

双汇发展 (000895)

买入/维持评级

股价: RMB77.94

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8637

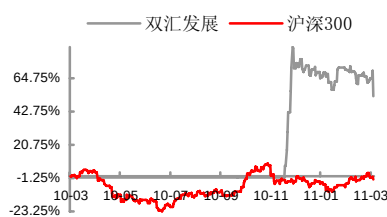
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	606
流通 A 股 (百万股)	606
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	47,231

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

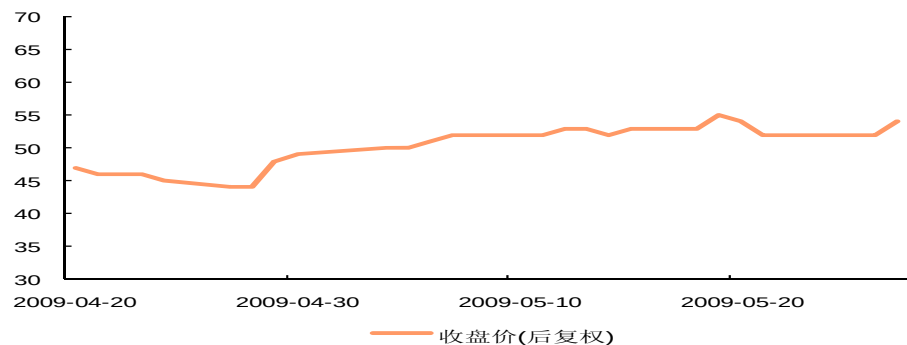
双汇发展 (000895) 瘦肉精干扰带来买点

- 事件起源。** 3·15 央视报道了河南部分地区的瘦肉精事件, 双汇集团子公司济源双汇也牵涉其中, 导致双汇发展股票跌停。据媒体报道, 河南孟州、沁阳、温县等地一些养猪场使用“瘦肉精”喂猪, 躲过养殖、贩运、屠宰多个环节的监管漏洞, 流入消费市场。公司公告暂时停牌, 核实后复牌。
- 双汇集团今天发表声明。** 称央视济源双汇报道属实, 致歉消费者, 责令济源工厂停产自查, 派出集团生产副总进驻济源工厂整顿处理, 同时要求所有工厂加强各环节质量控制。后续具体处理结果仍需等待, 我们也将密切跟踪事件进展。
- “瘦肉精”短期对民众心理冲击较大, 对公司股价形成压力。** 此次事件对公司的影响分为三个方面: 超市、冷鲜肉连锁店产品下架与否, 跟原料肉的地域来源、产品检测报告相关, 公司数十个屠宰场分布于全国各地, 含有瘦肉精的生猪集中于河南焦作地区, 因此影响相对不大; 品牌形象短期内受到冲击, 公司将采取跟消费者沟通等措施挽回品牌损失, 逐渐平复影响; 长期看, 食品安全问题的曝光, 会敦促行业提高质量标准, 加强各环节监测, 公司也将加强生猪收购环节的质量管理, 强化收购标准实施。
- “瘦肉精”事件导致的下跌带来买点, 主要是需求刚性和后续食品安全标准提高。** 2009 年 4 月 21 日雨润食品被安徽省质监局通报, 阜阳雨润的某批次午餐肉含有瘦肉精, 雨润食品 4 月 23 日发布了诚告消费者书, 进一步强化质量管理, 加强原料肉检测, 同时对剩余的同批次原料肉全部做销毁处理。雨润食品午餐肉事件发生后, 公司股价在随后两周内呈现大幅下跌和上涨, 十个交易日后股价即趋于稳定, 累计跌幅 3.3%, 一个月后股价累计跌幅只有 2.5%。

经营预测与估值	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28252	35857	44628	54784
(+/-%)		26.9	24.5	22.8
归属母公司净利润(百万元)	2079	2895	4208	5338
(+/-%)		39.2	45.4	26.9
EPS(元)	1.68	2.51	3.40	4.31
P/E(倍)	47	31	23	18

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 雨润食品午餐肉瘦肉精事件前后股价表现



资料来源: wind、华泰联合证券研究所整理

- 公司此次事件比雨润午餐肉影响更大, 需要尽快公布具体情况, 但我们认为只要事态不延伸至行业层面, 就是可控的。与雨润事件的相似之处: 都是个别屠宰场的原料肉涉及; 预计召回撤架产品也仅限于屠宰场周边的市场; 都对品牌造成一定损害。特殊之处: 公司此次事件是由央视 3·15 报道, 性质更严重、影响范围更大, 需要公司与消费者有详尽的沟通, 才能逐渐平复和挽回品牌形象; 出事地点发生在河南, 尽管只是济源双汇, 但消费者会对公司的河南产品有联想。

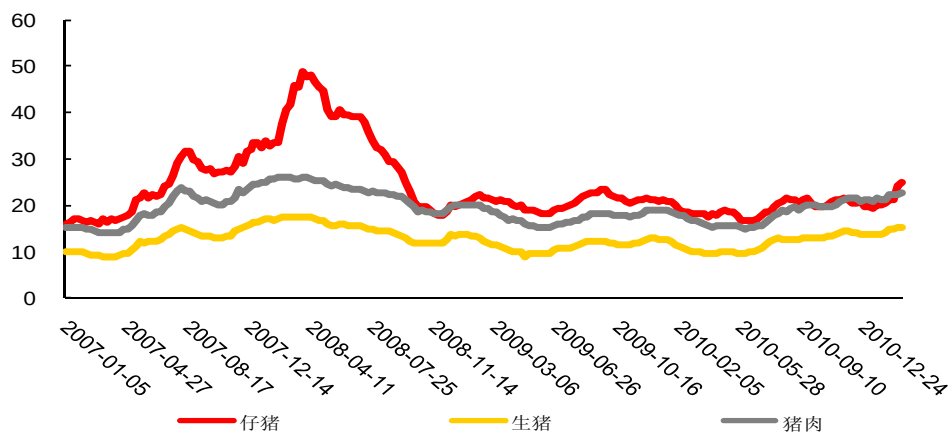
表格 1: 双汇集团、雨润食品“瘦肉精”事件对比

事件进展	双汇集团	雨润食品
发生	3 月 15 日, 央视报道济源双汇涉及瘦肉精生猪收购	2009 年 4 月 21 日, 阜阳曝光午餐肉事件
监管部门	3 月 15 日, 农业部赴河南查处瘦肉精事件	安徽省质监局通报
公司反应	3 月 16 日, 双汇集团发表声明, 济源双汇停产自查, 集团生产副总进驻整顿。市场还在等待公司处理结果, 我们也将密切跟踪。	4 月 23 日 雨润集团发表声明, 召回问题产品。
超市反应	外地市场产品多产自附近工厂, 青岛双汇产品基本来自德州, 广州双汇产品多来自清远。外地少部分超市下架双汇肉制品, 大部分超市认为没有政府部门的权威报告暂不下架。生鲜肉运输半径 500 公里, 多是产地销, 影响程度低于肉制品。	阜阳市内超市纷纷清查, 下架关联产品, 重庆永辉超市对阜阳午餐肉产品暂时下架, 其他超市未发现产地阜阳的午餐肉, 济南、厦门等地市场未发现雨润阜阳的问题午餐肉产品。
影响追踪	预计涉及瘦肉精产品仅在济源双汇的概率较大, 其收入、利润占比 4.5%、2.5%。只要事态不进一步发酵延伸到行业层面, 对公司的影响就是暂时的和可控的。	雨润阜阳午餐肉产品占比有限, 年销售额仅有 10 万元左右, 全部召回问题产品对收入影响很小。
股价表现	3 月 15 日股票跌停, 3 月 16 日股票停牌。	事件发生后股价呈现大幅下跌和上涨, 十个交易日后股价即趋于稳定, 累计跌幅只 3.3%, 一个月后股价累计跌幅只有 2.5%。

资料来源: 公司网站、华泰联合证券研究所整理

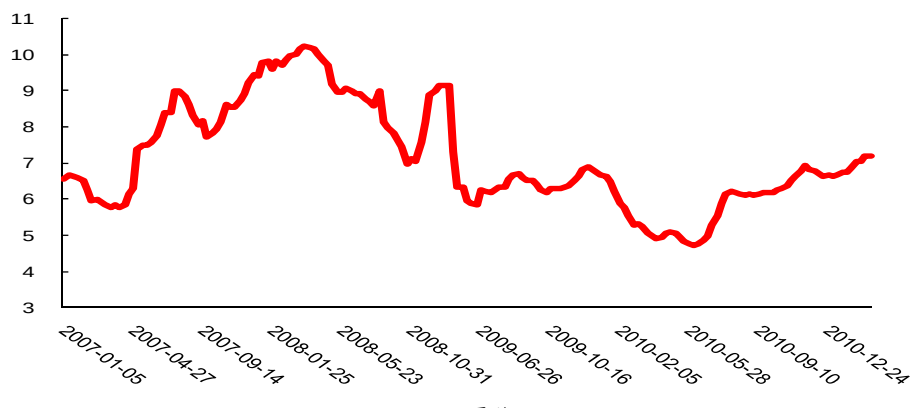
- **对公司重大资产重组审批进程会有一定影响，短期冲击过后，审批将回归正常。**
济源双汇是公司正在实施的重大资产重组中的拟注入资产，2009 年投产。2010 年 1-10 月，济源双汇营业收入 13.2 亿元，净利润 5684 万元，占比合并备考利润表分别为 4.5%、2.5%。我们认为，济源双汇的此次事件，对公司正在进行的重大资产重组审批进程不会产生较大影响，更多是短期冲击。
- **近期生猪价格有所上涨，对公司影响不大。**公司数十年的运营，经历了生猪价格的多个周期，只要生猪价格不是持续的暴涨暴跌，对公司毛利率就不会有很大影响。

图 2： 仔猪、生猪、猪肉价格



资料来源：中国畜牧业信息网、华泰联合证券研究所

图 3： 22 个省市猪粮比价



资料来源：中国畜牧业信息网、华泰联合证券研究所

- **公司进入新一轮黄金成长期。**1) 产品结构改善明显, 公司起家高温肉制品, 但近几年低温肉制品、冷鲜肉发展迅猛, 合计产量占比 60%以上。2) 产能扩张奠定高成长基础, “十二五”规划首次对外投资公告, 未来 1-3 年公司拟在八个省市增加屠宰产能 1300 万头、肉制品产能 76 万吨, 在现有基础上分别增加 80%、40%以上。3) 冷鲜肉、低温肉制品从市场培育期进入高速成长期, 推广速度显著提升; 高温肉制品中温化、县乡市场潜力巨大, 未来仍有至少 5 年以上快速增长。
- **盈利预测与评级。**我们预计 2010-2012 年每股收益分别为 2.51、3.40、4.31 元, 最新收盘价对应市盈率 31X、23X 和 18X, 估值处于历史低位, 基于公司广阔的市场空间、超长的成长周期、各生产要素强劲的竞争力, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险; 2) 生猪疫情风险;

盈利预测
表格 2：重组后备考合并利润表 单位：亿元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	282.52	358.57	446.28	547.84
营业成本	233.82	293.75	361.30	442.58
营业税金及附加	0.48	0.65	0.89	0.99
销售费用	14.46	17.86	21.42	25.47
管理费用	6.04	7.96	9.82	11.50
财务费用	-0.05	-0.09	0.09	0.05
资产减值损失	0.50	0.86	0.30	0.20
投资收益	0.54	0.61	0.50	0.50
营业利润	27.82	38.19	52.96	67.54
营业外收入	0.78	2.43	1.50	1.00
营业外支出	0.10	0.56	0.50	0.50
利润总额	28.50	40.06	53.96	68.04
所得税费用	5.28	7.96	10.52	13.20
净利润	23.22	32.10	43.44	54.84
归属母公司净利润	20.79	28.95	42.08	53.38
少数股东损益	2.43	3.15	4.34	5.48
每股收益	1.68	2.34	3.40	4.31
含 9 家少数股权 EPS		2.51	3.40	4.31

资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

双汇集团声明

3月15日，中央电视台新闻频道对饲喂有“瘦肉精”的生猪流入济源双汇食品有限公司进行了报道，双汇集团就此事作出如下声明：

一、济源双汇食品有限公司是双汇集团下属的子公司，对此事给消费者带来的困扰，双汇集团深表歉意。

二、双汇集团对媒体的报道高度重视，立即召开高层会议，研究部署调查处理工作，责令济源工厂停产自查，并派出集团主管生产的副总经理及相关人员进驻济源工厂进行整顿和处理。

三、双汇集团要求下属所有工厂，进一步加强对采购、生产、销售各环节的质量控制，严格把关，确保产品质量。

四、双汇集团将积极配合政府职能部门，开展对此次事件所涉及的各个环节的全面检查。

五、食品安全是一个系统工程，双汇集团将进一步强化对产业链上下游的控制力，确保食品安全。

六、双汇集团对关注肉类行业食品安全、关注双汇健康发展的新闻媒体及社会公众表示衷心的感谢。

河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司

二〇一一年三月十六日



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn