

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司点评

第一创业研究所
 吕丽华 S1080510120003
 联系人：晁岱秀
 电 话：0755-82485059
 邮 件：chaodaixiu@fcsc.cn

双汇发展（000895）

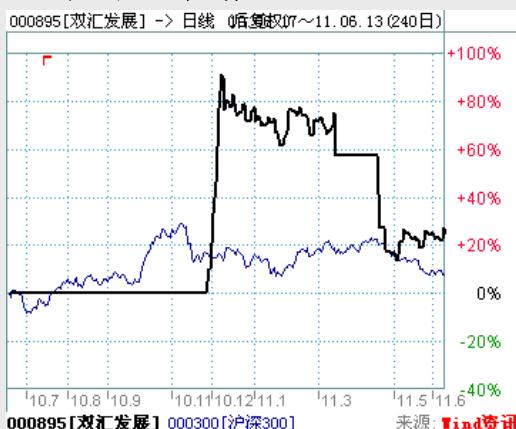
——坎坷路挡不住勇者

事件：

公司公布《第四届董事会第二十三次会议决议公告》，通过子公司双汇商业投资对双汇商业连锁增资 334.4 万元，聘任潘广辉、张太喜为公司副总经理。

点评：

- **销售量恢复到已恢复到 315 前的 90%** 据公司介绍，截止到五月底公司的销量已恢复到“瘦肉精”事件前的 90%，而从历年各季度占全年营业收入的比重来看，一季度占比最低不到 22%，其后三个季度逐渐增加，四季度达到最高约占 28%，公司产品销售有一定的季节性。以目前的销量与去年同期相比约恢复了 80%。
- **资产注入只是时间问题** 资产注入进程将被推迟，但结果不会有变，因为解决关联交易是将利润回归股民并获得证监会的鼓励。此次公司要补充材料，尤其是到一年有效期的注入资产评估资料，该评估是截至去年 5 月 31 日的，也就是重新评估、补充材料而已。进程上，我们认为在今年 4 季度或者明年初获得批准的概率较大。
- **加强对连锁店的控制力 重夺连锁店渠道** 公司通过子公司双汇商业投资（持股 85%）单方面对双汇商业连锁增资 334.4 万元，增资后持股比例由 40% 提升到 52%，通过加强对双汇商业连锁的控制力而更好地掌控连锁店。连锁店在公司销售渠道中特别是冷链渠道方面占有重要的地位，2010 年末公司共有连锁店 20000 家左右，在鲜冻品的销售中排在第一位，每天的销售额都在 1000 吨以上；在低温肉制品方面也占据首位，占全年销售额的 20% 左右。“瘦肉精”事件后，部分连锁专卖店倒戈开始销售竞争对手产品，对公司产品销售产生了较大影响，此次将加大对连锁店投入，重新夺回连锁店的优势。
- **鲜冻品和肉制品两大事业部更换总经理 意欲加快复苏** 公司新任命潘广辉、张太喜为公司副总经理，分别主管鲜冻品和肉制品两大事业部。公司更换鲜冻品和肉制品两大事业部的总经理可能因为产品销量没有达到公司预期。新聘任的两位副总经理都是从最基层干起并分别领导分厂将销售额突破一亿元大关的最为优秀的人才，公司希望他们能带给鲜冻品和肉制品两大事业部更多活力，促使其销量更快恢复。
- **猪肉价格上涨对肉制品销量恢复产生不利影响** 销量恢复情况略低于预期，究其原因除了销售淡季以外，猪肉价格上涨对公司鲜冻品和肉制品



相关报告

《双汇发展（000895）-肉制品航母鸣笛起航》-20110117



都产生不利影响：一、猪肉价格上涨，消费者会选择其他肉（如鸡肉）代替猪肉，导致对猪肉需求下降，而公司每天屠宰量也仅有2万头，只为去年平均水平的50%；二、猪肉价格上涨对肉制品的冲击较大，公司通过使用储备冻肉和鸡肉部分替代猪肉适当降低原料成本。受仔猪价格飞涨、生猪存栏量处于低位、玉米价格持续走高的共同影响下，猪肉价格有可能继续上涨并高位运行至春节后，对公司肉制品的影响较大。猪肉已是居民消费的必需消费品，其他肉制品的需求量是无法与猪肉相比的，另外公司肉制品在各大超市的上架情况已恢复到315之前的水平且公司在肉制品领域的龙头地位无人能撼动的，公司产品销量恢复只是时间问题。

- **短期股价下跌空间有限 优秀团队将战胜坎坷道路** 济源工厂恢复生产、央视给予正面报道、产品上架情况已恢复正常水平等正面信息以及56元要约收购价为股价提供强力支撑，下跌空间有限；而公司管理团队皆出自生产一线，其经验丰富、管理效率、行业认识、发展战略以及渠道的深度和广度在行业内都处于领先地位，公司恢复时期并不遥远。
- **给予“强烈推荐”评级** 二季度业绩下滑已是大概率事件，我们预计二季度销售额下滑应该在10%~20%之间，目前股价已有所反应；而公司产品销售旺季在下半年，公司通过正面的品牌宣传和强化渠道建设将使业绩大幅好转，资产注入后今年实现3元的业绩承诺并不是没有可能，另外资产注入通过审批会对股价产生利好刺激，我们认为估值在25~30倍之间较为合理，6个月的目标范围在75~85元，维持“强烈推荐”。
- **风险：**销售情况大幅低于预期

财务数据与估值

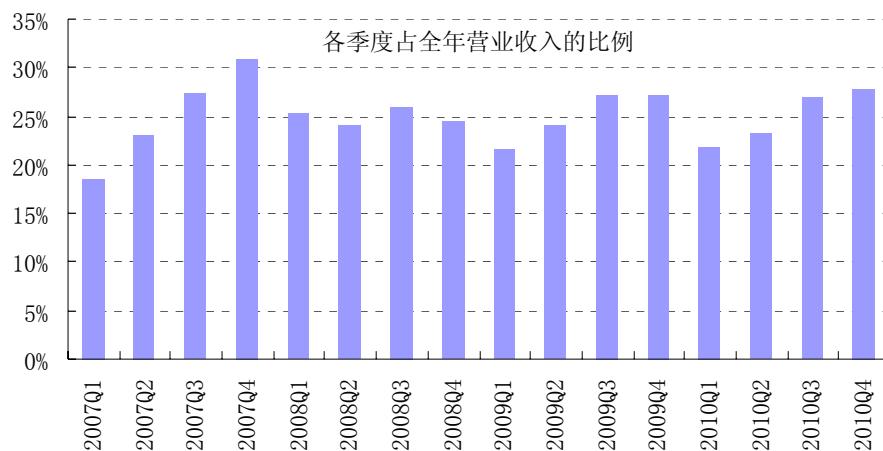
单位：亿元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	283.51	367.49	428.89	566.14	735.98
同比（%）	9.0%	29.6%	16.7%	32.0%	30.0%
营业毛利	27.73	32.68	41.59	57.96	73.19
同比（%）	16.3%	17.8%	27.3%	39.4%	26.3%
归属母公司净利润	9.11	10.89	36.03	45.29	58.88
同比（%）	30.3%	19.6%	24.0%	25.7%	30.0%
总股本（亿股）	6.06	6.06	11.99	11.99	11.99
每股收益（元）	1.50	1.80	3.00	3.78	4.91
P/E（倍）	41.1	34.4	20.6	16.4	12.6

数据来源：第一创业研究所

注：11年后的业绩以资产注入后计算



图 1: 前两个季度为公司产品的销售淡季



数据来源: 第一创业研究所

表 1: 鲜冻品销售以连锁店为主

渠道	家数	销量 (吨/天)	占比
超市	4800	500-600	2
连锁店	20000	≥1000	1
酒店	3800	200	4
肉制品加工	≥100	—	5
批发	≥600	—	3

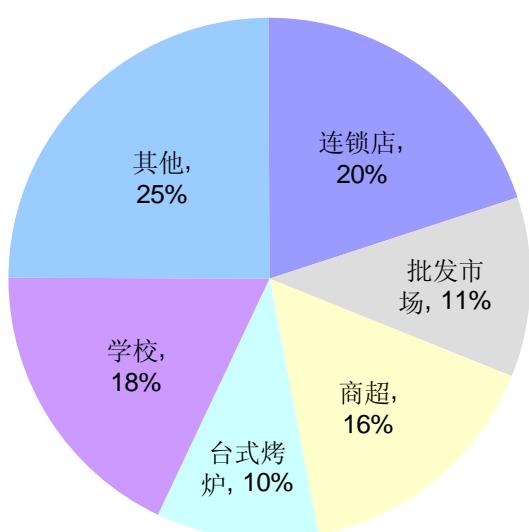
数据来源: 第一创业研究所

表 2: 肉制品销售以商超为主

渠道	家数	序列
超市	5000	1
5000m ² 以上	5000	
5000m ² 以下	100000	
批发市场	600	2
学校	20万吨/年	3
连锁店	20000	4
酒店	3800	5

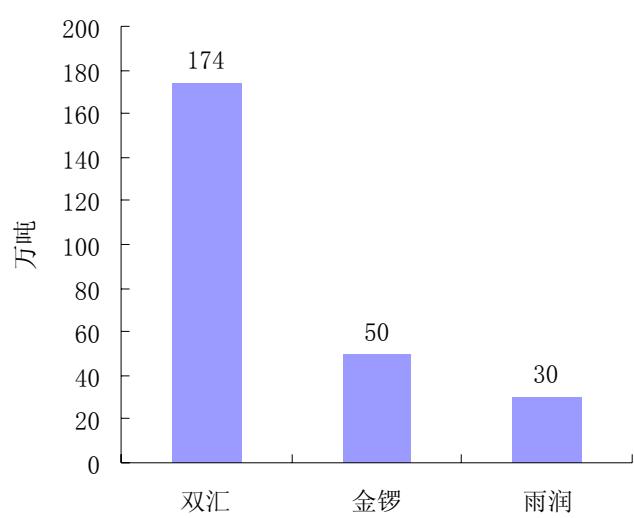
数据来源: 第一创业研究所

图 2: 低温肉制品连锁店渠道占比 20%



数据来源: 第一创业研究所

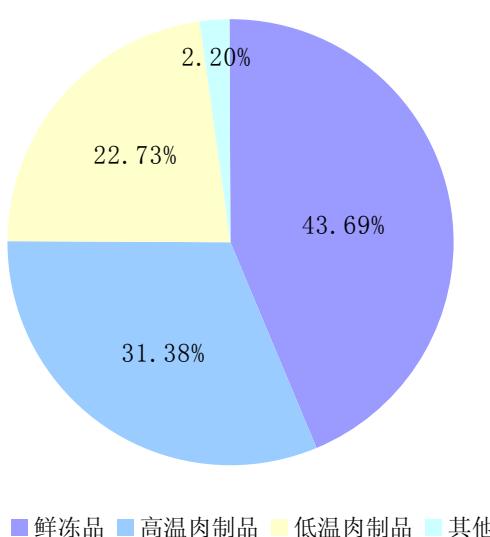
图 3: 双汇在肉制品领域的龙头地位无人能撼动



数据来源: 第一创业研究所

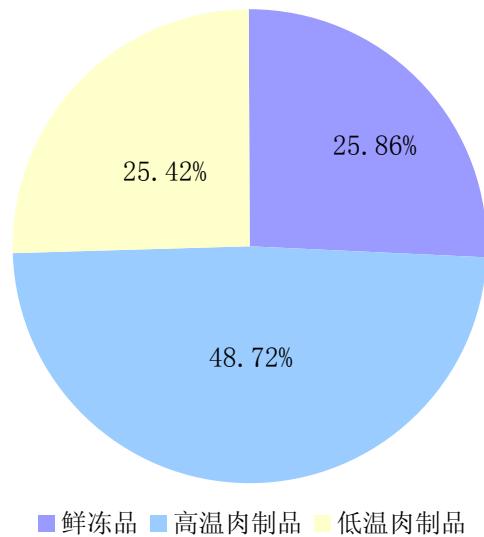


图 4: 鲜冻品占营业收入比重为 43.69%



数据来源: 第一创业研究所

图 5: 鲜冻品占营业毛利的比重为 25.86%



数据来源: 第一创业研究所

图 6: 仔猪、生猪、猪肉价格快速飙升



数据来源: wind 第一创业研究所

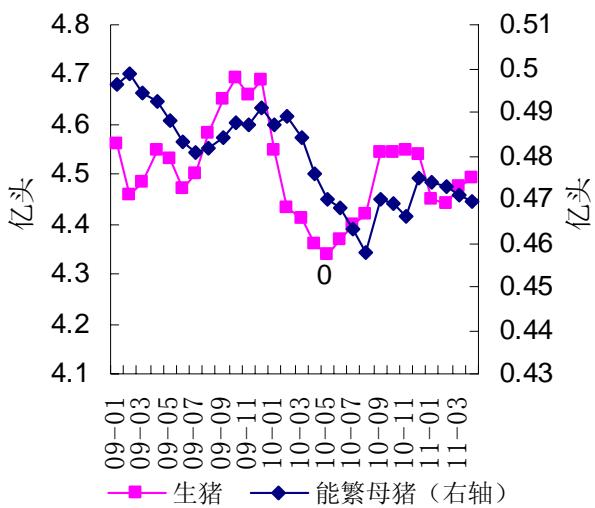
图 7: 屠宰利润并未随猪肉价格上涨



数据来源: wind 注: 猪肉-生猪为猪肉价减去生猪价



图 8: 生猪存栏量仍处于低位



数据来源: wind 第一创业研究所

图 9: 玉米价格持续走高



数据来源: wind 第一创业研究所

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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头寸并进行交易，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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:200120