.11
资产负债率	35.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	6.52	-27.42	24.80
深证成份指数	-7.01	-9.03	-8.34



相关报告

《双汇发展-一季度收入增速大幅降低, 销量逐步恢复》2011-4-29

《双汇发展-股价逼近要约收购价格, 估值偏离基本面》2011-4-21

《双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会》2011-4-19

双汇发展

000895

强烈推荐

发货量已恢复九成, 资产重估不改变重组结果

5月30日公司的资产评估报告已经到期, 公司需要对资产进行重新评估, 但评估的范围不会变化, 重组的结果也不会改变, 评估值的调整可能会使评估价和股份数发生变化。56元的要约收购价不会因此改变, 在弱势下股价具备支撑, 随着销量稳步恢复以及资产重估后重组的继续推进, 我们认为股价将逐步回升至合理价位, 维持强烈推荐。

■ 5月中旬以来公司恢复情况明显好转, 鲜冻肉和肉制品发货量都已经恢复到3.15事件前发货量的90%, 预计6月之后发货量可完全恢复。分地区恢复情况由高到低分别是东北、华南、华东和西南, 东北完全恢复, 西南较差只有50%。目前屠宰量大约每天2万头, 屠宰环节下游分为冷鲜肉和自用做肉制品, 以315之前的水平为基数, 目前鲜冻品发货量恢复了90%左右。5月份以来肉制品发货量一直稳定在4000吨-4500吨之间, 平均为4300吨, 去年同期为4400吨, 3.15之前为4400吨-4500吨, 无论同比还是相比315之前都恢复了90%以上。

■ 因为今年猪价偏高, 自己用来生产肉制品的鲜肉减少了, 很多使用去年的冻肉库存以及用鸡肉对猪肉进行替代以控制成本, 因此相比鲜冻肉和肉制品的恢复, 屠宰环节同比仅为50%。产品恢复快于屠宰一方面是因为今年很多肉制品用的是去年的冻肉库存, 冻肉的保质期在一年以上; 另一方面, 鸡肉对于猪肉的替代性较强, 当前生猪分割肉价格2.50万/吨, 鸡肉1.53万/吨。目前屠宰量2万头, 是去年同期50%左右, 屠宰量较低一方面是因为今年猪价高企, 生猪价格由去年同期的9元/公斤上涨到目前的16.8元/公斤, 另一方面原因是去年国家有储备肉制度, 而今年则没有, 即同比的口径不一样, 除去政府收储的部分, 同比恢复大约70%。

■ 经销商退货量已经恢复到315之前的水平, 公司目前正采取促销的方式消化旧库存回收资金和打击竞争对手。退货要到6月末才会结束, 退货对公司收入的影响并不大。3.15之前日退货量为40-50吨/天, 3月23日调整退货政策之后一度日退货量100-200吨/天左右, 5月10日之后为20-30吨/天, 基本恢复正常水平。从我们的终端调研情况来看, 终端情况确实在恢复, 已经能够看到3.15以后的产品上架。促销的手段有很多种, 依据出厂日期的不同配“X送一”, 日期元月份的促销是买2送1或3送1, 最近的是买4送1。

■ 商超的补库存逐渐上升, 现库存水平略低于正常水平, 是正常水平的90%以上。肉制品商超补库存存在5月9-10日已经在4000吨以上, 之前3500-3800吨不等。肉制品的终端走货量略低于公司发货量, 而所有渠道的库存情况也略低于正常水平。正常水平下一般40000吨左右的库存可以维持13万吨/月的销售, 而目前水平为39000吨左右。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	36749	55238	58203	67926
同比(%)	30%	50%	5%	17%
归属母公司净利润(百万元)	1089	3241	4372	5871
同比(%)	20%	198%	35%	34%
毛利率(%)	8.9%	15.4%	17.7%	19.4%
ROE(%)	31.8%	44.7%	37.6%	33.6%
每股收益(元)	0.91	2.70	3.65	4.90
P/E	67.90	22.82	16.92	12.60
P/B	21.61	10.19	6.36	4.23
EV/EBITDA	20	7	5	4

资料来源: 中投证券研究所

- 预计接下来猪价还会再创新高，可能影响产品的毛利率。猪肉价格公司预计可能到达 18-19 元，主要是因为年去猪价很低造成的供求矛盾，加上现在疫情不断，对母猪和商品猪出栏率都有影响，玉米等饲料价格也在上涨，玉米价格 1.1-1.2 元/斤，去年只有 0.8-0.9 元/斤；预计猪价到四季度和明年会回落，明年 3-4 季度可能是 14-15 元/斤。肉价高亦会影响消费者需求。现阶段来说，恢复是第一位的，肉制品提价不现实；鲜冻品可能会提价，但是相比生猪价格不太可能同比例。
- 资产评估已经到期，公司要重新进行资产评估，但评估的范围不会变化，重组结果也不会变，过程会延期，评估值会调整，因此评估价和股份数可能会发生变化。公司 4 月份已经收到证监会的重新评估反馈意见，公司近期正在根据证监会的要求进行反馈，具体完成时间尚不能确定。56 元的要约收购价不会因此改变，而公司也具备足够的现金流以防万一。
- 近期媒体报纸的报道都逐渐转向正面，央视出面对公司的食品安全控制提出肯定，可见公司在媒体公关方面能力增强。
- “瘦肉精”事件之后一个多月对于公司的影响确实很大，3、4 月份公司亏损，但情况在好转，销量稳步上升。后续资产重组的具体事项要根据资产重组的结果，目前也不能确定，我们认为公司有可能改变评估价和股份数量。由于发行数量和价格不确定，暂时假设发行股数不变，那么预计 2011-2013 年 EPS 分别为 2.70/3.65/4.90，对应 PE 为 23/17/13 倍。微调盈利预测主要是因为买赠促销幅度超出我们预期，但是从目前销量已经恢复 90%来看，预期 6 月之后能够完全恢复，这样明年公司就可以恢复正常增长情况，我们维持对公司的长期看法不变，维持强烈推荐评级。
- 投资风险：中报低于预期

图 1 分产品恢复情况

分类	去年 3 月	去年 4-5 月	315 之前	315-330	今年 4 月	5 月中旬
生猪日屠宰量（头）	40000	44000	30000	3300	15000	20000
冷鲜肉发货量（吨/日）		3600	1700		1500	1600
肉制品		4400 吨	4400-4500		3200	4000-4500， 平均 4300

资料来源：中投证券研究所，注：屠宰环节下游分为冷鲜肉和自用生产肉制品

图 2 分区域恢复情况

地区	川渝	华南	辽宁	京冀	华东	黑吉	上海
恢复率	55.4%	90%	100.89%	101.95%	103.23%	111.75%	80%

资料来源：中投证券研究所，注：基数是 3.15 之前

图 3 退货情况

地区	3.15 之前	3.15 后	5 月 10 日后
退货量	40—50 吨/月	100-200 多吨/月	20-30 多吨(大部分促销了)

资料来源：中投证券研究所

附录 中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告	
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/07
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/04
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/01
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/01/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20

白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4035	10050	14291	21025	营业收入	36749	55238	58203	67926
现金	2371	4729	8831	14770	营业成本	33482	46756	47876	54766
应收账款	133	190	200	234	营业税金及附加	72	110	116	136
其它应收款	56	168	177	206	营业费用	1219	2651	2794	3260
预付账款	50	75	77	88	管理费用	482	1248	1315	1535
存货	1349	4860	4977	5693	财务费用	-38	12	25	10
其他	77	28	29	34	资产减值损失	3	60	60	60
非流动资产	2674	5570	6532	7288	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	430	400	400	400	投资净收益	121	50	50	50
固定资产	2056	4364	5114	5798	营业利润	1651	4450	6066	8208
无形资产	73	99	95	91	营业外收入	49	230	230	230
其他	115	707	923	999	营业外支出	57	50	50	50
资产总计	6709	15620	20823	28313	利润总额	1642	4630	6246	8388
流动负债	2378	6744	6950	7730	所得税	315	926	1249	1678
短期借款	0	1178	1178	1178	净利润	1327	3704	4997	6710
应付账款	680	2688	2753	3149	少数股东损益	238	463	625	839
其他	1698	2877	3019	3403	归属母公司净利润	1089	3241	4372	5871
非流动负债	23	270	271	271	EBITDA	1818	4823	6664	8930
长期借款	11	261	261	261	EPS (元)	1.80	2.70	3.65	4.90
其他	12	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	2400	7014	7220	8001	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	886	1349	1974	2812	成长能力				
股本	606	1199	1199	1199	营业收入	29.6%	50.3%	5.4%	16.7%
资本公积	509	509	509	509	营业利润	23.6%	169.5%	36.3%	35.3%
留存收益	2307	5548	9920	15791	归属于母公司净利润	19.6%	197.5%	34.9%	34.3%
归属母公司股东权益	3423	7256	11629	17500	获利能力				
负债和股东权益	6709	15620	20823	28313	毛利率	8.9%	15.4%	17.7%	19.4%
现金流量表					净利率	3.0%	5.9%	7.5%	8.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	31.8%	44.7%	37.6%	33.6%
经营活动现金流	1465	3395	5609	7405	ROIC	83.4%	82.4%	95.9%	113.1%
净利润	1327	3704	4997	6710	偿债能力				
折旧摊销	205	361	572	712	资产负债率	35.8%	44.9%	34.7%	28.3%
财务费用	-38	12	25	10	净负债比率	0.45%	20.52%	19.93	17.99%
投资损失	-121	-50	-50	-50	流动比率	1.70	1.49	2.06	2.72
营运资金变动	40	-458	91	-27	速动比率	1.12	0.76	1.33	1.98
其它	52	-174	-26	49	营运能力				
投资活动现金流	-403	-2949	-1455	-1456	总资产周转率	5.90	4.95	3.19	2.76
资本支出	454	3022	1505	1506	应收账款周转率	326	327	277	291
长期投资	0	-30	0	0	应付账款周转率	49.35	27.76	17.60	18.56
其他	51	44	50	50	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-609	1912	-52	-10	每股收益(最新摊薄)	0.91	2.70	3.65	4.90
短期借款	0	1178	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	2.83	4.68	6.18
长期借款	-1	250	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.85	6.05	9.70	14.60
普通股增加	0	593	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	67.90	22.82	16.92	12.60
其他	-608	-110	-52	-10	P/B	21.61	10.19	6.36	4.23
现金净增加额	453	2358	4102	5939	EV/EBITDA	20	7	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434