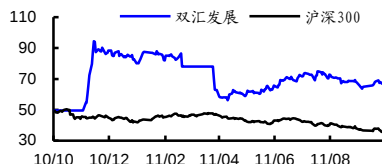


证券研究报告—动态报告
食品饮料
食品
双汇发展(000895)
推荐
2011 年 3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本(百万股)	606.0/605.9
总市值(百万元)	40,298.7/40,292.1
沪深 300/深圳成指	2,317.28/9,697.21
12 个月最高/最低(元)	94.49/49.48

相关研究报告:

《双汇发展-000895-最差时点已过,三季度明显好转》——2011-8-19

《双汇发展-000895-业绩与重组稳步推进,短期猪价压力较大》——2011-6-23

《双汇发展-000895-股价见底,做时间的朋友》——2011-4-29

《双汇发展-000895-评估价格小幅下调,激励费用尚待澄清》——2010-12-10

证券分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120030

季报点评

业绩逐季恢复 重组或延至明年

●单季度利润已恢复到 2 亿元以上

公司 1-9 月实现收入 262 亿,持平;净利润 2.8 亿,下降 66%(均按照调整后口径,下同),基本符合之前公司给出的预期。其中单季度收入和净利润分别增长 11%和-35%,单季度利润也恢复到 2 亿元以上,公司的销售基本恢复,利润也开始接近正常水平。

●公司已从收入恢复进入到盈利恢复阶段

公司从 8 月份以来,屠宰量和肉制品销量都已超过去年同期水平,第一阶段销量恢复基本实现。公司目前正在积极通过提升产品档次和直接提价相结合,来改善盈利能力。9 月底受益于双节消费高峰,屠宰和肉制品单位利润分别达到 40 元/头和 900 元/吨。预计到 12 年上半年,吨净利润将会恢复到正常水平。

●产能释放正在逐渐加速 生猪价格春节后或回落

公司在济源双汇复产,郑州和南昌双汇投产之后,下一步南宁、潍坊、上海、金华甚至沈阳的新建或扩建产能投产也进入日程,明年公司将进入一个产能释放的高峰。同时随着生猪存栏量的稳步回升,明年春节之后生猪价格见顶回落是大概率事件。

●整体上市进行中 进程可能会延至明年

受制于要约收购审批的影响,公司整体上市进程目前进展相对滞后,但整体上市的大方向不会改变,主要价格条款不会有明显调整,预计明年上半年完成。

●风险提示

整体上市进程受行政审批影响,不确定性较大。

●暂时维持盈利预测,继续“推荐”

我们暂时维持 11-13 年 EPS1.49、3.08 和 5.28 元的预测(整体上市和完全摊薄后口径),目前股价对应 PE 分别为 45、22 和 13 倍,虽然估值相对不低,但是考虑明年 EPS 有较大向上修正空间,继续维持“推荐”。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	28,351.35	36,749.34	26,381	32,310	38,892
(+/-%)	9.00%	29.62%	1.4%	22.5%	20.4%
净利润(百万元)	910.66	1,089.28	884	1109	1427
(+/-%)	30.30%	19.61%	26.5%	25.4%	28.7%
每股收益(元)	1.50	1.80	1.46	1.83	2.36
EBIT Margin	4.76%	4.47%	5.15%	5.35%	5.77%
净资产收益率 (ROE)	30.97%	29.66%	34.41%	39.73%	46.40%
市盈率 (PE)	44.25	37.00	24.7	19.7	15.3
EV/EBITDA	26.45	21.83	8.5	7.8	7.1
市净率 (PB)	13.71	10.97	15.2	12.2	9.7

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1282	1410	1551	1706	营业收入	26010	26381	32310	38892
应收款项	151	159	195	234	营业成本	23625	23209	28426	34228
存货净额	968	1265	1549	1866	营业税金及附加	55	71	87	105
其他流动资产	14	26	32	39	销售费用	989	1345	1573	1808
流动资产合计	2414	2860	3327	3845	管理费用	340	398	497	508
固定资产	1601	1790	1962	2160	财务费用	(14)	(3)	9	9
无形资产及其他	68	65	63	61	投资收益	58	60	60	60
投资性房地产	38	38	38	38	资产减值及公允价值变动	(36)	0	0	0
长期股权投资	335	345	355	365	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	4456	5098	5745	6468	营业利润	1036	1420	1778	2294
短期借款及交易性金融负债	0	440	497	520	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	464	443	542	653	利润总额	1041	1426	1783	2299
其他流动负债	949	949	1160	1390	所得税费用	223	321	398	515
流动负债合计	1413	1831	2199	2563	少数股东损益	119	221	277	357
长期借款及应付债券	11	11	11	11	归属于母公司净利润	699	884	1109	1427
其他长期负债	4	6	8	10					
长期负债合计	16	18	20	22					
负债合计	1429	1849	2219	2585					
少数股东权益	636	680	736	808					
股东权益	2392	2569	2790	3076					
负债和股东权益总计	4456	5098	5745	6468					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	699	884	1109	1427
资产减值准备	39	(36)	0	0
折旧摊销	186	200	238	285
公允价值变动损失	36	0	0	0
财务费用	(14)	(3)	9	9
营运资本变动	236	(373)	(14)	(20)
其它	(15)	81	56	72
经营活动现金流	1181	756	1389	1765
资本开支	(269)	(350)	(409)	(481)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(276)	(360)	(419)	(491)
权益性融资	18	0	0	0
负债净变化	(1)	0	0	0
支付股利、利息	(558)	(707)	(887)	(1142)
其它融资现金流	578	440	57	23
融资活动现金流	(521)	(268)	(829)	(1119)
现金净变动	383	128	141	155
货币资金的期初余额	898	1282	1410	1551
货币资金的期末余额	1282	1410	1551	1706
企业自由现金流	1151	529	1158	1525
权益自由现金流	1728	971	1208	1541

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	1.15	1.46	1.83	2.36
每股红利	0.92	1.17	1.46	1.88
每股净资产	3.95	4.24	4.60	5.08
ROS	3%	3%	3%	4%
ROE	29%	34%	40%	46%
毛利率	9%	12%	12%	12%
EBIT Margin	4%	5%	5%	6%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	7%
收入增长	19%	1%	22%	20%
净利润增长率	24%	26%	25%	29%
资产负债率	46%	50%	51%	52%
息率	2.6%	3.2%	4.1%	5.2%
P/E	31.3	24.7	19.7	15.3
P/B	9.1	8.5	7.8	7.1
EV/EBITDA	19.6	15.2	12.2	9.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432			区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn