

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi_claret@hotmail.com

高猪价下：屠宰关注产能释放，肉制品期待盈利恢复

事件描述

我们于昨日参加了双汇发展（000895）2010 年的股东大会，与公司高管进行了深入而密切的交流，现将具体情况汇报如下。

事件评论

第一，高猪价下应该重点关注：屠宰的开工率&肉制品的盈利能力

在之前发布的深度《负面影响逐步消退，把握正向投资机会》中我们曾对看好双汇长期投资价值逻辑归纳为：高猪价下的恢复+重组评估推进+要约收购审核推进带来 2012 年的高弹性。尽管由于资产重估以及后续资产注入进程的不确定性使得后两者逐步成为市场关注的焦点，但伴随着公司中报预减公告的发布其基本面以及管理层的态度已经显得足够的清晰与明朗，正因为此我们再次提示现阶段扰动公司业绩的不确定性因素即为高猪价下的困惑——鲜冻品的开工率不足以及肉制品的毛利率恢复。

图 1：我们看好双汇的大逻辑



资料来源：长江证券研究部

我们的逻辑假设是：猪价的长时间高位运行一方面会影响到屠宰环节的开工率从而直接减缓公司鲜冻品销量的恢复，另一方面由于现阶段肉制品环节涨价受到抑制，导致高猪价带来的成本压力无法转嫁从而影响其盈利能力。目前的状况是：

屠宰环节上半年的产能释放同比仅七成（我们预计绝对数大概不超过 450 万头），这主要是由于高猪价下公司不想形成高价库存从而伤害后期的盈利而带来的主动减产，高猪价下公司的目标是零库存以销定产，现阶段来看公

司的鲜销率扩大了 10%，产销率增加十几个点，冻品库存只有三分之一。实际上公司屠宰环节的定价方式是成本加成，即公司可以通过自主定价将上游的成本压力进行转嫁从而做到“水涨船高”；上半年销售屠宰量受抑制较大的情况下头猪盈利也低于原计划（正常情况下每头猪的净利为 50 元而目前可能只有 40 元不到），主要是公司为了销售恢复更多让利于渠道环节导致的主动削减自身盈利。我们判断下半年随着下游渠道终端销售能力的逐步恢复公司屠宰环节的盈利能力应该会逐步提升至正常水平，而屠宰量的释放则需密切追踪猪价走势，公司原计划今年 1900 万头的目标未变，相信随着下半年销售旺季的到来，公司屠宰环节的高弹性将会逐步凸显从而使得今年的屠宰量至少应该不会比去年差。

肉制品环节的销售恢复情况继续向好，截止到 6 月份发货量（销售收入）（高低温合计）同比恢复 94.8%，其中高温同比恢复 87%，低温同比恢复 96%。但受制于高猪价肉制品环节的盈利能力受到显著抑制，年初猪价低位温和时公司可以吨盈利 2000 元左右，目前已经缩水至 700-800 元/吨，现阶段肉制品（高低温合计）的毛利率为 14.5%（比去年全年的 15.5% 下降一个百分点）。下半年公司的主要策略是一方面通过调整产品结构（更换产品包装，推出新品）从而高毛利定价，另一方面紧盯市场把握合适的提价机会。我们对于该环节的整体判断是继续看好其销售能力的恢复可以在 7 月份至正常水平（16 万吨/月）而 8 月份极有可能超预期（或将 18 万吨/月），而对于下半年恢复盈利能力的规划，公司的思路十分清晰，猪价走势可能甚于其执行力而需要继续追踪。

第二，基于上述逻辑的业绩测算（2011&2012）

在这里我们要给出对于 2011 年的业绩测算，同时我们也认为这是目前市场上最为关心的问题。

在前期的报告中，我们已经将公司中报所呈现出的亏损做了原因上的拆分，即在正常增速 25% 的情况下，一季度净利润 2.65 个亿，二季度 0.5 个亿到 1.3 个亿，即单季亏损 1.3 个亿到 2 个亿，或二季度比正常情况下降 5~6 亿，可分拆为收入规模下降（1 个亿）+费用投放（2 个亿）+回收减值（2~3 个亿）。这里暗含的前提就是：公司已经在中报一次性计提由于二季度滞销造成的存货损失，进而使得这一干扰业绩的最不确定因素得以消除，从而我们测算下半年业绩就会更为从容。

测算逻辑：我们依旧承接第一部分所阐述的对于高猪价下鲜冻品销量和肉制品盈利能力的担忧，并且我们认为下半年的不确定因素除了客观的猪价走势之外，另一个关键因素就是公司对于肉制品环节可能的提价行为，而后者伴随前者必然带来肉制品毛利率的波动，而这两方面进而演绎成为我们判断下半年公司业绩变化的逻辑主线，即由客观猪价和主观提价所映射到的鲜冻品销量&肉制品毛利率。有趣的是，这两点因素的变动方向恰好是一致的（即高猪价下肉制品销量受到抑制，同时削弱肉制品环节的毛利率），因此我们只需讨论三种情况：

【注：2011 年公司原计划全年屠宰 1900 万头，生产肉制品 200 万吨，从上半年的情况来看，即上半年屠宰量不超过 450 万头、肉制品销量 64 万吨的情况下，完成有一定难度（粗略估算，若公司想在下半年赶上进度，则需日屠宰 8 万头和肉制品每月发货 20 万吨，这是不可能做到的）。因此我们依据已知数据对 2011 年上半年做出部分财务数据的估算并据此对下半年的情景向下设定了三个假设。】

表 1：我们依据已知数据对 2011 年上半年所作的部分财务数据估算

2011H1	日屠宰量	高温月发货	低温月发货	鲜冻品毛利率	高温肉制品毛利率	低温肉制品毛利率
已知变量	2.5	6.6	4.1	6.50%	16.00%	13.50%

资料来源：长江证券研究部

表 2：2011H2&2012A 三种情境下的各种假设自变量

2011H2	日屠宰量	高温月发货	低温月发货	猪价上涨	鲜冻品调价	高温调价	低温调价
乐观	4	11.5	8.3	10%	10%	13%	15%
中观	3.5	11	6	15%	15%	15%	17%
悲观	3	7.5	5.8	20%	20%	17%	19%

2012A	日屠宰量	高温月发货	低温月发货	猪价上涨	鲜冻品调价	高温调价	低温调价
乐观	5.5	12.5	8.6	-10%	-7%	-4%	-4%
中观	5	11.5	7.5	-10%	-7%	-4%	-4%
悲观	4.5	8.3	6	-10%	-7%	-4%	-4%

资料来源：长江证券研究部

假设 1: 2011 年下半年生产销售恢复正常, 则 2011 年的计划能够部分完成。我们给鲜冻品原计划 60% 的屠宰量, 即 1180 万头 (下半年日屠宰量 4w 头); 肉制品销量达原计划 90%, 即月销量 19 万吨左右。而这里所需要的大背景即是猪价能够在三季度出现回落 (表征在猪价下半年环比上半年上涨 10%), 从而鲜冻品的销量和肉制品的盈利都会得到保障。肉制品方面, 考虑提价 (鲜冻品 10%+高温 13%+低温 15%) 则毛利有望在下半年出现较大幅度的回升。进一步对于 2012 年, 猪价和公司产品售价下调将会是大概率事件 (具体数据请详见表 2)。对应的测算结果如下:

表 3: 乐观情况下对于 2011&2012 年公司的业绩测算 (备考)

情景模拟 1	2011E	2012E
营业收入(百万元)	38309	55844
高温肉制品	13668	18674
低温肉制品	13267	19083
鲜冻猪产品	9524	15587
销量 (万吨)		
高温肉制品	110	150
低温肉制品	70	100
原计划屠宰生猪 (万头)	1,179	2,000
鲜冻猪产品	55	93
单位售价 (元/吨)		
高温肉制品	12426	12449
低温肉制品	18952	19083
鲜冻猪产品	17317	16700
毛利率		
高温肉制品	18.12%	20.88%
低温肉制品	15.99%	19.67%
鲜冻猪产品	6.66%	9.76%
EPS	2.09	4.21

资料来源：长江证券研究部

假设 2: 若猪价回落较慢 (市场普遍预计在明年年初, 我们对应设定的猪价上涨幅度为 15%), 则相应地鲜冻品销量的恢复以及肉制品盈利能力的回升都将受到抑制, 这里我们给屠宰环节全年 1093 万头, 对应下半年日屠宰量 3.5w 头, 而肉制品年化 170 万吨, 对应下半年月销量 17.5 万吨。肉制品方面, 考虑提价 (鲜冻品 15%+高温 15%+低温 17%) 则毛利有望在下半年出现一定程度的回升。相应测算结果如下:

表 4: 中观情况下对于 2011&2012 年公司的业绩测算 (备考)

情景模拟 2	2011E	2012E
营业收入(百万元)	36470	52350
高温肉制品	13169	17738
低温肉制品	12411	17474
鲜冻猪产品	9040	14638

销量 (万吨)		
高温肉制品	105	140
低温肉制品	65	90
原计划屠宰生猪 (万头)	1,093	1,800
鲜冻猪产品	51	84
单位售价 (元/吨)		
高温肉制品	12542	12670
低温肉制品	19094	19415
鲜冻猪产品	17726	17427
毛利率		
高温肉制品	17.07%	19.39%
低温肉制品	14.56%	17.67%
鲜冻猪产品	6.55%	9.59%
EPS	1.77	3.51

资料来源: 长江证券研究部

假设 3: 最糟糕的情况即除猪价回落较慢之外其他负面因素的迸发 (例如肉制品无法顺利实现提价), 这使得我们给公司鲜冻品的恢复打 5 折, 肉制品销量为 150 万吨, 同时下半年肉制品盈利能力与去年水平并无显著提升, 则测算结果如下:

表 5: 中观情况下对于 2011&2012 年公司的业绩测算 (备考)

情景模拟 3	2011E	2012E
营业收入(百万元)	32981	43698
高温肉制品	11304	13406
低温肉制品	11521	14218
鲜冻猪产品	8306	13575
销量 (万吨)		
高温肉制品	90	104
低温肉制品	60	72
原计划屠宰生猪 (万头)	986	1,600
鲜冻猪产品	46	75
单位售价 (元/吨)		
高温肉制品	12560	12890
低温肉制品	19201	19747
鲜冻猪产品	18057	18181
毛利率		
高温肉制品	16.02%	17.84%
低温肉制品	13.19%	15.62%
鲜冻猪产品	6.54%	9.58%
EPS	1.41	2.56

资料来源: 长江证券研究部

第三, 中观情境下的盈利预测

在第二部分讨论的基础之上, 我们认为中观情况发生的概率最大。原因在于: 乐观条件下要求下半年日屠宰量达到 4

万头依然难度太大，而中观条件下下半年要求公司的日屠宰量为 3.5 万头，悲观情况下日屠宰量只需 3 万头，以 4 万头每天的规划正常水平来看，中观情形应该是大概率事件（从走势上看下半年猪价至少还应该高位运行一段时间）；另一方面，下半年可能会出现部分回调，但猪价高位运行下 V 字反转的可能性似乎不大（更大的可能在明年发生），因此我们对于下半年猪价的上涨增速中性偏谨慎，同时考虑到肉制品在上半年所面临的成本压力极大，下半年的提价应该只是时间问题，因此综合考虑中观情景发生的概率最大。即我们预计 2011~2012 年公司的 EPS 为 1.77 和 3.52 元，再次提示现阶段的反向投资机会。

附录：双汇股东大会纪要

Q1：双汇主营产品真实的恢复数据，低温、高温、冷鲜肉和冷冻肉四大类？食品添加剂的安全问题，公司未来如何让投资者满意？

A：截止到 6 月份，发货量（销售收入）（高低温合计）同比恢复 94.8%，高温 87%，低温 96%。同比 70%，但今年猪价已经创新高（19.5 元），鲜销率扩大了 10%，产销率增加十几个点，冻品库存只有三分之一。第一，头头检验继续坚持；第二，引入第三方监管；第三，开放式办厂，围绕每个工厂周边 300 公里内邀请消费者参观；第四，3.15 之前公司是按照国家标准检验，之后公司高于国家标准进行头头检验。原辅料问题，公司对引进的各种原辅料也会严格检验。

Q2：上半年集团资产注入的坏账损失？头头检测的费用未来是否会下降？

A：坏账损失也大概在 80%-90%左右，但具体的数字现在不方便说。几个月前试纸条当时 15 元左右，现在生产试纸条的厂家逐步增多，造成供过于求的状况，因此目前检测每头猪的成本不到 10 块钱，未来可能会继续下降。

Q3：公司在三四线超市里面恢复比较快，在一二线城市里恢复比较慢，未来公司打算怎么做好一二线城市？我国集中度偏低，是因为我国大小企业的回报率差不多，公司怎么看？

A：无论是肉制品加工企业还是生猪屠宰业都面临着分散，但接下来几个方面都会有利于大企业的发展。第一，从国家的层面来讲食品安全问题更有利于大企业，另一方面国家 3 月份出台政策要在 1-5 年内砍掉屠宰产能一半，现在共 2.2-2.3 万家（5 亿头左右）；第二，从成本角度看今年的生猪价是 19.5 元，如此高的成本对于小企业来讲基本无法承受，必然会造成作坊式的小型加工企业关闭；第三，盈利水平来看，一般情况下大企业比不过小企业（前者在食品安全、员工福利和生产设备的投入更大），接下来随着公平竞争的到來大企业会逐步缩小和小企业的差距。

预计 6 月份整体恢复 92%，大型商超 93.3%（高于平均数，主要是分区域）。至于接下来的政策，一是推新品，二是招募更多促销人员和使用更多促销手段，三是要涨价。

分区域来看，最好是东北（甚至好于去年，100%以上），最差是西南（60%左右）。至于上海，超市与超市之间的差距也很大，一方面上海的信息化程度高，二是可选择的余地大，但总体来看差距会逐步减小。

Q4：公司对媒体报道损失 100 多亿，怎么体现？中报的损失是一次计提么？最近爆出的两件食品安全事件属实吗？如果资产重组顺利推进，高猪价下 3 元钱还成立么？资产重组之后和境外大股东变更的关系？

A：100 多亿是媒体报道，公司官方的公布只有济源双汇损失 3000 多万。公司这次也是彻彻底底洗个大澡，二季度的事情这次一次性处理完后面不会再有。公司每天外销产品的数量是 1 亿 3-1 亿 4，对于近期发生的食品安全问题，出厂之后破袋问题是不存在的，更多应该是流通环节的问题。高猪价下公司的压力的确很大，目前公司鲜冻品方面的措施是不想形成高价位库存，以销定产为主，满足市场供应为主；第二个，肉制品方面可能要提价，但也要看时机，公司一方面会调整产品结构（更换产品包装，新品推出高毛利定价），另一方面紧盯市场，看是否有提价机会。公司现在还没有更改年初的经营计划，尽管完成以来的确有难度，但公司想尽力做好。重组证监会还在审核，目前还在看情况，如果 7 月份情况一切顺利可能会有实质性的进展。

Q5: 重大资产重组的事情, 3.15 以来业绩受影响, 济源停产以及口碑变差, 这部分资产的盈利都发生了重大的变化, 证监会有何具体指导?

A: 第一次反馈意见已经在 4 月份收到, 目前还在恢复当中。资产评估 5 月底已经到期, 亟需重估, 已经上报, 证监会还在审核并关注事态发展。从大的方向来看证监会去年推出消除关联交易、避免同业竞争的政策, 公司的重组符合国家的政策导向; 公司也希望尽快做好。重组大家都存在预期, 现在还是应该观察。

Q6: 公司打算自建屠宰厂, 单厂耗资 6-7 个亿, 20 个就要花费 100 多个亿, 公司在资金方面如何考虑? 双汇的长远目标会否发生改变?

A: 关于养殖业, 我们坚持要做, 因为养殖业符合我们今后肉类加工行业的需要, 而且有利于食品安全, 坚持发展, 方针不会变, 每一个屠宰场跟一个 50 万头的养猪场不算多, 因为我们屠宰场会在 100-200 万头的屠宰量, 既要有自己的养猪场也要在社会上收购生猪, 对行业的发展有益。我们一直是肉类联合加工, 不单独搞屠宰、养殖、肉制品, 随着当前食品安全的需要以及产业整合, 很需要我们打通产业链, 养殖业、饲料业、屠宰业、肉类加工深加工、肉制品相关产业都要, 这样便于我们企业上规模, 便于调整结合实现规模相应, 参与全行业竞争。今后养殖业坚持要做方针不变, 要步步推进, 根据产业发展状况, 自身资金实力, 产业链发展也有国家的支持, 在产业化发展当中逐步加快。

Q7: 重估会不会折合股数? 2012 业绩做到的把握有多大?

A: 估值的问题, 315 之后对公司影响比较大, 最大的是济源那块, 目前情况之下估值肯定要调整, 具体怎么调整调多少, 要看恢复情况, 看评估机构的评估结果。如果估值有所变化对应股数肯定也要变化。

2012 年, 虽然成本上升很大, 但是我们对下半年和明年还是很有信心的, 猪价高价运行和波动我们都有相应的办法, 经营方面还是比较有信心的。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	29059	32916	36379	52219	货币资金	1912	36753	40168	45112
营业成本	25136	27840	31246	43634	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3923	5076	5133	8585	应收账款	104	118	130	186
% 营业收入	13.5%	15.4%	14.1%	16.4%	存货	1391	1541	1729	2415
营业税金及附加	61	69	76	109	预付账款	11	13	14	20
% 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	1100	1317	1455	2193	流动资产合计	3432	38439	42058	47756
% 营业收入	3.8%	4.0%	4.0%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	369	428	546	705	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	长期股权投资	380	380	380	380
财务费用	-20	-69	-138	-153	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	1828	1979	2342	2684
资产减值损失	21	1	1	4	无形资产	64	61	58	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	93	0	0	0	递延所得税资产	21	0	0	1
营业利润	2485	3331	3193	5726	其他非流动资产	28	28	28	28
% 营业收入	8.6%	10.1%	8.8%	11.0%	资产总计	5753	40887	44866	50904
营业外收支	13	10	-400	-180	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	1349	3341	2793	5546	应付款项	677	750	841	1175
% 营业收入	4.6%	10.1%	7.7%	10.6%	预收账款	768	870	961	1379
所得税费用	243	601	447	887	应付职工薪酬	301	333	374	522
净利润	1106	2739	2346	4659	应交税费	68	150	117	223
归属于母公司所有者的净利润	910.7	2405.4	2122.6	4215.1	其他流动负债	205	228	256	359
少数股东损益	195	334	223	444	流动负债合计	2019	2331	2550	3659
EPS (元/股)	0.76	2.01	1.77	3.52	长期借款	11	11	11	11
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	3	0	0	0
经营活动现金流净额	1417	3016	2428	5093	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	47	0	0	0	负债合计	2036	2345	2564	3673
收回现金					归属于母公司	2940	37140	38944	42526
长期股权投资	11	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	777	1111	1334	1778
固定资产投资	-420	-329	-564	-572	股东权益	3717	38250	40278	44304
其他	44	0	0	0	负债及股东权益	5753	40596	42842	47978
投资活动现金流净额	-365	-329	-564	-572	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	18	32194	0	0	EPS	0.76	2.01	1.77	3.52
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	4.85	61.29	64.26	70.18
筹资成本	439	-292	-181	-479	PE	113.52	42.98	48.70	24.53
其他	-879	0	0	0	PEG	1.70	0.64	0.73	0.37
筹资活动现金流净额	-422	31902	-181	-479	PB	17.78	1.41	1.34	1.23
现金净流量	631	34589	1683	4041	EV/EBITDA	38.45	19.35	19.40	10.04
					ROE	31.0%	6.5%	5.5%	9.9%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。