



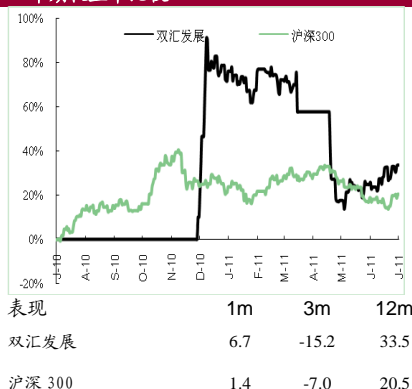
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

食品饮料
Food & Drink

2011 年 7 月 1 日

| 市场数据 | 2011 年 6 月 30 |
|--------------|--------------------|
| 当前价格 (元) | 66.069999 |
| 52 周价格区间 (元) | 49.48 -96 |
| 总市值 (百万) | 40038.08 |
| 流通市值 (百万) | 40028.47 |
| 总股本 (万股) | 60599 |
| 流通股 (万股) | 60585 |
| 日均成交额 (百万) | 281 |
| 近一月换手 (%) | 9.90 |
| Beta (2 年) | 0.14 |
| 第一大股东 | 河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司 |
| 公司网址 | www.shuanghui.net |

一年期收益率比较



相关报告

黄黎明
+86 755 21515595
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:
黄黎明: S0340208070036

双汇发展 (000895)

—从“三聚氰胺”中的伊利看“瘦肉精”中的双汇

评级: 买入 (维持)

| 赢利预测 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 36,749 | 40,424 | 52,552 | 67,791 |
| 主营收入增长率 (%) | 29.6% | 10.0% | 30.0% | 29.0% |
| 归母公司净利 (百万元) | 1,327 | 2,748 | 5,096 | 6,378 |
| 净利润增长率 (%) | 19.6% | 133.6% | 87.9% | 25.2% |
| 每股收益 (元) | 1.80 | 2.12 | 3.99 | 4.99 |
| PE | 36.72 | 31.10 | 16.55 | 13.22 |
| PB | 11.69 | 15.72 | 11.39 | 8.47 |

资料来源: 金元证券研究所

● 双汇销售恢复良好。

6 月份高低温肉制品合计恢复到去年同期的 94.8%，屠宰恢复 70%（主要是猪价新高，压缩屠宰规模，以销定产）；渠道整体恢复 92%，不过区域差异大。

● “瘦肉精事件”与“三聚氰胺事件”比较分析。

首先，行业、产品特点以及行业地位类似。均属于刚需较强的日常消费品（必需品），伊利和双汇均属于业内龙头企业。一方面，消费者对日常消费品的粘性较强，另一方面，消费者对龙头企业的品牌粘性较强。

其次，虽然“三聚氰胺”影响是全行业，而“瘦肉精”只有双汇挨“板子”，但是：1）虽然只查处双汇，但是对消费者心理冲击的不止双汇；2）后者几乎没有造成危害的临床病例，影响程度要轻；3）相对伊利，双汇老大地位更突出，品牌力更强。实际上证明，也正是由于这些因素，双汇恢复速度不亚于伊利。

● 二级市场表现比较。

比较二者在不同阶段的股价表现，可以看出：第一，短期极度恐慌下，股价快速见底；第二，销售逐步恢复，当季及下季大幅计提各项费用，业绩见底，但股价已提前反弹；第三，大约 1-2 个季度基本恢复正常，伊利股价继续反弹，双汇？

我们认为，这些类似的表现并非偶然的巧合，而是前面分析的因素作用下的一定偶然性。

● 投资建议。

公司在二季度一次性充分计提各项费用，预计在三季度销售也能基本恢复去年同期水平，但由于猪肉价格处于历史高位，预计业绩仍难良好表现，预计 11-13 年 EPS 分别为 2.12 元、3.99 元和 4.99 元（资产注入口径），对应 12 年 PE 约 17X，估值优势明显，加之前面与伊利的比较分析，我们仍维持“买入”评级。

风险因素：食品安全、资产注入受阻、原材料价格波动等等

双汇近况

➤ 销售恢复情况良好

6月份恢复明显，高低温肉制品合计恢复到去年同期的94.8%（下同），其中，高温肉制品恢复87%，低温肉制品恢复96%，屠宰恢复70%。屠宰恢复慢原因：1）猪价不断创出历史新高，为了减少高价库存，公司压缩屠宰规模，以销定产，把鲜销率提高10%到89%，产销率增加11%，库存冻品由去年同期的9万吨减至3万吨。2）由于去年同期猪价低，国家收储也较多。

6月份，渠道整体恢复92%，其中，商超恢复93.3%。区域差异较大，最快的是东北市场，目前已超过去年同期水平，西南市场恢复缓慢，只有50-70%，而上海等大城市由于信息发达、消费者选择余地大，恢复也不尽人意。

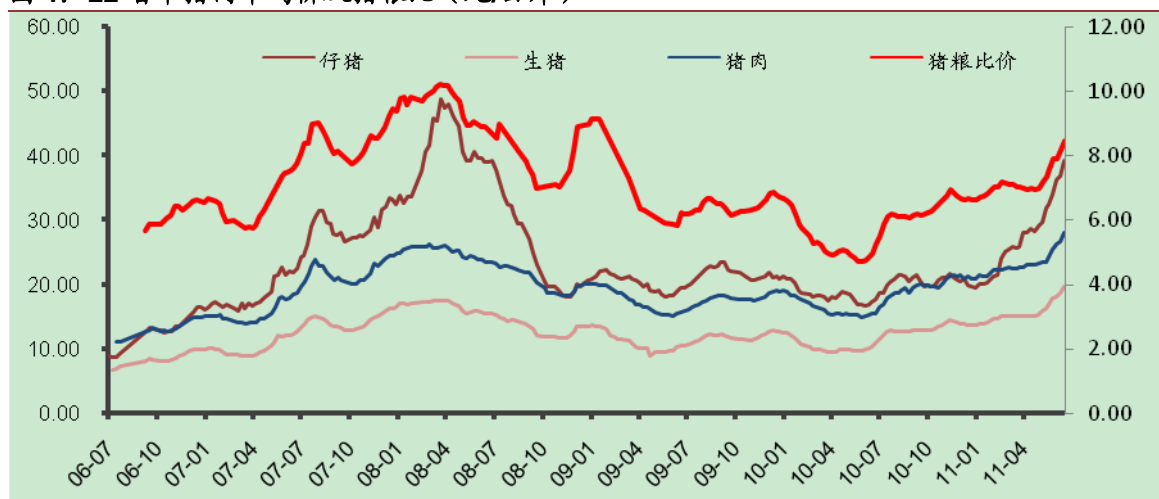
➤ 中期业绩预减80-90%

公司公告中期净利润约 5600-11300 万元，同比下降 80-90%（集团预计下降幅度相当），EPS约 0.092-0.168 元。

跟伊利当年类似，二季度公司业绩减幅超预期主要原因，除了销售下滑外，一次性充分计提广告费用、促销费用、退货损失等，三季度开始不会再有。

另外，猪肉价格创出新高（预计在三季度见顶，但回落有限），而公司为了恢复销售不便提价，导致毛利率被压缩。

图 1：22 省市猪肉平均价及猪粮比（元/公斤）



资料来源：公司公告

不过，预计随着生产、销售的恢复，公司成本费用控制能力也会增强。例如，随着采购规模的扩大以及复检比率的下降，头头检测用的试纸成本已由15元/头减至10元/头，未来有望进一步下降；公司虽然不提价，但是通过调整产品结构，推出新产品、新包装等手段提高毛利率等等。

➤ 资产注入积极推进

首先强调，解决关联交易符合广大小股东利益，也是监管层积极支持的事情，证监会否决的可能性几乎没有。目前，受“瘦肉精事件”的影响，按照程序上需要重新做资产评估，进程会有延迟，预计评估值下调空间也不大（不然需要股东大会重新通过），预计在年底能基本完成。

今年3元的每股收益承诺完成有难度，但是目标不变，“十二五”1000亿的销售目标也不变。我们也认为，事件对公司中长期业绩影响有限。

“瘦肉精事件”与“三聚氰胺事件”比较分析

“瘦肉精事件”中的双汇与“三聚氰胺事件”中的伊利，有诸多相似点，也有不少不同点，能否具有可比性，也存在不少争议。

表 1: 双汇和伊利分别在“瘦肉精”和“三聚氰胺”事件中的比较

| | | 伊利（“三聚氰胺事件”） | 双汇（“瘦肉精事件”） |
|-----|------|--|----------------|
| 不同点 | 公司性质 | 国企 | 民企，已实现MBO |
| | 发生时间 | 2008年9月13日 | 2011年3月15日 |
| | 业绩影响 | 四季度收入和净利润下降45%、34663% | 二季度净利润下降80-90% |
| | 影响范围 | 行业性 | 双汇（对行业也有潜在冲击） |
| | 危害程度 | 严重（造成多名儿童死亡） | 较轻，没有临床病例 |
| | 原料成本 | 原奶价格走低 | 猪肉价格走高 |
| | 市场表现 | 下跌约54%（约1个半月）后持续走高 | 下跌约35%后止跌回升 |
| | 市场背景 | 金融危机（恶劣） | 经济滞涨危险（相对较轻） |
| 相似点 | 产品特点 | 日常（大众）消费品，刚性需求较强（相对于奶粉国外产品有替代，肉制品几乎没有） | |
| | 行业特点 | 完全竞争，市场较大，企业数量多，集中度逐步提高，品牌、渠道等成为竞争焦点 | |
| | 公司特点 | 行业龙头（相对来说，双汇龙头优势更突出），品牌力强，团队优秀 | |
| | 事件根源 | 产业链上游（养殖业）分散，政府监管缺位，企业把关不严 | |

资料来源：金元证券研究所

我们认为，虽然不能完全等同，但是非常类似，投资参考价值还是比较强。

第一，**行业、产品特点以及行业地位类似**。虽然分属于乳业和肉制品，但是均属于刚需较强的日常消费品（必需品），伊利和双汇均属于业内龙头企业，相对来讲，双汇地位更突出。

一方面，消费者对日常消费品的粘性较强，短期事件性冲击基本不会改变行业趋势。我国食品消费处于快速升级中，而政府监管、产业模式等方面提升步伐却相对缓慢，在相当长时期，食品安全问题也还会困扰企业和消费者，但是不会改变行业运行趋势，只会促进行业更好发展。

另一方面，消费者对龙头企业的品牌粘性较强，除非本身故意严重违规致使公司倒闭，一般来说，只要公司应对策略得当，恢复只是时间问题。

第二，“三聚氰胺事件”影响是全行业，大家都挨“板子”，而“瘦肉精事件”只有双汇挨“板子”，双汇是否更难恢复？这里我们也不可忽视几点：第一，虽然只查处双汇，但是对消费者心理冲击的不止双汇；第二，后者几乎没有造成危害的临床病例，更谈不上前者中的死亡例子，影响程度要轻；第三，相对伊利，双汇老大地位更突出，品牌力更强。

实际上证明，也正是由于这些因素，双汇恢复速度不亚于伊利，短短一个季度恢复约九成。当然，短期双汇也面临另外的难题——猪肉价格创新高，所以业绩恢复要较销售缓慢。

“瘦肉精事件”后双汇投资建议

■ 伊利和双汇分别在“三聚氰胺”和“瘦肉精”事件后的表现

对于日常（大众）消费品，产品差异化较小，市场规模大，竞争充分，相关企业的核心竞争力主要体现在：**管理团队、企业机制、品牌和规模优势**。

前面我们分析了伊利和双汇在两个事件中的异同点，整体看，我们认为二者在以上核心竞争力方面基本类似；而实际上事件发生后，二者在销售恢复、业绩波动以及股价等方面，也比较类似。

图 2：“三聚氰胺”后伊利股价走势和恢复进程



资料来源：金元证券研究所

图 3：“三聚氰胺”后伊利收入和利润增速（%）

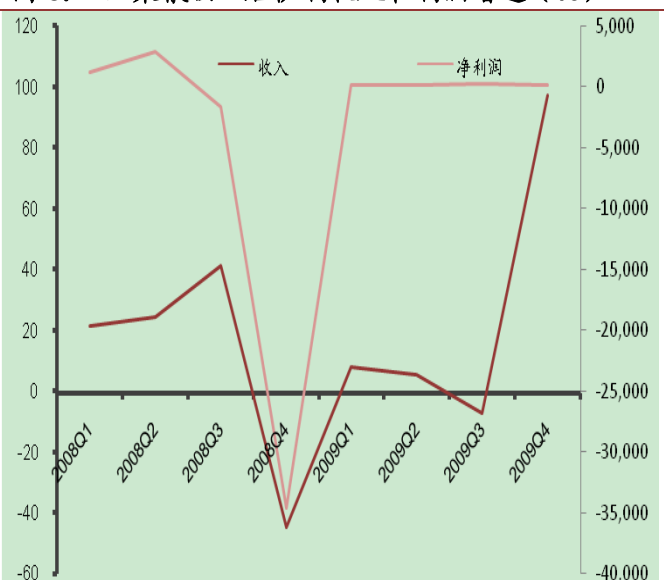
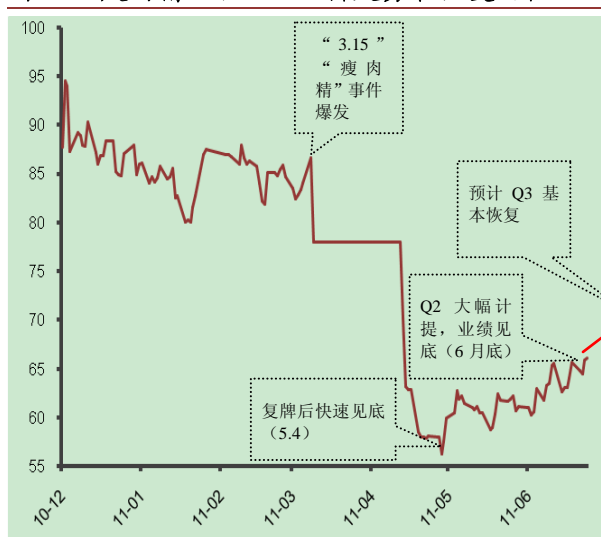


图 4：“瘦肉精”后双汇股价走势和恢复进程



资料来源：金元证券研究所

图 5：“瘦肉精”后双汇收入和净利润增速（%）



比较以上四个阶段二者股价，可以看出：第一，短期极度恐慌下，股价快速见底；第二，销售逐步恢复，当季及下季大幅计提各项费用，业绩见底，但股价已提前反弹；第三，大约1-2个季度基本恢复正常，伊利股价继续反弹，双汇？

我们认为，这些类似的表现并非偶然的巧合，而是前面分析的因素作用下的一定偶然性。

■ 投资建议

公司在二季度一次性充分计提各项费用，预计在三季度销售也能基本恢复去年同期水平，但由于猪肉价格处于历史高位，预计业绩仍难良好表现，预计11-13年EPS分别为2.12元、3.99元和4.99元（资产注入口径），对应12年PE约17X，估值优势明显，加之前面与伊利的比较分析，我们仍维持“买入”评级。

风险因素：食品安全、资产注入受阻、原材料价格波动等等

附表：盈利预测表

| 利润表: | | | | | 现金流量表: | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 科目(百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 科目(百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业总收入 | 36,749 | 40,424 | 52,552 | 67,791 | 净利润 | 1,327 | 2,748 | 5,096 | 6,378 |
| 营业成本 | 33,482 | 33,754 | 42,724 | 55,386 | 折旧与摊销 | 223 | 306 | 309 | 1,415 |
| 营业税金及附加 | 72 | 73 | 95 | 122 | 财务支出 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 销售费用 | 1,219 | 2,223 | 2,470 | 3,118 | 投资损失 | -121 | -60 | -70 | -80 |
| 管理费用 | 482 | 1,124 | 1,104 | 1,424 | 净营运资本变动 | 36 | -670 | 196 | 39 |
| 财务费用 | -38 | -43 | -22 | -12 | 经营性现金流 | 1,465 | 2,325 | 5,531 | 7,752 |
| 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 | 资本支出 | -454 | -3,738 | -1,482 | -1,717 |
| 其他经营收益 | 121 | 60 | 70 | 80 | 其它投资 | 51 | 60 | 70 | 80 |
| 营业利润 | 1,651 | 3,353 | 6,251 | 7,834 | 投资性现金流 | -403 | -3,678 | -1,412 | -1,637 |
| 利润总额 | 1,642 | 3,393 | 6,291 | 7,874 | 股权融资 | 15 | 593 | 0 | 0 |
| 减 所得税 | 315 | 645 | 1,195 | 1,496 | 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 1,327 | 2,748 | 5,096 | 6,378 | 股利分配及其它 | -624 | -1,528 | -2,869 | -3,591 |
| 少数股东损益 | 238 | 204 | 315 | 394 | 筹资性现金流 | -609 | -934 | -2,869 | -3,591 |
| 归母公司净利润 | 1,089 | 2,545 | 4,781 | 5,984 | 货币资金变动 | 454 | -2,287 | 1,250 | 2,524 |
| 资产负债表: | | | | | 主要财务比率: | | | | |
| 科目(百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 科目(百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 货币资金 | 2,371 | 84 | 1,333 | 3,857 | 成长能力 (YOY) | | | | |
| 应收账款 | 133 | 121 | 158 | 203 | 营业收入 | 29.6% | 10.0% | 30.0% | 29.0% |
| 预付账款 | 50 | 34 | 43 | 55 | 营业利润 | 24% | 103.1% | 86.4% | 25.3% |
| 存货 | 1,349 | 3,544 | 4,486 | 5,815 | 归母公司净利润 | 19.6% | 133.6% | 87.9% | 25.2% |
| 其它 | 132 | 61 | 79 | 102 | 盈利能力 | | | | |
| 流动资产合计 | 4,035 | 3,844 | 6,098 | 10,033 | 销售毛利率 | 8.9% | 16.5% | 18.7% | 18.3% |
| 长期股权投资 | 430 | 260 | 260 | 260 | 销售净利率 | 3.0% | 6.3% | 9.1% | 8.8% |
| 固定资产合计 | 2,058 | 5,761 | 6,625 | 7,619 | ROE | 30.8% | 44.9% | 61.0% | 57.3% |
| 长期待摊费用 | 33 | -83 | 206 | -516 | ROIC | 33.4% | 34.6% | 53.0% | 73.7% |
| 其它 | 153 | 163 | 183 | 214 | 偿债能力 | | | | |
| 非流动资产合计 | 2,674 | 6,102 | 7,275 | 7,577 | 资产负债率 | 35.8% | 38.4% | 37.6% | 36.8% |
| 资产总计 | 6,709 | 9,945 | 13,373 | 17,610 | 流动比率 | 1.70 | 1.01 | 1.22 | 1.55 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 1.13 | 0.08 | 0.32 | 0.65 |
| 应付账款 | 680 | 1,688 | 2,136 | 2,769 | 营运能力 (次) | | | | |
| 预收款项 | 798 | 1,213 | 1,577 | 2,034 | 资产周转率 | 5.90 | 4.85 | 4.51 | 4.38 |
| 其它 | 899 | 903 | 1,292 | 1,651 | 存货周转率 | 24.44 | 13.80 | 10.64 | 10.75 |
| 流动负债合计 | 2,378 | 3,803 | 5,004 | 6,454 | 应收账款周转率 | 335.76 | 317.51 | 376.81 | 375.55 |
| 长期借款 | 11 | 11 | 11 | 11 | 每股指标 (元) | | | | |

| | | | | | | | | | |
|---------|-------|-------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 其它 | 7 | 12 | 8 | 8 | 每股收益 | 1.80 | 2.12 | 3.99 | 4.99 |
| 非流动负债合计 | 17 | 23 | 19 | 19 | 每股经营现金流 | 2.42 | 1.94 | 4.61 | 6.47 |
| 负债合计 | 2,400 | 3,822 | 5,023 | 6,472 | 每股净资产 | 5.65 | 4.20 | 5.79 | 7.79 |
| 实收资本 | 606 | 1,199 | 1,199 | 1,199 | 每股股利 | 0.00 | 1.27 | 2.39 | 2.99 |
| 资本公积 | 509 | 509 | 509 | 509 | 估值指标 (倍) | | | | |
| 留存收益及其它 | 3,193 | 4,415 | 6,642 | 9,429 | PE | 36.72 | 31.10 | 16.55 | 13.22 |
| 所有者权益合计 | 4,308 | 6,122 | 8,349 | 11,137 | PB | 11.69 | 15.72 | 11.39 | 8.47 |
| 负债和权益总计 | 6,708 | 9,944 | 13,373 | 17,609 | EV/EBITDA | 22.46 | 10.85 | 5.97 | 4.21 |

资料来源: 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.