

# 一叶障目知秋否

## ——双汇发展(000895)调研报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

格局。在经营策略上公司以规模和效益并重，一方面通过大规模投资加速产能的扩张和渠道的全覆盖，另一方面根据消费升级积极调整产品结构不断提高产品附加值，以提升产品均价的策略带动产品盈利，去年公司就已经提出了“三高产品”的产品结构升级战略，即加大对品质高、售价高、创利高的三高产品的推广。

图2：公司三大业务板块互为支撑



资料来源/公开资料

目前我国屠宰和肉制品加工行业的集中度非常低，排名前三的双汇、雨润、金锣的市场占有率合计约为5%左右，未来行业整合的空间巨大。商务部此前已宣布在未来两三年中将现有的2.2万家生猪企业减少一半以上。此次事件必将加速国家对落后屠宰产能的淘汰，行业份额将加速向龙头企业集中。我们认为：双汇的规模扩张策略将长期受益于行业集中度提升的发展趋势，未来很可能发展成为业内的超大型企业。同时，加大对高端产品的开发有助于公司赢得产品的市场定价权，巩固龙头地位。

表2：2010年公司新投资产能

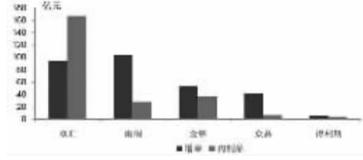
项目	产能	投资额	投产时间
双汇集团2010年新投产产能	220万头	1.2亿元	2010年12月
双汇集团2010年新投产产能	220万头	1.2亿元	2010年12月
双汇集团2010年新投产产能	220万头	1.2亿元	2010年12月

资料来源/公开资料

3、完善的产业链和覆盖全国的销售网络 双汇是同业中产业链最完整，唯一实现上游屠宰冷链肉和下游肉制品业务平衡发展的企业，由于肉制品深加工业务的盈利能力远高于屠宰业务，所以双汇的综合盈利能力也是业内最强的。

值得关注的还有双汇的化工包装业务板块，公司拥有100多套国际先进水平进口设备，产品包括PVDC树脂、PVDC肠衣膜、PVDC包装材料、多层共挤阻隔膜、塑料复合包装膜等1000多个品种规格，对双汇的肉制品业务形成高度的支持。2010年化工包装业务的净利率约为25%，包装业务除了有效降低产品整体成本外，更重要的是为双汇的产品创新提供了极大的支持，比如新包装的研发为双汇的高温产品中温化提供了可能，因此包装业务已经成为公司的核心竞争力之一，是竞争对手难以超越的一道屏障。

图3：双汇及竞争对手屠宰、肉制品收入的比较



资料来源/公开资料

此外，公司已经建立起覆盖全国的销售网络，在33个省市建有200多个销售分公司，采用发达国家“冷链生产、冷链运输、冷链销售、连锁经营”的现代流通模式，3000多名销售人员和6000多家经销商以及数十万个零售终端形成了“纵横国内、辐射海外”的营销网络，形成了对市场的强大掌控能力。

表3：产品销售模式

年份	销售收入	净利润
2007	100	10
2008	150	15
2009	200	20
2010	250	25

资料来源/公开资料

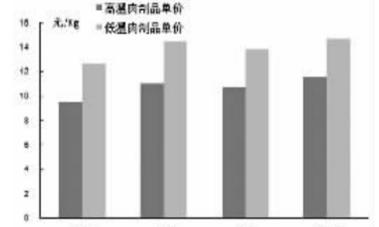
4、领先的新产品研发能力推动产品结构不断向高端发展

公司非常重视新产品的开发，设有国家级的技术中心、国家认可实验室和博士后流动工作站等一流的研发平台，还建立了一支高素质的一线产品研发队伍。双汇每年可以开发新产品100多个品种，每年新产品销量不低于当年肉制品销量的10%，目前肉制品中的特优级产品销售占比约65%。以

2009年新品泡面搭档为例，新产品推出当年就取得了超过2亿的销售收入，该产品在2010年的销售收入接近10亿元，成长性十分可观。2010年推出的新产品台式烤香肠销量达150吨/天，还有弹脆香肠、肉大排、里脊肉，都是三高产品。双汇将高温肉制品可以常温流通、保质期的优势与低温肉制品营养丰富的特性相结合，形成了自己的专利技术，使低温肉制品可以在常温之下流通，25度的保质期也可以做到3个月，这是其他生产商都做不到的。如双汇“玉米热狗烤肠”拳头产品，推出2~3年销售额就做到30亿。

产品创新是企业提升盈利的最有效办法，三高新产品销售占比的不断提高将提升产品均价从而带动产品盈利。同时，产品创新也是化解生猪等原料价格向上波动的最有效办法，可以看到公司在2007年猪肉价格大幅上涨的时候，仍然保持了较高的盈利水平。

图4：公司近4年产品平均提价幅度为5%

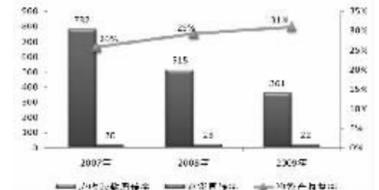


资料来源/公开资料

5、高超的流动资金运营能力

双汇的销售基本采用先付款后供货的模式，而在采购原料时，供应商给予一定的信用期，是延后付款的。从公司的财务报表数据中可以看出，双汇的营运资金管理非常精明，是“借鸡生蛋”的运转模式。以公司2009年年报数据为例，2009年末的预收账款为7.68亿元，高于同期应付账款6.77亿元的期末余额，高额的预收账款相当于巨额的无息借款，可以大大提升公司的资金利用效率和盈利能力；其次，双汇的应收账款周转率非常高，2007年、2008年和2009年的应收账款周转次数分别为782、515和361，奇高的应收账款周转率充分说明了公司高效的资金运用效率；再次，双汇的存货周转率也是非常高的，2007年、2008年、和2009年的存货周转率分别为20、23和22，高速的存货周转大大减少了公司存货的资金占用成本，极大地增强公司资金利用效率。尽管目前双汇只有9%左右的毛利率，但考虑到快速的资产周转率，公司依然具有强大的盈利能力，投资回报率非常高，公司的净资产利润率为25%~30%的水平，远高于行业平均值。我们认为，高效的流动资金运营能力是公司综合实力的体现，不仅大大增强了公司的投资回报率，还充分证明了公司管理层卓越的经营管理能力。高超的流动资金的运营能力也是双汇多年来能够快速扩张的关键因素之一。这次“瘦肉精”事件之后，并没有触及公司先付款后提货销售政策的改变，也说明了渠道各方对公司的信任。

图5：高效的资产运营效率成就了双汇强大的盈利能力



资料来源/公司年报、怀新投资

6、优秀的管理团队以及资产重组后激励机制的完善，保障公司未来的业绩释放。

公司历年的经营绩效已经充分说明了管理层优秀的管理能力。在公司完成集团资产整体上市后，管理层间接持股比例将大幅上升至22.81%，加上双汇国际层面6%的股权激励计划，管理层利益与流通股东相统一，将保障公司未来业绩增长潜能的释放。此外，公司为了完成十二五期间“百亿超百亿”计划，也有相应的奖励措施。集团在收入达到500亿、1000亿、2000亿会给予奖励；各个事业部收入超过200亿，300亿会给予奖励；利润过亿的厂会给予奖励等等。

### “瘦肉精”事件并不能撼动公司的核心生命力

我们认为这次“瘦肉精”事件只是在短期内对双汇造成影响，从公司目前各渠道销售恢复的进度来看，结果偏向乐观，

销量很有可能在5月份恢复到正常水平。同时，通过公司现阶段大力度的整改，以及在生产环节中推行的生猪屠宰在线头检测和各项预防风险措施，都能有效地消除消费者的购买顾虑，双汇安全放心的品牌形象也将在短期内得到恢复。因此，我们判断这次“瘦肉精”事件并不会撼动公司的核心生命力，对双汇而言，这次事件是“危”也是“机”。

●这次事件引发了行业更严格地监管，将为食品企业的健康发展营造一个安全的环境。3·15央视的报道引起了国务院领导的高度重视，派出联合工作组在河南督促此次“瘦肉精”案件的查办。最近，农业部又会同国务院食品安全办等九部门启动为期一年的瘦肉精专项整治行动，严厉打击违法生产、销售和使用瘦肉精的犯罪行为。我们认为，通过这一次的彻查整顿，将会大力加强对“瘦肉精”的监管，在“瘦肉精”的非法制售、贩卖、养殖环节违规添加等链条上严厉打击，从而在源头上保证食品安全，为食品企业的健康发展营造一个安全的环境。

●事件或将加快行业整合：双汇在业内率先推行“瘦肉精”头头检测，现检测成本每头17元左右；雨润在今年3月29日的业绩发布会上也特别强调了将推行100%检测。如果未来全行业都进行头头检测，业内中小产能企业将面临规模不经济的经营压力，加上监管部门从严查治私屠宰业的决心很坚定，此次的“瘦肉精”或将加速业内中小产能退出，加快行业整合，市场份额将加速向龙头企业集中。

### 超跌带来投资机会

1、食品安全事件引发的相关上市公司股价变动的回顾

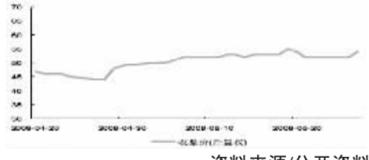
食品安全事件的发生会在短期内给相关上市公司的股价带来剧烈波动。比如，2009年4月23日雨润食品(01068.HK)被安徽省质监局通报，阜阳雨润的某批次午餐肉含有瘦肉精，雨润股价当日下跌5.98%，三个交易日后达到最大累计跌幅10.36%；2008年的三聚氰胺超大大事件对乳制品行业上市公司带来了更为严重的影响，出事企业在三聚氰胺事发后1个月左右股价持续下跌，最大跌幅高达60%。但随着事件的影响被逐步认清，相关公司股价均在超跌后迎刃而反，雨润在事发后的第10个交易日股价即趋于稳定，3个月后相对于大盘的收益率达102%；三聚氰胺事件发生3个月后，主要企业股价均跑赢大盘，以事发前一日收盘价为基准，相对收益在20%~50%左右。从事实来看，食品安全事件导致的下跌给投资者带来了入场机会。

表4：事发1周至3月相对大盘收益

公司	事件	事件前	事件后	3个月后
雨润	瘦肉精	100	103.6	110.36
三聚氰胺	三聚氰胺	100	40	102

资料来源/公开资料

图6：雨润食品午餐肉瘦肉精事件前后股价表现



资料来源/公开资料

2、双汇目前的PE处于历史低位，超跌就是投资机会

此次“瘦肉精”事件已经被政府部门认定为个案，实际损失虽然仅限于济源双汇，但却对双汇的整体形象和品牌价值造成严重损害，我们认为这次事件比2009年的雨润午餐肉事件影响更大，但由于事态并未延伸至行业层面，因此此次事件对行业和公司的冲击也将弱于三聚氰胺事件对伊利和蒙牛的影响。

我们认为此次事件对双汇造成的不利影响只是短期的，公司的长期投资价值并不会因此而改变。我们看好屠宰和肉制品加工行业未来的发展前景，伴随行业整合的加速，市场份额必将快速向龙头企业集中，双汇未来在经营和资本市场上都会有好的表现。我们预计公司2011年3元/股的业绩承诺仍有较大可能兑现，根据双汇4月19日的收盘价，公司的动态市盈率为23倍，PE处于历史底部区域，如果股价进一步下跌，将带来投资机会，建议投资者关注二级市场股价因恐慌下跌带来的买入机会。(CIS)

双汇发展(以下简称“双汇”或“公司”)一直以来都是大众消费品行业中有口皆碑的好公司，是中国屠宰及肉制品行业中的龙头。这次曝光的“瘦肉精”事件究竟是什么性质?会对双汇产生怎样的影响?公司又是如何应对的?事件的出现是否会改变公司既定的重大重组以及未来的发展规划?带着诸多疑问我们实地走访了这家企业。

### “瘦肉精”事件究竟给双汇带来怎样的影响?

1、事件相关背景

2011年3月15日上午中央电视台新闻频道《每周质量报告》播出3·15特别行动《健美猪“真相”》，对饲养有“瘦肉精”的生猪流入济源双汇食品有限公司进行了报道，受此消息影响公司股价当日跌停收盘，双汇亦于3月16日起申请停牌，4月19日复牌。

被曝出有原料问题的济源双汇属于公司正在实施的重大资产重组中的拟注入资产，该公司是双汇集团旗下子公司，成立于2008年9月18日，由双汇集团独资设立，注册资本为9000万元。2009年6月，双汇集团对其增资，增资后的注册资本变更为2亿元。济源双汇生猪屠宰产能100万头，占重组后总产能的6.6%。

表1：济源双汇主要财务数据

项目	2010年1-10月(经审计)	2009年度(经审计)	2008年度(经审计)
营业收入	132,354.19	36,820.14	-
利润总额	7,205.06	901.28	-9.40
净利润	5,684.05	555.60	-8.42

单位：万元

资料来源/公司公告

3·15“瘦肉精”生猪问题被曝光后，国家商务部立即召开会议，包括农业部在内九部门联合启动瘦肉精专项整治活动。农业部新闻办于3月29日发布新闻稿，宣布河南全省生猪“瘦肉精”排查工作已基本完成，“瘦肉精”阳性生猪检出率为万分之四，“瘦肉精”检出生猪集中在济源周边的孟州、沁阳、获嘉、温县等4县市。目前，政府部门对事件已经定调为个案，违规使用瘦肉精集中在部分地区，并非行业内普遍现象。

2、我们关注的问题及解答

问：“瘦肉精”事件重创了公司品牌，对未来消费者信心的重建和品牌的重塑公司有哪些举措?

答：这次事件使公司的形象和品牌价值受损，对双汇人是一次刻骨铭心的教训。事件发生之后，公司积极地从对内和对外两个层面重建消费者信心。对内措施包括：通过调整采购渠道以及供货商签订生猪交付承诺书等办法强化源头把关，确保食品安全；严格落实生猪屠宰在线头检测、肉制品出厂批批检验的制度；并进一步完善企业食品安全内控体系等，同时，双汇集团引入第三方监督机构，对产品质量、食品安全和内控体系进行全方位的第三方监督审核和检测检验。对外的措施包括：加大体验营销力度，通过邀请消费者到生产基地参观的方式让其了解产品生产过程，消除购买顾虑；在商超等销售终端通过张贴公司产品的检验报告让消费者放心，以及通过加大促销和广告投放力度来吸引消费者。

问：3·15事件至今，可计量的损失和影响有多大?

答：①济源双汇处理肉制品和鲜冻品直接损失预计3000多万元；②3·15至3月底，双汇集团的实际销售收入比计划收入少了13.6亿元；③“瘦肉精”由抽检改为头头检验，全年预计增加“瘦肉精”检测费用约3亿元。

问：3·15之后，公司各渠道的补货速度有怎样的变化?

答：肉制品去年产销175万吨，今年计划200万吨(日均出货量在5500吨左右)，3·15之后，肉制品日销量受产品下架影响很大，但4月上旬的出货量已经恢复到3200吨/天以上；公司鲜冻品4月上旬的数据显示发货已经恢复到正常水平的80%以上。公司对4月底恢复到正常销量水平很有信心。

问：事件之后，公司先款后货的销售政策有否改变?对公司的现金流有怎样的影响?

答：公司先款后货的销售政策没有改变，现在还是提前3天订货，全额付款后发货。公司的现金流一直很健康，因此，这次事件对公司现金流的影响很小。

问：头头检验是公司的一项长期工作吗?成本增大将降低公司的毛利水平，公司怎么化解?

答：在线头头检验已经是公司生产线上的一道基本工序，一定会是一项长期的

工作，我们会坚持做下去。保证食品安全是公司的第一原则，虽然今年会新增3个亿的检测费用，但在产业链的最前端进行风险控制对企业而言是最有效也是最经济的办法，随着未来整个产业链效率的提高以及生产规模的扩大、高端高毛利产品占比的增大，都可以有效的消化成本，从而减少对公司毛利和毛利率水平的不利影响。

问：公司的资产重组进程是否会受到重大影响?

答：公司会坚定不移地推进资产重组。目前，公司不仅积极配合国务院专项督查小组展开瘦肉精专题自查与核查，还持续接受交易所与证监会监督，在保证业务经营稳定有序的前提下，稳步推进资产重组相关工作。

问：公司“二五”投资计划会不会有所改变?

答：双汇“二五”规划的投资额是200亿元人民币，目前公司还没有修改计划的想法，中国当前肉制品行业有很好的发展机会，无论从宏观角度还是企业现状，都需要加快发展。经过这次事件的冲击，认真整改后的双汇发展不会减速，公司后续发展在战略层面并没有变化。

问：未来公司将加大上游养殖的比重，现在的比重是多少?未来打算做到多大的比重?

答：养殖目前在整个企业的比重不大，今年计划1900万头屠宰量，养殖有30多万头。公司现阶段侧重的是种猪，未来将向商品猪扩展。双汇经营养殖业已有7~8年时间，养猪场是大规模全自动化工厂，饲料完全自给；种猪由国外引进，现在的种猪出栏可以配套1000万头商品猪。双汇未来将会加大养殖业的发展，但是养殖业投入比较大，未来不可能跟公司的屠宰业完全配套。双汇的做法是以深加工为主，深加工大于屠宰业，屠宰业大于养殖业，用肉制品加工业带动屠宰和养殖业。公司计划每建一个150万头以上生猪屠宰基地，上游配套一个50万头的养殖场，相对配套但不可能做到完全匹配。

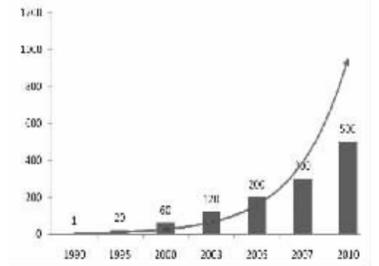
### 双汇的核心生命力在哪里?

作为一家从一个资不抵债的地方小型肉厂成长起来的全国特大型肉制品龙头企业，双汇经历了二十多年市场竞争的考验，历经数次产业周期波动的起起伏伏，已经凝聚了强大的生命力，我们认为双汇的核心生命力主要体现在以下几个方面：

1、坚定的做大做强的经营理念

自设立之初，双汇就树立了“做中国最大、世界领先的肉类供应商”的企业发展目标。从80年代中期的年销售额不足1000万元，到2010年集团的销售收入迈上500亿元大关，双汇如今已成为行业绝对的领导者。坚定的发展信念、清晰的战略规划和强大的执行力是公司生命力的核心。在“二五”期间，公司又提出了新的规划：计划投资约200亿，发展目标是“四化加双百”。“四化”即产业化、专业化、规模化和现代化；“双百”即百亿超百亿；争取在2015年拥有工厂100家，实现税前利润100亿。2010年集团收入520亿左右，计划未来每年增长至少100亿，2014年实现1000亿收入。“十三五”每年收入保持200亿以上的增长。

图1：双汇集团收入持续保持几何数字增长



资料来源/公开资料

2、符合行业发展的经营战略

双汇目前的经营模式是以屠宰和肉类深加工为主，通过适度的向上下游的延伸形成产业链的纵向一体化，即，向上游发展养殖和饲料，向下游发展副产品深加工、食品添加剂、化工包装、彩色印刷等业务，从而形成主业突出、产业互相配套的经营