

肉制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 77.94 元

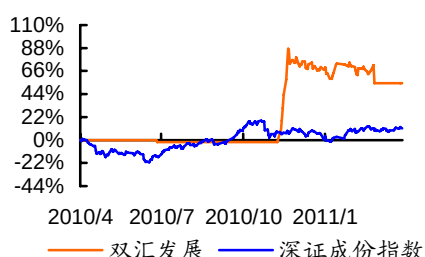
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	13001.33
总股本(百万)	606
流通股本(百万)	606
流通市值(亿)	472
EPS (TTM)	1.71
每股净资产(元)	6.13
资产负债率	35.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	0.00	-7.98	57.52
深证成份指数	2.20	10.45	2.78



相关报告

《双汇发展-以史为鉴, 双汇十二五末股价超 300 元, 市值超 4000 亿》2011-2-16

双汇发展

000895

强烈推荐

瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会

4 月 18 日晚双汇发展发布公告, 将于明日复牌, 公司对 315 央视报道的《“健美猪”真相》进行了核实, 公布了其对公司影响, 并公布了 2010 年业绩快报, 我们认为瘦肉精事件提供了一个绝佳的中长期买入机会。

- 全国已出具 338 份检测报告, 济源双汇以及双汇集团其他子公司所生产的冷鲜肉、肉制品抽检结果均不含有瘦肉精, 事情告一段落, 各地产品基本也已经全部上架。仅 315 封存的 389 头待宰生猪中有 17 头“瘦肉精”检验呈阳性, 已进行无害化处理。公司将济源双汇在市场环节的产品全部回收处理, 肉制品 1259 吨、冷鲜肉 259.4 吨, 封存 258.8 吨, 已进行无害化处理。
- 公司采取了一系列手段恢复经营, 包括对经销商的扶持、在受影响较大的地区促销等。公司表示凡是 5 月 1 日之前生产的产品, 如果在保质期到之前仍未销售, 公司将全部收回, 而原来正常时期是和经销商各负担一半, 这将增加经销商推广产品的积极性。经销商目前对公司产品充满信心, 并没有经销商要求公司退货或停止进货。受影响较大的地区主要是济源双汇覆盖的山西、陕西、甘肃等地, 公司已经在这些地区进行有针对性的促销, 帮助恢复销量。
- 目前公司产品的恢复速度复合公司的预期, 预计在五一之前将销售恢复到正常水平。315 事件之后, 公司肉制品生产线一度将开工率降低至 30%-40%, 目前已逐步回升, 屠宰基本没有受影响。315 的两周后, 肉制品销量已经恢复到正常情况的 50%, 冷鲜肉的销量已经恢复到正常水平的 80%。一个月后, 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%, 这符合公司在万人大会时公布的计划。
- 需求的刚性以及事件主要发生在春节和暑假之间的淡季使得事件对公司的影响有限, 主要集中在前两个季度。瘦肉精事件造成济源双汇回收处理损失 3100 万元, 双汇集团损失 13.6 亿, 双汇发展损失 13.4 亿, 本次事件对公司 2011 年第一季度的生产经营造成一定影响, 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, 比去年同期增长 10%-12.5%; 除此之外, 每年将增加检测费用 3 亿多元, 每头猪的利润将减少 17 元; 政府税收减少 8500 万元。
- 瘦肉精事件不会改变资产重组的结果, 因为重组的原因在于解决关联交易。此次发现流入的含有瘦肉精生猪的济源双汇是本次重大资产重组的拟注入资产, 公司将全力推进重大资产重组工作, 监管层目前没有要求公司对资产进行重估, 我们认为公司在年内完成重组是大概率事件。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28351	36069	46372	60420
同比(%)	9%	27%	29%	30%
归属母公司净利润(百万元)	911	2908	3622	5033
同比(%)	30%	219%	25%	39%
毛利率(%)	9.8%	18.5%	18.1%	18.9%
ROE(%)	31.0%	49.8%	38.3%	34.7%
每股收益(元)	0.76	2.43	3.02	4.20
P/E	115.19	36.07	28.96	20.84
P/B	35.68	17.98	11.09	7.24
EV/EBITDA	35	12	9	7

资料来源: 中投证券研究所

- **瘦肉精事件将加速行业整合，我们相信双汇能够将挑战变成机遇。**瘦肉精问题给公司带来的打击非常沉重，我们认为公司不会冒如此多大风险采购瘦肉精的猪肉，主要问题是济源双汇个别员工在采购环节执行检测时没有尽责而造成。而且瘦肉精添加是在养殖环节，双汇作为肉类产业第一品牌，产品质量在行业内一定是最有保障的。这件事后，双汇将对生猪进行逐头检测，确保产品质量，逐头检测的方法可以重塑消费者对公司的信心，而且公司是唯一一家进行逐头检测的企业，通过公司的大力宣传，消费者可能会更加向双汇集中。
- **未来公司将通过产业链向上游延伸以控制风险。**目前公司自有养殖生猪 30 多万头，主要是种猪。公司计划从种猪开始向上游延伸，对于产能 150 万头的屠宰场，将配套约 50 万头的养殖场和 20 万吨的饲料加工厂。但我们认为只是一个长远的目标，实现也需要很长的过程，因为目前中国生猪养殖极为分散。
- 我们认为，长期来看公司仍然能够实现其十二五规划，2011 年能够完成承诺的 3.0 元的业绩，2012 年后事件对公司的影响基本消失，三年之内实现收入翻倍。我们维持对公司的长期看法不变，预计 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 2.43、3.02、4.20，对应 PE 为 36/29/21。对于消费类的公司，如果没有较大的负面新闻，很难创造一个非常好的买点，由于市场对公司的预期普遍是长期股价能够涨回来，因此我们认为下跌的空间有限，**70 元以下我们强烈建议买入。**
- **风险提示：**市场恢复情况慢于预期

附录一一

河南双汇投资发展股份有限公司公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示：本公司股票将于 2011 年 4 月 19 日上午 9:30 起恢复交易。

一、报道情况

2011 年 3 月 15 日，中央电视台新闻频道《每周质量报告》的 315 特别节目播出了《“健美猪”真相》，对于河南孟州等地部分养猪场饲喂有“瘦肉精”的生猪流入济源双汇食品有限公司(以下简称“济源双汇”)进行了报道。随后，多家媒体对此事件进行了连续跟踪报道。

二、核实说明

2011 年 3 月 15 日当晚，本公司发布停牌公告，并申请从 3 月 16 日起停牌。3 月 16 日、3 月 17 日，双汇集团就此事件连续发表声明，通报采取的措施。济源双汇是双汇集团的下属子公司，是本公司本次重大资产重组的拟注入资产（《河南双汇投资发展股份有限公司发行股份购买资产及换股吸收合并暨关联交易报告书》刊登于 2010 年 12 月 10 日的《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》、《证券日报》和巨潮资讯网站上）。现本公司就以上报道说明如下：

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检查中，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%。

三、本次事件的其他影响

1、本公司 2010 年年度报告将于 2011 年 4 月 29 日发布,本次事件发生在 2011 年 3 月,因此不会影响公司 2010 年财务报告。2010 年相关财务数据详见 2011 年 4 月 19 日刊登于《中国证券

报》、《证券时报》、《上海证券报》、《证券日报》和巨潮资讯网站的《河南双汇投资发展股份有限公司 2010 年业绩快报公告》。

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。回购 9 家公司的具体内容详见 2010 年 11 月 29 日刊登于《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》、《证券日报》和巨潮资讯网站的《河南双汇投资发展股份有限公司股权收购之关联交易公告》）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，比去年同期增长 10%-12.5%。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。

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。

四、必要的提示

本公司再次郑重提醒广大投资者：《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》、《证券日报》、《巨潮资讯网》为本公司指定的信息披露媒体，公司所有信息均以公司在上述媒体刊登的公告为准。

特此公告。

河南双汇投资发展股份有限公司董事会

二〇一一年四月十八日

表 2 6 个月内发布的报告

双汇发展-	2011-04-18
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011-04-14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011-04-14
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011-04-04
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011-04-01
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011-03-25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011-03-25
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011-03-14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011-03-14
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011-03-04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011-02-27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011-02-26
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011-02-16
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011-01-20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010-12-21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010-12-20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010-12-20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010-12-03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010-11-29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010-11-29
三元股份-年内扭亏难度较大，未来看产能释放和销售网络搭建	2010-11-15
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010-11-10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010-10-29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3432	7315	11262	17322	营业收入	28351	36069	46372	60420
现金	1912	3937	6930	11728	营业成本	25578	29408	37972	48996
应收账款	86	124	160	208	营业税金及附加	61	72	93	121
其它应收款	18	110	141	184	营业费用	1100	1764	2226	2900
预付账款	11	47	61	78	管理费用	369	815	1048	1365
存货	1391	3057	3947	5093	财务费用	-20	14	30	18
其他	14	41	23	30	资产减值损失	21	65	60	60
非流动资产	2321	5197	6227	7058	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	380	259	280	300	投资净收益	93	49	50	50
固定资产	1740	4144	4957	5702	营业利润	1335	3979	4994	7010
无形资产	64	90	86	82	营业外收入	23	231	230	230
其他	138	704	905	974	营业外支出	9	56	50	50
资产总计	5753	12512	17489	24379	利润总额	1349	4154	5174	7190
流动负债	2019	5213	6051	7189	所得税	243	831	1035	1438
短期借款	0	1178	1178	1178	净利润	1106	3323	4139	5752
应付账款	677	1691	2183	2817	少数股东损益	195	415	517	719
其他	1342	2344	2690	3194	归属母公司净利润	911	2908	3622	5033
非流动负债	17	271	271	271	EBITDA	1490	4310	5544	7684
长期借款	11	261	261	261	EPS (元)	1.50	2.43	3.02	4.20
其他	6	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	2036	5484	6322	7461	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	777	1192	1710	2429	成长能力				
股本	606	1199	1199	1199	营业收入	9.0%	27.2%	28.6%	30.3%
资本公积	509	509	509	509	营业利润	28.9%	198.0%	25.5%	40.4%
留存收益	1824	4126	7747	12780	归属于母公司净利润	30.3%	219.3%	24.5%	39.0%
归属母公司股东权益	2940	5835	9457	14490	获利能力				
负债和股东权益	5753	12512	17489	24379	毛利率	9.8%	18.5%	18.1%	18.9%
现金流量表					净利率	3.2%	8.1%	7.8%	8.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	31.0%	49.8%	38.3%	34.7%
经营活动现金流	1417	3503	4502	6292	ROIC	80.7%	87.7%	86.5%	101.6%
净利润	1106	3323	4139	5752	偿债能力				
折旧摊销	175	317	520	656	资产负债率	35.4%	43.8%	36.2%	30.6%
财务费用	-20	14	30	18	净负债比率	0.56%	26.25%	22.77	19.30%
投资损失	-93	-49	-50	-50	流动比率	1.70	1.40	1.86	2.41
营运资金变动	193	126	-125	-141	速动比率	1.00	0.81	1.20	1.69
其它	57	-229	-12	58	营运能力				
投资活动现金流	-365	-2907	-1453	-1476	总资产周转率	5.55	3.95	3.09	2.89
资本支出	422	3023	1505	1506	应收账款周转率	334	320	304	306
长期投资	-3	-120	20	20	应付账款周转率	44.83	24.84	19.60	19.60
其他	53	-4	73	50	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-422	1428	-56	-17	每股收益(最新摊薄)	0.76	2.43	3.02	4.20
短期借款	0	1178	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.92	3.75	5.25
长期借款	-0	250	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.45	4.87	7.89	12.09
普通股增加	0	593	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	115.19	36.07	28.96	20.84
其他	-421	-593	-56	-17	P/B	35.68	17.98	11.09	7.24
现金净增加额	631	2025	2993	4798	EV/EBITDA	35	12	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434