

分析师： 苏雪晶 (8621) 68751126 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 王奇玮 (8621) 68751126 wangqw2@cjsc.com.cn

全年业绩符合预期，期待 2012H 的高弹性

事件描述

双汇发展（000895）今日发布 2011 年业绩预告，其主要内容为：

- 2011 年度，归属于上市公司股东的净利润预计为 5.5 亿~5.9 亿元，而上年同期经追溯调整后为 11.6 亿元，同比下降 49.17%-52.62%；其中，2011Q4 归属于上市公司股东净利润为 2.72~3.12 亿元，同比下滑 24.17%~6.92%（2010 年 Q4 归属母公司净利润调整为 3.58 亿）；预计 2011 年基本每股收益 0.9076-0.9736 元。
- 业绩下降的原因主要由于 2011 年原辅料成本大幅上升以及“3.15”事件的影响，公司的销量和毛利率较上年同期出现不同程度的下降。

事件评论

第一，公司全年业绩符合我们之前预期

公司预计全年归属母公司净利润为 5.5 亿~5.9 亿元，也即增发前 EPS 介于 0.90~0.97 元之间，按照股份与集团的净利润配比关系，我们大致可以估算出 2011 年整个集团的业绩在 1.20~1.29 元左右，符合我们之前对于备考报表的业绩预期（请详见我们在 12 月 16 日发布的邮件：[我们综合 10 月末的调研以及后续与公司所进行的沟通，对于今年的盈利预测备考后为 1.28 元，考虑今年资产注入无法完成则 EPS 为 0.96 元](#)）。

为了进一步理顺内部关系，我们将[公司目前的组织架构划分为肉制品事业部、鲜冻品事业部、化工事业部、养殖事业部和综合事业部](#)（生化制药&蛋白&辅料&肠衣加工&水电气&能源动力等配套职能），而备考之后主要贡献利润的事业部是屠宰、肉制品和化工包装三个，于是下面对这三个事业部的情况予以详细探讨：

- ◆ 屠宰事业部：备考口径 1~9 月份利润是 1.4 个亿（1~8 月份 8000 多万+9 月份的 5600 万），10 月第二周猪价下跌引发全年利润峰值（10 月单月头均净利在 70 元左右），尽管日屠宰开工率较之前的“双节”略有下滑但仍能维持 2.8w~2.9w 头（即 10 月单月屠宰量在 85w 头），进而 10 月单月的屠宰利润为 6000 万左右，[我们如果预计 11 月~12 月趋势不减则 4 季度屠宰事业部的利润贡献为 3.0~3.3 个亿](#)（实际上 12 月份屠宰开工率恢复至日均 3.5 万头但头均净利则下滑在 45 元），依据 1100 万头左右的年屠宰量则头均净利在 30 元左右。今年鲜冻品的头均净利在 30 元左右主要来自以下三方面的因素：首先猪价预计 17.1~17.2 元/公斤，相比 10 年的猪价的 11.4 元/公斤大约增长 50%，第二费用的增长主要是今年头头监测和各个环节所需费用，第三是 3.15 带来的存货计提。
- ◆ 肉制品事业部：肉制品 1~9 月份总共实现 1 个多亿利润（大都来自 9 月份的贡献），其中 1~8 月份肉制品销量 100 万吨左右，8 月份基本持平，[4 季度 50 万吨](#)（肉制品月发货量 16 万吨同比 103%，但和原来计划相比还有一定差距）[1100 元/吨](#)（8~9 月份吨均盈利为 700~800 元左右，经过下半年的三次提价之后 10 月份已经有 1100 元）

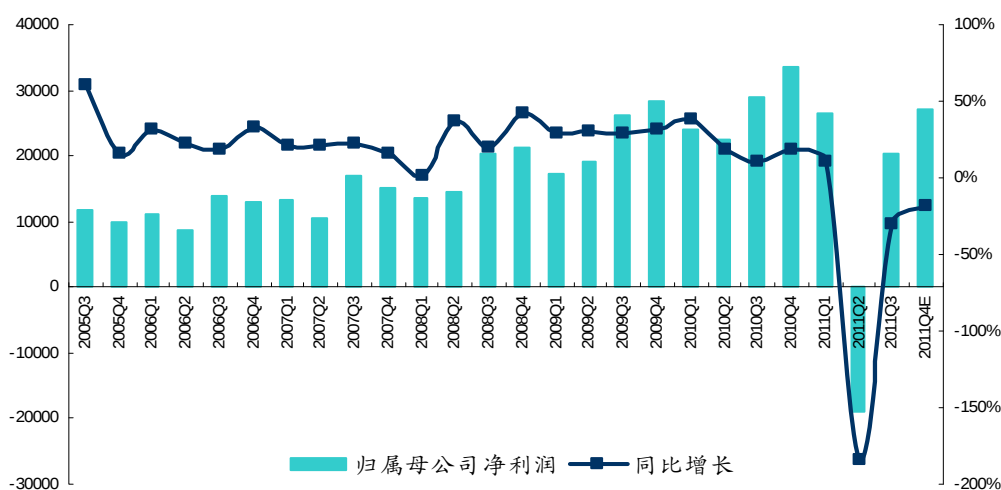
则税前 5.5 个亿，全年肉制品事业部税前利润 6.6 个亿左右（税后 5 个亿）。按照全年 150 万吨左右的发货量则 2011 年的吨均净利在 440 元/吨左右。

◆ 化工事业部：化工事业部和肉制品的量配套，今年还是有所下滑但是幅度相对较小，预计能完成今年计划的 80%~90%，主要是外部市场延伸较好（金丝猴豆干的外包装），第二个正在研究医药铝箔包装的替代，第三和蒙牛洽谈牛奶的外包创新，第四个是海外市场（奥地利、罗马尼亚和捷克等高温肉制品才刚刚兴起）。今年收入应该在 35~40 个亿之间，实际上 1~9 月份实现收入 33 个亿（同比下降 8%，去年 35.9 个亿），海外市场占据 10%，1~8 月份税前贡献 6 个亿，因此预计全年税后 7 个亿应该达不到。

◆ 政府补贴：今年上半年就有 5000 多万的政府补贴，预计全年在 8000 万左右。

综上，备考之后 2011 年的 EPS 为 $(3.3+5+6+0.8)/11.98=1.26$ 元左右，即股份公司的 EPS 为 0.946 元。

图 1：双汇发展历年业绩增长表现



资料来源：长江证券研究部

第二，我们认为，公司 2012 年销量计划制定的相对保守，全年业绩超预期可能性较大

对于明年的预测我们曾按照之前的模型给出三种情境假设（见表 1，增发股本按 10% 下调），同时我们倾向于认为乐观和中观出现的可能性较大。进而双汇未来 3-6 个月的投资时点主要有三个：（1）12 月末明年产销量计划的公布（这是测算明年究竟 3.30 还是 3.50 的关键）；（2）明年 3~4 月份重组的如期完成；（3）明年年中的猪价回落可期。

表 1：我们之前对于双汇 2012 年业绩的三种情境判断

	猪价同比 回落	屠宰量（万头）	头均净利 （元/头）	发货量（万吨）	吨均净利（元/ 吨）	化工贡献（亿）	EPS
乐观	20%	2000	60	220	1200	8	3.67
中观	15%	1800	55	200	1200	8	3.33
悲观	10%	1700	50	200	1100	7	2.96

资料来源：长江证券研究部

公司 12 月底公布的对于 2012 年现在制定的目标是：计划屠宰 1600 万头，头均 50 元，计划肉制品年发货量 185 万吨，吨均净利 1500 元；按照化工包装 8 个亿合计则 2012 年公司 EPS 为 3.13 元（股本摊薄 10% 为 3.4 元，股本摊薄 5% 则为 3.2 元）。尽管业绩预测相差无几，但我们可以明显发现无论是屠宰量还是肉制品日发货量均较预计有所下滑，而肉制品的吨均净利则设定的较高；对此我们认为：由于双汇下半年有两个新厂--郑州和南昌工厂投产使得其

年底的屠宰总产能达到 2300 万头，而按计划昆明工厂将在明年上半年投产，因此按照双汇历史上 70%-80%左右的产能利用率产能释放有进一步超预期的可能。

表 2: 对于 2011 年和 2012 年的分部业绩预测 (备考之后)

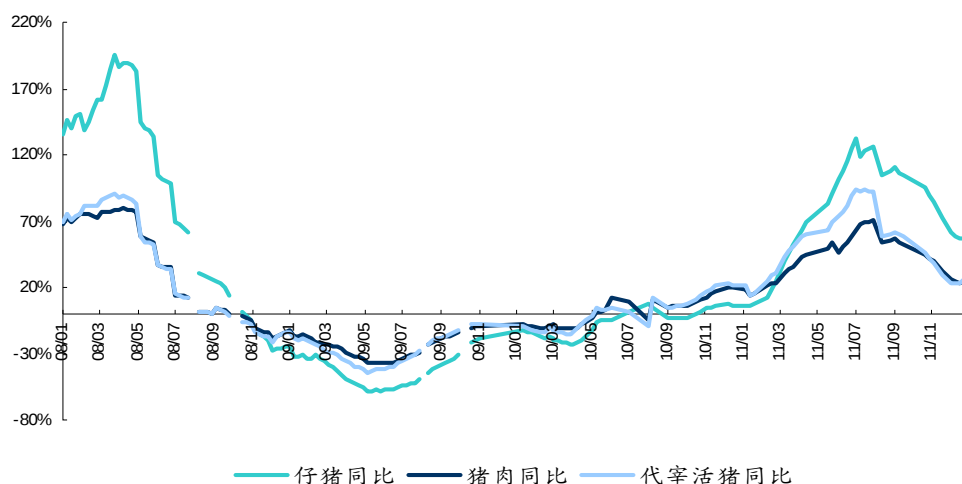
	屠宰量 (万头)	头均净利 (元/头)	肉制品 (吨)	吨均净利 (万元/吨)	化工 (亿)	政府补贴 (亿)	EPS
2011A	1100	30	150	440	6	0.8	1.26
2012E	1600	50	185	1500	8	0.8	3.13

资料来源: 长江证券研究部

第三, 在此时点向前看两个季度, 我们认为双汇是大众品中值得重点关组的优选品种

在此时点向前看两个季度, 我们认为双汇是大众品中值得重点关组的优选品种: (1) 一方面重组进程按计划会在节前递交完材料, 整体注入 1 季度做完的可能性极大, 而 3.15 必然会成为市场关注的敏感时点; (2) 另一方面“瘦肉精”事件对 2011 年 2 季度的影响最大, 伴随产销率的恢复公司 2 季度的数据有保障并可能继续超预期; (3) 最后, 环比来看不断回落的猪价将进一步为公司上半年的业绩注入可持续的确定性。长期视角, 我们则更关注重组可能会为公司带来的组织架构和销售体系方面更为灵活的变革。

图 2: 猪价周同比走势图



资料来源: 长江证券研究部

第四, 盈利预测

我们预测公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 3.30 元和 4.39 元 (重组完成之后), 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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	36749	37907	56572	67887	货币资金	2371	5129	8740	13788
营业成本	33482	31766	45880	54853	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3268	6141	10692	13034	应收账款	189	335	588	706
% 营业收入	8.9%	16.2%	18.9%	19.2%	存货	1349	2605	3762	4498
营业税金及附加	72	74	111	133	预付账款	50	196	275	328
% 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	1219	2085	2998	3394	流动资产合计	4035	8343	13470	19441
% 营业收入	3.3%	5.5%	5.3%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	482	1327	1867	2037	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	3.5%	3.3%	3.0%	长期股权投资	430	430	430	430
财务费用	-38	-13	-24	-40	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	1780	4471	4862	5149
资产减值损失	3	7	28	9	无形资产	73	69	66	63
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	121	0	0	0	递延所得税资产	25	1	6	2
营业利润	1651	2661	5713	7502	其他非流动资产	366	366	366	366
% 营业收入	4.5%	7.0%	10.1%	11.1%	资产总计	6709	13681	19199	25450
营业外收支	-9	-450	-150	-100	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	1642	2211	5563	7402	应付款项	680	2066	2984	3568
% 营业收入	4.5%	5.8%	9.8%	10.9%	预收账款	798	644	962	1154
所得税费用	315	442	1113	1480	应付职工薪酬	347	482	475	568
净利润	1327	1769	4450	5921	应交税费	136	181	430	567
归属于母公司所有者的净利润	1089.3	1551.5	3954.1	5261.0	其他流动负债	416	416	600	713
少数股东损益	238	217	496	660	流动负债合计	2378	3790	5452	6571
EPS (元/股)	0.91	1.29	3.30	4.39	长期借款	11	11	11	11
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	3	0	0	0
经营活动现金流净额	1465	1910	4945	6526	其他非流动负债	9	9	9	9
取得投资收益	48	0	0	0	负债合计	2400	3810	5472	6590
收回现金					归属于母公司	3423	8728	12089	16561
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	886	1103	1599	2260
固定资产投资	-451	-2957	-766	-729	股东权益	4309	9831	13688	18820
其他	48	0	0	0	负债及股东权益	6709	13641	19160	25411
投资活动现金流净额	-403	-2957	-766	-729	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	15	4026	0	0	EPS	0.91	1.29	3.30	4.39
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	5.65	7.28	10.09	13.82
筹资成本	624	-220	-569	-749	PE	94.91	66.63	26.14	19.65
其他	-1247	0	0	0	PEG	1.37	0.97	0.38	0.28
筹资活动现金流净额	-609	3806	-569	-749	PB	15.27	11.84	8.55	6.24
现金净流量	453	2758	3611	5048	EV/EBITDA	55.72	33.68	15.60	11.33
					ROE	31.8%	17.8%	32.7%	31.8%

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。