

证券研究报告—调研简报

食品饮料

食品

双汇发展 (000895)

调研快评

推荐

(维持评级)

2011年6月23日

业绩与重组稳步推进 短期猪价压力较大

证券分析师: 黄茂 0755-82138922 huangmao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120030

事项:

我们参加了双汇发展 6.23 股东大会, 并就市场关注的销售恢复、生猪价格、食品安全、资产重组等问题与管理层进行了交流。

评论:

■ 整体销量正在积极恢复 二三线城市和东北恢复较好

瘦肉精事件之后, 公司从最严重的半停产状态逐渐恢复, 到 6 月份各项生产经营有了明显恢复。6 月, 集团肉制品发货量达到去年同期的 95%, 其中高温 87%, 低温 96%。鲜冻品销量恢复到去年的 70%, 而且由于生猪价格创下历史新高, 公司控制冻品入库使得鲜销率增加 10 个百分点。冻品库存从去年同期的 9 万吨下降到 3 万吨。公司认为屠宰量较低是公司在猪价高位时的主动控制行为, 并不完全是瘦肉精事件的影响。

渠道恢复情况, 6 月份在 92%, 其中大型商超在 93.3%。区域上看, 恢复最好的是东北地区, 西南地区恢复较差, 在 60-70%。大城市如上海, 恢复也较差, 而二三线城市恢复相对较好。区域恢复情况与当地信息化程度有较大关系。

■ 高猪价抑制短期盈利 公司多措施应对

最近两周, 生猪价格环比涨幅都在 3% 左右, 不断创下历史新高。公司预计, 三季度生猪价格还会继续上涨, 四季度则会有一定下降。由于瘦肉精事件之后, 公司肉制品未提价, 并带动其他公司肉制品都未提价, 而同期生猪价格上涨了 20-25%, 尽管公司采取了提高鸡肉比例的策略, 但吨利润仍有较大下滑。同时, 由于开工率不足, 导致单头折旧、摊销以及工资费用增加较大, 单头屠宰毛利虽然仍在 40 元左右, 但单头净利不高。不过, 公司计划在 8-9 月通过产品升级、结构提升的方式来提升肉制品单价。另外, 在上海等生鲜肉下滑较大的区域, 同时设立区域旗舰店和加大网购等方式来稳固客户。同时, 公司还通过提升效率, 降低采购价格等方式, 将头头检验的成本从每头 15 元降低到目前的 10 元以下。

■ 二季度计提充分 三季度下滑幅度将明显收窄

公司在二季度对各种促销、退货、广告等费用进行了充分计提, 以后不会再发生其他非正常费用, 公司目前也终止了各种促销活动。公司各项计提主要发生在 4、5 两个月, 而 6 月单月公司已实现了盈利。我们预计, 3 季度公司盈利同比下滑幅度会控制在 20-30%, 比上半年的 80-90% 有明显的回升。

■ 1000 亿长期目标不变 12 年盈利预测估计不会有明显调整

公司表示，之前制定的“十二五”末达到 1000 亿收入的目标目前没有变化，管理层会继续努力去完成。7 月份，集团会有武汉和南昌两个新厂投产，进一步加强公司的产能和终端覆盖能力。公司之前在重组方案中，承诺了拟注入资产 11-13 年的业绩分别为 23.9、30.3 和 37.5 亿元。从目前的情况来看，虽然 11 年预测难以达到，但是公司仍然会基本维持 12 和 13 年盈利预测。

■ 资产重组仍在积极推进 56 元要约收购价不会变

公司一直积极推进资产重组的进程。我们预计，公司目前正在进行的资产重估，近期将会有结果，并且评估值不会有明显下调，并且不会重新通过股东大会。从目前的情况来看，今年之内完成的概率很大。56 元的要约收购价是由于实际控制人变更所导致，目前实际控制人变更已经完成，不可能退回去。受瘦肉精事件影响，目前进程有一定放缓，但是要约价和收购承诺都不会变化。

■ 目前已经是悲观的时候 建议中长期配置

二季度是公司受影响最大，同时也是生猪价格涨幅最高的一个季度。三季度生猪价格即使上涨，涨幅也肯定会有明显回落。我们认为目前已经是公司最差的时候。我们对 12 年盈利预测是基本按照比 315 之前的正常情况下降 20% 来估计的，目前 6 月份的实际利润下降有大约 50%，我们估计随着 3-4 季度的继续恢复和生猪价格的见顶回落，我们的上述估计并不算过于乐观。按照整体上市完全摊薄后的口径，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.50、3.67 和 5.35 元，目前股价对应动态市盈率分别为 42、17 和 12 倍。公司 12 年动态市盈率是行业内最低的，而且业绩向上有一定弹性，建议中长期配置，维持“推荐”。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。