

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2010年3月4日

双汇发展(000895.SZ)/53.60元

议案被否，公司宜给予合理对价

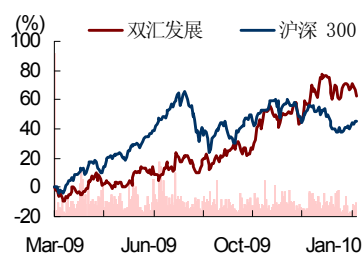
日用消费·食品饮料
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3073
总股本(万股)	60599
已上市流通股(万股)	29406
总市值(亿元)	325
流通市值(亿元)	158
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	31.7
资产负债率	38.4%
主要股东	河南漯河市双汇集团
主要股东持股比例	30.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	44	69
相对表现	-1	36	15



相关报告

- 1、《双汇发展(000895)-MBO 现形，资产注入可期》2009/12/31
- 2、《双汇发展(000895)-资产注入，更待何时》2009/11/10
- 3、《双汇发展(000895)-大开“杀”戒的 09 年》2009/4/20
- 4、《双汇发展(000895)-业绩增长符合预期，现金流情况良好》2009/10/24
- 5、《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
- 6、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2009/1/7
- 7、《食品饮料业 2010 年度投资策略-消费泡沫化》2009/12/9

公司《关于香港华懋集团有限公司等少数股东转让股权的议案》被机构投资者投票否决，因为公司给投资人的对价不足，我们认为经过冷静思考与准备，公司能与投资人实现共赢，未来值得期待。

□ **议案被否决，公司与机构投资人形成对立。**公司昨日股东大会审议《关于香港华懋集团有限公司等少数股东转让股权的议案》，即由公司实际控制人罗特克斯来接手这些股权，上市公司则放弃对这些股权的优先受让权。该议案实际是先斩后奏，这些股权已经在 09 年上半年过户给罗特克斯了，现在可能是监管层要求公司补上一道手续，结果议案被机构投资者否决，表决情况：同意票 877 万股，反对票 10955 万股，弃权票 1082 万股，同意票仅占出席会议所有非关联股东所持表决权的 6.79%。

□ **议案被否决是因为公司没有给出机构投资者需要的对价。**公司非正式提出 09 年股份业绩增长 30%，10 年增长 25%，股份随集团协调发展，但机构投资者希望得到的是公司对集团资产注入的承诺。机构投资者也向公司提出几套方案，公司表示要研究一下，未说明时间表，并把决定权推给外资股东身上。我们认为公司对投资者的需求重视还是不够，未做好充分准备。

□ **我们认为双方各让一步可以实现共赢局面。**有人担心，公司会否生气此事而把业绩做得很差，我们相信公司管理层人品，过去这些年股份公司业绩增速持续在 20% 以上，也是难能可贵的，何况，在目前大环境向好的背景下故意做低业绩，正好会被外界抓住关联交易过大、治理机制有问题的把柄，公司与投资者将会两败俱伤。相反，共赢可以实现，一方面，采用定向增发的方式把集团资产注入上市公司，对管理层利益摊薄是非常有限的；另一方面，我们认为机构投资者此次在少数股权问题上投了反对票，并不意味着大家执意要阻挠，只想实现一个交换，很多人当时为投不投票、怎么投而饱受心理煎熬。

□ **我们调研了解到公司经营稳健向好，维持“强烈推荐”投资评级。**公司于去年 11 月份对部分产品提价以覆盖成本上升，今年头两月肉制品销量同比增长 30%，头猪屠宰利润稳步提高到 40 元水平，未来扩张规划更是宏伟。详细调研情况请参阅正文。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	21845	26010	29740	34786	41102
同比增长	42%	19%	14%	17%	18%
营业利润(百万元)	884	1036	1345	1686	2054
同比增长	27%	17%	30%	25%	22%
净利润(百万元)	562	699	906	1133	1377
同比增长	20%	24%	30%	25%	22%
每股收益(元)	0.93	1.15	1.50	1.87	2.27
PE	57.8	46.5	35.8	28.7	23.6
PB	14.9	13.6	11.1	9.7	8.5

资料来源：招商证券

肉制品：销量增长、结构升级、渠道细化

整个集团 09 年肉制品 142 万吨，其中低温 48 万吨，高温 94 万吨；2010 年计划 160 万吨，其中低温 60 万吨，高温 100 万吨；低温的增长超过此前规划之目标，当时规划 2010 年低温到 50 万吨。公司自豪地说，我们一年的增量都要赶上雨润肉制品的总量了。

产品结构：100 万吨高温，产品价位从 10000-20000 元/吨不等。低档产品 09 年占 46%，10 年计划下降到 40%，中端有 30 万吨级别的王中王系列，高端有马可波罗 2.3 万吨、洛克、弹脆香肠、鱼肉肠等。发展目标是：高端化、口味多元化，以满足不同层次、不同偏好消费者的需求。

去年 4 月、11 月部分产品提价，提价幅度与原料肉涨价幅度差不多。公司价格调整策略：根据通胀、终端价格要适应市场。

今年 1-2 月份，增长形势很好，高温肉同比超过 20%，低温肉同比超过 30%，公司总结其原因是：1、经济复苏；2、肉制品发展战略，由主攻城市，去年转到以农村为主，现在家电、汽车、建材下乡，也说明农民有钱了，公司决定快速向农村推进，县乡农村市场增长最快，09 年增速 21.5%，而同期城市市场增长 13%；3、新品开拓市场，09 年的新品达 35 万吨，10 年比例还会提高，公司称单一新品上量到 1 万吨大概只需要 8 个月时间。4、新渠道拓展，如肉丸成为街头小餐馆的水煮原料。5、管理精细，原来是考核全国一二百家办事处，09 年开始将费用投入细化到每个人身上。

表1、部分主力产品销量情况

	09 年	10 年计划
玉米热狗肠	7 万吨	小幅增长
香辣香脆肠	8 万吨	10 万吨
Q 趣	8 万吨	10 万吨
台湾烤香肠（纯低温产品）	11 万吨	12、13 万吨
台式烤香肠（6 粒装）	3 万吨	7 万吨

资料来源：公司资料

屠宰业务：冀望跨越式发展

整个集团 09 年屠宰量达 1141 万头，同比增长 33%，今年头两月同比虽只增长 10%，但计划全年上升到 1600 万头，集团现有 13 个厂，单班产能在 1800~2000 万头水平。

屠宰业务 09 年去年实现头猪利润 37.13 元，今年利润目标是 41.25 元。不过头猪利润变化快，09 年形成先高中低后高的格局，与猪价走势反向，其中 1 季度头猪利润 50 多元，6、7、8 月份不到 10 元，9-12 月份又达到 40 多元。究其原因，公司称终端价格调整没有很好跟上，现在各方面理得更顺，运营效率提升。

近期猪价下跌还是春节后进入消费淡季的原因,不过公司认为现在 10 元/公斤的收购价,养殖户已进入亏损状态,这样的价格低迷不会持续多久,公司从大年初七开始已逐步主动增加冻肉库存,现在有 3 万吨库存,我们了解到,公司自有冷库资源有 7、8 万吨,将来如果库存需求量,可以租用外部冷库。对未来猪价看法是下半年会逐步上涨,目前认为涨幅也不会太大,供给相对充裕。对目前报道的疫情看法,公司称疫情每年都有,总是零星存在,目前尚未感到较往年更严重。

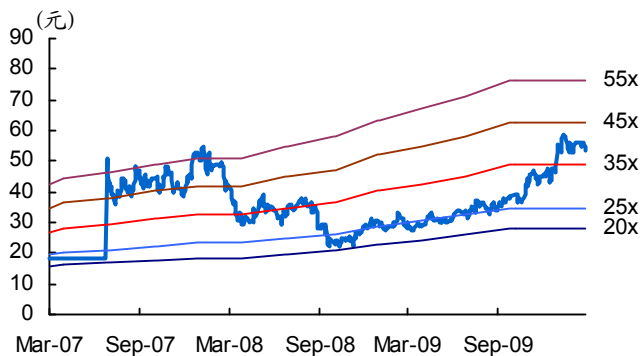
销售渠道: 1、自有渠道、专卖店、加盟店,现在有 1 万 1 千家,占 40%; 2、商场超市,占 20%,商超发展最快; 3、农贸市场,占 20%,尽管该渠道突出不了双汇的品质,但作为肉类销售的主渠道还是要做,现在很多也农改超了; 4、连锁餐饮, 10%; 5、加工厂, 10% (如三全从公司采购 1、2 万吨鲜肉)。

鲜肉商标: 公司称大部分的超市市场都可以用双汇商标了,主要是在具体产品上标识出自双汇,但外资的卖场还不行,公司考虑占市场也被迫接受它们的霸王条款。

公司 2010 年投资建设 4 个工厂: 郑州、南昌、长沙、昆明。公司预计市场成熟的郑州厂 1 年就可达产,基础薄弱的昆明两三年也能达产。

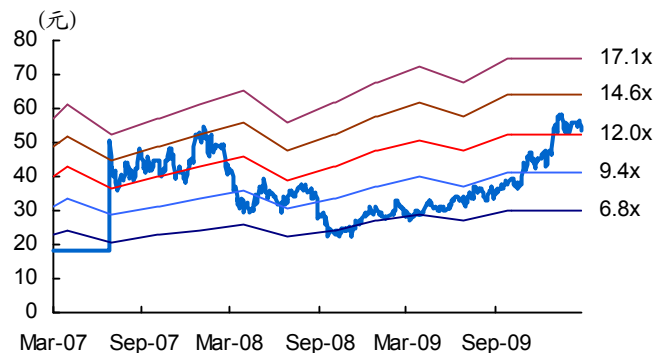
集团 2020 年规划是从 09 年 400 亿元收入上升到 1500 亿元,非常宏伟。我们认为收入来源也主要来自于鲜肉,肉制品的增速没这么快。公司的确也称,每年要上 5 家屠宰厂,假设 1 家屠宰厂按 200 万头屠宰量设计,屠宰 150 万头/年,收入就大约 20 亿元,每年刚好是增加 100 亿元。这样算下来,公司要首先把所有省会城市纳入计划之中。

图 1: 双汇发展历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 双汇发展历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《双汇发展 (000895) - MBO 现形, 资产注入可期》2009/12/31

2、《双汇发展 (000895) - 资产注入, 更待何时》2009/11/10

提出现在正是双汇做资产注入的最佳时机, 并测算了资产注入对公司业绩的增厚程度。

3、《双汇发展 (000895) - 大开“杀”戒的 09 年》2009/4/20

- 4、《双汇发展（000895）-业绩增长符合预期，现金流情况良好》2009/10/24
 - 5、《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
 - 6、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2009/1/7
 - 7、《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》2009/12/9
- 更清晰的梳理了我们认为双汇应该做资产注入的逻辑。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2087	2414	3190	3788	4648
现金	898	1282	1910	2295	2885
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	67	71	81	95	112
应收款项	30	71	74	86	102
其它应收款	6	8	10	11	13
存货	1045	968	1099	1282	1514
其他	41	14	16	18	22
非流动资产	1937	2042	2093	2274	2345
长期股权投资	327	335	335	335	335
固定资产	1476	1563	1621	1808	1885
无形资产	69	68	61	55	49
其他	65	76	76	76	76
资产总计	4024	4456	5283	6062	6993
流动负债	1276	1413	1543	1722	1949
短期借款	15	0	0	0	0
应付账款	478	464	528	616	728
预收账款	348	480	546	637	753
其他	435	469	468	469	469
长期负债	14	16	16	16	16
长期借款	12	11	11	11	11
其他	2	4	4	4	4
负债合计	1290	1429	1558	1738	1965
股本	606	606	606	606	606
资本公积金	509	509	509	509	509
留存收益	1063	1277	1819	2227	2697
少数股东权益	557	636	790	982	1216
母公司所有者权益	2178	2392	2934	3342	3813
负债及权益合计	4024	4456	5283	6062	6993

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	769	1118	1175	1431	1707
净利润			906	1133	1377
折旧摊销			196	210	226
财务费用			(15)	(20)	(25)
投资收益			(53)	(58)	(64)
营运资金变动			(17)	(36)	(45)
其它			157	202	239
投资活动现金流	(109)	(197)	(250)	(400)	(300)
资本支出			(250)	(400)	(300)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(498)	(555)	(296)	(646)	(817)
借款变动			(1)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(364)	(725)	(906)
其他			68	79	89
现金净增加额	162	366	629	384	590

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	21845	26010	29740	34786	41102
营业成本	19915	23625	26880	31362	37032
营业税金及附加	47	55	63	74	87
营业费用	857	989	1131	1288	1481
管理费用	271	340	389	455	538
财务费用	(7)	(14)	(15)	(20)	(25)
资产减值损失	(3)	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	120	58	53	58	64
营业利润	884	1036	1345	1686	2054
营业外收入	15	17	17	17	17
营业外支出	8	12	6	6	6
利润总额	891	1041	1356	1698	2065
所得税	231	223	296	372	455
净利润	659	818	1060	1325	1611
少数股东损益	98	119	154	193	234
母公司所有者净利润	562	699	906	1133	1377
EPS (元)	0.93	1.15	1.50	1.87	2.27

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	42%	19%	14%	17%	18%
营业利润	27%	17%	30%	25%	22%
净利润	20%	24%	30%	25%	22%
获利能力					
毛利率	8.8%	9.2%	9.6%	9.8%	9.9%
净利率	2.6%	2.7%	3.0%	3.3%	3.3%
ROE	25.8%	29.2%	30.9%	33.9%	36.1%
ROIC	22.2%	26.0%	27.5%	29.7%	31.1%
偿债能力					
资产负债率	32.1%	32.1%	29.5%	28.7%	28.1%
净负债比率	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	1.6	1.7	2.1	2.2	2.4
速动比率	0.8	1.0	1.4	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	5.4	5.8	5.6	5.7	5.9
存货周转率	20.1	23.5	26.0	26.3	26.5
应收帐款周转率	781.8	514.6	409.5	434.4	436.4
应付帐款周转率	41.9	50.2	54.2	54.8	55.1
每股资料(元)					
每股收益	0.93	1.15	1.50	1.87	2.27
每股经营现金	1.27	1.85	1.94	2.36	2.82
每股净资产	3.59	3.95	4.84	5.52	6.29
每股股利	0.18	0.80	0.60	1.20	1.50
估值比率					
PE	57.8	46.5	35.8	28.7	23.6
PB	14.9	13.6	11.1	9.7	8.5
EV/EBITDA	39.3	34.1	26.9	21.9	18.2

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

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 $\pm 5\%$ 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

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。