

强烈推荐-A (维持)

双汇发展 000895.SZ

目标估值: 71.25 元

当前股价: 56.79 元

2012 年 9 月 28 日

基础数据

上证综指	2004
总股本(万股)	110029
已上市流通股(万股)	60590
总市值(亿元)	625
流通市值(亿元)	344
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	23.8
资产负债率	32.6%
主要股东	河南省双汇集团
主要股东持股比例	16.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-19	-15
相对表现	-7	-5	1



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《双汇发展(000895)-换团队欲重整旗鼓 下半年须快马加鞭》2012/8/28
- 2、《双汇发展(000895)-巨人再起——双汇现状深度解析》2012/7/10
- 3、《双汇发展(000895)-关联交易将成历史, 股东价值得以提升》2012/4/6

朱卫华 S1090511030001

董广阳 021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

龙隽 0755-82943506
longjun@cmschina.com.cn
S1090511110002

王晗 (研究助理)
010-57601855
wanghan@cmschina.com.cn

巨人前行——双汇现状再度解析

继我们上篇报告对双汇逐月变好的趋势进行深入分析之后, 公司 3 季度情况印证了我们的判断, 未来几年公司将以大力发展屠宰业为努力重点, 同时我们认为此次领导换届无须担心。全年业绩可以保证, 维持盈利预测和目标价, “强烈推荐-A”。

- 三季度总体情况很好, 利润环比增长 50% 以上。今年前三季度经营情况逐月变好, 这与我们在《双汇发展(000895)-巨人再起——双汇现状深度解析》中的判断完全一致, 我们预计 3 季度环比增长达 50% 以上, 肉制品和屠宰量和利润均可创新高, 原因在于猪肉成本下降、进入旺季及新品继续爆发, 4 季度继续调结构上规模, 预计可比 3 季度再增 10% 左右, 实现承诺完全兑现。
- 屠宰业务未来投入力度更大。双汇屠宰业务相比肉制品业务空间更大, 未来公司在屠宰业务方面投入的力度会更大, 发展屠宰业双汇具有品牌、渠道、技术、资金、规模、管理以及冷鲜肉先发优势等几大优势。公司还创新提出小屠宰场渠道收编计划, 目前试点非常顺利, 在监管越来越严格的背景下, 小屠宰场步履维艰, 而双汇的收编则多方共赢, 顺势而为实现跨越式发展。
- 肉制品特渠开发高档率提升, 区域新品是重点, 猪价不会大幅上涨。公司上半年提出部队、方便面、火车站、服务区等 12 个特殊渠道的开发, 同时提高高档率并推新产品, 带动肉制品业务保质保量发展。今年 9 月份推出新款王中王, 而未来推出区域新品应对地方小品牌竞争为战略重点。尽管今年国内外气候对粮食产量有一定影响, 但生猪存栏量稳定, 猪价不会大幅上涨。
- 管理层调整无须担心, 注入之后高管持股更有动力。双汇集团在资产注入后, 管理层必然进行一定调整, 而万隆是双汇的领袖、绝对的权威, 其他人可上可下, 上下不代表得势失势, 是为了在各个岗位上都磨砺一番。去年瘦肉精事件也说明双汇的不足, 管理层进行一些调整在所难免。张太喜总裁在双汇有 17 年经营管理经验, 瘦肉精事件后肉制品的恢复与张总密不可分。此次资产注入一方面壮大了上市公司, 同时高管全部持股, 对做好业绩更有动力。
- 盈利预测与投资评级: 我们再次重申双汇是一家非常优秀的企业, 今年肉瘦肉精风波过去、资产注入完成、经营逐季变好。维持未来三年盈利预测 2.85、3.80、4.75 元, 按今年 EPS 给予 25 倍 PE, 目标价 71.25 元, 维持“强烈推荐-A”。风险提示: 食品安全风险, 经济持续低迷带来消费持续萎缩。

财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	35127	35230	44442	53667	64412
同比增长	24%	0%	26%	21%	20%
营业利润(百万元)	3946	1654	3986	5369	6766
同比增长	196%	-58%	141%	35%	26%
净利润(百万元)	2946	1348	3122	4155	5199
同比增长	223%	-54%	132%	33%	25%
每股收益(元)	2.69	1.23	2.85	3.80	4.75
PE	21.1	46.1	19.9	15.0	12.0
PB	6.8	5.4	5.4	4.4	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、三季度经营情况：利润大幅增长	3
二、未来经营策略：屠宰业成为新的增长点	4
1、屠宰业务	4
2、肉制品业务	5
3、食品安全	7
三、关于集团重组、领导换届：无须担心	7

图表目录

图 1：五三二九策略示意图	4
图 2：双汇、雨润、金锣肉制品及副产品加工业所占份额	5
图 3：双汇、雨润、金锣屠宰业所占份额	5
图 4：全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至 2012.9.1）	6
图 5：全国生猪屠宰毛利（截至 2012.9.1）	6
图 6：全国生猪存栏量及变化（截至 2012.7.1）	6
图 7：全国能繁母猪存栏量及变化情况（截至 2012.7.1）	6
图 8：双汇发展历史 PE Band	10
图 9：双汇发展历史 PB Band	10
表 1：双汇各季度和全年利润和 EPS 测算	3
表 2：双汇两大业务重点数据跟踪表	3
表 3：集团注入调整之后双汇高管列表	8
表 4：销售收入结构预测	9
表 5：盈利预测简表	10
附：财务预测表	12

一、三季度经营情况：利润大幅增长

三季度总体情况非常好，利润环比增长 50%以上。今年前三季度经营情况逐季变好，上半年调整结构效果体现，这与我们在《双汇发展（000895）- 巨人再起——双汇现状深度解析》中的判断完全一致。具体来看，今年 2 季度比 1 季度增长 6.6%，我们预计 3 季度比 2 季度增长 50%以上、4 季度可以比 3 季度再增长 8%以上，前三季度来看预计 3 季度实现占前三季度的 45%（注入之后集团口径）。下半年会继续调整结构上规模，实现上市公司承诺的完全兑现。

表 1：双汇各季度和全年利润和 EPS 推算

	2012Q1	2012Q2	2012Q3E	2012Q4E	2012E
净利润（亿元）	1.89	2.16	3.24	3.50	10.79
EPS（元）	0.31	0.36	0.53	0.58	1.78
单季度同比增长	-28.8%	扭亏	60.2%	22.1%	-
单季度环比增长	-	14.3%	50.0%	8.0%	-
报告期同比累计增长	-28.8%	432.8%	161.9%	91.0%	-

资料来源：公司报表、招商证券。注：由于中报未披露集团注入之后数据，故拿原上市公司数据测算。

肉制品业务和屠宰业务量和利润均创新高，完成全年任务无虞。肉制品方面，7、8、9 三个月是传统的肉制品旺季，3 季度上规模非常迅速，9 月份恢复到历史最好水平，肉制品规模和盈利水平创造了历史新高，肉制品 9 月份每天 5000 吨，4 季度争取突破 6000 吨。屠宰方面，3 季度屠宰业没有肉制品业发展的快，但也非常不错，今年调整结构上规模，由过去的速度效益型向安全规模型转变，7、8、9 月份屠宰业屠宰量每月递增，目前 9 月份 1 天的屠宰量能达到 4 万头，4 季度争取破 5 万头，同时 9 月份头均利润创新高，我们预计尽管今年提出的 1550 万头目标可能较难达到，但是备考业绩的 1435 万头目标可以达到，屠宰业的利润完全可以保证。

表 2：双汇两大业务重点数据跟踪表

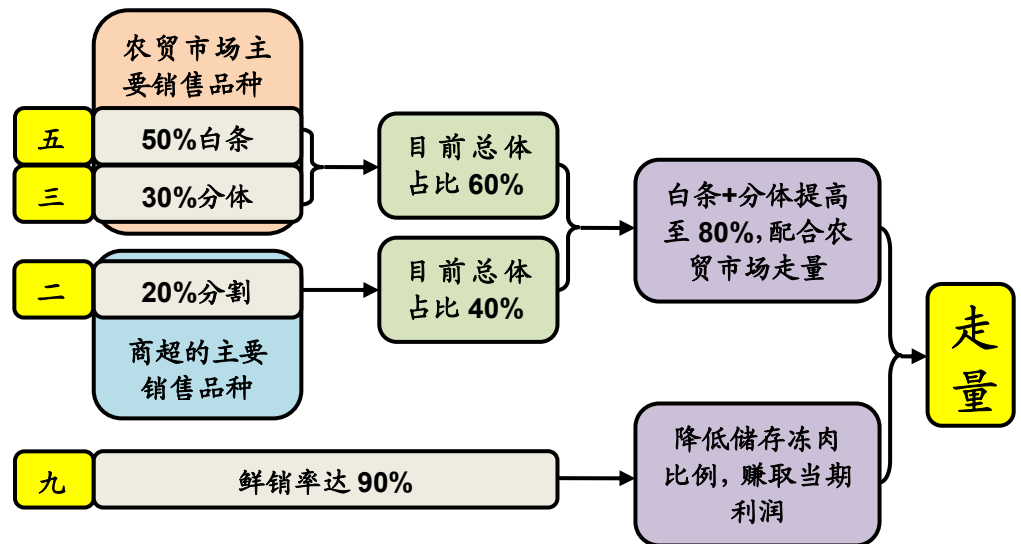
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
肉制品销量（万吨）	10	11	13	12	12	13	13	14	每天 5000 吨
肉制品吨净利（元/吨）	1100	1080	1120	1050	1300	1470	1570	1600	历史最好水平
屠宰量（万头）	85	63	99	95	98	96	97	101	每天 4 万头
头均净利（元/头）	39	49	40 以上	40 以上	40 以上	40	36	40	创新高

资料来源：公司数据、招商证券。

三季度肉制品业绩增长原因有三点，渠道库存无须担心。首先，猪肉成本的下降带来毛利的提升；第二，上半年肉制品尤其是新产品打好了基础，上半年加强广告、促销，投入很大，引导消费者，三季度具体体现，单品突破，渠道增加、网点扩大，目前 10 大品牌占肉制品总量的 60%，有力的推动了肉制品的整体上量；第三，三季度是传统肉制品的旺季，而且 9 月底是中秋国庆双节，肉制品消费增加同时经销商也增加备货。整体看，经济的下滑对食品行业是有影响的，但不是非常明显，肉制品是刚性需求，一二季度情况不好的时候往渠道压货是有的，但是肉制品不可和白酒类比，白酒没有保质期故压货空间大，但是肉制品不行，所以双汇之前压货也没有那么多，之后一方面进行促销，同时又收回一部分，目前总体局面已经调控回来。

屠宰业务调整结构上规模，盈利能力提高。随着居民消费水平的提高，猪肉鲜品的需求量越来越大，屠宰业今年提出由冻销变鲜销，实现 5329 的方针，其中 9 最关键，即达到 90%鲜销率，而过去鲜销率仅有 50-60%，近几个月结构调整效果很好，鲜销率达到 89%~91%。同时，屠宰业务只要产能利用率上来，头均利润就会相应提高，随着这几个月屠宰业务规模的恢复，屠宰业务的盈利能力也相应提高，业绩增长基础坚实。

图1：五三二九策略示意图



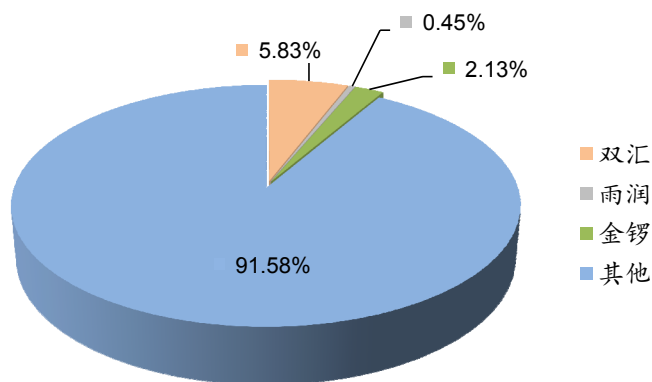
资料来源：公司数据、招商证券

二、未来经营策略：屠宰业成为新的增长点

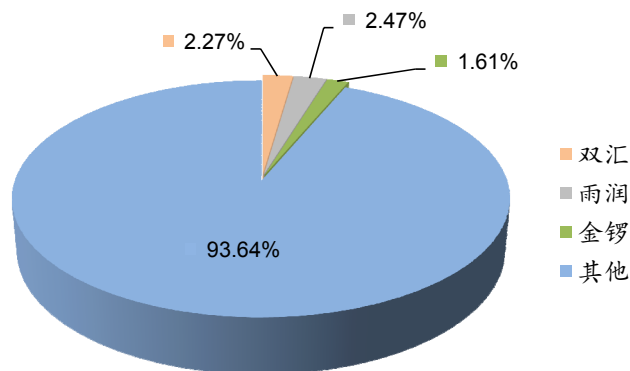
1、屠宰业务

十二五及未来靠什么增长？屠宰业务做先锋。我国是发展中的人口大国，对蛋白质对肉类的需求量越来越大，生猪每年出栏 6.5 亿头，屠宰场有 2 万多家，小屠宰场很多、很不规范，私屠乱宰、卖病死猪、地方保护现象严重，大企业很少，行业的改造和整合空间很大。目前双汇屠宰业务在全国占的比重仅有 2%，相比肉制品 6%、特别是高温肉制品 10%以上的市场占有率来说整合的空间更大。按照商务部的要求十二五末冷鲜肉占所有猪肉消费比例争取达到 30%，目前定点屠宰场没有一家是冷鲜，发展空间巨大。过去双汇由于内部调整、完善机制，再加上去年 315 的影响，导致屠宰业没有肉制品发展快，未来在屠宰业务方面投入的力度会更大，改善原有传统工业、建设新项目、并且会兼并收购一些符合条件的项目，公司对十二五规划很有信心。

图2：双汇、雨润、金锣肉制品及副产品加工业所占份额 图3：双汇、雨润、金锣屠宰业所占份额



资料来源：国家统计局，公司报表，招商证券
注：11 年数据，总数以全国规模以上工业统计数据计算。



资料来源：国家统计局，公司报表，招商证券
注：11 年数据，总数以全国规模以上工业统计数据计算。

双汇发展屠宰业优势明显。1、双汇具有品牌优势，这方面大家往往有一个误区，认为生猪肉没有包装，消费者不容易注意到其品牌，所以品牌的作用不如肉制品大，其实不是这样，即便是农贸市场的小摊贩在卖肉的时候也会询问消费者要哪个品牌的肉，消费者并非不会注意到品牌；2、冷鲜肉方面双汇具有先发优势，冷鲜肉是双汇第一家引进，目前双汇的屠宰场生产的猪肉全部是冷鲜肉（有一部分由于终端没有条件只能当热鲜肉卖），而且是名副其实的冷鲜肉，不像有些工厂杀了猪之后放到冷库冻一冻就说是冷鲜肉；3、双汇具有渠道优势，目前双汇鲜冻品渠道已经很完善，商超、农贸、特约店齐头并进，特别是冷鲜肉的主要销售渠道商超渠道，双汇有肉制品打下的深厚基础；4、双汇具有技术优势，2000 年以后双汇的屠宰场全是进口设备、流水线，技术水平一流；5、双汇具有资金、规模优势；6、双汇的管理层具有肉制品和屠宰业的经验优势。

创新提出小屠宰场收编计划，顺势而为跨越式发展。近年来特别是去年瘦肉精事件以来国家加强了对屠宰业的监督管理，目前全国 80% 的屠宰场都不符合标准，这些屠宰场收猪难，还得应付政府检查，生存比较困难。双汇准备帮助政府兼并收编，收编之后双汇给他们供肉，借用他们的原有渠道卖，只收编渠道不收编人和资产，其实就是让地方小屠宰场变成经销商。收编后的小屠宰场，行业竞争弱化，利润稳定，公司也不需要它做大。现在收编计划刚开始在西南、东北试点，进行的非常顺利，当地屠宰场很发愁关了场怎么办，双汇给了他们出路，今年下半年到明年上半年会加快收编，顺势而为实现跨越式发展。

2、肉制品业务

特殊渠道的开发和高档率的提升带动肉制品业务保量保质的发展。肉制品传统有 5 大渠道：大型 AB 商超、小的 CD 终端、批发渠道、学校渠道、自建渠道。上半年推出 12 个特殊渠道的开发，比如部队、方便面等，下一步火车站、服务区等都要进行大力开拓，成为肉制品销量新的增长点。同时提高高档率，过去高档率在 69% 左右，今年达到了 75%，未来要上到 80%，提高高档率和推新产品是一致的。

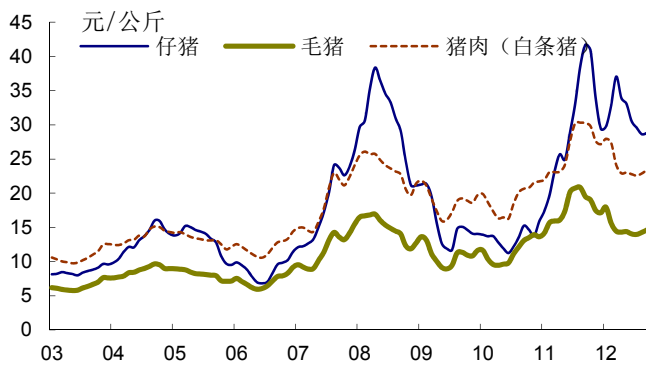
双汇研发有保障，未来区域新品是重点，9 月份推新款王中王。双汇在机制上保障研发优势：1、具有 200 多人的研发团队；2、具有全国性的市场开发调研网络，可以按照各地不同的口味需求开发出不同的地方产品；3、有外国专家，可以把国外产品转国内；

4、技术中心每年有考核目标，新品增长要求不少于 20%。在新产品研发、推广、生产保障方面有一系列的专门方案，从市场调研、配方研发、口味适应到投放时间区域、成活率等方面均有保障。今年注重开发区域性新品，目前地方小品牌进入市场较多，而区域新产品的开发和推广有利于双汇同区域品牌进行竞争。今年要推出一款新款王中王，9 月份上市，是市场上的一件大事。

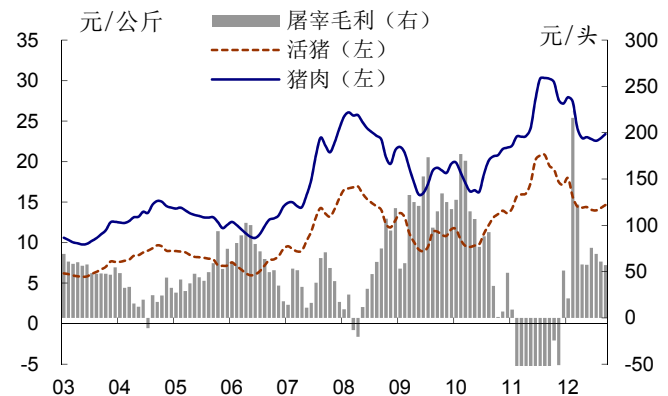
今年公司肉制品新品推出较多，后续新产品开发方向有六。今年双汇新产品今年推出比较多，高中低档、不同的渠道都有新产品，除了上半年的葱香味泡面拍档等产品外，今年推出的主要是毛利较高的低温肉制品，纯低温、速冻类、中式传统产品都有。下一步开发方向有以下 6 个：1、改造现有产品，2、改造传统中式制品，3、开发肉粮结合，4、改造目前畅销的出口产品，出口在国内的高档渠道销售，5、开发改善过去粮食、肉制品产品给企业带来经营风险的产品，6、针对特殊人群开发营养的全新产品。

目前生猪存栏量稳定，猪价即使上涨幅度也不会太大。今年美国干旱、东北虫灾，总体来看对产量的影响并不大，同时粮价的影响会有滞后作用，而从目前的存栏状况来看没有问题，未来看猪价可能会反弹，但幅度不会太大。

图4：全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至2012.9.1） 图5：全国生猪屠宰毛利（截至2012.9.1）

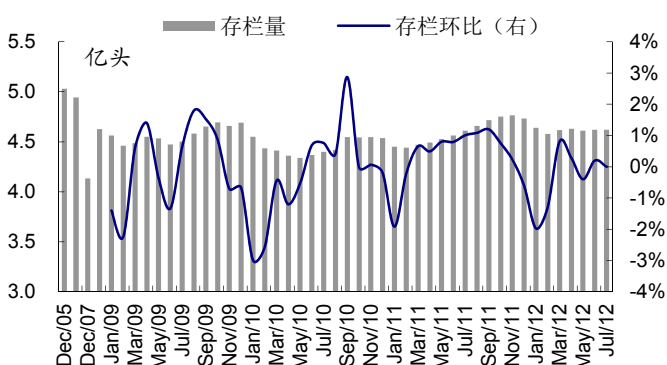


资料来源：农业部



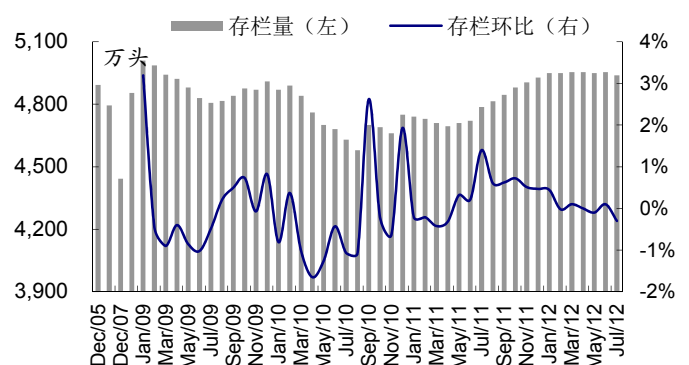
资料来源：农业部

图6：全国生猪存栏量及变化（截至2012.7.1）



资料来源：农业部

图7：全国能繁母猪存栏量及变化情况（截至2012.7.1）



资料来源：农业部

3、食品安全

瘦肉精事件之前双汇严把产品质量，但源头控制和媒体公关方面略差。去年的 315 事件是瘦肉精猪肉流入济源双汇，但是这并不代表双汇的产品有瘦肉精，过去公司收猪时疫病头头检验、瘦肉精进行抽检，同时在屠宰过程中还要进行检验，发现问题产品就进行火化或者炼油处理，每年这方面花费上亿元。瘦肉精事件发生之后全国 258 个城市检查，所有产品均没有查出瘦肉精，可见双汇产品质量把控得很好，但在源头方面控制的不严，媒体公关不力，现在双汇瘦肉精已实现头头检测并会一直坚持头头检测。

公司加强售后服务和媒体公关。我们在《双汇发展（000895）- 巨人再起——双汇现状深度解析》中提到，315 事件之后双汇加强了售后服务和媒体公关，公司一天 1 亿只火腿肠，加上运输保存条件的限制和有些人人为的破坏，一两只发霉胀袋实属正常，但是这些消费者投诉如果被人发掘出来则对品牌是一大损害，这就要求双汇必须加强售后服务和媒体公关。今年公司提出“铁腕抓质量、贴心抓营销”，因为质量问题内部也处理了很多，在生产做好的前提下在流通环节进行加强，同时专门增加了售后服务和媒体公关两个部门，由两位副总亲自抓，并且在外部媒体上报纸网络上建立了关系，在央视一年有 2 亿元的投入，保障媒体公关。

三、关于集团重组、领导换届：无须担心

双汇管理层调整并不意外，万隆董事长是绝对权威。双汇集团在资产注入后，管理层必然要进行一下调整，目前双汇管理团队共有 1 位总经理、7 位副总、5 位总经理助理，万隆担任董事长。虽然看起来上市公司高管比之前多了很多，但其实是因为集团人员大都移到上市公司，所以看起来人多了，其实人员还略有精简。我们认为，在双汇，万隆是精神领袖、绝对的权威，其他人可上可下，上下不代表得势失势，是为了在各个岗位上都磨砺一番。另外，去年的瘦肉精事件的爆发也说明双汇原来有一些不足，管理层进行一些调整也在所难免，比如增加售后服务和媒体公关副总等。

张太喜总裁能力有保证，双汇未来发展线路清晰。张太喜总裁在双汇工作了 17 年，历任双汇肉制品厂车间主任、调度部主任、副厂长、唐山淮安双汇食品总经理、双汇集团肉制品事业部总经理，17 年积累了经营管理的经验，培养了敏锐的市场洞察力、快速反应力以及兼顾全局扭转局面的能力，瘦肉精事件后双汇肉制品销售的快速恢复与张太喜总裁的努力密不可分，通过各种岗位的历练和万隆董事长的培养，能力没有问题。8 月 25 日双汇新的经营班子全部配备到位，下一步继续调整结构上规模，针对两大主业，以肉制品业务为核心，通过控制产品价格提高盈利能力，做强做优 10 大品牌产品，并大力开发新产品；鲜冻品方面坚持 5329，实现由动销到鲜销的转变，结合国际国内的行情，生猪、肉价行情，提升产品竞争力，稳步推进扩网点，做大做强屠宰业。

注入之后高管全员持股更有动力。此次资产注入对双汇的好处是显而易见的：首先，把肉类现骨干资产全部注入上市公司，消除同业竞争，壮大武装了上市公司；另外，资产注入之后高管全部间接持股，完成了 MBO，对做好双汇业绩更有动力。下一步双汇继续专注肉类工业，将双汇打造成为国内一流、国际领先的肉类企业是新一届的经营班子需要肩负的责任和使命。

表 3: 集团注入调整之后双汇高管列表

	姓名	职位	介绍
董事会	万隆	董事长	64 岁，大专文化，高级经济师，高级政工师，曾任漯河肉联厂办公室主任，副厂长、厂长兼党委书记。曾荣获全国优秀经营管理者、五一劳动奖章、河南省优秀经营管理者、省优秀企业家、优秀专家、优秀企业思想政治工作者，是享受国务院颁发的政府特殊津贴的专家，具有三十多年的肉类加工企业管理经验。现任河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司董事长、总经理、第九届、第十届全国人大代表、中国肉类协会高级顾问，本公司董事。
	焦树阁	副董事长	1966 年出生，理学学士学位、工学硕士学位，新加坡居民。曾任航天工业部第 710 研究所计算机研究员，中国国际金融有限公司副总经理，现任鼎晖投资总裁，双汇国际控股有限公司、河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司、罗特克斯有限公司、奇瑞汽车股份有限公司、中国蒙牛乳业有限公司、九阳股份有限公司、中国雨润食品集团有限公司、中国山水水泥集团有限公司和内蒙古河套酒业集团股份有限公司董事。
	曹俊生	董事	曹俊生：男，1962 年出生，香港居民。曾任焦作多利化学工业有限公司总经理、加拿大懋源投资有限公司董事长、(BVI)懋源投资有限公司董事长，现任(BVI)润峰投资有限公司 (Profit Summit Investments Limited) 董事长及双汇国际控股有限公司、河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司、罗特克斯有限公司董事、加拿大河南同乡会会长、加拿大河南商会会长。
	祁勇耀	董事会秘书	1971 年出生，大学本科学历，经济师，中共党员。曾任河南省漯河双汇实业集团有限责任公司企业管理办公室副主任、股份制改造办公室主任，河南双汇投资发展股份有限公司证券部主任、证券事务代表、总经理助理、董事兼董事会秘书，漯河双汇物流投资有限公司董事，现任河南双汇投资发展股份有限公司董事会秘书。
管理层	张太喜	总裁	现年 39 岁，大专学历，中共党员。曾任漯河双汇罐头食品股份有限公司车间主任、总经理，华懋双汇实业（集团）有限公司调度室副主任，本公司肉制品分厂二车间主任、三车间主任、调度部主任、副厂长，唐山双汇食品有限公司总经理，淮安双汇食品有限公司总经理，现任本公司副总经理、肉制品事业部总经理。
	郭丽军	常务副总裁	现年 42 岁，大专学历，中共党员。曾任漯河肉联厂财务处会计，漯河华懋双汇塑料工程有限公司、漯河华懋双汇化工包装有限公司、漯河双汇保鲜包装有限公司财务主管，双汇集团财务中心副主任、主任等职，现任双汇集团财务副总经理。
	乔海丽	副总裁 (肉制品)	现年 47 岁，大专学历，中共党员，工程师。曾任漯河肉联厂卫检科副科长，华懋双汇实业（集团）有限公司三分厂车间主任，双汇集团卫检处处长、业务三处处长，漯河双汇罐头食品股份有限公司董事长、总经理，唐山双汇食品有限公司董事长，本公司董事、肉制品分厂厂长，现任本公司肉制品事业部生产副总经理。
	马相杰	副总裁 (鲜冻品)	现年 40 岁，本科学历，中共党员。曾任双汇集团技术中心高低温产品研发与工艺管理技术管理技术员，漯河双汇海樱调味料食品有限公司总经理，漯河天瑞生化有限公司总经理，本公司香辅料车间主任、综合事业部总经理、鲜冻品事业部生产副总经理，现任本公司鲜冻品事业部总经理。
	王玉芬	副总裁 (总工程师)	现年 45 岁，大专学历，中共党员，高级工程师。曾任漯河肉联厂技术员、分厂主任、分厂副厂长、食品研究所所长，双汇集团技术中心主任、董事、总工程师、常务副总经理，本公司董事，现任双汇集团总工程师。
	李红伟	副总裁 (食品安全)	现年 42 岁，硕士研究生学历，高级工程师，九三社员。曾任双汇集团技术中心研发员、技术中心副主任、技术中心主任，漯河京汇肠衣有限公司董事长，济源双汇食品有限公司总经理，双汇集团生产副总经理，现任双汇集团食品安全副总经理。
	温国山	副总裁 (采购)	现年 60 岁，中专学历，中共党员。曾任许昌地区劳改场副政委，漯河市反贪局局长，漯河市检察院副检察长，漯河市政协社法委主任，双汇集团法律顾问，现任双汇集团采购副总经理。
	刘清德	副总裁 (人力资源)	现年 46 岁，本科学历，中共党员。曾任周口师范专科学校英语系教师、副主任，1992 年-1994 年公派新加坡南洋理工大学国立教育学院留学，双汇集团项目办英语翻译、副主任，双汇集团总经办主任、人力资源部部长、总经理助理，现任双汇集团人力资源副总经理。
	刘松涛	财务总监	现年 36 岁，本科学历，中共党员。曾任漯河华意食品有限公司财务部会计，双汇集团财务中心管理会计，漯河华意食品有限公司、漯河汇特食品有限公司财务主管，本公司漯河屠宰厂财务主管，现任双汇集团财务中心主任。
	游召胜	总裁助理	现年 50 岁，大专学历，中共党员。曾任双汇集团项目办公室主任、项目经理，本公司

何科	总裁助理	董事，双汇集团董事、副总经理，现任双汇集团投资法务副总经理。 现年 45 岁，本科学历，中共党员，工程师。曾任中国兵器工业集团总公司 5103 厂工程管理员，双汇集团设备处技术员、基建处处长、一分厂厂长、二分厂厂长，本公司董事，双汇集团董事长办公室主任、董事、常务副总经理，现任双汇集团基建副总经理。
张善耕	总裁助理	现年 45 岁，本科学历，中共党员，工程师。曾任华懋双汇实业（集团）有限公司工程部主任、调度室主任、副厂长，本公司肉制品分厂工程部主任、副厂长，双汇集团生产运营中心副主任，双汇集团机械加工分厂厂长，现任双汇集团设备安全副总经理。
刘金涛	总裁助理 (媒体公关)	现年 43 岁，大专学历，民革党员。曾任郾城县孟庙镇第一中学语文教师，国营漯河五化文化站行政办公室主任，漯河市文化局戏剧工作室创作员，《中国报道》杂志社网络编辑部编辑、记者，现任双汇集团公共关系副总经理，漯河市政协常委，河南省作家协会会员。
宋保国	总裁助理	现年 44 岁，本科学历。曾任漯河医专医学教师、实验中心主任、教研室主任，漯河市卫生局卫生监督大队食品卫生监督员，双汇集团食品卫生法律顾问，本公司肉制品事业部市场部副部长、市场服务部部长，现任双汇集团市场信息副总经理。
梁永振	证券事务代表	1974 年出生，本科学历，经济师。曾就职于漯河仁和线材有限公司、漯河双汇商业投资有限公司，曾任本公司鲜冻品事业部杭州分公司经理。2008 年 9 月至今在本公司证券部工作，2008 年 10 月经深圳证券交易所培训考核后获得董事会秘书任职资格，2011 年参加深圳证券交易所举办的董事会秘书任职资格后续培训，现任本公司证券事务代表。

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：销售收入结构预测

	2010 备考	2011 备考	2012 备考	2012E	2013E	2014E
生猪屠宰量（万头）	1359	1001	1435	1435	1735	2135
高温肉制品产量（万吨）	114	94	113	113	130	145
低温肉制品产量（万吨）	61	52	64	64	77	96
营业收入（百万元）	35127	35230	44442	44442	53667	64412
生猪屠宰业务	12108	13142	17623	17623	21902	26951
高温肉制品业务	12451	11753	14184	14184	16510	18560
低温肉制品业务	9040	8812	11034	11034	13495	16964
其它	1527	1524	1601	1601	1761	1937
收入增长率	26.8%	0.3%	26.1%	26.1%	20.8%	20.0%
生猪屠宰业务		8.5%	34.1%	34.1%	24.3%	23.1%
高温肉制品业务		-5.6%	20.7%	20.7%	16.4%	12.4%
低温肉制品业务		-2.5%	25.2%	25.2%	22.3%	25.7%
其它		-0.2%	5.0%	5.1%	10.0%	10.0%
毛利率	18.8%	13.2%	16.7%	17.2%	17.7%	18.0%
生猪屠宰业务	12.5%	9.7%	13.1%	13.3%	13.3%	13.3%
高温肉制品业务	22.7%	17.0%	19.9%	20.0%	20.9%	21.5%
低温肉制品业务	19.7%	12.4%	17.7%	19.3%	20.9%	21.3%
其它	31.5%	18.8%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%

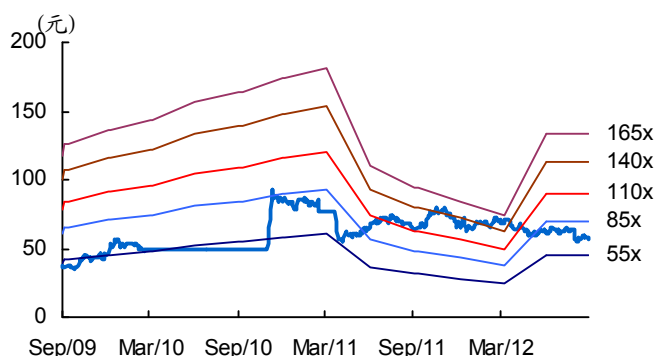
资料来源：公司数据、招商证券

表 5: 盈利预测简表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	35127	35230	44442	53667	64412
营业成本	28518	30573	36801	44143	52839
营业税金及附加	67	100	150	181	217
营业费用	1725	1739	2169	2566	3015
管理费用	811	1075	1275	1449	1610
财务费用	(14)	30	39	(23)	(18)
资产减值损失	101	82	37	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	26	23	15	16	18
营业利润	3946	1654	3986	5369	6766
营业外收入	207	252	192	192	192
营业外支出	65	69	0	0	0
利润总额	4088	1837	4178	5561	6958
所得税	811	389	877	1169	1463
净利润	3277	1448	3301	4393	5496
少数股东损益	331	100	178	237	297
归属于母公司净利润	2946	1348	3122	4155	5199
EPS (元)	2.69	1.23	2.85	3.80	4.75

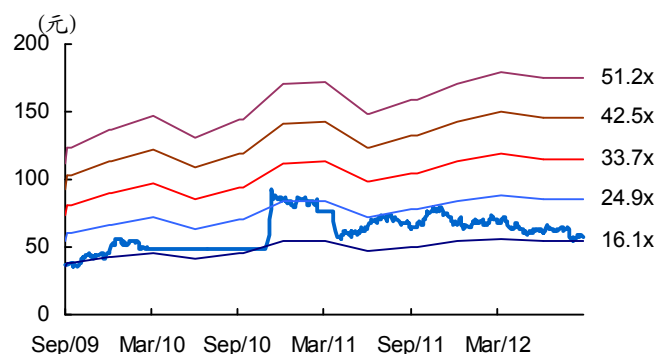
资料来源: 公司数据、招商证券

图8: 双汇发展历史PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图9: 双汇发展历史PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《双汇发展（000895）-换团队欲重整旗鼓 下半年须快马加鞭》2012/8/28
- 2、《双汇发展（000895）-巨人再起——双汇现状深度解析》2012/7/10 对双汇全面分析，指出经营逐月向好，拐点来临
- 3、《双汇发展（000895）-关联交易将成历史，股东价值得以提升》2012/4/6
- 4、《双汇发展（000895）-股本降幅超预期，备考谨慎不足虑》2012/2/16
- 5、《食品饮料业 2012 年度投资策略-酒类看中高端，大众品看成本下降》2011/12/6

- 6、《食品饮料业部分公司三季报点评 - 双汇发展、汤臣倍健、山西汾酒、燕京啤酒、好想你、顺鑫农业、佳隆股份、量子高科》2011/10/24
- 7、《双汇发展（000895） - 注入资产价格有望调低》2011/6/23 得以兑现
- 8、《食品饮料业 6 月 21 日日报 - 双汇发展、洽洽食品》2011/6/21
- 9、《双汇发展（000895） - 济源复产，苦尽甘来》2011/6/1
- 10、《双汇发展（000895） - 前事勿忘 后事之师》2011/4/18 成功捕捉到股价低点
- 11、《双汇发展（000895） - 方案微调，我们维持先前建议》2010/12/10 敢于坚持自己的原则

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8990	7778	9739	11128	14338
现金	3431	1993	2629	2573	4085
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	17	21	26	31
应收款项	118	119	150	181	217
其它应收款	2385	2392	3018	3644	4374
存货	2982	3197	3848	4616	5525
其他	57	61	74	88	106
非流动资产	6743	8121	9369	10497	11517
长期股权投资	259	259	259	259	259
固定资产	5818	7139	8334	9416	10394
无形资产	414	473	525	573	616
其他	251	250	250	249	249
资产总计	15733	15900	19108	21625	25855
流动负债	4963	5155	5737	5423	6235
短期借款	1000	1000	1000	0	0
应付账款	1641	1759	2117	2540	3040
预收账款	960	1029	1238	1485	1778
其他	1363	1368	1382	1398	1417
长期负债	271	271	271	271	271
长期借款	261	261	261	261	261
其他	10	10	10	10	10
负债合计	5235	5427	6008	5694	6506
股本	1095	1095	1095	1095	1095
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	8144	8019	10467	13061	16182
少数股东权益	1260	1359	1537	1775	2072
母公司所有者权益	9238	9114	11562	14156	17277
负债及权益合计	15733	15900	19108	21625	25855

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3265	2142	3434	4566	5654
净利润	2946	1348	3122	4155	5199
折旧摊销	553	700	834	955	1064
财务费用	(14)	30	39	(23)	(18)
投资收益	(26)	(23)	(15)	(16)	(18)
营运资金变动	(550)	(35)	(747)	(763)	(890)
其它	357	121	201	259	317
投资活动现金流	(2100)	(2100)	(2100)	(2100)	(2100)
资本支出	(2100)	(2100)	(2100)	(2100)	(2100)
其他投资	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	(33)	(1480)	(698)	(2522)	(2042)
借款变动	749	0	0	(1000)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(823)	(1473)	(674)	(1561)	(2078)
其他	40	(8)	(24)	39	35
现金净增加额	1131	(1438)	636	(56)	1512

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	35127	35230	44442	53667	64412
营业成本	28518	30573	36801	44143	52839
营业税金及附加	67	100	150	181	217
营业费用	1725	1739	2169	2566	3015
管理费用	811	1075	1275	1449	1610
财务费用	(14)	30	39	(23)	(18)
资产减值损失	101	82	37	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	26	23	15	16	18
营业利润	3946	1654	3986	5369	6766
营业外收入	207	252	192	192	192
营业外支出	65	69	0	0	0
利润总额	4088	1837	4178	5561	6958
所得税	811	389	877	1169	1463
净利润	3277	1448	3301	4393	5496
少数股东损益	331	100	178	237	297
母公司所有者净利润	2946	1348	3122	4155	5199
EPS (元)	2.69	1.23	2.85	3.80	4.75

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	24%	0%	26%	21%	20%
营业利润	196%	-58%	141%	35%	26%
净利润	223%	-54%	132%	33%	25%
获利能力					
毛利率	18.8%	13.2%	17.2%	17.7%	18.0%
净利率	8.4%	3.8%	7.0%	7.7%	8.1%
ROE	32.3%	11.7%	27.0%	29.4%	30.1%
ROIC	26.8%	11.3%	22.1%	26.1%	27.2%
偿债能力					
资产负债率	33.3%	34.1%	31.4%	26.3%	25.2%
净负债比率	8.0%	7.9%	6.6%	1.2%	1.0%
流动比率	1.8	1.5	1.7	2.1	2.3
速动比率	1.2	0.9	1.0	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	2.2	2.2	2.3	2.5	2.5
存货周转率	10.5	9.9	10.4	10.4	10.4
应收帐款周转率	315.9	297.2	331.1	324.7	323.8
应付帐款周转率	19.1	18.0	19.0	19.0	18.9
每股资料(元)					
每股收益	2.69	1.23	2.85	3.80	4.75
每股经营现金	2.98	1.96	3.14	4.17	5.16
每股净资产	8.32	10.56	10.56	12.93	15.78
每股股利	0.75	1.35	0.62	1.43	1.90
估值比率					
PE	21.1	46.1	19.9	15.0	12.0
PB	6.8	5.4	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	20.8	38.3	19.9	15.3	12.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学学士，中国科学技术大学硕士，招商证券研发中心董事总经理、消费品研究小组组长。

董广阳：食品专业本科，上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券，期间曾在瑞银证券工作一年。

龙隽：华南理工大学本科硕士，曾任广州宝洁市场部助理品牌经理，华西证券消费分析师，三年证券从业经验。

王晗：清华大学生物学学士，剑桥大学生物学硕士。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续获得 2005-2011 年度《新财富》食品饮料行业上榜分析师排名，其中三年第一。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。