

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

半年报依旧“平稳” 期待整合后盈利能力展现

事件描述

双汇发展（000895.SZ）今日公布 2010 年中期财务报告：实现主营业务收入 165.8 亿，同比增 27.8%；归属母公司净利润 4.65 亿，同比增 27.5%。摊薄 EPS0.767 元，业绩平稳、符合预期。

事件评论

第一， 收入增长源于屠宰量提升和低温代销产品增长

- 报告期公司实现主营业务收入 165.8 亿，同比增 27.8%。分产品看，报告期内公司高低温肉制品产销量 42.63 万吨，同比增长 9.3%；屠宰生猪 184.52 万头，同比增 10.5%。增长幅度均不及公司收入增长。
- 报告期内，猪肉价格均价约为 17.42 元/公斤（去皮带骨猪肉价格），同比降低 6%。则公司收入的同比增长除自身屠宰和肉制品量提高外，主要源于代销产品的增长。
- 从下面三个指标可以看出代销比例在报告期内依然维持高增长：第一，采购货物关联交易发生金额 98.1 亿，同比增长 33%；占同类型业务的比例高达 64.24%。第二，报告期内公司肉制品吨价 23067 元，同比提高 16.4%；在成本并未明显提升的情况下，产品吨价的提高以顺价来解释略显牵强，用代销规模扩大来解释就在情理之中。第三，分产品看，低温肉制品收入提升 73.5%至 41 亿元；报告期内公司低温肉制品产能并未有明显扩大，对比雨润食品（1068.HK），其肉制品业务上半年收入提升不足 20%，则可以推测低温肉制品代销规模提升显著。
- 7 月份，公司日产 120 吨低温肉制品产能已经投产，低温肉制品产能提升 10%多，下半年将贡献收益。

第二， 综合毛利率下滑：推测源于包材成本提高、代销和淡季因素

报告期内公司综合毛利率 9.46%，同比下降 1.5 个百分点；其中，二季度综合毛利率 8.83%，环比下降 1.3 个百分点。我们推测，下列原因是综合毛利率下滑的主要因素：

- 公司公告“营业成本较去年同期增加...主要原辅包装材料价格上涨增加成本”，从存货看，原材料库存增长明显。
- 更重要的，若前述分析的低温肉制品代销规模扩大成立，则综合毛利率自然有下滑趋势。
- 2 季度一般是肉制品销售淡季；并且从原材料价格看，2009 年 4 季度猪肉价格相对较高，则公司调整产品价格（尤其是肉制品）价格在一季度可以维持，而 2010 年 1 季度开始猪价松动，产品价格调整滞后也有可能影响到毛利。

第三， 渠道效率极高；渠道拓展持续

- 公司渠道效率之高令人信服。报告期内，公司销售费用率 4%，同比下降 1.3 个百分点。单位收入的销售费用仅 0.04 元，同比下降 25%。显示公司高效的渠道管理能力和渠道推动力。
- 并且公司表示，通过市场细化进一步推进基础网点建设、深度开发县乡薄弱市场，做大市场出口；下半年，公司将继续通过加快推进鲜冻品市场网络建设（拓宽招商加盟方式、冷风柜投放、建设自营店、开发直营商超、地方大型连锁超市、知名连锁餐饮企业、星级酒店等），结合市场需求和库存产品结构，开拓市场，做大出口，做宽渠道，做出规模，实现产销增长，提高经济效益。
- 股份公司目前承担双汇集团渠道销售和产品通路的作用，对于渠道深度、广度的建设和效率的提升，对于整个双汇集团的盈利至关重要。并且，从销售费用率看到，现有渠道对于现有销售规模的承载力已经很高。那么，对于渠道的扩展将成为未来公司进一步壮大的直接推动力。

第四， 期内增加存货

- 报告期内公司存货 18 亿，增加主要源于原材料库存的增长。
- 原材料库存期末值 9.5 亿，同比增长 53%，增加 2.5 亿元；环比看，中期存货较一季度末增加 4 个亿。进入三季度，猪肉价格开始持续回升，公司 2 季度增加的库存将有力保证 3 季度的原材料成本和产品毛利空间。

第五， 期待整合完成后整理盈利能力的展现

- 公司已经持续停牌近半年，整合工作即将步入尾声。整合之后，随着关连交易的解决，双汇集团的整体盈利能力将真实的展现给投资者。
- 上半年，雨润食品（1068.HK）收入提升 49%；其中，上游业务（屠宰和鲜冻肉）收入增加 57%。表明，随着屠宰环节的规范化和集中化，中国消费者对鲜冻肉的接受将日益提升。具备品牌、渠道和规模的龙头企业将成为肉制品行业消费现代化的最大受益者。这是我们持续看好双汇的根本原因之一。

第六， 盈利预测和投资评级

盈利预测不考虑整合结果，预测 2010 和 2011 年 EPS1.85 和 2.2 元，维持推荐评级。

表：主要财务指标

资产负债表	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
货币资金	871.16	461.59	1,104.74	1,281.54	2,608.66	2,169.84	2,097.85	1,912.21	1,935.51	1627.63
应收票据	45.25	53.01	72.4	71.11	160.94	187.46	48.22	13.5	33.9	38.93
应收账款	56.36	49.92	65.46	71.43	63.31	87.44	89.39	85.54	102.77	133.87
存货	1,096.96	1,133.96	941.85	968.17	801.41	1,153.05	1,052.80	1,391.17	1,381.35	1773.13
应付账款	683.69	625.57	696.65	464.25	791.44	1,040.03	986.38	676.87	908.42	899
预收款项	319.75	236.26	366.12	480.19	373.48	298.3	605.17	767.66	482.54	482.98

利润表	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2009H	2010H
营业收入	6,761.09	6,374.87	6,157.06	6,811.92	7,697.36	7,685.00	8,120.77	8,456.00	12,968.99	16576.77
增速			-6.74%	8.61%	13.85%	20.55%	31.89%	24.14%		27.8%
营业成本	6,080.68	5,717.32	5,422.25	6,115.42	6,937.20	7,103.16	7,299.53	7,708.95	11,537.67	15008.48
综合毛利率	10.06%	10.31%	11.93%	10.22%	9.88%	7.57%	10.11%	8.83%	11.04%	9.46%
销售费用	242.15	268.7	385.03	302.16	294.81	117.92	370.24	287.81	687.19	658.05
销售费用率	3.58%	4.21%	6.25%	4.44%	3.83%	1.53%	4.56%	3.40%	5.30%	3.97%

管理费用	83.46	112.09	78.53	95.18	87.3	107.73	109.34	122.54	173.71	231.88
管理费用率	1.23%	1.76%	1.28%	1.40%	1.13%	1.40%	1.35%	1.45%	1.34%	1.40%
财务费用	-1.81	-6.55	3.43	-1.64	-18.15	-3.38	-9.73	-2.21	1.79	-11.94
财务费用率	-0.03%	-0.10%	0.06%	-0.02%	-0.24%	-0.04%	-0.12%	-0.03%	0.01%	-0.07%
营业利润	296.97	314.56	267.74	304.41	413.12	350.05	345.58	358.31	572.15	703.89
增速			48.51%	24.74%	39.11%	11.28%	29.07%	17.71%		23.0%
利润总额	298.34	318.02	271.19	308.01	414.67	354.94	347.22	355.73	579.19	702.95
增速			46.76%	28.35%	38.99%	11.61%	28.04%	15.49%		21.4%
所得税	69.36	58.23	54.37	68.3	89.35	31.03	73.01	62.16	122.67	135.17
实际所得税率	23.25%	18.31%	20.05%	22.17%	21.55%	8.74%	21.03%	17.47%	21.18%	19.23%
净利润	228.97	259.79	216.81	239.71	325.32	323.91	274.21	293.57	456.52	567.78
增速			42.53%	35.58%	42.08%	24.68%	26.47%	22.47%		24.4%
少数股东损益	24.79	45.88	43.04	49	61.98	41.07	54.2	48.71	92.04	102.91
少数股东损益占比	10.83%	17.66%	19.85%	20.44%	19.05%	12.68%	19.77%	16.59%	20.16%	18.12%
归属于母公司所有者的净利润	204.18	213.91	173.77	190.71	263.34	282.84	220.01	244.86	364.48	464.87
增速			28.66%	30.86%	28.97%	32.22%	26.61%	28.39%		27.5%
净利率	3.02%	3.36%	2.82%	2.80%	3.42%	3.68%	2.71%	2.90%	2.81%	2.80%

存货	万元									
	2006H	2006	2007H	2007	2008H	2008	2009H	2009A	2010H	
库存商品	30465.01	30883.76	28169.21	36433.16	42872.02	33106.45	30767.9	50975	44019	
存货	99,833.94	93,703.00	71,676.47	104,463.69	113,395.92	96817.46	115304.98	139,117.00	179883	
存货周转天数	61.89	24.82	31.64	18.88	34.52	14.75	35.98	19.58	43.15	
原材料	62073.65	55106.95	31450.35	51101.46	53434.55	48082.38	68903.8	63716.1	94733	
原材料/存货	62.18%	58.81%	43.88%	48.92%	47.12%	49.66%	59.76%	45.80%	52.66%	
库存商品/存货	30.52%	32.96%	39.30%	34.88%	37.81%	34.19%	26.68%	36.64%	24.47%	

分产品	2004A	2005A	2006A	2007H	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H
营业收入										
高温肉制品(百万元)	4,616.84	5,724.63	6,313.73	3,424.96	7,689.61	4,301.77	8,817.64	5,365.69	9785.33	5735.29
生鲜冻肉(百万元)	3,865.92	5,219.08	5,550.38	3,269.66	8,698.43	5,206.68	9,904.27	4,330.00	9512.15	5529.71
低温肉制品(百万元)	1,086.60	1,983.36	2,576.27	1,799.95	4,184.18	2,639.25	5,786.67	2,361.76	6915.29	4098.31
其他(百万元)	486.69	532.86	690.65	430.02	906.55	524.14	1,077.24	603.19	1401.77	779.43
高低温肉制品合计	5,703.44	7,707.99	8,890.00	5,224.91	11,873.79	6,941.02	14,604.31	7,727.45	16,700.62	9,833.60
营业成本										
高温肉制品(百万元)	3,964.57	4,856.69	5,354.16	2,978.22	6,712.57	3,809.77	7,698.98	4,757.67	8548.52	5014.48
生鲜冻肉(百万元)	3,713.27	4,957.02	5,195.82	3,153.42	8,326.41	4,990.75	9,433.40	4,044.82	9054.61	5235.2
低温肉制品(百万元)	951.56	1,715.19	2,317.78	1,618.23	3,883.09	2,458.70	5,322.58	2,011.01	6230.63	3738.19
其他(百万元)	380.8	428.37	525.57	273.93	673.74	389.3	795.6	446.82	1067.88	613.71
高低温肉制品合计	4,916.13	6,571.88	7,671.94	4,596.45	10,595.66	6,268.47	13,021.56	6,768.68	14,779.15	8,752.67
毛利率										
高温肉制品(百万元)	14.1%	15.2%	15.2%	13.0%	12.7%	11.4%	12.7%	11.3%	12.6%	12.6%
生鲜冻肉(百万元)	3.9%	5.0%	6.4%	3.6%	4.3%	4.1%	4.8%	6.6%	4.8%	5.3%
低温肉制品(百万元)	12.4%	13.5%	10.0%	10.1%	7.2%	6.8%	8.0%	14.9%	9.9%	8.8%
其他(百万元)	21.8%	19.6%	23.9%	36.3%	25.7%	25.7%	26.1%	25.9%	23.8%	21.3%
高低温肉制品合计	13.8%	14.7%	13.7%	12.0%	10.8%	9.7%	10.8%	12.4%	11.5%	11.0%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H
关联交易								
采购商品关联交易	408383.6	563952.0	668485.2	1031461.5	1297946.8	743806.0	1663246.0	989140.0
占同类交易的比例	37.93%	47.23%	49.91%	52.65%	55.83	63.45%	66.87%	64.24%
增长		38.1%	18.5%	54.3%	25.8%		28.1%	33.0%

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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。