

“健美猪”事件不改公司长期投资价值

双汇发展 (000895.SZ)

推荐 维持评级

分析师: 董俊峰 电话: (8610) 6656 8876 邮箱: dongjunfeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010002

郭怡娴 电话: (8610) 6656 8229 邮箱: guoyixian@chinastock.com.cn 执业证书编号: S1070510120021

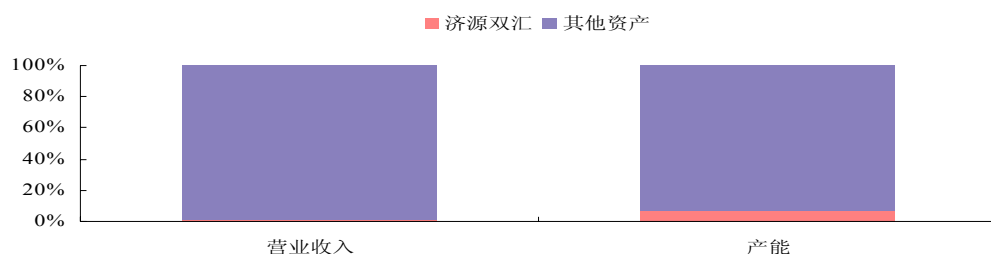
1. 事件

3 月 15 日上午相关媒体新闻频道《每周质量报告》播出 3·15 特别行动《“健美猪”真相》，报道了南京市猪肉市场和济源双汇食品有限公司收购喂食了瘦肉精的健美猪情况，公司股票跌停板收盘。

2. 我们的分析与判断

健美猪事件不改公司长期投资价值，济源双汇产能规模占比仅为 6.6%。3 月 15 日是“国际消费者权益日”(International Day for Protecting Consumers' Rights)，肉制品行业各企业中济源双汇被爆出原材料问题。济源双汇食品有限公司由双汇集团持股 100%，是拟注入上市公司的生猪屠宰量最小的资产，其生猪屠宰产能 100 万头，占重组后总产能的 6.6%。虽然短期内营业收入和利润可能略微受损，但总体上不改公司长期投资价值。

图 1: 营业收入与产能对比



资料来源: 中国银河证券研究部

预计公司将做出积极处理，消费者也会做出较正面的解读。双汇发展作为我国屠宰和肉制品加工行业的龙头公司，在食品安全越来越受到重视的情况下，把食品安全放在战略高度。预计有关部门针对此次事件对生猪产业链的监督检查进行一次大的清理和整顿，食品安全的监督检查趋于严格和规范也是大势所趋，食品企业的生存环境也会得到改善。

双汇集团的发展历史另投资者赞赏：从 80 年代中期集团年销售额不足 1000 万元，到 2005 年双汇集团销售收入突破 200 亿元，在中国大型企业 500 强中名列 131 位，食品行业第一位。此次事件对公司的品牌形象构成轻微负面影响，也将考验公司的危机公关能力，而公司今后在食品安全方面也将做出更大的努力来促进行业和自身的良性发展。双汇管理层的优秀有目共睹，我们相信公司针对此次事件将做出积极处理，消费者也会做出较正面的解读。

3. 投资建议

双汇发展在解决了关联交易后财务透明度大幅增加，看好行业产业化和产品升级给予具备品牌和规模优势的龙头公司的发展机会，我们预计 2010 至 2012 年备考 EPS 分别为 2.36、3.10 和 4.30 元（考虑行权管理费用后），维持“推荐”评级。股价急跌带来投资机会，建议投资者关注二级市场股价恐慌性下跌时的良好时机。

表 1: 财务报表 (万元)

利润表 (万元)	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2010E	2011E	2012E
营业收入	3565565	4545070	5670700	成长性			
营业成本	2977960	3761954	4632962	营业收入增长	25.8%	27.5%	24.8%
销售费用	139057	181803	226828	营业成本增长	16.4%	26.3%	23.2%
管理费用	51701	77266	96402	营业利润增长	193.1%	33.0%	37.2%
财务费用	-2081	-4135	-6917	利润总额增长	190.2%	33.0%	37.2%
投资净收益	0	0	0	净利润增长	210.1%	31.4%	38.9%
营业利润	391378	520726	714502	盈利能力			
营业外收支	0	0	0	毛利率	16.5%	17.2%	18.3%
利润总额	391378	520726	714502	销售净利率	7.9%	8.2%	9.1%
所得税	70448	98938	128610	ROE	44.4%	37.7%	35.2%
少数股东损益	38512	50615	70307	ROIC	107.4%	126.2%	155.5%
净利润	282419	371173	515584	营运效率			
资产负债表 (万元)				销售费用/营业收入	3.9%	4.0%	4.0%
流动资产	629157	1027502	1573547	管理费用/营业收入	1.5%	1.7%	1.7%
货币资金	465575	820687	1318546	财务费用/营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%
应收帐款	10697	13635	17012	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1698	2164	2700	所得税/利润总额	18.0%	19.0%	18.0%
存货	148898	188098	231648	应收帐款周转率	370.43	373.59	370.06
非流动资产	250671	264677	279106	存货周转率	20.68	22.33	22.08
固定资产	201322	215552	225537	流动资产周转率	7.33	5.49	4.36
资产总计	879828	1292179	1852654	总资产周转率	4.90	4.19	3.61
流动负债	241946	306744	379744	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	27.7%	23.9%	20.6%
应付款项	78805	99552	122602	流动比率	2.60	3.35	4.14
非流动负债	1731	1731	1731	速动比率	1.98	2.74	3.53
长期借款	1108	1108	1108	每股指标 (元)			
负债合计	243677	308475	381475	EPS	2.36	3.10	4.30
股东权益	635978	983531	1466305	每股净资产	5.30	8.20	12.23
股本	119900	119900	119900	每股经营现金流	3.10	3.92	5.35
留存收益	459185	756124	1168591	每股经营现金/EPS	1.3	1.3	1.2
少数股东权益	116193	166807	237114	估值	2010E	2011E	2010A
负债和权益总计	879655	1292006	1847781	PE	79.4	60.4	43.5
现金流量表 (万元)				PEG	2.26	1.72	1.24
经营活动现金流	371395	469647	641276	PB	35.3	22.8	15.3
其中营运资本减少	28447	21565	24814	EV/EBITDA	54.21	41.13	30.29
投资活动现金流	-40557	-40300	-40300	EV/SALES	6.29	4.94	3.96
其中资本支出	-40000	-40000	-40000	EV/IC	71.82	63.41	56.80
融资活动现金流	-56484	-74235	-103117	ROIC/WACC	8.66	10.17	12.53
净现金总变化	274354	355112	497859	REP	8.30	6.23	4.53

评级标准

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 年—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998 年—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学工商管理硕士。2003 年业界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。

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。

上述两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，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研究观点。两人不曾因，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。

覆盖股票范围：

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）等

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独立财务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。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

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