

肉制品

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 81.00 元

当前股价: 68.48 元

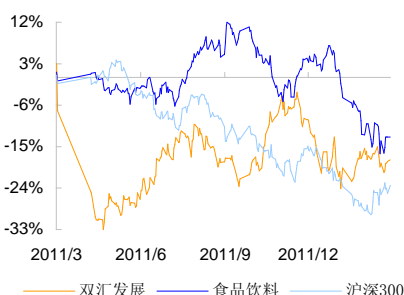
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2434.86 |
| 总股本(百万) | 605 |
| 流通股本(百万) | 605 |
| 流通市值(亿) | 414 |
| EPS | 0.93 |
| 每股净资产(元) | 6.08 |
| 资产负债率 | 44.69% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|-----------|-------|-------|-------|
| 双汇发展 | -0.70 | -7.10 | 3.83 |
| 食品饮料 | 10.83 | -0.61 | -5.14 |
| 沪深 300 指数 | 5.38 | 5.52 | -3.33 |



相关报告

双汇发展 - 2012 年轻装上阵 2012-03-02

双汇发展 - 资产评估价值下调, 整体上市尘埃落定 2012-02-16

要约收购获证监会无异议批复, 继续推进重组 2011-11-18

双汇发展

000895

强烈推荐

从行业双龙头年报比较看双汇竞争优势

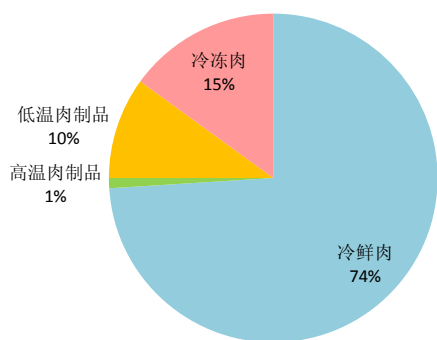
昨日雨润食品公布 2011 年年报, 在此我们对投资者关心的双汇和雨润差异进行梳理, 认为产品结构、销售模式、扩张模式带来政府补贴上的差异是利润差异的主要原因。我们长期看好行业整合为龙头公司双汇带来的政策红利、上游屠宰产量提升后的规模效应、以及下游肉制品品牌力带来的产品持续扩张能力, 预计 2012 年环比增速持续向上。

- **2011 年双汇、雨润均经受瘦肉精事件打击和成本飞涨, 利润出现下滑, 2012 年生猪价格已回落 12% 的背景下, 预计销量和利润会出现大幅回升。**双汇备考合并报表 2011 年实现营收 352.3 亿元, 同比持平; 扣除营业外收入的核心净利润同比减少 40.34%。雨润 2011 年实现营收 263.8 亿元, 同比增长 50.5%, 扣除营业外收入的核心净利润同比减少 62.28%。双汇瘦肉精事件发生在 3/15, 雨润发生在 9/8, 因此**双汇销量下滑大于雨润**, 由于雨润以鲜冻品为主, 因此受生猪价格大幅涨 50% 影响利润率波动大, **雨润利润下滑幅度大于双汇**。2012 年预计均会有明显好转。
- **双汇以肉制品为主, 收入占比 59%, 雨润以鲜冻品为主, 收入占比 89%。**正常年份两者屠宰量相当, 双汇肉制品销量为雨润 6 倍。直销模式使得雨润低温肉制品毛利率高于双汇, 但鲜冻肉占比高导致其综合毛利率低于双汇 4-5 个百分点。双汇的销售是采用 100% 经销商制, 在全国有 6000 多家经销商; 雨润主要采用直销方式, 大型商超、酒店等都是自己建渠道, 产品 60% 左右由商超直销, 20% 多经由酒店、餐厅销售, 经销商的比重不到 20%, 经销商主要负责开拓二、三线城市。因此分销费用低, 产品毛利率较高。而供给酒店的高端产品毛利率可达 40%。因此双汇低温肉制品毛利率低于雨润 (19.8%/29.9%), 但屠宰毛利率高于雨润 (12.5%/10.5%) 由于雨润鲜冻品占收入 89%, 综合毛利率低于双汇 (14.4%/18.8%)。
- **雨润通过扩充上游屠宰产能获得了政府高额补贴以及负商誉, 使得其税前利润率高出双汇 2 个百分点, 扣除营业外收入, 双汇利润率高于雨润 (后附表)。**2011 年雨润雨润通过兼并收购产能达到 4605 万头, 产量 1532 万头, 而双汇主要是自建的方式扩张。通过快速兼并收购扩充上游, 雨润 2009-2011 年取得的政府补贴分别为 4.26 亿、7.13 亿、6.54 亿。2010 年负商誉 1.86 亿元, 营业外收入 9.66 亿, 占税前利润 33%, 同期双汇营业外收入仅 2.07 亿。雨润的政府补贴主要三部分: 一是兼并收购项目的补贴。雨润的投入包括土地支付价款, 厂房设备的购买等, 当地政府承担部分土地费用, 并在屠宰场启动和建好后给予补贴。二是地方政府支付的农产品产业化支持基金。三是地方的税收优惠和贴息贷款。
- **双汇相比雨润的优势在于, 屠宰量相当, 但肉制品销量为雨润的 6 倍, 一方面肉制品比屠宰具有更高的品牌认知度, 双汇在冷鲜肉品牌化的过程中更占优势; 另一方面肉制品利润率远高于屠宰, 原料波动时利润率波动幅度较小, 可给与更高估值。**从空间上来讲, 两家企业合计占比不足 5%, 竞争仍主要在大企业与小企业之间。
- **我们长期看好行业整合为龙头公司双汇带来的政策红利、上游屠宰产量提升后的规模效应、以及下游肉制品品牌力带来的产品持续扩张能力。继续肉制品结构高端化, 屠宰按市场需求调整结构拉动产量。由于今年旺季缩短, 预计一季度销量同比持平, 但利润将有所回升, 全年维持环比增速向上的趋势。预计 2012-2014 年备考合并盈利预测分别为 3.00/3.88/5.01, 维持强烈推荐。风险提示: 猪肉价格急速上涨**

主要财务指标

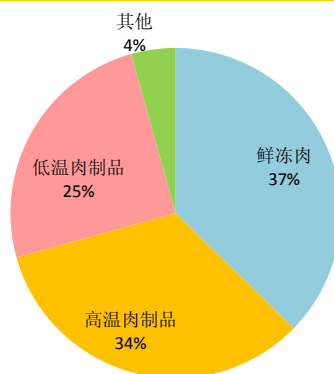
| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 37615 | 47683 | 62006 | 77697 |
| 收入同比(%) | 4% | 27% | 30% | 25% |
| 归属母公司净利润 | 565 | 3285 | 4248 | 5490 |
| 净利润同比(%) | -51% | 482% | 29% | 29% |
| 毛利率(%) | 7.3% | 17.1% | 17.0% | 17.3% |
| ROE(%) | 15.3% | 46.4% | 37.5% | 32.7% |
| 每股收益(元) | 0.52 | 3.00 | 3.88 | 5.01 |
| P/E | 132.74 | 22.83 | 17.65 | 13.66 |
| P/B | 20.37 | 10.60 | 6.62 | 4.46 |
| EV/EBITDA | 41 | 9 | 7 | 5 |

图 1 2011 年雨润收入 89%是鲜冻肉



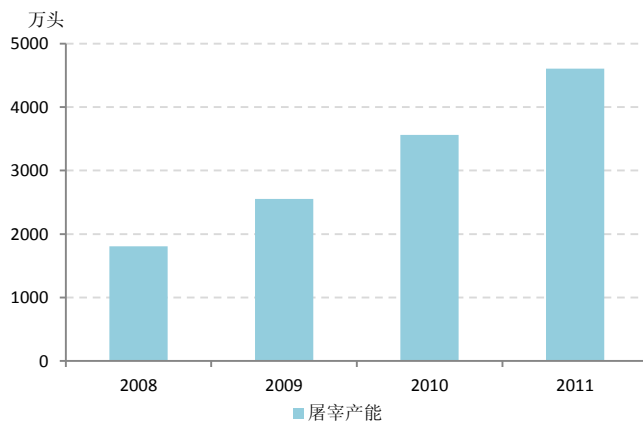
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 2011 年双汇肉制品占收入 59%



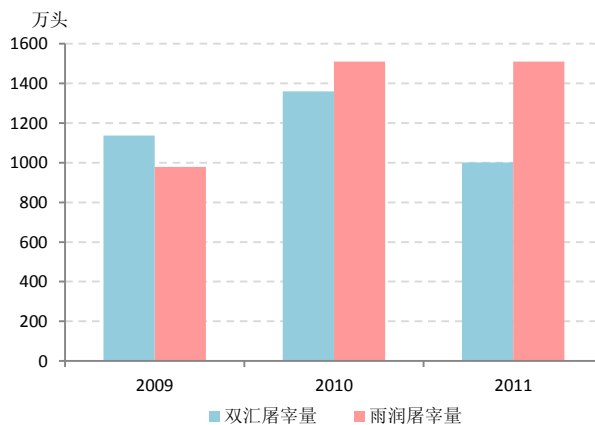
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 雨润屠宰产能增长很快



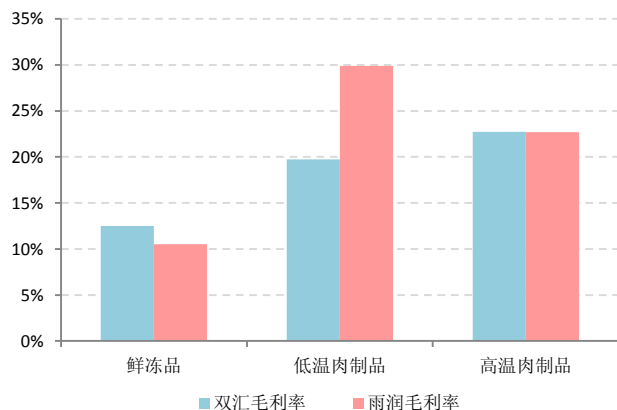
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 2010 年双汇和雨润屠宰量相当



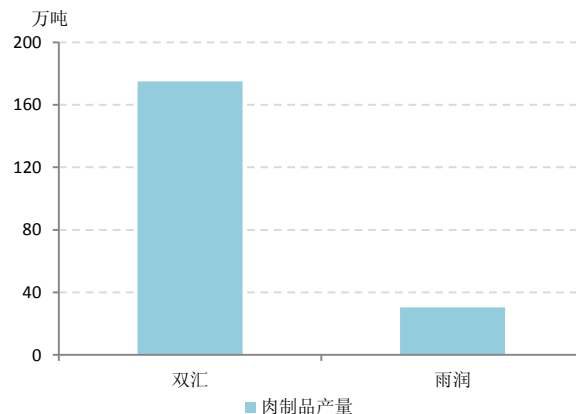
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 双汇低温肉制品毛利率低于雨润，其他高于雨润



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 双汇肉制品产量是雨润的 6 倍



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 双汇和雨润在净利率的差别主要是由于营业外收入的巨大差额造成的

| | 雨润（百万港币） | | 双汇（百万元） | |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2010 | 2011 | 2010 | 2011 |
| 营业收入 | 21472.75 | 32315.19 | 35127.20 | 35230.27 |
| 销售成本 | 18375.20 | 29530.42 | 28517.56 | 30572.79 |
| 毛利 | 3097.54 | 2784.78 | 6609.64 | 4657.48 |
| 毛利率 | 14.43% | 8.62% | 18.82% | 13.22% |
| 其他收入 | 966.17 | 703.31 | 207.01 | 251.95 |
| 销售费用 | 626.71 | 757.91 | 1725.07 | 1739.33 |
| 销售费用率 | 2.92% | 2.35% | 4.91% | 5.69% |
| 管理费用 | 463.08 | 788.07 | 811.17 | 1074.96 |
| 管理费用率 | 2.16% | 2.44% | 2.31% | 3.05% |
| 财务费用 | 47.64 | 36.23 | -14.25 | 30.11 |
| 税前利润 | 2925.84 | 1905.47 | 4087.78 | 1837.05 |
| 税前利润率 | 13.63% | 5.90% | 11.64% | 5.21% |
| 所得税费用 | 189.11 | 99.53 | 810.89 | 389.20 |
| 所得税率 | 6.46% | 5.22% | 19.84% | 21.19% |
| 净利润 | 2736.73 | 1805.94 | 3276.89 | 1447.85 |
| 净利率 | 12.75% | 5.59% | 9.33% | 4.11% |
| 核心净利率（扣其他收入） | 8.25% | 3.41% | 8.74% | 3.39% |
| 归属于母公司股东利润 | 2728.18 | 1799.09 | 2945.74 | 1348.33 |

注：双汇遭遇瘦肉精是 3 月 15 日，雨润为 9 月 8 日，因此 2010 年数据更有参考价值

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 雨润其他经营收入明细（百万港币）

| | 2010 | 2011 |
|--------------|--------|--------|
| 政府补贴 | 713.28 | 653.57 |
| 确认业务合并产生的负商誉 | 186.14 | - |
| 租金收入 | 27.03 | 24.56 |
| 销售废料 | 4.18 | 5.23 |
| 其他 | 35.54 | 19.95 |
| 合计 | 966.17 | 703.31 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附录:

雨润于 2011 年 6 月 30 日曾发布《澄清公告》解释政府补贴和负商誉:

政府补贴: 由于集团的上游生猪屠宰业务属于农产品初加工行业, 而该行业一直受到中央和地方政府扶农增收政策的支持, 因此获得优惠补贴。相信在政府贯彻执行扶农增收的政策下, 加上集团未来继续扩展, 补贴收入预计将持续。

负商誉: 负商誉的产生是一次性的, 主要是集团在兼并收购时所取得的资产公允值和其收购对价之间所产生的价差。过去多年, 集团在发展上游业务时, 通过谈判成功争取到以优惠价格收购多家亏损的公司, 因此产生负商誉。该等负商誉已按适用的会计准则计入集团的财务报表。

后又于 2011 年 8 月 14 日再次就网络报道发布《澄清公告》:

中国雨润食品集团有限公司(「公司」, 与其附属公司统称为「集团」) 获悉国内某媒体近日对集团及其业务所作出与事实不符的报导。公司董事会(「董事会」) 特此澄清如下:

1. “圈而不宰”

集团的工厂从开始建设至正式投产需要一个过程, 一般包括以下步骤: 政府交付土地予集团、工厂规划设计、报规划部门批准、工艺及施工图设计、建筑招投标组织施工及工厂验收等。视乎实际环境, 从开始建设至工厂正式投产一般需要二至三年左右。

2. 土地

集团拥有的土地都是依据合法的方式取得, 并不存在任何违规事项。集团主要业务是经营生猪屠宰及生产深加工肉製品, 并没有从事任何房地产开发业务。再者, 集团拥有的土地属于工业用地, 不能直接用于房地产开发业务, 而转变土地使用性质需要政府事先批准。

3. 政府补贴

如公司于二零一一年六月三十日的公告所载, 由于集团的上游生猪屠宰业务属于农产品初加工行业, 而该行业一直受到中央和地方政府扶农增收政策的支持, 因此集团一直获得优惠补贴。

此外, 集团在辽宁省的子公司所获得的政府补贴是辽宁省有关政府为支持农业发展及带动农民增收给予的补贴, 有关补贴符合支持农业产业化的政策。

集团所获发的补贴都是经过地方政府审批和发放, 合法合规, 集团并没有虚报和欺骗的情况。

4. 生产许可

集团所有已投产的项目都已根据相关的法规办理手续。

5. 产能和产能利用率

集团目前在辽宁已经投产的三个工厂, 综合年产能约为 240 万头, 产能利用率与集团的平均水准相若。此外, 在建和待建项目共有四个, 有关项目完成后, 综合年产能预计约 400 万头。

集团产能利用率是根据实际产量并按集团加权平均产能计算得来, 有关报导中提及的年产能 3,500 万头是二零一零年底时点的产能, 不能直接用以计算产能利用率。集团在二零一零年度按加权平均方法计算的屠宰产能利用率约为 67%。

6. 黑山屠宰项目

集团的在建项目(包括黑山屠宰项目)在开工建设前都已经与当地政府进行沟通并取得共识, 并不存在有关报导所指的违规情况。

7. 项目工程建设进度

如公司于二零一一年六月三十日的公告所载, 产能扩充计划一直是集团的核心发展战略之一。自中央政府于二零零九年底公佈《全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015 年)》加速行业整合后, 集团认为行业整合趋势将有利集团长期稳定发展, 因此按照其自身的业务需要和战略制定了产能扩充计划, 以为股东带来最大利益为目标, 集团必须根据客观环境适时调节有关扩充的步伐。

附：财务预测表

资产负债表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4898 | 7982 | 11809 | 17416 |
| 现金 | 2513 | 3478 | 5944 | 10090 |
| 应收账款 | 188 | 164 | 213 | 267 |
| 其他应收款 | 43 | 145 | 188 | 236 |
| 预付账款 | 36 | 63 | 82 | 103 |
| 存货 | 1703 | 4107 | 5349 | 6681 |
| 其他流动资产 | 414 | 24 | 31 | 39 |
| 非流动资产 | 2942 | 5682 | 7554 | 9120 |
| 长期投资 | 346 | 400 | 400 | 400 |
| 固定资产 | 2114 | 4202 | 5896 | 7407 |
| 无形资产 | 282 | 308 | 304 | 300 |
| 其他非流动资产 | 199 | 772 | 953 | 1013 |
| 资产总计 | 7839 | 13663 | 19363 | 26536 |
| 流动负债 | 3441 | 5639 | 6783 | 8070 |
| 短期借款 | 705 | 700 | 700 | 700 |
| 应付账款 | 1038 | 2272 | 2959 | 3696 |
| 其他流动负债 | 1699 | 2667 | 3124 | 3674 |
| 非流动负债 | 62 | 59 | 59 | 59 |
| 长期借款 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 其他非流动负债 | 13 | 10 | 10 | 10 |
| 负债合计 | 3504 | 5698 | 6842 | 8129 |
| 少数股东权益 | 654 | 892 | 1199 | 1597 |
| 股本 | 606 | 1095 | 1095 | 1095 |
| 资本公积 | 382 | 0 | 0 | 0 |
| 留存收益 | 2693 | 5978 | 10226 | 15716 |
| 归属母公司股东权益 | 3682 | 7074 | 11321 | 16811 |
| 负债和股东权益 | 7839 | 13663 | 19363 | 26536 |

现金流量表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1001 | 3735 | 4992 | 6626 |
| 净利润 | 643 | 3523 | 4555 | 5887 |
| 折旧摊销 | 271 | 360 | 614 | 861 |
| 财务费用 | -4 | 34 | 9 | -11 |
| 投资损失 | -46 | -15 | -15 | -15 |
| 营运资金变动 | 80 | 45 | -209 | -196 |
| 其他经营现金流 | 56 | -212 | 38 | 100 |
| 投资活动现金流 | -1097 | -2844 | -2490 | -2492 |
| 资本支出 | 452 | 2775 | 2505 | 2507 |
| 长期投资 | -300 | 54 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -944 | -15 | 15 | 15 |
| 筹资活动现金流 | -93 | 73 | -35 | 12 |
| 短期借款 | 705 | -5 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 38 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 489 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -127 | -382 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -709 | -29 | -35 | 12 |
| 现金净增加额 | -189 | 965 | 2466 | 4145 |

利润表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 37615 | 47683 | 62006 | 77697 |
| 营业成本 | 34875 | 39514 | 51457 | 64271 |
| 营业税金及附加 | 95 | 162 | 211 | 264 |
| 营业费用 | 1418 | 2327 | 3026 | 3792 |
| 管理费用 | 555 | 1369 | 1780 | 2230 |
| 财务费用 | -4 | 34 | 9 | -11 |
| 资产减值损失 | 22 | 81 | 37 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 46 | 15 | 15 | 15 |
| 营业利润 | 700 | 4212 | 5502 | 7167 |
| 营业外收入 | 123 | 192 | 192 | 192 |
| 营业外支出 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 803 | 4404 | 5694 | 7359 |
| 所得税 | 160 | 881 | 1139 | 1472 |
| 净利润 | 643 | 3523 | 4555 | 5887 |
| 少数股东损益 | 79 | 238 | 307 | 397 |
| 归属母公司净利润 | 565 | 3285 | 4248 | 5490 |
| EBITDA | 967 | 4605 | 6124 | 8016 |
| EPS (元) | 0.93 | 3.00 | 3.88 | 5.01 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 3.6% | 26.8% | 30.0% | 25.3% |
| 营业利润 | -60.8% | 501.9% | 30.6% | 30.3% |
| 归属于母公司净利润 | -51.3% | 481.6% | 29.3% | 29.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 7.3% | 17.1% | 17.0% | 17.3% |
| 净利率 | 1.5% | 6.9% | 6.9% | 7.1% |
| ROE | 15.3% | 46.4% | 37.5% | 32.7% |
| ROIC | 25.5% | 79.8% | 71.7% | 73.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 44.7% | 41.7% | 35.3% | 30.6% |
| 净负债比率 | 21.51 | 13.15% | 10.95 | 9.21% |
| 流动比率 | 1.42 | 1.42 | 1.74 | 2.16 |
| 速动比率 | 0.92 | 0.68 | 0.94 | 1.32 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 5.17 | 4.44 | 3.76 | 3.39 |
| 应收账款周转率 | 225 | 257 | 306 | 301 |
| 应付账款周转率 | 40.59 | 23.87 | 19.67 | 19.32 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.52 | 3.00 | 3.88 | 5.01 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.91 | 3.41 | 4.56 | 6.05 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.36 | 6.46 | 10.34 | 15.35 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 132.74 | 22.83 | 17.65 | 13.66 |
| P/B | 20.37 | 10.60 | 6.62 | 4.46 |
| EV/EBITDA | 41 | 9 | 7 | 5 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|--------------------------------|
| 2012-03-02 | 双汇发展 - 2012 年轻装上阵 |
| 2012-02-16 | 双汇发展 - 资产评估价值下调，整体上市尘埃落定 |
| 2011-11-18 | 要约收购获证监会无异议批复，继续推进重组 |
| 2011-10-22 | 双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大 |
| 2011-09-26 | 双汇发展-调研简报：资产重估进行中，产销量和盈利能力不断提升 |
| 2011-08-18 | 双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善 |
| 2011-07-26 | 双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进 |
| 2011-06-23 | 双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道 |
| 2011-05-31 | 双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果 |
| 2011-04-29 | 双汇发展-一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复 |
| 2011-04-21 | 双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面 |
| 2011-04-19 | 双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会 |

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434 |