

强烈推荐-A (维持)

双汇发展 000895.SZ

目标估值: NA
当前股价: 77.94 元
2011年4月18日

前事勿忘 后事之师

基础数据

上证综指	3057
总股本(万股)	60599
已上市流通股(万股)	60586
总市值(亿元)	472
流通市值(亿元)	472
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	33.6
资产负债率	36.2%
主要股东	河南省漯河市双汇集团
主要股东持股比例	30.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	58	58
相对表现	-15	57	59



相关报告

- 1、《双汇发展(000895)-方案微调,我们维持先前建议》2010/12/10
- 2、《双汇发展(000895)-资产注入方案出炉,目标100元》2010/11/29

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

王晗(研究助理)

0755-82940794
wanghan@cmschina.com.cn

事件:

央视在3·15消费者权益日播出了一期节目《“健美猪”真相》,披露了双汇集团旗下河南济源公司使用瘦肉精猪肉的事实,导致双汇发展股票当日跌停。国务院高度重视,其食品安全委员会办公室会同公安、监察、农业、商务、卫生、工商、质检等部门组成联合工作组赴河南督导查处,并进一步在全国拉网抽检;济源双汇停产整顿,双汇集团发布两个声明对消费者致歉,并于3月23日召开“双汇集团落实两个声明、确保食品安全全国视频会议”、31日召开包括员工、供应商、经销商、投资者在内的万人大会,公司将每年的3月15日定为“双汇食品安全日”。昨日,双汇发展公告了产品抽检情况、预估了损失,股票将于今日复牌。

评论:

1、瘦肉精与乳业三聚氰胺事件性质相同,对消费者身体健康带来极大的危害性,政府需要加强食品安全方面的监管。此次事件的舆论影响较三聚氰胺事件轻微,消费者无法向企业索偿。为了根除食品安全的隐患,建议国家应该设立“食品安全公共基金”,对食品安全有问题的公司要施以重罚,同时高额奖励并保护举报者,发动全社会共同监督食品安全问题。

2、双汇集团不是被不法供应商陷害,而是集团管理不到位,旗下公司采购人员利益驱动所致。从央视的报道看,瘦肉精已经形成了一条利益链条,“健美猪”只要花几元钱到一二十元就可以闯过所有的检测环节,不仅因瘦肉率高而好卖,而且还能多卖四五十元。双汇集团应该深刻检讨自己,加强内部管理工作。

3、我们认为双汇今年业绩影响较伊利那次轻,公司还是有望兑现3元EPS承诺。各地情况看,肉制品的影响比鲜肉影响大,鲜肉摊店改换门招但卖的可能还是双汇鲜肉,常温火腿肠保质期长,存货损失主要应该在低温肉制品;大城市的连锁超市双汇产品有下架,其它地方未下架,公司力争商超一两个月全面恢复上架。

4、瘦肉精事件会影响公司资产注入的进程,但不会改变资产注入的结果,资产注入一事已经得到股东大会的通过,公司高管也一再强调不影响。此次出事的济源双汇,其100%股权是此次资产注入的一小部分。

5、万人大会不以道歉为重点,而是整个双汇产融链条的动员誓师大会,公司在组织宣传上有失误,让广大网友认为大算经济帐、道歉不诚恳。我们预计负面评价很快会过去,根据我们的收入层次理论,消费者对双汇的产品有忠诚度。

6、股价下跌20%左右将创造绝佳买入时机,正如三聚氰胺事件后的伊利股份。按今年保底EPS3元、25倍PE计算的价值中枢是75元,股价有可能先跌20%左右后再拉回来,最低价我们预判是在五一前后,但需要根据成交量情况灵活掌握。此外盈利补偿是基于注入资产的承诺业绩,被触发的可能性基本没有。

一些数据：从农业部新闻办获悉，河南全省生猪“瘦肉精”排查工作已基本完成，共抽检存栏生猪 31 万头，确认“瘦肉精”阳性生猪 134 头，检出率为 0.04%，主要集中在沁阳、孟州、温县、获嘉 4 县市。全国其它省市没有检出瘦肉精。河南省公安机关对 95 名涉嫌犯罪的有关人员采取了强制措施，两名重要犯罪嫌疑人已抓获归案，这包括“瘦肉精”生产者、销售员、养殖户、生猪经纪人、企业采购员。同时，还对 53 名公职人员应承担的责任进行调查取证，其中 32 名已由当地纪检、监察机关作出初步处理。截至 3 月 30 日，共有北京、上海、天津、河南等 61 个地区的政府执法部门发布抽检结果：双汇产品合格，未检出“瘦肉精”。

经济损失有几块：

1) 双汇集团自 3 月 17 日起召回市场流通产品，公司公告称，损失 3100 万元。

2) 集团层面，半个月来由于“瘦肉精”事件共影响销售 13.4 亿元。我们看到中心城市的连锁超市双汇产品下架率比较高，其它超市仍有双汇产品在销售。公司称，截止 3 月 30 日全国 61 个地区已经公布双汇产品合格的公告，为此屠宰和肉制品都要加快产品的重新上柜、上架，尽快恢复陈列。公司称，去年肉制品 175 万吨，今年计划 200 万吨，原定计划 3、4 月每天销售 5000 多吨，3 月底要恢复到 2000 吨，4 月中旬 3500 吨，4 月底 5000 吨，公告说现在恢复到 3200 吨，已恢复至 3 月份上半月平均日发货量的 71%。鲜冻品的日发货量为 1500 多吨，已恢复至 3 月份上半月平均日发货量的 89%。冷鲜肉受的影响反而比肉制品小，屠宰仍然在运行。济源工厂未来会正常复产。如果按上述数据估算，4 月份可能损失 10 亿元收入，合计 3 月下旬收入数据，假设 10%销售净利率计算，损失净利润 2.5 亿元。

3) 公司对经销商承诺凡是 5 月 1 号前到保质期没卖出去的货全部接收退回，估计主要以低温肉制品为主，我们假设有 15 天的销量出现退货损失，影响应该不超过 3 亿元。

4) 公司将购置一些检测设备，对生猪进行逐头检测，并与中国检验认证集团签订了长期战略合作协议，后者作为第三方质量检验机构，将全方位监督双汇质量安全。公司预计全年增加检测费用 3 个亿。

存货召回与资产计提、收入减少、检测成本上升，我们认为双汇集团业绩的损失应该最多 8、9 亿元，公司在资产重组时曾预测今年净利润争取做到 40 亿元，那么目前至少应该还有 30 亿元，如果政府能再给予一些税收减免，公司仍然有望实现 36 亿元净利润、3 元 EPS 的公开承诺。（注：伊利股份在“三聚氰胺事件”中存货报废 88466.60 万元，同时期末计提存货跌价准备 23848.07 万元。）

公司将按照原先计划大力发展养猪业、为屠宰厂做生猪配套。公司原先的计划是每年 5 个大屠宰厂，每个年屠宰能力 200 万头，实际屠宰 150 万头，同时自己配套 50~100 万头生猪养殖厂。公开消息显示，投资 7.3 亿元的济源双汇生猪基地在今年 1 月已经开工，据了解，该基地占地 3500 亩，建筑面积 43 万平方米，年出栏生猪 50 万头，配套年产饲料 20 万吨。

附 1、济源双汇资料

济源双汇成立于 2008 年 9 月 18 日，由双汇集团独资设立，成立时的注册资本为 9000 万元。2009 年 6 月，双汇集团对济源双汇增资，增资后济源双汇的注册资本变更为 20,000 万元。2009 年度，济源双汇的生猪屠宰量为 26 万头，低温肉制品产量 0.92 万吨。公开资料称，济源双汇的屠宰能力是 100 万头，我们估计这是单班数据，双班是 200 万头，一般年屠宰 150 万头。

表 1、济源双汇公司的资产负债简表 单位：万元

项目	2010 年 5 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
资产总计	93,184.31	35,608.96	8,997.80
负债合计	69,976.79	15,061.78	6.22
所有者权益合计	23,207.52	20,547.18	8,991.58

资料来源：公司资料

表 2、济源双汇公司的利润简表 单位：万元

项目	2010 年 1-5 月	2009 年度	2008 年度
营业收入	57,246.83	36,820.14	-
利润总额	3,871.77	901.28	-9.40
净利润	3,152.80	555.60	-8.42

资料来源：公司资料

双汇集团申明全文：

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

双汇集团对中央电视台 3 月 15 日的报道，再次声明：

一、双汇集团决定，将每年 3 月 15 日定为“双汇食品安全日”，把食品安全落实到每一天。

二、为消除广大消费者对济源双汇食品有限公司产品的疑虑，要求济源双汇收回在市场上流通的产品，在政府有关部门的监管下处理。

三、对济源双汇总经理、主管副总经理、采购部长、品管部长予以免职，济源双汇继续停产整顿。

四、自 3 月 16 日起，双汇集团下属所有工厂除继续按照国家标准检验外，对生猪屠宰实施“瘦肉精”在线逐头检验。

五、双汇集团对下属所有工厂加强监管力度，确保出厂产品批批合格。

六、双汇集团对中央电视台和全国的新闻媒体以及广大消费者的关注与厚爱，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

二〇一一年三月十七日

公司公布 2010 年业绩快报：

2010 年公司生产高低温肉制品 91.45 万吨，同比增长 7.77%（其中高温肉制品 67.05 万吨，同比增长 6.17%；低温肉制品 24.40 万吨，同比增长 12.45%）；屠宰生猪 352.96 万头，同比增长 7.43%；实现营业收入 367.49 亿元，同比增长 29.62%；实现营业利润 165,073 万元，同比增长 23.62%；实现净利润 108,928 万元，同比增长 19.61%。实现 EPS1.8 元。（注：与我们预计的 1.86 元差异不大）

4 月 18 日公告：

1、双汇集团根据《食品安全法》、《动物防疫法》、《生猪屠宰管理条例》、河南省人民政府办公厅颁布的《关于进一步加强瘦肉精监管整治工作的通知》（豫政办〔2009〕125 号）等相关法律、法规、政策的规定，于 2007 年制订（并于 2010 年进一步修订）有《双汇集团“瘦肉精”的抽检与控制方案》，规定了对“瘦肉精”检测、上报、处理的检测体系。济源

双汇由于个别员工在采购环节执行上述检测体系时没有尽责，致使少量饲喂有“瘦肉精”的生猪流入济源工厂。

2、双汇产品检测结果 (1) 济源双汇产品检测结果 3月17日，在河南省质监系统开展的监督抽查中，对济源双汇生产的老汤火腿、肘花火腿等75种产品规格进行“瘦肉精”项目专项检验，未检出“瘦肉精”。3月19日，济源市政府在全市7家双汇连锁店和59家双汇冷鲜肉专营店现场封存双汇冷鲜猪肉1877.9公斤，共抽样46个，经快速检验，40个样品呈阴性，6个样品呈疑似阳性。3月21日，经河南出入境检验检疫局检验检疫技术中心检测确认，6个疑似阳性样品未检出“瘦肉精”。(2) 双汇集团其他子公司的检查情况 截至3月31日，双汇集团已收到全国范围内政府执法部门对20个子公司的338份产品检验报告，报告显示以上冷鲜肉及肉制品未检出“瘦肉精”。

3、双汇集团的应对措施 (1) 双汇集团3月16日、3月17日两次发布声明，对济源双汇食品有限公司停产整顿，全面自查。要求济源双汇在市场环节的产品全部下架退回工厂，库存产品停止发货。请求政府相关职能部门对济源双汇的产品进行检测。(2) 3月16日、18日，双汇集团两次下发通知，为确保肉品安全，实行“瘦肉精”在线逐头检测。(3) 双汇集团引入第三方监督机构，对产品质量、食品安全和内控体系进行全方位的第三方监督审核和检测检验。(4) 双汇集团将加快养殖业发展，进一步完善产业链，提高企业对产业链上下游的控制力，确保食品安全。(5) 双汇集团建立食品安全监督委员会，把3月15日定为“双汇食品安全日”，牢记教训，警钟长鸣。(6) 双汇集团及本公司将继续关注各地方检测机构的检测结果和国家相关部门对此次事件及相关人员进一步调查的结果，并将及时公告。

4、双汇产品市场销售及影响情况的说明 (1) 济源双汇停产整顿及市场产品回收处理情况 3月15日以来，济源双汇一直停产整顿。3月15日封存待宰生猪689头，其中17头“瘦肉精”检验呈阳性，已进行无害化处理。截至3月31日，济源双汇收回市场流通的肉制品1259吨、冷鲜肉259.4吨，济源双汇厂内被封存冷鲜产品258.8吨，已进行无害化处理。以上处理预计损失3100万元。(2) 双汇集团产品销售及影响情况 3月15日以来，因“瘦肉精”事件的影响，部分地区经销双汇产品的商场、超市、特约店出现了产品下架的情况。3月23日，双汇集团召开全国经销商大会后，各地逐步恢复双汇肉制品及鲜冻品上架销售。2011年3月份，预计影响双汇集团营业收入13.6亿元，其中影响双汇发展营业收入13.4亿元(含代销双汇集团产品营业收入)。(3) 目前，双汇集团及本公司正在积极采取措施，产品已陆续上架销售，市场向好，企业生产稳定，销售规模逐步提高。目前，本公司鲜冻品的日发货量为1500多吨，已恢复至2011年3月份上半月平均日发货量的89%；肉制品的日发货量为3200多吨，已恢复至2011年3月份上半月平均日发货量的71%；日回收货款9000多万元，已恢复至2011年3月份上半月平均日回收货款的72%。

本次事件的其他影响

1、对2010年业绩无影响。

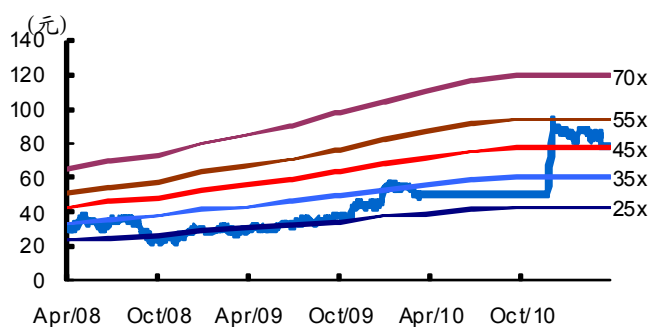
2、本次事件对公司2011年第一季度的生产经营造成一定影响。本公司预计第一季度实现归属于上市公司股东的净利润26500万元-27000万元，比去年同期(已按《企业会计准则》对回购的9家公司数据进行追溯调整)增长10%-12.5%，比去年同期实际披露数据增长20%-22.7%；实现基本每股收益0.4373-0.4455元/股。

3、双汇集团发布公告，在采购和屠宰过程中加强对“瘦肉精”的检验和控制，本公司同样执行以上标准。

4、本次事件的报道对双汇的品牌信誉产生影响，公司和双汇集团正在积极采取措施，履行企业社会责任，确保食品安全，重塑双汇品牌美誉度。

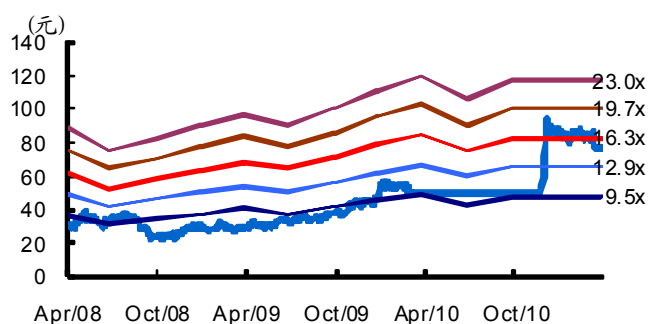
5、双汇集团及本公司将全力推进重大资产重组工作，并视济源双汇的进一步调查进展情况，同监管机构保持沟通。同时，公司将采取积极措施恢复生产经营，并视相关恢复情况关注此次事件对本次重大资产重组拟注入资产评估值的影响。

图 1：双汇发展历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：双汇发展历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《双汇发展（000895）- 方案微调，我们维持先前建议》2010/12/10
- 2、《双汇发展（000895）-资产注入方案出炉，目标 100 元》2010/11/29
- 3、《食品饮料业 2011 年 2 月月报 - 糖酒会及季报有望催化板块行情》2011/3/2
- 4、《食品饮料业 2011 年 1 月月报 - 风险释放 相对安全》2011/1/16
- 5、《食品饮料业 2011 年度投资策略-高端品承压 大众品崛起》2010/12/8

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2414	3432	8535	9395	11731
现金	1282	1912	2656	2798	3317
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	71	14	18	20	25
应收款项	71	86	124	139	179
其它应收款	8	18	2501	2799	3607
存货	968	1391	3175	3570	4516
其他	14	11	61	68	87
非流动资产	2042	2321	5705	6614	7437
长期股权投资	335	380	259	259	259
固定资产	1563	1740	4881	5822	6674
无形资产	68	64	314	283	254
其他	76	138	251	250	250
资产总计	4456	5753	14240	16009	19168
流动负债	1413	2019	4136	4489	5334
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	464	677	1747	1964	2485
预收账款	480	768	1022	1149	1453
其他	469	574	1367	1376	1396
长期负债	16	17	271	271	271
长期借款	11	11	261	261	261
其他	4	6	10	10	10
负债合计	1429	2036	4407	4761	5605
股本	606	606	1199	1199	1199
资本公积金	509	509	509	509	509
留存收益	1277	1824	6874	8133	10229
少数股东权益	636	777	1251	1409	1626
母公司所有者权益	2392	2940	8581	9840	11937
负债及权益合计	4456	5753	14240	16009	19168

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1118	1417	2980	3898	4799
净利润			2907	3592	4964
折旧摊销			505	576	664
财务费用			(9)	(12)	(15)
投资收益			(60)	(66)	(72)
营运资金变动			(698)	(367)	(978)
其它			334	174	236
投资活动现金流	(197)	(365)	(1000)	(1500)	(1500)
资本支出			(1000)	(1500)	(1500)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(555)	(422)	(1623)	(2248)	(2786)
借款变动			(251)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1441)	(2326)	(2873)
其他			69	77	87
现金净增加额	366	631	357	150	513

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	26010	28351	36836	41222	53118
营业成本	23625	25578	30363	34146	43191
营业税金及附加	55	61	62	70	90
营业费用	989	1100	1805	1979	2497
管理费用	340	369	774	1146	1115
财务费用	(14)	(20)	(9)	(12)	(15)
资产减值损失	36	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	58	93	60	66	72
营业利润	1036	1335	3901	3959	6313
营业外收入	17	23	78	78	78
营业外支出	12	9	10	10	10
利润总额	1041	1349	3968	4027	6380
所得税	223	243	738	277	1198
净利润	818	1106	3230	3749	5182
少数股东损益	119	195	323	157	218
母公司所有者净利润	699	911	2907	3592	4964
EPS (元)	1.15	1.50	2.43	3.00	4.14

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	19%	9%	30%	12%	29%
营业利润	17%	29%	192%	1%	59%
净利润	24%	30%	219%	24%	38%
获利能力					
毛利率	9.2%	9.8%	17.6%	17.2%	18.7%
净利率	2.7%	3.2%	7.9%	8.7%	9.3%
ROE	29.2%	31.0%	33.9%	36.5%	41.6%
ROIC	26.0%	28.5%	31.3%	31.9%	36.9%
偿债能力					
资产负债率	32.1%	35.4%	30.9%	29.7%	29.2%
净负债比率	0.3%	0.2%	1.8%	1.6%	1.4%
流动比率	1.7	1.7	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.0	1.0	1.3	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	5.8	4.9	2.6	2.6	2.8
存货周转率	23.5	21.7	10.8	10.1	10.7
应收帐款周转率	514.6	361.2	322.9	313.4	334.2
应付帐款周转率	50.2	44.8	19.6	18.4	19.4
每股资料(元)					
每股收益	1.15	1.50	2.43	3.00	4.14
每股经营现金	1.85	2.34	2.49	3.25	4.00
每股净资产	3.95	4.85	7.16	8.21	9.96
每股股利	0.80	1.00	1.20	1.94	2.40
估值比率					
PE	67.6	51.9	32.1	26.0	18.8
PB	19.7	16.1	10.9	9.5	7.8
EV/EBITDA	19.6	15.9	5.4	5.2	3.4

资料来源：公司报表、招商证券，注：2010-12年EPS预测为包括资产注入后的合并数据，业绩做了股本摊薄。

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

王晗：清华大学生物学学士，剑桥大学生物学硕士。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名、2010 年度第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。