

减持 调低

双汇发展 (000895)

2011 年 4 月 19 日

恢复异常明显，后续工作仍很紧张

食品饮料行业分析师：赵 勇
SAC 执业证书编号：S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282

卢 媛媛
SAC 执业证书编号：S0850511030004
lyy5991@htsec.com
021-23219610

联系人：齐 莹
qiy@htsec.com
021-23219166

当前股价 77.9 元，目标价：60 元

事件：

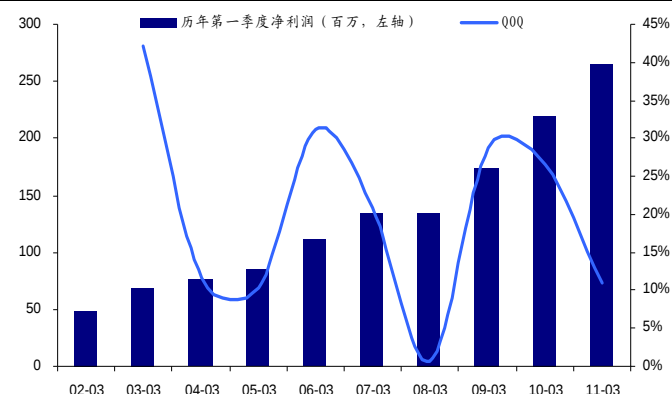
双汇发展 2011 年 3.15 事件之后，3 月 16 日起停牌，4 月 19 日上午 9:30 起恢复交易。

公司近期公告 2010 年实现收入 367.49 亿，营业利润 16.51 亿，净利润 10.89 亿，分别同比增长 29.62%、23.62% 和 19.61%。2010 年公司实现 EPS 为 1.8 元。公告指出 2010 年公司屠宰生猪 352.96 万头，增长 7.43%；生产高低温肉制品 91.45 万吨，增长 7.77%，其中高温肉制品 67.05 万吨，增长 6.17%，低温肉制品 24.4 万吨，增长 12.45%。

公司同时公告预计 2011 年前三个月实现净利润 2.65-2.7 亿元，EPS 为 0.44-0.45 元，同比增长 20%-22.7%，若将去年底回购的 9 家公司数据进行追溯调整，公司第一季度实现净利润增速为 10%-12.5%，公司公告称第一季度净利润增长幅度与以往同期正常水平相比有所下降。

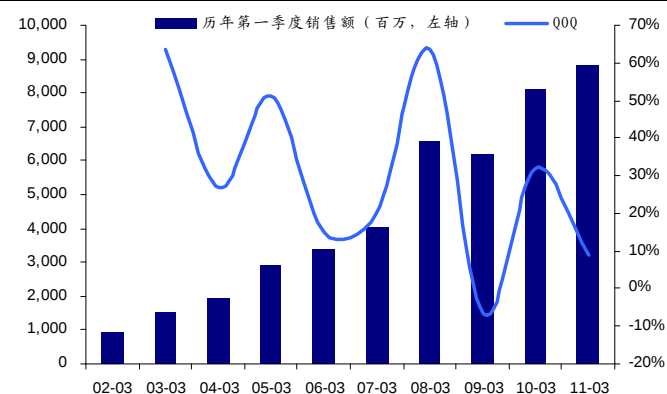
公司公告截止 2011 年 4 月 18 日，公司鲜冻品的日发货量为 1500 多吨，已恢复至 2011 年 3 月份上半月平均日发货量的 89%；肉制品的日发货量为 3200 多吨，已恢复至 2011 年 3 月份上半月平均日发货量的 71%；日回收货款 9000 多万元，已恢复至 2011 年 3 月份上半月平均日回收货款的 72%。

图 1 公司 1Q11 净利润增速接近 04、05、08 年



资料来源：海通证券研究所

图 2 公司 1Q11 收入增速有所放缓但幅度不大



资料来源：海通证券研究所

若按照 2010 年 3% 的净利率计算，2011 年第一季度实际收入约 88.33 亿，平均每天 1 个亿，同比增长约 8.77%。公司称 2011 年 3 月份，3.15 事件之后，预计影响双汇集团营业收入 13.6 亿，其中影响双汇发展营业收入 13.4 亿（含代销双汇集团产品营业收入）。由此可推测若没有 3.15 事件，公司第一季度可实现收入 101.73 亿，同比可增长 25.27%。

事件点评:

从公司此次公告来看,3.15事件之后对公司收入和业绩影响较大,3月16日至3月31日,总共损失收入约13.4亿,差不多1天1个亿,损失率高达100%,但截止4月18日,公司称鲜冻品日发货量已恢复至事件前的89%,肉制品已恢复至事件前的71%,日回收货款恢复至事件前的72%,很明显,短时间的危机公关和政府基调改变了双汇产品的命运。“5.1”长假是猪肉消费的一个小旺季,伴随猪价温和上涨,我们估计双汇产品到5月份可能基本能恢复到90%以上。

据了解,3.15事件之后猪肉的终端零售价格开始回落,而生猪的收购价格在坚挺了2周之后(3月底)也开始下滑,农业部在经过半个月的排查确认之后,于3月31日将河南“瘦肉精”事件定调为个别现象。紧接着,全国的生鲜肉价格开始企稳回升,大约2周之后,也即4月15日左右,生猪的收购价格逐步回暖,向上攀升,近期有新闻报道已有部分地区仔猪价格和母猪价格走势上涨非常明显,主要在于中小屠宰场关停较多,而大中型屠宰场为提高产能利用率而抢占猪源。

从上述现象来看,截止目前生猪行业已摆脱3.15事件的阴霾,毕竟中国消费者还是挺“健忘”,加上农业部的“背书”,但毕竟此次事件只涉及到了双汇发展一家公司,因此,对双汇的打击还将会延续。以河南、山东市场为例,在3.15事件之后,金锣、雨润、中粮等双汇的竞争对手加大了促销力度和导购陈列面积,同时,金锣还提高了生猪收购价格,以抢夺更多猪源并确保猪肉质量。

公司在3月31日召开全国经销商、供应商大会,会上各方代表的发言非常给力。公司此次会议想必是为鼓舞大家士气挺住难关,并给经销商承诺“5月份之前的产品如若销售不畅并过期则可全额退还”。我们非常钦佩管理层的魄力和对待经销商客户的真诚态度。从随机询问的几个经销商处了解到他们对双汇公司还是非常有信心。

从前述分析来看,我们初步判断,3月底公司产品基本恢复了10%左右,4月初达到了20%,截止4月18日,恢复到了70%多,估计到5月初,可能会达到90%的恢复率。全年下来,我们估计此次事件对双汇的收入影响可能在15%-25%之间。尽管如此,公司依旧在经销商大会上提出确保2011年实现3元/股的业绩,这应该包括注入资产部分。

此外,由于此次大股东控制人变更触发要约收购,此前设定的要约价为56元,这是一个相对安全的底,恐怕3元的业绩承诺也是出于这个要约价而定。我们认为中长期来看,双汇发展的龙头地位仍将维持,未来行业集中度仍将进一步提高,对具有全产业链竞争优势的龙头公司而言恰是发展的良好时机,考虑到公司今后几年的资本开支所带来的产能快速释放,我们认为股价若跌破60元正是买入时机,但若想有超额回报仍需时间换空间。

盈利预测:

由于近期波动较大,我们并未给出确切盈利预测。

主要风险:

生猪、家禽产业链的食品安全,技术保障投入设备超预期,竞争对手激烈竞争,事件影响超预期,销售费用市场投入费用增加,生猪收购价格急速攀升带来的成本压力,国家对猪肉零售价格管制同时提高生猪收购价格,造成对生猪屠宰场和加工场毛利率的挤压。

信息披露

分析师声明

赵勇：食品饮料行业

卢媛媛：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。