

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: 100.00 元

当前股价: 72.50 元

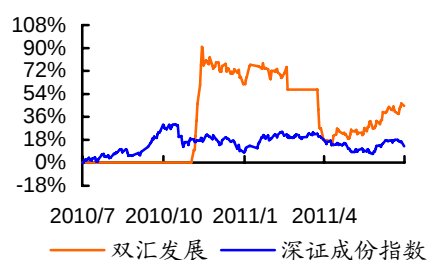
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11966.24
总股本(百万)	606
流通股本(百万)	606
流通市值(亿)	434
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	9.73	23.23	-10.19
深证成份指数	-0.25	-4.33	4.54



相关报告

《双汇发展-利空出尽走出阴霾, 重上高速发展轨道》2011-6-23

《双汇发展-发货量已恢复九成, 资产重估不改重组结果》2011-5-31

《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

000895

强烈推荐

恢复符合预期, 价值回归继续推进

近期根据我们在终端的观察, 瘦肉精事件对公司的负面影响已经褪去, 之前打折促销商品都恢复到原价, 7 月暑假旺季产品销量稳步增长, 公司股价也已经涨回到 70 元以上, 资产重估有序进行。不论销量恢复、重组影响以及股价都印证了我们在复牌时提示买入以及之后发布的一系列强烈推荐报告中的观点。在此我们对最近情况进行梳理:

投资要点:

- **肉制品销量恢复符合预期, 7 月暑假旺季销量稳步增长。**根据我们在部分终端的调研, 卖场对高温肉制品上架频率基本恢复到 315 之前的水平, 部分产品例如王中王更换了包装; 低温肉制品较高温肉制品恢复稍差一些, 货架面积较 315 之前有所减小。我们认为主要原因是低温肉制品竞品更多, 如雨润、万威客等, 可能有一部分替代。今年上半年肉制品利润水平较低除了是受计提影响以外, 主要是买赠促销规模较大。从终端看目前促销活动已经停止, 随着产品结构调整, 下半年利润率有望回升。
- **猪肉价格大幅上涨对屠宰及鲜冻肉盈利造成较大压力, 猪肉价格居高不下的主要原因是仔猪腹泻严重, 预计春节后猪肉价格才会大幅下降。**近期我们咨询了养猪行业专家以及动物疫病预防控制专家, 发现猪肉价格居高不下的主要原因是仔猪发生不明原因的腹泻, 导致大批仔猪死亡, 这种病从 2、3 月持续至今, 传染率高, 虽然单头仔猪利润率高, 但是由于存活率低, 疫情导致农户补栏积极性仍然不高, 从而引发了目前生猪价格居高不下。现在一头仔猪的价格为 700 元左右, 涨幅超过 130%, 但母猪怀孕期 3 个月吃的玉米饲料就全部损失了, 此外玉米上涨 15%、人工上涨 25%、防疫上涨 20%, 这些成本也高, 对散养户来说, 今年价格上涨补不上去年的亏空, 这几天价格下降是政策打压的结果, 短时间内不会回落。但是由于得疫情的是仔猪, 因此一旦疫情得到控制, 3 个月即可显著提高出栏量。考虑一般春季是消费旺季, 因此我们认为可能要等到明年春节后猪肉价格才会大幅下降。
- **瘦肉精负面影响基本已经在上半年全部计提。**集团近日对济源双汇所有因“3·15 事件”涉及的厂内封存、市场陆续退回的鲜冻肉、肉制品全部进行无害化深埋处理。以上需要处理的产品共计 3768 吨, 处理损失约 6200 万元, 参考济源双汇 2010 年前十个月收入 12.24 亿, 利润总额 0.72 亿, 净利润 0.57 亿, 上半年济源双汇可能亏损。对于退货, 按照会计处理准则, 如果是未确认收入的已售出商品发生销售退回, 应按已记入“发出产品”科目的商品成本金额, 借记“库存商品”科目, 贷记“发出商品”科目; 如果已确认收入的售出商品发生退回, 企业应在发生时冲减当期销售商品收入, 同时冲减当期销售商品成本。因为公司已将该损失在 2011 年上半年财务报表中进行了预提, 因此不改变盈利预测。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	36749	42376	54528	68670
同比(%)	30%	15%	29%	26%
归属母公司净利润(百万元)	1089	2018	3909	5108
同比(%)	20%	85%	94%	31%
毛利率(%)	8.9%	13.7%	17.3%	17.7%
ROE(%)	31.8%	35.6%	40.8%	34.8%
每股收益(元)	0.96	1.77	3.43	4.48
P/E	75.86	40.95	21.14	16.18
P/B	24.14	14.57	8.62	5.63
EV/EBITDA	23	14	7	5

资料来源: 中投证券研究所

- **2011 年半年度业绩预告净利润同比下降 80%-90%，预计上半年收入下降 20%，全年增长 15%左右。**公司在计提完瘦肉精事件影响后，盈利能力将逐步回升，按照目前的恢复情况，上市公司每月能够实现 1 亿多净利润，加上上半年 1 亿多，全年预计能够实现 8 亿多净利润，按照之前披露的上市公司和拟注入资产盈利的比例，备考能够实现 23 亿净利润。参考拟注入资产盈利预测，如果明年恢复原来的增速，预计备考能够实现 45 亿的净利润。
- 2 月 16 日我们曾经发表过一篇双汇发展的深度报告《以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿》，通过研究美国猪肉行业发展历史来探讨双汇的长期投资价值。315 瘦肉精事件发生之后，公司于 4 月 19 日复牌，复牌前我们就发布报告《瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会-2011/4/19》，以及在第二个跌停板当晚发布报告《股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面-2011/4/21》强烈建议买入，给予 3 个月目标价 75 元，6 个月目标价 90 元。后来我们又出了一系列跟踪报告《一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复-2011/4/28》、《发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果-2011/5/30》、《利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道-2011/6/22》。从目前的销售恢复情况以及股价来看，都印证了我们之前的观点。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.77/3.43/4.48，我们认为重组最迟在明年一季度结束，同时猪肉价格应该已经开始下降，双重利好刺激股价，按照 2012 年 30 倍估值，6 个月目标价 100 元，维持强烈推荐评级。
- 股价催化剂：资产重估结束推进重组，猪肉价格下降
- 投资风险：下半年猪肉价格继续大幅上涨，年报低于预期

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/07/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/07/22
酒鬼酒 000799-公司点评：营销中心拟前移至长沙，加快决策速度-强烈推荐	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/07/07
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
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	2011/22
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	2011/4/7
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	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
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——季克良接受采访报道点评	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	2011/3/4

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	2011/1/19
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	2010/12/3
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	7762	11740	17985	营业收入	36749	42376	54528	68670
现金	2371	3607	6598	11538	营业成本	33482	36566	45118	56539
应收账款	133	146	188	236	营业税金及附加	72	85	109	137
其它应收款	56	129	166	209	营业费用	1219	2034	2617	3296
预付账款	50	59	72	90	管理费用	482	958	1232	1552
存货	1349	3801	4690	5877	财务费用	-38	20	37	19
其他	77	21	27	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	2702	5404	7117
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	13332	18272	25274	利润总额	1642	2882	5584	7297
流动负债	2378	6216	6689	7853	所得税	315	576	1117	1459
短期借款	0	1594	1178	1178	净利润	1327	2306	4468	5838
应付账款	680	2103	2594	3251	少数股东损益	238	288	558	730
其他	1698	2520	2916	3423	归属母公司净利润	1089	2018	3909	5108
非流动负债	23	270	271	271	EBITDA	1818	3084	6013	7848
长期借款	11	261	261	261	EPS (元)	1.80	1.77	3.43	4.48
其他	12	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	2400	6487	6960	8123	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	886	1174	1733	2462	成长能力				
股本	606	1140	1140	1140	营业收入	29.6%	15.3%	28.7%	25.9%
资本公积	509	509	509	509	营业利润	23.6%	63.7%	100.0	31.7%
留存收益	2307	4022	7931	13039	归属于母公司净利润	19.6%	85.2%	93.7%	30.7%
归属母公司股东权益	3423	5671	9580	14688	获利能力				
负债和股东权益	6709	13332	18272	25274	毛利率	8.9%	13.7%	17.3%	17.7%
现金流量表					净利率	3.0%	4.8%	7.2%	7.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	31.8%	35.6%	40.8%	34.8%
经营活动现金流	1465	2227	4925	6415	ROIC	83.4%	53.0%	86.6%	97.0%
净利润	1327	2306	4468	5838	偿债能力				
折旧摊销	205	361	572	712	资产负债率	35.8%	48.7%	38.1%	32.1%
财务费用	-38	20	37	19	净负债比率	0.45%	28.60%	20.68	17.72%
投资损失	-121	-50	-50	-50	流动比率	1.70	1.25	1.76	2.29
营运资金变动	40	-220	-86	-159	速动比率	1.12	0.63	1.05	1.53
其它	52	-190	-14	55	营运能力				
投资活动现金流	-403	-2949	-1455	-1456	总资产周转率	5.90	4.23	3.45	3.15
资本支出	454	3022	1505	1506	应收账款周转率	326	292	304	301
长期投资	0	-30	0	0	应付账款周转率	49.35	26.28	19.21	19.35
其他	51	44	50	50	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-609	1957	-479	-18	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.77	3.43	4.48
短期借款	0	1594	-416	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.95	4.32	5.63
长期借款	-1	250	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.00	4.98	8.41	12.89
普通股增加	0	534	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	75.86	40.95	21.14	16.18
其他	-608	-421	-63	-18	P/B	24.14	14.57	8.62	5.63
现金净增加额	453	1236	2991	4941	EV/EBITDA	23	14	7	5

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