

行业面和公司面积积极改善

双汇发展(000895)公司快报

报告关键点:

- 生猪价格在2012年下行是大概率事件
- 下游业务毛利率将会明显回升
- 资产重组渐行渐进,看好整合效应催化业绩提升

报告摘要:

- **生猪价格继续下行是大概率事件。**2011年初生猪采购价格仅13.5元/公斤,7月触及年内高点20.3元/公斤,8、9月生猪价格进入下行周期,11月中旬收购价格下降至17.1元/公斤。11年生猪价格平均同比上涨超过50%。短期受消费旺季需求扩张的影响,猪价有所支撑,但我们认为明年猪价下行的空间仍然存在。按照目前价格水平散养户的盈利仍有450元/头以上,而年初则仅为250元/头。散养盈利丰厚驱动补栏量上升逻辑不会改变,只是这一轮补栏量增速不及上一轮快。安信宏观判断猪价可能在12年中期见底。
- **明年上游屠宰盈利稳定,下游加工盈利恢复。**我们观测到行业的一般规律是:在猪价开始回落的初期,上游屠宰的盈利提升最快,当猪价出现明显回落的时候屠宰盈利会平衡在一个较好的水平,而下游加工业务毛利率开始回升。我们判断公司明年屠宰盈利会趋于稳定(头猪盈利40-50元),而加工业务盈利会显著回升。公司今年在猪价见顶后也对产品有结构性调整和直接提价,吨价同比提升约15%,提价效应随猪价下降充分释放。我们预计公司2012年屠宰量会比2011年(2011年屠宰量同比下降)有较大规模扩张,恢复对2010年的增长趋势。
- **资产重组渐进,整合效应持续催化业绩增长。**我们认为资产注入在2012年完成是大概率事件,公司在积极准备材料,推进重组完成。我们认为重组会给公司带来实质性变化,驱动业绩的持续增长:1)从各自相对独立的利益诉求向整体利益诉求的转变,同时,管理层和其他股东利益链条理顺也导致经营理念从股东整体利益出发。2)业务流程会重新梳理,业务结构调整会带来产品结构的优化,盈利能力将得到提升,流程再造还会带来管理水平提升,期间费用水平下降。3)公司屠宰产能约1600万头/年(按照1.5班生产折算约2400万头/年),公司规划到2015年屠宰生猪3000万头,今年有郑州、南昌新产能达产,未来产能会持续扩张。
- **盈利预测和估值。**我们假设公司在2012年完成资产注入,按照注入后资产,预计公司2012年净利润39.9亿元,全面摊薄EPS 3.41元,对应2012年动态PE仅20.2倍,估值具有吸引力,给予公司“买入-A”的投资评级。
- **风险提示:**1)生猪价格2012年维持高位,成本压力上升的风险;2)资产注入不达预期的风险;3)屠宰量低于预期的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	28,351.3	36,749.3	37,935.5	57,124.4	69,620.4
Growth(%)	9.0%	29.6%	3.2%	50.6%	21.9%
净利润	910.7	1,089.3	779.5	3,990.6	5,084.0
Growth(%)	30.3%	19.6%	-28.4%	411.9%	27.4%
毛利率(%)	9.8%	8.9%	8.2%	13.5%	13.5%
净利润率(%)	3.2%	3.0%	2.1%	7.0%	7.3%
每股收益(元)	(¥1.50)	(¥1.80)	(¥1.29)	(¥3.41)	(¥4.35)
每股净资产(元)	(¥4.85)	(¥5.65)	(¥6.23)	(¥5.41)	(¥7.43)
市盈率	45.8	38.3	53.6	20.2	15.8
市净率	14.2	12.2	11.1	12.7	9.3
净资产收益率(%)	29.7%	30.8%	19.1%	55.1%	52.5%
ROIC(%)	62.2%	72.1%	48.4%	64.7%	64.1%
EV/EBITDA	20.8	28.2	33.0	15.0	11.7

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

95.48 元

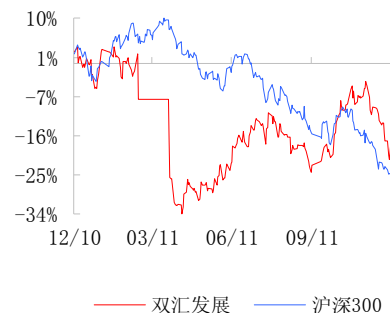
期限: 6个月 上次预测: 78.00 元

现价(2011年12月30日): 69.95 元

报告日期: 2011-12-30

总市值(百万元)	41,746.99
流通市值(百万元)	41,740.24
总股本(百万股)	605.99
流通股本(百万股)	605.99
12个月最低/最高	55.60/88.69 元
十大流通股东(%)	61.18%
股东户数	10,741

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.02)	16.44	6.39
绝对收益	(13.35)	5.98	(18.18)

徐昊
010-66581748
执业证书编号

行业分析师
xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005

李铁
010-66581633
执业证书编号

行业分析师
litie2@essence.com.cn
S1450511020014

前期研究成果

双汇发展: 三季度收入恢复增长, 成本未见显著下降

2011-10-24

双汇发展: 三季度恢复中, 四季度有望现拐点

2011-08-20

双汇发展: 注入资产对价成焦点

2010-08-30

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2011-12-29		
利润表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入		28,351.3	36,749.3	37,935.5	57,124.4	69,620.4	成长性					
减: 营业成本		25,578.0	33,481.6	34,843.3	49,396.4	60,201.9	营业收入增长率	9.0%	29.6%	3.2%	50.6%	21.9%
营业税费		60.7	71.9	94.8	125.6	154.4	营业利润增长率	28.9%	23.6%	-31.5%	367.2%	27.5%
销售费用		1,099.9	1,218.7	1,282.2	1,588.1	1,705.7	净利润增长率	30.3%	19.6%	-28.4%	411.9%	27.4%
管理费用		368.7	482.3	550.1	816.9	939.9	EBITDA 增长率	23.4%	21.7%	-26.1%	308.7%	25.8%
财务费用		-19.7	-37.6	-2.6	-41.9	-85.2	EBIT 增长率	28.8%	22.6%	-30.1%	364.6%	26.9%
资产减值损失		21.2	2.8	86.7	5.5	7.9	NOPLAT 增长率	35.2%	18.8%	-29.0%	346.1%	26.8%
加: 公允价值变动收益		-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.4%	5.6%	233.9%	28.0%	7.3%
投资和汇兑收益		92.8	121.1	50.0	50.0	40.0	净资产增长率	22.8%	15.9%	11.3%	55.8%	33.7%
营业利润		1,335.3	1,650.7	1,130.9	5,283.9	6,735.8	利润率					
加: 营业外净收支		13.5	-8.6	44.8	59.0	71.0	毛利率	9.8%	8.9%	8.2%	13.5%	13.5%
利润总额		1,348.8	1,642.1	1,175.7	5,342.9	6,806.8	营业利润率	4.7%	4.5%	3.0%	9.2%	9.7%
减: 所得税		243.1	314.9	258.7	1,228.9	1,565.6	净利润率	3.2%	3.0%	2.1%	7.0%	7.3%
净利润		910.7	1,089.3	779.5	3,990.6	5,084.0	EBITDA/营业收入	5.3%	4.9%	3.5%	9.6%	9.9%
资产负债表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	4.6%	4.4%	3.0%	9.2%	9.6%
货币资金		1,912.2	2,370.6	3,034.8	4,570.0	6,938.2	运营效率					
交易性金融资产		-	-	-	-	-	固定资产周转天数	21	19	26	22	17
应收帐款		103.7	189.0	150.1	242.9	309.8	流动营业资本周转天数	-5	-6	9	21	24
应收票据		13.5	53.2	58.9	66.2	96.5	流动资产周转天数	37	37	42	38	45
预付帐款		11.3	49.5	58.7	80.2	117.1	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货		1,391.2	1,349.0	1,575.6	2,303.7	2,651.9	存货周转天数	15	14	14	12	13
其他流动资产		-	23.7	22.8	36.0	47.5	总资产周转天数	65	61	72	62	65
可供出售金融资产		-	-	-	-	-	投资资本周转天数	22	18	39	45	43
持有至到期投资		-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资		379.9	430.0	19.9	20.0	20.0	ROE	29.7%	30.8%	19.1%	55.1%	52.5%
投资性房地产		-	-	-	-	-	ROA	19.2%	19.8%	10.7%	36.5%	37.8%
固定资产		1,739.6	2,056.1	3,439.0	3,415.2	3,309.4	ROIC	62.2%	72.1%	48.4%	64.7%	64.1%
在建工程		88.7	28.6	117.0	271.6	140.4	费用率					
无形资产		64.2	72.9	68.1	250.2	233.6	销售费用率	3.9%	3.3%	3.4%	2.8%	2.5%
其他非流动资产		48.9	86.3	8.5	8.5	8.5	管理费用率	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%
资产总额		5,753.2	6,708.8	8,553.3	11,264.4	13,872.9	财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
短期债务		-	-	1,480.7	569.7	10.0	三费/营业收入	5.1%	4.5%	4.8%	4.1%	3.7%
应付帐款		880.6	962.7	1,031.4	1,527.7	1,791.7	偿债能力					
应付票据		-	-	-	-	-	资产负债率	35.4%	35.8%	43.9%	33.7%	28.0%
其他流动负债		1,136.5	1,280.9	1,065.7	1,376.3	1,645.7	负债权益比	54.8%	55.7%	78.3%	50.8%	38.9%
长期借款		11.1	10.5	10.5	10.5	10.5	流动比率	(¥1.70)	(¥1.70)	(¥1.31)	(¥1.94)	(¥2.64)
其他非流动负债		6.2	12.0	10.1	23.1	31.4	速动比率	(¥1.00)	(¥1.12)	(¥0.88)	(¥1.32)	(¥1.95)
负债总额		2,036.2	2,400.1	3,756.9	3,793.1	3,885.2	利息保障倍数	(¥(66.64)	(¥(42.89)	(¥(426.86)	(¥(125.07)	(¥(78.08)
少数股东权益		776.8	886.1	1,023.6	1,147.0	1,304.3	分红指标					
股本		606.0	606.0	606.0	1,169.3	1,169.3	DPS(元)	(¥0.60)	(¥1.00)	(¥0.71)	(¥1.71)	(¥2.33)
留存收益		2,332.5	2,815.8	3,166.8	5,154.9	7,514.1	分红比率	39.9%	55.6%	55.0%	50.2%	53.6%
股东权益		3,717.0	4,308.7	4,796.4	7,471.3	9,987.8	股息收益率	0.9%	1.5%	1.0%	2.5%	3.4%
现金流量表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润		1,105.8	1,327.3	779.5	3,990.6	5,084.0	EPS(元)	(¥1.50)	(¥1.80)	(¥1.29)	(¥3.41)	(¥4.35)
加: 折旧和摊销		174.9	204.7	212.3	237.2	243.0	BVPS(元)	(¥4.85)	(¥5.65)	(¥6.23)	(¥5.41)	(¥7.43)
资产减值准备		21.2	2.8	86.7	5.5	7.9	PE(X)	45.8	38.3	53.6	20.2	15.8
公允价值变动损失		-	-	-	-	-	PB(X)	14.2	12.2	11.1	12.7	9.3
财务费用		7.4	-	-2.6	-41.9	-85.2	P/FCF	48.1	42.2	-19.5	61.2	20.5
投资收益		-92.8	-121.1	-50.0	-50.0	-40.0	P/S	1.5	1.1	1.1	1.4	1.2
少数股东损益		195.1	238.0	137.6	123.4	157.2	EV/EBITDA	20.8	28.2	33.0	15.0	11.7
营运资金的变动		200.3	150.3	-295.2	77.2	154.2	CAGR(%)	55.0%	58.1%	91.2%	24.9%	22.4%
经营活动产生现金流量		1,417.5	1,465.3	868.3	4,342.0	5,521.1	PEG	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7
投资活动产生现金流量		-365.0	-402.9	-1,307.9	-501.0	37.9	ROIC/WACC	6.4	7.4	4.9	6.6	6.6
融资活动产生现金流量		-421.8	-609.1	1,074.5	-2,308.1	-3,199.3	REP	2.7	3.7	1.4	1.5	1.4

分析师简介

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

徐昊、李铁分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034