



食品饮料/必需消费

双汇发展 (000895)

双汇正在积极恢复

——双汇集团职工大会调研纪要


胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 S0880511010015

本报告导读:

3月是肉类消费淡季,对公司的影响没有预想的那么糟,11年兑现3元/股业绩承诺的可能性较大,如果跌到65元以下我们认为就非常具有吸引力了,预计下周复牌。

事件:

- 我们于3月31日旁听了双汇集团在漯河体育馆召开的万人职工大会,现场气氛热烈;公司本着公开透明、面对公众、争取理解的态度,希望通过会议增强战胜危机的信心。现场与会记者和机构投资者较多,公司管理层与记者和投资者们进行了比较充分的交流和沟通。
- **几个重要数据:**
 - 屠宰业恢复计划:4月15日之前要达到1400吨+/天,4月底要达到1500吨+/天;
 - 肉制品业恢复计划:4月15日市场销量要恢复到3500吨+/天(达到事件冲击前公司出货量70%左右),4月底要达到5000吨+/天(基本达产)。截止3月底,日均出货量已恢复至事件发生前50%,截止4月7日,日均出货量已恢复至65%左右;
 - 11年大双汇兑现EPS3块钱业绩承诺的可能性较大;
 - 预计公司将于下周复牌。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 90.00

上次预测: 105.00

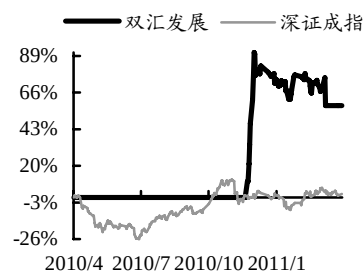
当前价格: 77.94

2011.04.08

交易数据

52周内股价区间(元)	49.48-96.44
总市值(百万元)	47,231
总股本/流通A股(百万股)	606/606
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	2
日均成交值(百万元)	141

52周内股价走势图



相关报告

- 《双汇发展公司 2011-03-31 调研提纲》
2011.03.30
- 《济源双汇被曝使用“瘦肉精”事件点评》
2011.03.15
- 《双汇发展: 肉制品航母正式启航》
2010.12.29
- 《双汇发展公司 2010-12-27 调研提纲》
2010.12.21
- 《千呼万唤始出来, 行业再见千亿市值公司》

评论:

- **农业部发布新闻, 事件基本定调:** 315 之后, 农业部和国务院食品安全办组成联合调查组到河南和江苏调查, 农业部新闻办于 3 月 29 日发表新闻稿, 宣布对河南全省的排查已基本结束, 确认瘦肉精检出率为万分之 4, 且主要集中于济源周边的四县市 (孟州、沁阳、获嘉、温县)。目前政府部门对事件已经基本定调, 并没有对双汇进行直接问责。
- **中小产能可能加速退出, 或将加快行业整合:** 双汇决定推行瘦肉精头头检测, 单头检测成本上升 17 元, 雨润在今年 3 月 29 日的业绩发布会上也特别强调了将推行 100% 检测。如果未来全行业都推行头头检测, 业内中小产能可能面临规模不经济的问题, 加上监管部门从严整治私屠滥宰的决心很坚定, 将加速业内中小产能退出, 加快行业整合。
- **从两个方面来看瘦肉精的影响可能没有之前预想的那么悲观:** (1) 从需求来看, 国人对猪肉长期以来的消费偏好和习惯决定了其需求比较稳定, 猪肉总是要吃的, 双汇率先在业内推行了头头检测, 重视食品安全的决心非常坚定, 坏事也有可能变好事; (2) 从实际影响来看, 3 月是春节后的一个猪肉消费淡季, 这个时点发生这种外部冲击对公司的影响要弱于旺季时的打击。公司目前正在积极调整, 肉制品大规模下架的风潮也基本已经度过, 现在公司也在积极促进肉制品重新上架, 截止 3 月末肉制品日均需求量在 2500 吨/天, 约占公司原先计划的 50%, 按照公司目前的恢复计划, 肉制品销量在 4 月中旬将恢复到 70% 左右, 4 月底基本达到原先日均计划。截止 4 月 7 日, 公司 ERP 系统显示的目前肉制品日均需求量已经恢复到了 4000 多吨/天, 这个数据包含前期保质期到期的货品重新补货, 实际需求恢复应该在 65% 左右, 复产和重新上柜的态势非常好。
- **事件最终被定格在单个公司, 对双汇的打击还需要时间恢复:** 根据此前农业部新闻稿来看, 瘦肉精检出地集中于济源周边四县市, 也就是说全养殖行业普遍添加瘦肉精的推测在官方的调查结论中并未被证实, 事件的影响基本被定格在了双汇单个公司身上, 短期内对双汇的打击会比较大, 肉制品在超市寻求重新上架还需要一个过程, 对公司销售恢复的进度, 我们后续也将持续跟踪, 现在下游也出现了部分经销商倒戈反水投靠竞争对手的现象, 经销商和消费者情绪的的稳定还需要时间来消化。但我们对双汇管理层优秀的管理能力充满信心, 我们认为事件冲击将不会改变公司行业龙头的地位, 销量和信心的恢复只是时间问题。
- **大股东控制人变更触发要约收购, 要约价 56 元提供绝对安全底价:** 双汇发展进行一系列资产注入的同时, 伴随有双汇国际股东进行的境外股权变更, 导致双汇发展及其关联企业的员工控制的公司兴泰集团成为双汇发展的实际控制人, 从而触发要约收购, 此次收购并未被豁免。根据 10 年 11 月 28 日《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书摘要》所披露的内容, 本次实际控制人变更与双汇发展重大资产重组同时推进, 但二者独立操作, 并不互为前提, 要约收购价 56 元/股。虽然现在来看资产注入的事实并不会有所更改, 只是时间或有推后, 但即使按照最悲观的情况下假设资产注入不做了, 此前公告披露的实际控制人变更所触发的要约收购依然有效, 56 元的要约价提供了绝对安全的底价。
- **公司后续发展在战略层面并没有大的变化:** 根据我们的观察, 公司对上游养殖配套产能发展, 对十二五期间产能扩张的进度等方面的战略, 与瘦肉精事件出来之前的态度并没有大的变化, 公司希望积极谋求恢复, 但大的发展战略依然会坚持沿着原先十二五规划的路径走。
- **业绩预测和投资建议:** 公司在资产注入方案中有一个 11 年大双汇 3 元/股的业绩承诺, 我们认为事件影响应该并没有此前预想的那么严重, 11 年 3 元业绩承诺兑现的可能性比较大。三聚氰胺后伊利、蒙牛的股价表现也给投资者提供了比较好的历史参照, 从博弈的角度来讲, 当存在事件冲击导致股价大跌后能再涨回来的预期时, 下跌也就不会那么深, 更何况瘦肉精的影响还弱于三聚氰胺事件对行业和公司的冲击。总体上来看我们认为股价如果跌到 65 元以下 (11 年 21.7 倍 PE) 会非常有吸引力, 大跌提供了买入机会, 维持增持评级, 按照 11 年 3 元的业绩预测, 给予 30 倍左右的估值, 目标价 90 元, 预计公司将于下周后半周复牌。

● 以下为职工大会的主要内容纪要:

危机公关: 公司主要做了以下工作:

1. 半个多月以来,先后召开 20 多次专项会议,对企业产品进行了普查,对质量内控体系进行完善,认真总结了此次事件的教训;
2. 315 以来,当即责令济源工厂停产;
3. 对济源双汇总经理,主管副总,采购部长,品管部长予以免职;
4. 对济源双汇在市场上流通的产品进行下架处理;
5. 要求集团下属所有单位配合政府全面检查;
6. 要求集团下属所有工厂进一步加强采购、生产、销售各环节的质量控制和排查;
7. 提高瘦肉精检测比例,确保 100%全检!
8. 决定把 315 定位双汇食品安全日,牢记教训,警钟长鸣;
9. 3 月 16 日,上市公司发布停牌公告,及时与主要机构投资者联系,稳定投资者;
10. 3 月 16、17 日两次发表声明,向公众通报事件处理和企业整顿情况;
11. 3 月 23、25 日分别召开集团全国经销商、供应商会议,通报企业有关情况。

目前其他地区抽检结果:截止 2011 年 3 月 29 日,根据媒体公布,北京、上海、天津、河南、山东、湖北、浙江、四川、广西、广州、武汉、石家庄、哈尔滨、沈阳等 61 个地区的政府执法部门抽检,双汇产品完全合格,未检出瘦肉精。

直接损失: 315 起截止 3 月底,济源双汇处理肉制品和鲜冻品直接损失 3000 多万。

头头检测: 严格落实生猪屠宰在线头头检测,产品出厂批批检验;瘦肉精改为逐头检测,检测费用全年预计增加 3 个多亿。公司在国内率先提出屠宰环节“瘦肉精”头头检验,总之一句话宁可停产、不生产、也要确保一头不漏检。

政策导向: 日前,农业部等 9 部门将在全国范围内开展为期一年的瘦肉精专项治理,确保食品安全,可见政府对食品安全整治的决心,通过这一次彻查整顿,将会大力加强对瘦肉精的监管。

公司阶段经营恢复计划:

屠宰业: 4 月 15 日之前要达到 1400 吨+/天,4 月底要达到 1500 吨+/天;

肉制品业: 4 月 15 日市场销量要达到 3500 吨+/天,4 月底要达到 5000 吨+/天。

建立举报制度: 公司把举报电话公布在了双汇网站上,凡有举报,不论涉及到哪个单位、哪个人、哪个供应商,一经查实,坚决严厉查处,绝不姑息迁就。

推第三方检测: 双汇和中国检验认证集团(第三方机构)签订战略合作意向书。中检集团是中国最大的第三方检验服务代表,是 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会制定的检验检测服务商。

答记者问纪要:

Q: 介绍下四月份的恢复计划;十二五投资计划是不是有所改变?

A: (游牧)肉制品去年产销 175 万吨,今年计划 200 万吨(日均出货量在 5500 吨左右),按照原定计划,3-4 月每天销售应该在 5000 吨-6000 吨,公司之前计划到 3 月底肉制品恢复到 2000 吨/天。3 月 29 日从公司 ERP 系统中看到的肉制品全国需求计划已经达到 2500 吨,我们对 4 月中旬恢复 3500 吨/天、4 月底 5000 吨/天这个目标基本有信心。鲜冻品 4 月恢复的目标与我们的经营计划是基本匹配的,可能 4 月在生鲜制品上与公司计划稍有欠缺,但不会对 4、5 月经营目标造成比较大的影响。(万隆)十二五投资计划要上 200 个亿,目前我们还没有修改计划的想法,中国当前肉制品行业是个很好的发展机会,无论从宏观角度还是企业现状,都需要我们加快发展。这次事件影响后,我们可能会做些微调,但调整的幅度不会太大。我们认真整改之后

发展不会减速。

Q: 对上市公司的影响? 是否会影响整体上市的计划?

A: (张俊杰) 上市公司经营情况没有什么大的影响, 今年对我们业绩的影响不便回答, 处于公告敏感期; 整体上市计划目前没有调整。

Q: 未来加大上游养殖的比重, 现在的比重是多少? 未来打算做到多大的比重? 在线检测提高了检测成本 3 亿, 怎么化解?

A: (万隆) 养殖在我们整个企业的比重不大, 今年计划 1900 万头屠宰量, 养殖 30 多万, 侧重是种猪, 我们养殖业做了 7-8 年了, 种猪是国外进口的, 我们现在的种猪出栏可以配套 1000 万头商品猪, 我们现在是从种猪开始, 未来向商品猪扩展。我们的养猪场是大规模的, 是全自动化工厂, 饲料也完全自给, 未来我们会加大养殖业的发展, 但是养殖业投入比较大, 未来不可能跟我们的屠宰业完全配套。我们企业的做法是深加工为主, 深加工大于屠宰业, 屠宰业大于屠宰业, 用肉制品加工业带动屠宰和养殖业。我们大体计划是 150 万头以上年肉制品产量的规模, 每个屠宰厂背后给一个 50 万, 最多 100 万头的养殖场, 相对配套但不可能做到全匹配。今年的 3 个亿的检测费用企业打算自己消化, 不给消费者增加负担, 我们一年 40-50 亿税前利润, 消化这 3 个亿问题不大。未来随着规模扩大, 技术进步, 检测成本会逐渐降低。头头检测我们会坚持做下去。

Q: 我们和规模化养殖场签订合同之后, 会不会采购成本提升? 复牌后股价会不会跌?

A: (张俊杰) 未来要向大型的规模养殖场采购生猪, 保证安全; 我们要大力发展我们的养殖业; 调整采购结构不会提高我们的成本, 养猪也是拥有规模优势的产业。双汇股价跟企业的经营形势是密切相关的, 我对后市非常有信心。

Q: 有人说 70% 的瘦肉率是公司有要求的?

A: (万隆) 瘦肉精跟瘦肉率有点关系, 但你喂什么猪也达不到 70% 的瘦肉率; 白条猪出肉率是 68-72% 之间是比较好的猪 (包括皮、肥膘、瘦肉、骨头), 瘦肉率讲的是纯瘦肉占比, 之前有个记者的新闻稿应该是把白条肉的出肉率跟瘦肉率搞混了。

Q: 销售商是否稳定?

A: (万隆) 现在我们有些小店主思想上有点波动, 我们的竞争对手正在积极策反我们的小店, 我们觉得这个问题不大, 我们做好了一定会发展更多的经销商、联盟商。到目前为止没有一家经销商和联盟商提出要退出双汇体系, 我们对做好下一步的市场非常有信心。

Q: 加强检测和向上游扩展会不会增加成本? 鼎晖的代表怎么看公司的长期投资价值。

A: (万隆) 未来会随着整个效率提高和规模的扩大消化成本。(鼎晖代表) 鼎晖陪同双汇一路走来, 一直以来对这个管理团队都是非常有信心, 公司高管经历了很多的波折和磨难, 这次危机也更加让大家看到双汇管理团队的优秀。

Q: (来自安徽的记者) 在安徽建厂的计划会不会暂缓?

A: (万隆) 原计划在安徽建设芜湖、合肥各一个新产能, 芜湖这个土地已经征过了, 合肥这个厂子目前没有合适的土地, 我们原则上是有合适的土地我们就做, 没有合适的土地我们就暂缓。

Q: 办养殖征地难, 投资用的资金量大, 管理层怎么看?

A: (万隆) 养殖业征地难, 养殖厂用的地比我们做肉类加工业用的地要多, 养殖场都是一层, 肉类加工厂可以建多层。未来大规模发展养猪场, 用地是个比较困难的事情。我们可能会选择山区、丘陵建养殖场, 土地成本低、又便于防疫。养殖业的成本我们会通过规模化、科技化降低。现在养一头猪赚 400-600 元, 我们发展养殖业重点在安全, 安全和上规模是我们考虑的主要问题。

作者简介:**胡春霞:**

S0880511010015

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湔（贡献作者）:

S0880110090037

021-38674752

zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业助理研究员，2010 年进入国泰君安。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		