

## 事件整改损失拖累短期业绩 关注重组推进增益龙头地位

投资要点：

### 1. 事件

双汇发展 1H11 实现收入 152.59 亿元(yoy-6.65%)，实现归属于上市公司股东净利润 0.76 亿元(yoy-84.85%)，每股收益 0.1254 元。

公司预告 11 年前三季度净利润 2.5~3 亿元(yoy-63~69%)；第三季度净利润 1.74~2.24 亿元 (yoy-28~44%)。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 看好长期发展，行业龙头价值仍存

考虑集团产量在内，双汇低温肉占全国份额遥遥领先于其他厂商，体现龙头公司结构优化先导能力。公司低温肉业务收入 2001-2009CAGR 达 36.75% (09 年 6.85 亿元)。据协会数据，2009 年国内低温肉制品产量为 360 万吨左右 (占肉制品总产量 32%)。双汇集团低温肉制品产量 48 万吨，占比 13%(远高于雨润 4.6%、金锣 2%、众品 0.7%)。我们认为这显示了在行业加工水平提升和产品结构优化的过程中，公司作为行业龙头的领先带动作用。

#### (二) 整改损失集中体现，毛利率受原材料挤压

济源双汇损失涉及 0.93 亿元，在上半年计提充分。因“瘦肉精”事件，公司对济源双汇进行彻底整改和评估。济源双汇已于 6 月 2 日开工复产，实施生猪屠宰环节“瘦肉精”在线逐头检测，产品出厂批批检验。另外，对所有因“315 事件”涉及的厂内封存、市场退回产品总计 5613 吨鲜冻肉、肉制品进行无害化处理，损失 9300 万元。对比济源双汇 2010 年 1-10 月份实现收入 13.24 亿元，利润总额 0.72 亿元，实现净利润 0.57 亿元。我们判断上半年济源双汇损失充分计提后，1H11 出现亏损。

短期产销量下滑，高温肉制品销售或受影响最大。2011 上半年，公司共生产高低温肉制品 33.15 万吨(yoy-28.44%)，屠宰生猪 114.54 万头(yoy-37.93%)；销售高低温肉制品 62.97 万吨(yoy-21.27%)，销售鲜冻品 32.08 万吨(yoy-33.30%)。就产品结构而言，生鲜冻肉、高、低温肉制品分别实现销售收入 52.36、49.91、38.66、7.25 亿元，同比下降 5、13、6、7%，显示出高温肉制品销售或许受事件影响最大。

原材料价格上升挤压毛利率，退货损失和非常时期加大促销拖累业绩。2011 上半年，公司综合毛利率为 7.74% (-2.45PCT)，其中生鲜冻肉、高、低温肉制品业务毛利率分别为 3.52%(-1.29PCT)、10.64%(-2.00PCT)、4.99%(-4.91PCT)。目前生猪价格基本维持在 19 元/kg 左右持续高位运行，对屠宰量及毛、净利率均有负面影响。

### 3. 投资建议

2010 年备考业绩 1.80 元 (重组前)、2.34 元 (不含九家，增厚 34.39%)、2.51 元 (含九家，增厚 44.28%)。因重组方案需要重新评估，我们谨慎预测 2011-12 年业绩 1.86/3.23 元 (年内重组完成)。

双汇发展 (000895.SZ)

**谨慎推荐 维持评级**

分析师

**周颖 (非白酒)**

■: (8610) 8357 1301

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S1010510120060

**董俊峰 (首席)**

■: (8610) 6656 8780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

市场数据	时间 2011.08.18
A股收盘价(元)	73.22
A股一年内最高价(元)	88.69
A股一年内最低价(元)	55.60
上证指数	2559
市净率	12.96
总股本 (百万股)	605.99
实际流通 A股 (百万股)	605.86
限售的流通 A股 (百万股)	0.13
A股市值(亿元)	443.60

### 相关研究

- (1) 双汇发展 (000895) 简评：上半年计提较为充分，期待重组推进增益长期龙头地位  
20110725
- (2) 双汇发展 (000895) 2010 年报及一季报点评：短期关注恢复进度，长期龙头价值仍存  
20110428
- (3) 双汇发展 (000895) 简评：营销积极举措，看好长期发展  
20110424
- (4) 双汇发展 (000895) 2010 业绩预告及复牌点评：短期业绩增速放缓，长期龙头价值不改  
20110419
- (5) 双汇发展 (000895)：上半年有望恢复正常水平 (银河食品饮料)  
20110401

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**董俊峰，食品饮料行业证券分析师。**1994—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**周颖，食品饮料行业证券分析师。**2007年至2011年2月在中信证券从事行业研究工作，2011年3月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

**郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。**2008年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际  
企业大厦 C 座 100033  
电话：010-66568888  
传真：010-66568641  
网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849  
上海地区联系： 010-66568281  
深圳广州地区联系： 010-66568908