

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010031

联系人： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

## 议案被否实属正面 问题解决契机出现

### 事件描述

我们参加了双汇发展临时股东大会，会上《关于香港华懋集团有限公司等少数股东转让股权的议案》以 84.8%的比例表决被否定。流通股东几乎意见一致的表态充分展现了自身态度和立场；我们认为，作为持续性事件的一个开端，议案被否看似悲观但实属正面，管理层若能借此机会积极和慎重对待，或将为问题的顺利解决提供契机。

同时，我们就集团和公司近期生产经营状况同管理层进行了沟通。一并反馈如下。

### 事件评论

#### 第一，高比例否决展现流通股东态度立场

- 昨日股东会表决议案《关于香港华懋集团有限公司等少数股东转让股权的议案》，其内容实质是股份公司“被放弃”此部分股权的优先收购权，而由双汇集团的实际控制人罗特克斯接手。并且，此议案内容在 2009 年 6 月已经执行，并未通过股东大会表决。
- 《议案》被流通股东高比例否决：昨日出席股东代表股份数共 1.29 亿，表决结果为 877 万股同意，占比 6.8%；10955 万股反对，占比 84.8%；1082 万股弃权，占比 8.4%。
- 我们认为，本次议案被否虽然表面而言会引发投资者对于业绩增长的担忧，但对于整体上市这一最终目标的解决提供了正面契机：流通股东的坚定态度无疑会引发管理层的深入思索和慎重对待，至少本次股东会非正式提出的股份公司 20%净利润增长的保证不具备对等性（2009 年估计集团净利润增长 50%；估计股份公司增长 28%）。

#### 第二，首次博弈或为事态演进提供基础

- 我们认为，本次股东会仅是作为双汇发展和双汇集团解决关联交易、实现整体上市预期的一个步骤；其更重要的意义在于为后续博弈提供了心理基础。
- 重视和交流是问题最终解决的最好方式，对于集团而言，其 3 倍于股份公司的盈利能力为后续博弈提供坚实基础；若能在本次股东会提供契机基础上达成一致，实现共赢局面亦可期待。

#### 第三，公司生产经营情况良好

- 屠宰业务：2009 年集团实现屠宰量 1141 万头，头均利润 37 元；2010 年计划屠宰 1600 万头，头均利润提升至 41 元。
- 肉制品业务：2009 年集团肉制品产量 142 万吨，其中低温 48 万吨，高温 94 万吨。同时，集团规划 2010 年生产低温肉 60 万吨，高温肉 100 万吨。

- 2010 年 1-2 月公司低温肉制品同比增长 30%，低温肉产品同比增长 20%；屠宰量方面，股份公司同比增长 6%，集团整体整张约 10%。

#### 第四，关于猪价走势的信息

- 公司认为猪价下跌缘由需求步入淡季所致，疫病每年都会发生，但并未到严重不可控的地步。下半年肉价或将重新上涨，但涨幅不会太大。
- 我们通过当地渠道了解，春节期间的疫病情况主要发生在散养户，病猪以小猪为主。病因为多种疫病混合感染；发病缘由在于冬春季温度突变造成猪体抵抗力下降、散养户管理能力低下以及免疫不彻底造成的。畜牧兽医部门主要通过以下措施进行紧急处置：1）病死猪隔离；2）紧急免疫；3）加强动物调配管理；4）严查病死猪贩卖。  
**由于疫苗接种后 2 周内猪体抵抗力水平升至最高，则随着大规模紧急免疫的加强，疫病有可能在未来逐步得到控制；在这之间，加强对猪体的照料依然重要。**

#### 第五，维持“推荐”评级

我们认为，初次博弈的结果为后续博弈提供基础，对双汇问题的最终解决提供冷静思索的机会和妥善解决是较好契机。经营方面，集团和公司稳步发展态势未变，而我们尚无充分理由相信股份公司业绩趋坏。预计 2009-2011 年 EPS 为 1.43、1.82 和 2.19 元，维持推荐评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)     |       |       |        |        | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|--------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2008A | 2009E | 2010E  | 2011E  |             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 营业收入          | 26010 | 26751 | 31361  | 36524  | 货币资金        | 1282  | 2675  | 3136  | 3652  |
| 营业成本          | 23625 | 23785 | 27863  | 32412  | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利            | 2385  | 2966  | 3498   | 4112   | 应收账款        | 80    | 67    | 79    | 92    |
| % 营业收入        | 9.2%  | 11.1% | 11.2%  | 11.3%  | 存货          | 968   | 975   | 1142  | 1329  |
| 营业税金及附加       | 55    | 57    | 67     | 77     | 预付账款        | 14    | 24    | 28    | 32    |
| % 营业收入        | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%   | 0.2%   | 其他流动资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用          | 989   | 1257  | 1349   | 1571   | 流动资产合计      | 2414  | 3875  | 4542  | 5288  |
| % 营业收入        | 3.8%  | 4.7%  | 4.3%   | 4.3%   | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用          | 340   | 334   | 392    | 457    | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 1.3%  | 1.3%  | 1.3%   | 1.3%   | 长期股权投资      | 335   | 335   | 335   | 335   |
| 财务费用          | -14   | 15    | 28     | 9      | 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | -0.1% | 0.1%  | 0.1%   | 0.0%   | 固定资产合计      | 1601  | 2067  | 2539  | 2916  |
| 资产减值损失        | 36    | -1    | 1      | 1      | 无形资产        | 68    | 64    | 61    | 58    |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0      | 0      | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 58    | 0     | 0      | 0      | 递延所得税资产     | 27    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 1036  | 1303  | 1662   | 1998   | 其他非流动资产     | 11    | 11    | 11    | 11    |
| % 营业收入        | 4.0%  | 4.9%  | 5.3%   | 5.5%   | 资产总计        | 4456  | 6353  | 7488  | 8609  |
| 营业外收支         | 5     | 2     | 0      | 0      | 短期贷款        | 0     | 971   | 714   | 185   |
| 利润总额          | 1041  | 1305  | 1662   | 1998   | 应付款项        | 464   | 455   | 533   | 620   |
| % 营业收入        | 4.0%  | 4.9%  | 5.3%   | 5.5%   | 预收账款        | 480   | 535   | 627   | 730   |
| 所得税费用         | 223   | 281   | 357    | 430    | 应付职工薪酬      | 262   | 237   | 278   | 323   |
| 净利润           | 818   | 1025  | 1305   | 1568   | 应交税费        | 64    | 67    | 85    | 101   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 698.9 | 868.0 | 1105.2 | 1328.5 | 其他流动负债      | 142   | 152   | 177   | 206   |
| 少数股东损益        | 119   | 157   | 199    | 240    | 流动负债合计      | 1413  | 2417  | 2414  | 2166  |
| EPS (元/股)     | 1.15  | 1.43  | 1.82   | 2.19   | 长期借款        | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 现金流量表 (百万元)   |       |       |        |        | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
|               | 2008A | 2009E | 2010E  | 2011E  | 递延所得税负债     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流净额     | 1118  | 1236  | 1625   | 1919   | 其他非流动负债     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 取得投资收益        | 61    | 0     | 0      | 0      | 负债合计        | 1429  | 2431  | 2428  | 2179  |
| 收回现金          |       |       |        |        | 归属于母公司      | 2392  | 3130  | 4069  | 5198  |
| 长期股权投资        | 0     | 0     | 0      | 0      | 所有者权益       |       |       |       |       |
| 无形资产投资        | 0     | 0     | 0      | 0      | 少数股东权益      | 636   | 792   | 992   | 1231  |
| 固定资产投资        | -258  | -668  | -714   | -665   | 股东权益        | 3027  | 3922  | 5061  | 6430  |
| 其他            | 61    | 0     | 0      | 0      | 负债及股东权益     | 4456  | 6353  | 7488  | 8609  |
| 投资活动现金流净额     | -197  | -668  | -714   | -665   | 基本指标        |       |       |       |       |
| 债券融资          | 0     | 0     | 0      | 0      |             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 股权融资          | 18    | 0     | 0      | 0      | EPS         | 1.153 | 1.432 | 1.824 | 2.192 |
| 银行贷款增加 (减少)   | -15   | 971   | -257   | -530   | BVPS        | 3.95  | 5.16  | 6.71  | 8.58  |
| 筹资成本          | 558   | -146  | -194   | -208   | PE          | 31.91 | 25.69 | 20.18 | 16.79 |
| 其他            | -1116 | 0     | 0      | 0      | PEG         | 1.34  | 1.08  | 0.85  | 0.70  |
| 筹资活动现金流净额     | -555  | 825   | -450   | -737   | PB          | 9.32  | 7.13  | 5.48  | 4.29  |
| 现金净流量         | 366   | 1394  | 461    | 516    | EV/EBITDA   | 17.42 | 13.52 | 10.28 | 8.20  |
|               |       |       |        |        | ROE         | 29.2% | 27.7% | 27.2% | 25.6% |

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail              |
|-----|---------|-----------------|-------------|---------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn    |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn   |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 68751926 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区客户经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn   |
| 易 敏 | 华南区客户经理 | (8621) 68755178 | 13817111316 | yimin@cjsc.com.cn   |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 68751860 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。