

双汇发展(000895.sz)

下调今年盈利预测, 仍旧看好未来公司资产注入后的增长

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-8634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020009

销量整体恢复情况不错, 预计未来更好

1、量方面: 肉制品方面: 与去年同期比, 高低温肉制品恢复 94.8%。冷鲜肉方面: 与去年同期比, 冷鲜肉恢复 70%, 尤其是近期屠宰仅微利, 主要原因为猪价上涨, 为此公司主动降低冷冻品量, 降低高成本库存, 且鲜品销售增加了 10%, 但冻品下降至去年同期的 1/3。

2、区域方面: 东北地区恢复最好, 比去年同期还有微增, 公司在京津地区、河南省、陕西省等华北、西北地区, 还有安徽和江苏省地区也不错, 皆在 90% 以上。山东省恢复了 80% 以上, 西南和华南恢复不算好, 西南市场以前也不是公司销售强势区域, 现在仅恢复了 50-70%, 上海恢复的也不算好, 但公司已对上海采取应对措施, 近期有所改善。

3、预计未来恢复会更好, 由于“头头检测”保证产品安全, 吸引了如沃尔玛、乐购这样的国际大商超主动找公司商谈合作。

重组事项受济源影响, 但公司在努力推进, 中报计提完 3.15 损失

1、由于济源双汇 6 月 2 号已开工, 但恢复的很慢, 现在屠宰量较少, 不好确定评估值, 故评估结果待定。**2、**公司公告中期净利润下滑 80-90%, 基本将损失计提完毕。**3、**继续坚持“十二五”方针, 南昌工厂预计 7 月份投产, 公司对下半年创收有信心。

盈利预测与投资评级: 给予“买入”评级

3.15 事件损失基本计提完毕, 公司目前恢复不错, 同时考虑到资产注入带给公司增值, 我们继续给予公司“买入”评级, 但不同的是, 我们将下调公司盈利预测水平, 预计 2011-2013 年 EPS 为 1.93、3.45 和 3.93 元, 对应 PE 为 33 倍、19 倍和 16 倍, 给予 2012 年 25 倍 PE, 一年内目标价为 87 元。

风险提示: 猪肉价格继续上涨, 食品安全问题

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	28,351.35	36,749.34	49061.3	64125.2	77922.4
增长率(%)	9.00%	29.62%	33.50%	30.70%	21.52%
EBITDA(百万元)	1,503.38	1,804.38	1832.15	3249.08	3749.37
净利润(百万元)	910.66	1,089.28	1169.63	2089.06	2378.95
增长率(%)	30.30%	19.61%	7.38%	78.61%	13.88%
每股收益(元)	1.503	1.798	1.93	3.45	3.93
市盈率	35.34	48.40	31.28	17.52	15.38
市净率	10.95	15.40	7.97	5.48	4.04
EV/EBITDA	20.66	28.40	17.50	9.36	7.42

数据来源: 河南双汇投资发展股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	64.50
目标价格(元)	87.00
前次评级	持有

股价走势

双汇发展(000895)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.45%	-17.24%	30.36%
沪深 300	2.65%	-7.56%	11.96%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

605.99/605.85

主要股东:

河南省漯河市双汇实业集团有限责
任公司

主要股东持股比例 30.27%

财务比率

ROE	31.83%
ROA	25.75%
资产负债率	35.78%
每股净资产(元)	5.65
2010 年报数据	

公司整体销量恢复不错，预计未来更好

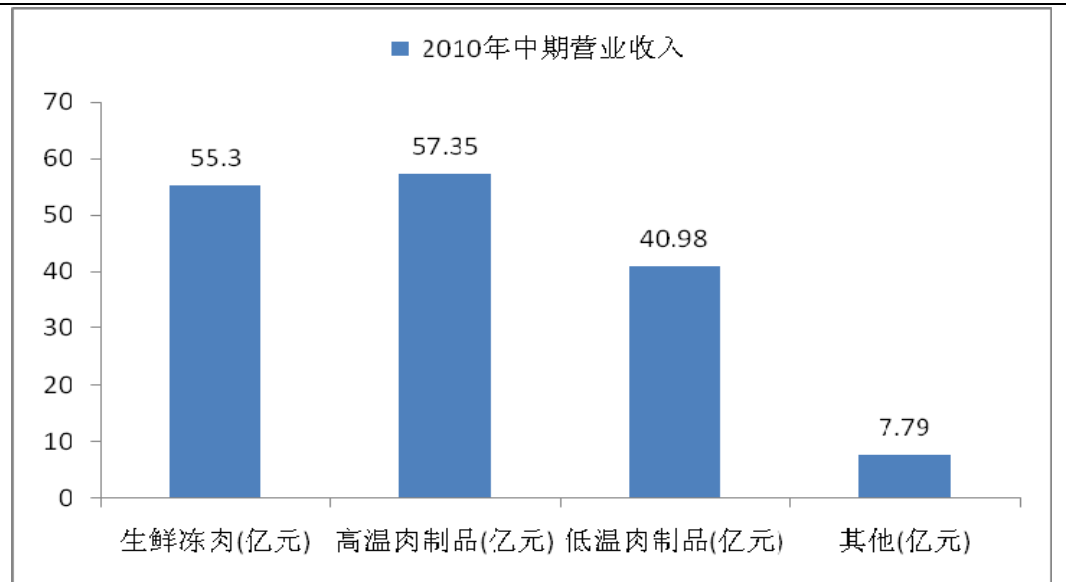
公司在3.15“瘦肉精”事件后，公司销量迅速下滑，肉制品销量最低缩至出事前30-40%，尤其是一线城市销量下降最为明显，随后公司召开经销商大会、万人大会等积极面对事件影响，同时引入“头头检测”避免瘦肉精生猪再次混入公司产品中以保证食品安全，结合终端市场促销等政策，在公司强品牌下，当前公司终端销量已有明显好转，具体表现在：

1、量方面：截至6月22日，**肉制品方面：**与去年同期比，高低温产品恢复了94.8%，即，日发货量在4100吨以上。**生鲜肉方面：**与去年同期比，冷鲜肉恢复70%，主要原因为猪价过快上涨，公司主动降低了屠宰量，且压缩了冷冻品比例，降低高价格库存，鲜品销售增加了10%，但但冻品下降至去年同期同期的1/3，综合原因导致冷鲜肉恢复的慢些。

2、区域方面：一直以来，公司在华北地区品牌力强于南方，2010年年报披露，公司在长江以北地区的销售收入占公司总收入的61.8%，利润占公司总收入的70.2%。**当前，东北省恢复最好，与去年同期相比还有微增**，此外，公司在京津地区、河南省、陕西省等华北、西北地区，还有安徽和江苏省地区恢复的也还不错，都在90%以上。在金锣强势地域山东省销量也恢复了80%以上，但是西南和华南恢复不算好，西南市场出事前也不太好，现在仅恢复了50-70%，一线城市上海整体恢复的也不算好，但上海近期有所改善。

3、公司预计未来恢复会更好，由于“头头检测”保证产品安全，吸引了如沃尔玛、乐购这样的国际大商超主动找公司商谈合作，食品安全问题是头等大事。

图1： 2010年公司中期收入情况



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

济源双汇恢复情况影响评估进程，注入事件仍在推进

此次事发的导索源济源双汇已于6月2日复产，而资产注入评估书已于5月底到期，故目前资产评估书正在重新评估，由于已有一次评估的工作前提，预计此次评估工作最快仅需20个工作日能完成（原计划6月底前完成评估结果），但是济源双汇目前恢复的较慢，屠宰量也比较小，评估机构很难对济源双汇判定评估结果，故需等待时日。根据前次评估结果，济源双汇评估价为24.2亿元，增值率为940.2%，在30个拟注入公司中资产增值率排名第6，占整体资产注入总值7%左右，净利润占比不到4%，若此时注入，评估价格或将大幅降低，也会影响公司当前资产回报率。此外，全国其它分厂也受到“瘦肉精”事件影响，如上海双汇等。整体而言，我们认为，此次资产重新评估与上次偏离程度不大，预计在10%左右，主要原因为：资产评估看待的是公司未来成长，影响的是评估当期的价值有所变化，虽然经过“瘦肉精”事件后，公司销量受影响，但仍能在猪肉价格快速上涨的不利环境下，仍能稳步恢复，说明公司品牌力很强，未来增长值得期待。

表 1：济源双汇近几年经营数据（单位：万元）

单位：万元	2010 年 1-10 月（经审计）	2009 年度（经审计）	2008 年度（经审计）
营业收入	132354.19	36820.14	
利润总额	7205.06	901.28	-9.4
净利润	5684.05	555.6	-8.42

数据来源：公司公告

表 2：前次资产注入评估结论

公司名称	基准日账面值（亿元）	评估值（亿元）	交易作价（亿元）	增值率	折现率	评估方法
绵阳双汇	1.3	34.2	34	2519.00%	10.48%	收益法
天润彩印	0.9	15.9	15.5	1622.20%	10.77%	收益法
连邦化学	1.1	18.4	18	1539.30%	10.70%	收益法
禽业加工	1	14	12.6	1162.00%	10.76%	收益法
双汇肉业	5.6	59.8	59.8	968.30%	10.70%	收益法
济源双汇	2.3	24.2	23.9	940.20%	10.59%	收益法
天瑞生化	0.1	1.4	1	914.90%	10.74%	收益法
卓智新型	0.9	8.4	8.1	803.10%	10.73%	收益法
武汉双汇	2.4	18.8	18.4	666.70%	10.21%	收益法
德州双汇	2.6	19.6	19.2	638.50%	10.50%	收益法
弘毅新材料	0.3	2.2	2.1	609.20%	10.67%	收益法
双汇彩印	0.9	7.6	6	565.90%	10.76%	收益法
双汇进出口	0.3	2.7	2	558.20%	9.15%	收益法
望奎双汇	1.2	9.8	7.2	496.90%	9.87%	收益法
唐山双汇	2.3	13.9	13.5	487.10%	10.50%	收益法
哈尔滨双汇	0.9	7.2	5.2	477.20%	10.76%	收益法
双汇物流	2.9	19.6	16.6	473.90%	10.75%	收益法
淮安双汇	4	22.5	21.9	447.60%	10.66%	收益法
广东双汇	2.8	14.8	14.3	410.30%	10.66%	收益法
阜新双汇	2.5	13.2	10.2	306.70%	10.76%	收益法

宝泉岭双汇	1.1	4.9	3.6	226.10%	10.17%	收益法
阜新汇福	0.6	2.4	1.8	205.70%	10.76%	收益法
内蒙古双汇	2.6	11.2	5.6	117.20%	10.76%	收益法
保鲜包装	0.5	2.8	0.8	63.70%	10.86%	收益法
华丰投资	2.9	5.6	3.2	9.20%	10.71%	收益法
禽业发展	6	6.4	5.7	-4.70%	10.76%	收益法
双汇新材料	2	7.4	1.8	-11.40%	10.93%	收益法
华懋化工包装	0.8	1.9	0.5	-35.60%	10.93%	收益法
上海双汇	3.3	14.3	2	-40.50%	10.76%	收益法
双汇牧业	2	2.3	0.6	-71.30%	10.76%	收益法

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

肉制品和冷鲜肉经营情况：受猪肉价格高企影响

整体而言，集团公司的肉制品事业部和冷鲜肉事业部皆受猪肉价格高企导致利润下降，我们分事业部看，具体了解到的情况如下：

（一）屠宰事业部：主动压缩屠宰量，屠宰量与去年同期相比下降20%左右

1、渠道以经销商门店为主：目前公司门店渠道最多，占比为42%，大卖场和农批市场占比各20%，酒店和餐饮加总占比10%以上，且一、二、三、四线城市皆有覆盖，但深度不够。此外，基本是由经销商做，门店中自建的比例很小。

3.15出事后，公司在上海的门店高峰期损失大约50%，现在有所好转，且公司采取了一些措施，即从5月份开始公司在上海每个区建设一家形象店，此店可以实现网上定制，可作为酒店和餐饮的配送。

2、屠宰利润下滑明显：年初高峰期时，屠宰一头猪能赚100元/头，但现在由于猪肉价格高企，屠宰一头猪已赚不到多少钱，几乎盈亏平衡，使得公司主动压缩屠宰量，并且减少冻肉比例，减低存货成本，冻肉没存放仓库一个月的成本为100元/吨，公司会根据猪肉价格来选择冻肉存量。

从年初至今，平均每头猪能赚30元/头，共赚取1.5亿元左右利润，且在1月份就赚了1亿元，历史上都没有过，而2月份也赚了不少，3-6月份基本没赚什么钱。

3、屠宰量主动降低：集团去年计划今年屠宰量为1900万头（2010年集团屠宰量为1300多头），但截至目前为止，只屠宰了500多万头，屠宰量下降是公司主动下降的，原因为：一方面由于3.15事件导致需求量下降，另一方面由于猪肉价格高企抑制了消费需求。

集团共有12个屠宰厂，屠宰能力为1900万头，但只有金华（屠宰能力100万头）、漯河（200万头）和郑州（150万头）3家在上市公司里面，其它归属集团公司。

4、头头检测费用没有前期预估的高：此前集团公司董事长万隆预测检测费用为3亿元，但实际上只有1.2-1.5亿元，原因为：一方面屠宰量下降，二是规模采购价格会下降。当时预计每头猪是15元（屠宰量为1900万头）。同时，检测初期假阳性比较多，费用会高些，后面假阳性在减少，目前每头猪费用不到10块钱。