



关注跨越式发展 增益龙头地位

投资要点：

- 生产规模获跨越式增长，产品结构改善明显。重组完成后，按2011年口径计算，公司年生猪屠宰量达到约1001万头，肉制品产量达到约146万吨，分别较本次重组前增长303.4%和90.1%；低温肉制品产量占肉类产品的比重由27%提升至36%。
- 在建项目投产将支持业务规模再度实现跨越。根据公司已规划的养殖业务拓展计划，项目全部建成后将新增年出栏生猪160.2万头。双汇发展自产生猪头数将由2010年的23.19万头增长至2015年预期的183.2万头，增长690%。未来五年公司年生猪屠宰量将超过3,000万头，生鲜冻品和肉制品年产量均将超过300万吨。
- 我们将行业内两大公司，双汇与雨润进行对比，发现：

2008-2011年，双汇（合并整体）屠宰与肉制品产能CAGR分别为18.66%和17.94%，肉制品产能已达雨润6倍。双汇主要通过自建方式，而雨润主要通过兼并收购来扩张屠宰产能，2011年双汇与雨润的屠宰产能分别为1316和4605万头，三年CAGR为18.66%和36.64%。我们认为，双汇相比雨润的优势在于，在屠宰产能稳步幅扩张的背景下，其肉制品产能将近为雨润的6倍，近三年年复合增长率达到17.94%。考虑到肉制品比屠宰具有更高的品牌认知度，其利润率也远高于屠宰，未来将会具备更大的增长空间。

从盈利能力的角度来看，我们认为双汇受益于重组，未来盈利能力水平出现了整体提升。从毛利率的对比中，考虑到双汇资产重组的因素，备考后的毛利率有了显著提升，已经超过雨润。双汇现在在生鲜冻品业务规模上较落后于雨润，但从综合业务能力来说，我们认为双汇显示出了未来较强的盈利能力和平竞争实力。

- 生猪供应较为充分，预计全年猪价将低位运行。从供应角度来看，12年截至目前我国生猪存栏持续攀升，能繁母猪存栏上年度大幅攀升后持续高位，全年生猪供应无忧；从需求角度来看，2012年以来，受经济等多重因素影响，猪肉需求呈现出减弱迹象。若终端消费市场短期难以提振，全年来看猪价可能仍会继续低位运行。
- 盈利预测与估值：预测公司2012-2013年EPS为2.81元、3.75元，对应2012/2013年PE为19/15，鉴于公司重组后跨越式发展竞争力及销售处于长期恢复通道中，我们给予“推荐”评级，仍需关注新任团队调整后续动作。建议投资者在合适价位进行关注。

主要财务指标

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	35,127	35,581	43,160	52,233	62,883
收入增长率%	24.33%	1.29%	21.30%	21.02%	20.39%
净利润(百万元)	2,946	1,345	3,092	4,126	4,951
净利润增速%	41.72%	-54.34%	129.88%	33.45%	20.00%
净利率	8.39%	3.78%	7.16%	7.90%	7.87%
摊薄EPS(元)	2.69	1.23	2.81	3.75	4.50

资料来源：中国银河证券研究部

双汇发展 (000895.SZ)

推荐 维持评级

分析师

周颖

■：(8610) 8357 1301
 ■：zhouying_yj@chinastock.com.cn
 执业证书编号：S0130511090001

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 2012.09.05

A股收盘价(元)	54.90
A股一年内最高价(元)	81.80
A股一年内最低价(元)	54.48
上证指数	2037.68
市净率	16.41
总股本(万股)	110028.92
实际流通A股(万股)	60589.77
流通A股市值(亿元)	332.64

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 双汇发展：1H12收入增幅30%，需关注三季度旺季及其后产销进度 20120828
2. 食品饮料行业2012年下半年投资策略报告：优选确定性成长品种 获最佳风险收益配比 20120706

投资摘要：

驱动因素与主要假设条件：

(1) 2012年, 屠宰业务实现屠宰量1500万头, 头均利润40元; 肉制品业务实现销量178万吨, 吨均利润1400元;

(2) 2012年, 公司合并备考收入增速21.30%, 实现销售收入431.60亿元, 毛利率17.93%;

(3) 冷鲜冻肉业务2012年起实施“5329”计划, (50%白条、30%粗分割、20%细分割、90%鲜销), 加大农贸市场比例, 正在转型过程中, 2012年农贸市场销售占比略超40%;

(4) 肉制品业务结构升级, 品种向中高端转化, 推十大品牌。长期看毛利率基本不变情况下, 吨均利润有望逐步提升。

我们与市场不同的观点：

考虑春节提前及季度恢复情况, 我们预测: 2012年屠宰业务实现屠宰量1500万头, 头均利润40元; 肉制品业务销量178万吨, 吨均利润为1400元;

全年毛利率为17.93%。

肉制品业务结构升级, 即使毛利率相对稳定, 仍可实现吨均利润逐步提升。

公司估值与投资建议：

我们预计公司2012-2013年EPS分别为2.81元和3.75元, 当前股价对应估值为19倍和15倍, “推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

屠宰量旺季回升, 吨均利润达到年初预定目标50元/头; 肉制品吨均利润高于预计。

行业数据显示出整体回暖。

主要风险：

猪价下行空间中, 屠宰业务头均利润难以保证;

成本下降导致肉制品业务存在竞争;

相关食品安全事件。

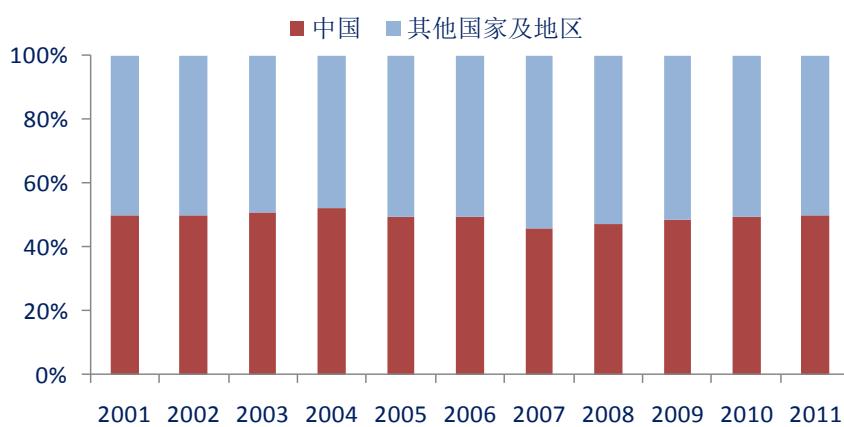
目 录

一、我国猪肉消费总量/人均世界第一，规模企业呈现持续良好成长	1
(一) 中国猪肉消费特征：猪肉占整体肉类比例稳定在 65%左右	1
(二) 我国生猪供应及猪肉产销特征：稳中略增	2
(三) 规模以上企业收入/利润成长良好，盈利水平呈持续上升趋势	5
(四) 竞争格局：行业集中度仍然较低，肉类产业相对在初级阶段.....	7
(五) 行业趋势变动方向：产品结构升级，集中度缓慢提升	9
(六) 业内主要企业/竞争对手	11
(七) 行业周期性，地域性	15
二、双汇发展：多重因素支撑长期竞争力.....	16
(一) 成长性：收入稳步增长，盈利能力较独立于收入增速波动.....	16
(二) 高附加值业务占比提升利好盈利，养殖业务提供品质支持.....	18
(三) 毛利率、净利率变化及原材料对盈利水平影响分析	21
(四) 区域布局：重点加强/整合市场，有利于品牌价值稳步提升	25
(五) 2012 战略调整两大举措：冷鲜肉下沉+肉制品重点产品培育	26
(六) 2012 年中期公司最新恢复情况详析	28
(七) 新一届董事会及高管变动，期待新任团队调整后续动作	29
附：本次新任命第五届董事会及现任高管简历信息（任职前经历及相关职务）	31
附：本次重组关键信息：	33
插图目录	35
表格目录	36

一、我国猪肉消费总量/人均世界第一，规模企业呈现持续良好成长

(一) 中国猪肉消费特征：猪肉占整体肉类比例稳定在 65%左右

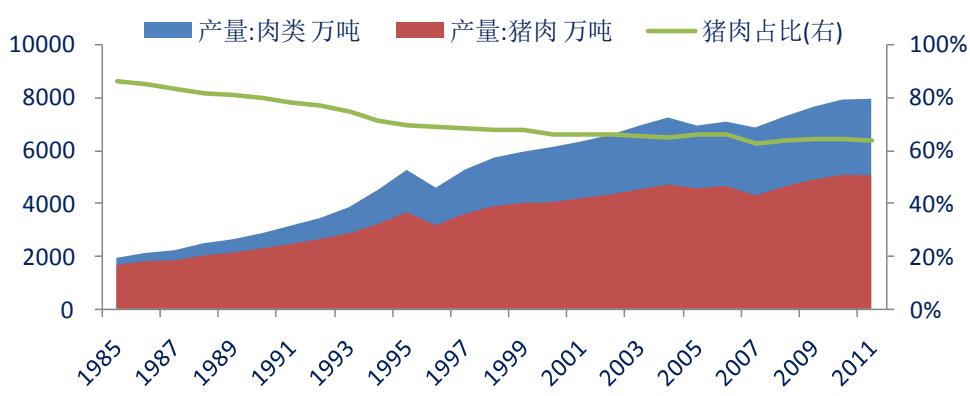
图 1：近十年内，我国猪肉消费量约占到世界猪肉消费总量的一半左右，个别年度有小幅波动



资料来源：中国银河证券研究所整理，国家统计局

中国是世界上猪肉消费量最大的国家，人均消费亦居世界第一。我们比较了 2000 年以来世界猪肉消费量及中国猪肉消费量，2001 年世界猪肉消费量为 8346 万吨，同年我国猪肉消费量为 4185 万吨，占比 50.14%；2011 年，世界猪肉消费量为 10129 万吨，同年我国猪肉消费量为 5053 万吨，占比 49.89%。就每年的数据来看，世界和我国猪肉消费增速变动方向并不总是完全一致，beta 值也有所不同；但近年来我国消费量占比一直维持在 50%上下，个别年份小幅波动。

图 2：我国整体肉类及猪肉产量近年来保持稳步增长，猪肉占比有所回落，07 年以来基本维持在 65%左右



资料来源：中国银河证券研究所整理，国家统计局

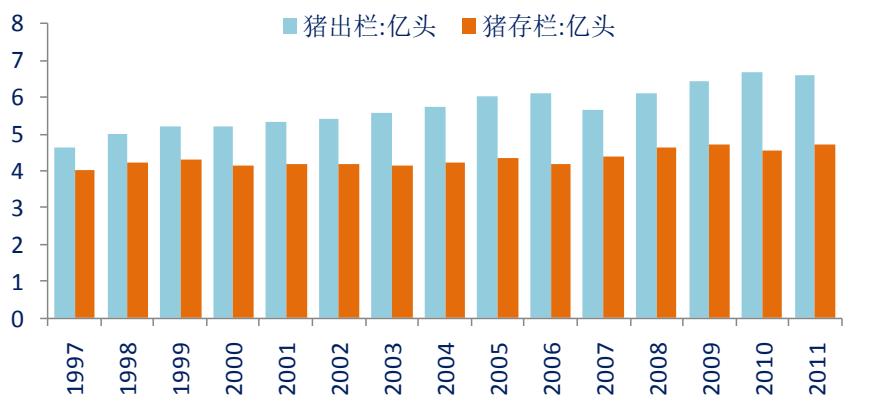
猪肉是我国肉类消费的主要品类，近几年随着人民生活水平的提高，肉类消费也呈现出多样化的特征。根据统计局数据，1980 年我国猪肉产量 1134 万吨，1985 年产量 1654.80 万吨，

到 2011 年已增长至 5053 万吨，是 1980 年的 3.46 倍，1985-2011CAGR 为 2.92%；对比同期肉类产品产量，1985 年 1926.50 万吨，2011 年 7957.00 万吨，1985-2011CAGR 为 4.67%。我们认为，肉类增速略高于猪肉增速的主要原因是居民食用肉类品种的丰富化/多样化。

目前猪肉消费占比基本趋于稳定，近年来维持在 64%附近。猪肉一直是我国人民主要食用肉类，1985 年在整个肉类消费中占比为 86%，随着居民收入水平的提高及供应品种的丰富化，牛羊肉禽肉使用比例提升，猪肉占比逐年下降。但 **我们发现，近年来（2008 年后），猪肉占比基本稳定在 64%左右，我们认为这与中国人的饮食习惯及当前阶段的供求关系有关，短期内猪肉占比可能会维持在这一比例。**

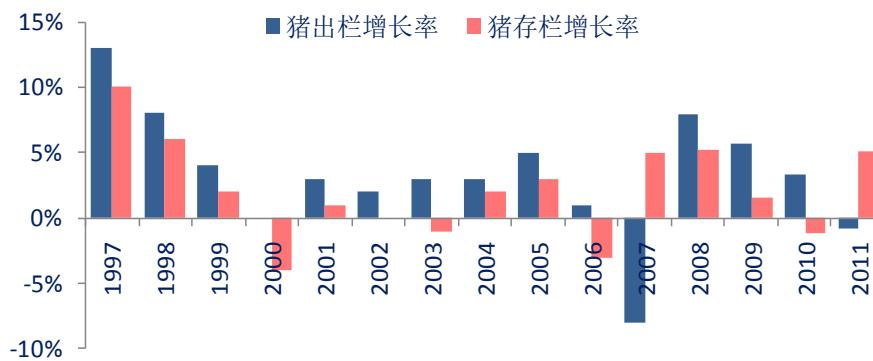
（二）我国生猪供应及猪肉产销特征：稳中略增

图 3：我国生猪出栏及存栏历史数据



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理；

图 4：我国生猪出栏及存栏同比增速变化



注：国家统计局公布肉猪出栏头数最新为 2010 年数据；

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理。

2000 年以来，我国肉猪出栏头数基本保持持续增长。2000 年我国肉猪出栏头数为 5.19 亿头，到 2010 年增长至 6.67 亿头，增长 28.52%，CAGR 为 2.54%。2007 年我国大部分产猪地区由于生猪蓝耳病疫情的影响，导致生猪出栏断层，使得出栏头数下降。其他时间，我国肉猪

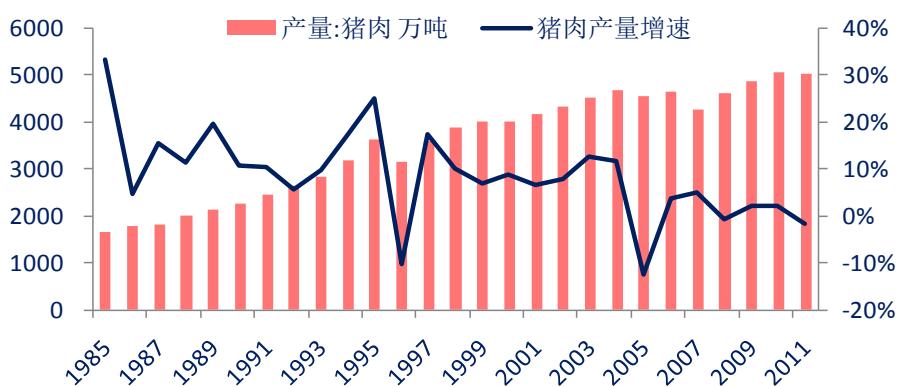
出栏头数均有所增长。

图 5: 1985 年至今我国肉类产量及增速变化 (万吨)



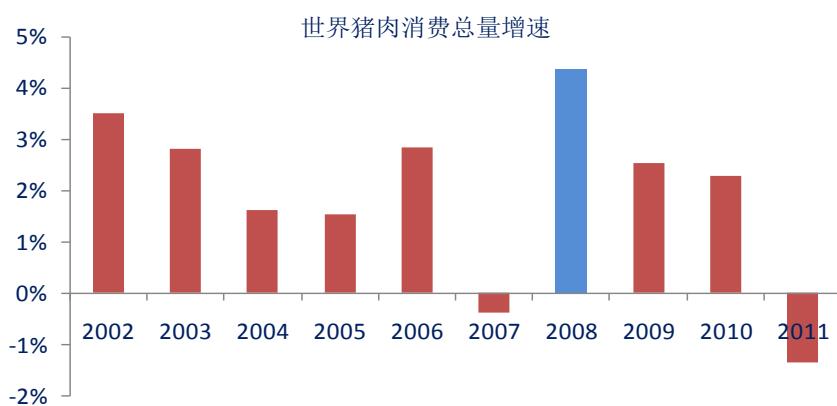
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 6: 1985 年至今我国猪肉产量及增速变化 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 7: 2002-2011 世界猪肉消费量增速水平维持在个位数水平, 和我国猪肉产量/消费量增速水平不完全一致



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

总体来看, 猪肉消费量较为稳定, 1997-2011 年城镇居民购买量 CAGR2.13%。1997 年-2011 年, 我国城镇居民人均全年购买猪肉量, 从 1997 年的 15.34 公斤上升到 2011 年的 20.60

公斤，累计增长 34.29%，年复合增长 2.13%。

图 8：我国城镇居民全年购买猪肉量变化



资料来源：WIND，中国银河证券研究部整理

(三) 规模以上企业收入/利润成长良好, 盈利水平呈持续上升趋势

图 9: 2002 年以来我国屠宰及肉类加工销售收入增长稳定在 25-30% 上下浮动区间



资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

我国屠宰及肉类加工, 肉制品及副产品加工行业近年来收入增速基本上维持在 20-30% 上下浮动区间, 就同期比较来看, 屠宰收入增速可能略高。回溯历史, 根据统计数据, 我们可以得出结论, 2001 年以来, 我国屠宰及肉类加工, 肉制品及副产品加工行业景气度持续上升; 在 2004-2005 年间, 行业景气度达到近年来最高点, 收入增速分别达到 40% 和 35% 左右; 2006 年之后, 行业收入增速呈现出区间波动特征: 屠宰及肉类加工行业收入增速基本上在 25-30% 上下浮动区间波动, 肉制品及副产品加工收入增速基本上在 20-30% 区间。就整体来看, 近年来屠宰及肉类加工行业收入增速平均会比肉制品及副产品加工行业高 1-2 个百分点。

图 11: 2006 年后我国屠宰及肉类加工利润总额增速基本维持在 30-40% 之间, 偶有年份落至 20% 左右



资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

我国肉制品行业利润总额增速波动较大, 与收入变动幅度方向并不完全一致。与此同时, 纵观 2002 年以来历史数据, 可以发现肉制品行业利润总额变动与收入变动并不完全一致, 且波动较大, 但增速基本还是维持在一个较高的水平。我们认为这显示出了肉制品行业(特别是规模以上企业)在结构优化及费用效率上的提升和较高的成长性。2011 年行业利润增速出现了较大的下滑, 我们认为这主要是由于近两年来总体肉制品消费的疲软所造成的行业的不景气导致。

图 10: 2002 年以来, 我国肉制品及副产品加工销售收入增速基本在 20-30% 区间, 同期来说基本略低于屠宰增速



资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

图 12: 2002 年至今, 我国肉制品及副产品加工利润总额增速波动较大, 主要在 20-30% 之间



资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

图 13: 2011 年屠宰及肉类加工毛利水平达到 12.17%，12 年 1-6 月累计毛利率为 11.27%



资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

在可考历史区间内，屠宰及肉制品行业/肉制品及副产品行业毛利整体趋势稳中有升。除特殊年份外，我们可以看到，1999 年以来，肉制品相关行业规模以上毛利水平基本上呈现稳步增长。2011 年屠宰及肉制品行业全年毛利率 12.17%(yoY+1.25pct)，肉制品及副产品毛利率 12.21%(yoY+1.37pct)。2012 年 1-6 月，我国屠宰及肉类加工毛利水平同比略增长 0.09pct 至 11.27%，环比上升 0.02pct；肉制品及副产品加工毛利率同比增长 0.97pct 至 12.44%，环比上升 0.59pct。

利润总额比率上升趋势更加明显，近年来肉制品及副产品提升趋势更为确定，应与产品更具更强优化能力相关。2011 年屠宰及肉制品行业全年利润比率 5.30%(yoY+1.25pct)，肉制品及副产品利润总额比率 5.37%(yoY+1.37pct)。2012 年 1-6 月，我国屠宰及肉类加工利润比率水平同比下降 0.04pct 至 4.49%，环比上升 0.06pct；肉制品及副产品加工利润比率同比上升 0.51pct 至 5.34%，环比回落 0.01pct。

图 15: 我国屠宰及肉类加工利润总额呈现持续上升趋势



资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

图 14: 2011 年肉制品及副产品加工毛利水平 12.21%，12 年 1-6 月高位上涨至 12.44%



资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

图 16: 我国肉制品及副产品加工利润总额比率在 2003 年后有明显提升，应与产品结构升级能力有关



资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

(四) 竞争格局：行业集中度仍然较低，肉类产业相对在初级阶段

我们将A股及H股肉制品相关上市/拟上市公司做了统计，作为行业龙头及品牌/经营相对较好的企业标的，双汇、雨润、大众、得利斯、龙大肉食、高金食品共6家企业合计，仅占到生鲜冻品整体市场份额的5%左右，肉制品整体市场份额的9%左右。由于国家统计局统计规模以上企业，考虑到整个猪肉及肉制品消费现状，实际市场集中度可能更低。

表 1：我国屠宰及肉制品加工主要上市公司分业务市占率测算

占比	2009	2010	2011
双汇发展			
生鲜冻品	1.69%	1.64%	1.45%
肉制品	6.82%	6.82%	5.81%
雨润食品			
生鲜冻品	1.67%	2.04%	2.54%
肉制品	1.08%	0.97%	0.87%
大众食品			
生鲜冻品	1.22%	1.10%	1.00%
肉制品	1.47%	1.76%	2.13%
得利斯			
生鲜冻品	0.10%	0.12%	0.14%
肉制品	0.17%	0.14%	0.13%
龙大肉食			
生鲜冻品	0.22%	0.24%	0.20%
肉制品	0.08%	0.07%	0.08%
高金食品			
生鲜冻品			
肉制品	0.04%	0.03%	0.03%
合计			
生鲜冻品	4.91%	5.13%	5.34%
肉制品	9.66%	9.79%	9.05%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所整理

具体分行业来看，

我国屠宰及肉类加工企业市占率相对较低。根据《2008年中国肉类工业发展概况》，我国肉类行业位列前三位的企业双汇、金锣、雨润年生猪屠宰量合计约3000万头，仅占全国出栏生猪量的5%左右；其肉制品加工量合计约200万吨，占全国肉制品工业加工量的20%左右。相比发达国家，所占比例仍较低，如美国前三家屠宰企业（史密斯·菲尔德公司、泰森公司、JBS Swift公司）总体市场份额已超过56%，留给行业内规模以上企业的市场空间还很大。

表 2: 2010 年肉类加工行业集中度比较表

行业	企业规模	资产总计	销售收入	利润总额	资产总计	销售收入	利润总额
畜禽屠宰	大型	333.3	561.4	21.7	22.2%	14.5%	14.1%
	中小型	1,163.3	3,322.1	132.1	77.8%	85.5%	85.9%
	合计	1,499.6	3,883.5	153.8	100%	100%	100%
肉制品及副产品加工	大型	484.1	994.4	50.1	33.6%	34.4%	33.4%
	中小型	956.2	1,892.4	100	66.4%	65.6%	66.6%
	合计	1,440.3	2,886.8	150.1	100%	100%	100%

资料来源:《2010 年肉类工业发展概况》、《2010 年肉类工业发展报告》,中国银河证券研究所整理

注:本资料主要基于国家统计局数据,2010 年由于统计数据公布口径,实际为 1-11 月数据。

我国肉制品行业呈现几大特征:

(1) 行业的集中度不高,大企业少,小企业多,整体实力不强。2009 年全国有各类生猪定点屠宰企业 3 万多家,规模以上企业 2000 多家,不到 10%,小、散、乱、差是这个行业的特征。

(2) 肉类产业的增长速度仍然以高投入、高能耗、高污染为代价。2009 年中国猪肉总产量占世界总产量的一半,但生猪出栏率、瘦肉率、饲料报酬率远低于发达国家,导致中国生猪价格长期高于欧美国家。

(3) 肉类工业产品深加工少,粗加工多,附加值低,结构不合理。市场上热鲜肉多、冻肉多,冷鲜肉少,高温肉制品多,低温肉制品少,产品结构急需调整。

(4) 私屠乱宰现象严重。2009 年全国出栏生猪 6.4 亿头,3 万家定点屠宰场仅宰杀 3 亿头。上述现状为行业内的龙头企业带来了行业低成本并购机会,提供了巨大的整合空间,创造了有利的发展环境。由于国家产业政策鼓励一体化、规模化经营,因此行业间以名优企业为代表的联合兼并、收购、控股、参股等的重组将日益增多,具备较强竞争力及收益能力的大型、优质企业将在行业整合中优先获益。

肉制品中,高温肉制品行业相对已经比较成熟,前十大品牌可占到 70%以上市场份额。根据中国行业企业信息发布中心发布的《2008 年中国消费品市场重点调查报告·火腿肠》,2008 年全国火腿肠销量领先的十大品牌为:双汇、得利斯、雨润、金锣、波尼亚、旺润、龙大、美好、唐人神、荷美尔。这十大品牌的市场份额为 73.4%,其中双汇市场份额为 38.68%,得利斯为 9.54%,雨润为 9.26%,金锣为 6.05%,其余品牌市场占有率均在 5%以下。

(五) 行业趋势变动方向：产品结构升级，集中度缓慢提升

目前，我国生猪肉产品主要有热鲜猪肉、冷冻猪肉和冷鲜猪肉。

热鲜猪肉以其肉品新鲜、膘白肉红、味道鲜美的优点在城乡消费中仍占据主要地位，但因其没有经过冷却排酸处理，易污染、易腐化变质、露天销售不卫生，这使热鲜猪肉的销量呈下降趋势，市场份额逐渐缩小。

冷冻猪肉以其肉品安全卫生、便于冷藏运输的优势，受到消费者及肉类加工企业的青睐，但在食用前需要解冻，会导致大量营养物质流失。

冷鲜猪肉既保持了肉品新鲜、质嫩味美、营养价值高的优点，又能有效避免沙门氏菌、大肠杆菌等适温细菌污染肉类。而且对猪肉进行精细化分割，满足消费者的多种需求，被誉为集安全、卫生、美味、营养、方便于一体优质“鲜肉”。冷鲜猪肉将成为未来的消费主流。

我国肉制品产品主要分为高温和低温肉制品。

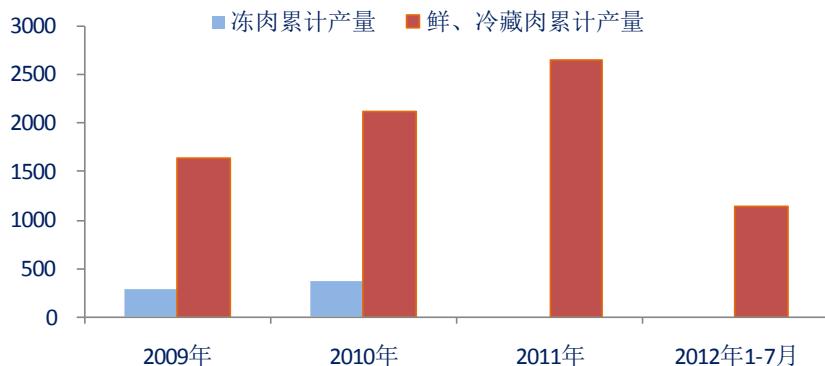
高温猪肉制品是指经过 121℃ 高温、高压蒸煮的包装猪肉制品。此类产品消毒彻底，在常温下有较长的保质期，一般为 3-6 个月或更长，但营养成分缺失较多，且口味较差。

低温猪肉制品是指在常压下通过蒸、煮、熏、烤加工过程，使猪肉制品的中心温度达到 72℃-85℃，并通过杀菌处理加工，在包装、贮存、流通销售过程中始终保持低温的猪肉制品。此类产品具有：①鲜嫩、脆软、可口、风味佳；②营养损失少，可基本保留肉类蛋白质、氨基酸、维生素、矿物质等营养成分以及肉类完整的纤维组织。

随着生活水平的提高和工作方式的转变，居民家庭户内消费保持稳定增长的同时，冷冻肉、半成品、熟制品、干制品等加工肉类制品的购买和户外消费显著增加。

冷鲜肉及加工肉制品为我国肉类工业“十二五”规划主要发展方向。工业和信息化部、农业部 2012 年 2 月发布的《肉类工业“十二五”发展规划》指出：目前，我国冷加工及冷链物流设施不足，白条肉、热鲜肉仍占全部生肉上市量的 60% 左右，冷鲜肉和小包装分割肉各自仅占 10%，肉制品产量只占肉类总产量的 15%，与发达国家肉类冷链流通率 100%、肉制品占肉类总产量比重 50% 的水平相比差距很大，不能适应城乡居民肉食消费结构升级的要求。规划提出“十二五”期间积极发展冷鲜肉加工和肉制品生产。到 2015 年，县级以上城市热鲜肉销售比例降到 50% 以下，冷鲜肉占比提高到 30%。肉制品产量占肉类总产量的比重达到 17% 以上。

图 17: 我国鲜、冷藏肉 2009 年至最新产量变化 (万吨)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2011 全年，我国鲜、冷藏肉累计产量 2654.93 万吨，同比增长 24.36%。就累计产量增速水平来看，比上年同期减少 0.32 个百分点，环比增加 2.18 个百分点。其中，12 月单月实现产量 276.07 万吨，同比增长 31.37% (比上年同期增加 13.03pct，环比减少 10.27 个百分点)。

2012 年 1-7 月，我国鲜、冷藏肉累计产量 1672.86 万吨，同比增长 21.56%。就累计产量增速水平来看，比上年同期增加 0.98 个百分点，环比增长 0.24 个百分点。其中，7 月单月实现产量 258.48 万吨，同比增长 22.09% (比上年同期减少 3.36 个百分点，环比下降 0.62 个百分点)。

对比我们可以发现，虽然整体肉类消费及猪肉消费近年来增速较低，**特别 2011 年，可能由于通胀原因出现负增长，但是鲜、冷藏肉近年来增速均保持在 20%以上**。我们认为，一个可能的原因是，产品结构升级所带来的高附加值产品产量提升；另外还有一个重要的原因是，规模以上企业在整个行业增长过程中的替代性优势。

(六) 业内主要企业/竞争对手

表 3: 我国屠宰及肉制品加工主要上市公司成长性比较

	2008	2011	年复合增长率
双汇发展			
营业收入 (亿元)	260.10	376.15	13.09%
归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	6.99	5.65	-6.85%
雨润食品			
营业收入 (港币: 亿元)	130.45	323.15	35.31%
归属于上市公司股东的净利润 (港币: 亿元)	11.38	17.99	16.49%
大众食品			
营业收入 (亿元)	108.10	168.28	15.90%
归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	7.03	1.29	-43.17%
得利斯			
营业收入 (亿元)	11.96	19.25	17.19%
归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	0.67	0.46	-11.78%

注: 此处为双汇发展股份(重组合并前)收入及利润数据

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所整理

双汇发展是我国最大的生鲜冻肉和肉制品生产企业, 行业地位非常突出。该公司从 1998 年上市至 2008 年以来, 营业收入和归属于母公司股东的净利润的年复合增长率分别约为 29% 和 26%, 业绩保持了长期稳健的增长。2008 年度, 双汇发展的营业收入达到 260.10 亿元, 同比增长 19.07%, 实现归属于母公司股东的净利润 6.99 亿元, 同比增长 24.38%。高温肉制品是该公司的起家产品, 仍然是该公司主要的收入和利润来源。而后发展出的低温肉制品和冷却肉产品, 为该公司未来发展的重点产品。近些年来, 该公司的低温肉制品保持了快速的发展, 2005-2008 年该业务收入的年复合增长率达到了 42.89%。

2011 年度, 双汇发展的营业收入达到 376.15 亿元(合并报表), 同比增长 3.59%, 归属于上市公司股东的净利润为 5.65 亿元, 而上年同期经追溯调整后为 11.59 亿元, 同比下降 51.25%; 其中, 2011Q4 归属于上市公司股东净利润为 2.87 亿元, 同比下滑 19.83% (2010 年 Q4 归属母公司净利润调整为 3.58 亿); 2011 年基本每股收益 0.9322 元。业绩下降的原因主要由于 2011 年原辅料成本大幅上升以及“3.15”事件的影响, 公司的销量和毛利率较上年同期出现不同程度的下降。

雨润食品自 1993 年成立以来以低温肉制品为主, 1997 年进入屠宰行业, 2001 年中国出现冷鲜肉, 此产品成为该公司上游的重点发展方向。近年来, 雨润食品发展迅速, 分别在多个地区进行产能扩张, 屠宰产能由 2005 年的 785 万头/年扩张到 2007 年的 1,405 万头/年, 2008 年继续增至 1,805 万头/年, 截止到 2011 年年底屠宰产能达 4605 万头, 2008-2011CAGR 36.64%。肉制品产能由 2005 年的 16.3 万吨/年扩张到 2007 年的 21.8 万吨/年, 2008 年继续增至 25.8 万吨/年。截止到 2011 年年底肉制品产能达 30.4 万吨, 2008-2011CAGR 5.62%。

由于劳工及生产成本在 2011 年持续上涨, 加上媒体持续多月关于肉制品安全报道的影响,

雨润 2011 年下半年的经营环境不太理想，特别是第四季度变得极为艰巨。2011 年，雨润实现收入港币 323.15 亿元（2010 年：港币 214.73 亿元），同比增长 50.49%。公司股权持有人应占利润达到港币 17.99 亿元（2010 年：27.28 亿元），同比下滑 34.05%。扣除政府补贴、负商誉和汇兑收益后，2011 年的核心净利润为港币 10.71 亿元（2010 年：17.88 亿元），同比减少 40.10%。

上游屠宰方面，截至 2011 年年底，公司上游屠宰年产能达到 4,605 万头，较 2010 年年底增加了 1,045 万头。未来公司将继续落实其长期产能扩张策略，逐步完善全国性产能布局，以于 2015 年上游屠宰年产能达到 7,000 万头为目标，进一步巩固其业内龙头企业的领先地位，迎接行业整合规模扩大带来的巨大商机。截至 2011 年年底，公司在下游深加工肉制品业务的年产能达到 30.4 万头，而未来数年也将会继续扩充，建设的重点是补充市场覆盖、减少生产的瓶颈及提升重点设施。2011 年，公司位于南京的深加工肉制品生产基地已完成基本建设，并计划于 2012 年年底分批投产，下游产能将会提升。

得利斯是以生猪屠宰、冷却肉及冷冻肉、低温肉制品的生产与销售为主营业务的大型猪肉食品综合加工企业，尤其是低温肉制品是公司利润的主要来源，每年都占利润总额的 2/3 左右。国内少数几家拥有先进生猪屠宰流水线和低温肉制品生产工艺，布局合理的市场营销网络、完善的冷链运输体系的公司之一。公司已在中高端猪肉及肉制品的生产与销售领域树立了良好的品牌形象，积累了丰富的客户资源，建立了完善的营销服务网络，占据国内同行业的领先地位。具体细分各项产品如下：冷却肉及冷冻肉：该业务 2011 年中期营业收入占公司全部主营业务收入的 68%，但毛利率较低，为 5.33%，利润贡献为 32%。低温肉制品：该业务 2011 年中期营业收入占公司全部主营业务收入的 26%，但毛利率较高，为 26.46%，利润贡献为 61%，是公司主要的利润来源，且历年来一直较为稳定。

2011 年度，得利斯的营业收入达到 19.25 亿元，同比增长 33.96%，实现归属于母公司所有者净利润为 0.46 亿元，同比增长 4.55%。

大众食品自 1994 年设立以来，主要从事生猪屠宰及冷冻肉销售，随后逐步开展高低温肉制品的业务。2008 年度，大众食品经营业绩同比增幅较大，当年实现销售收入 108.10 亿元，同比增长 22.0%；实现净利润 7.03 亿元，同比增长 43.0%。2011 年，实现销售收入 168.28 亿元，同比增长 23.45%，归属股东净利润为 1.29 亿元，同比下降 46.21%。

与国外成熟市场相比，我国肉制品加工屠宰集中度仍处于较低水平。根据《二〇〇八我国肉类工业发展概况》，双汇发展、雨润食品和大众食品年生猪屠宰加工量仅占全国出栏生猪量的 5% 左右，肉制品加工量占全国肉类总产量的 2.8% 左右（占全国肉制品工业加工量约二成左右），相比发达国家而言，所占比例仍然较低，如美国前 3 家屠宰企业总体市场份额已超过 65%。

双汇/雨润重点对比

表 4：双汇/雨润屠宰/肉制品产能规模对比

产能规模对比			
	2008	2011	年复合增长率
屠宰产能 (万头/年)			
双汇发展	787.73	1,316	18.66%
雨润食品	1,805	4,605	36.64%
肉制品产能 (万吨/年)			
双汇发展	126.36	207.28	17.94%
雨润食品	25.80	30.40	5.62%

资料来源：公司公告数据，中国银河证券研究所整理

2008-2011 年，双汇屠宰产能 CAGR 为 18.66%，低于雨润的 36.64%，主要原因是由于扩张产能的模式有差别。2011 年，雨润通过兼并收购，屠宰产能达到 4605 万头，对比 2008 年的年复合增长率达 36.64%，而双汇主要是通过自建的方式扩张，其屠宰产能达到 1316 万头，近三年年复合增长率达 18.66%。

2008-2011 年，双汇肉制品产能 CAGR 为 17.94%，明显高于雨润的 5.62%。我们认为，双汇相比雨润的优势在于，在屠宰产能稳步扩张的背景下，其肉制品产能将近为雨润的 6 倍，近三年年复合增长率达到了 17.94%。考虑到肉制品比屠宰具有更高的品牌认知度，其利润率也远高于屠宰，未来将会具备更大的增长空间。

2012 年，公司将以“调整结构上规模、突破终端扩市场”为经营方针，实现屠宰生猪 1435 万头、产销肉制品 176 万吨、产销生猪 32 万头的年度经营计划（按资产重组完成后备考合并报表计算）。

表 5：双汇/雨润 2011 年收入及净利润对比

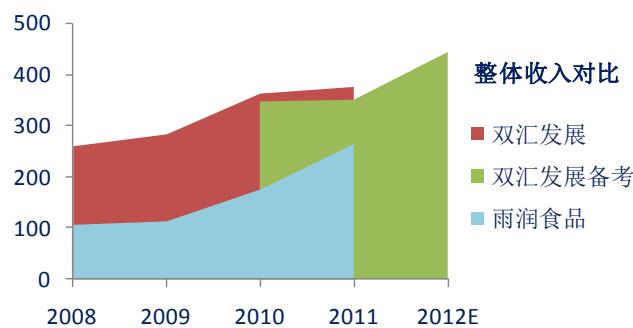
营业收入对比					
单位：亿元	2008	2009	2010	2011	2012E
收入					
双汇发展	260.10	283.51	363.10	376.15	
双汇发展备考			351.27	355.81	444.42
雨润食品	106.97	113.95	176.33	265.39	
净利润					
双汇发展	6.99	9.11	11.59	5.65	
双汇发展备考			29.45	13.49	29.47
雨润食品	9.33	14.31	22.37	14.75	
净利率					
双汇发展	2.69%	3.21%	3.19%	1.50%	
双汇发展备考			8.38%	3.79%	6.63%
雨润食品	8.72%	12.56%	12.69%	5.56%	

注：此处双汇发展备考为主营业务收入对比；资料来源：公司公告数据，中国银河证券研究所整理

2011年，双汇、雨润均受到了“瘦肉精”事件的打击和猪价快速上涨带来的影响，虽然收入保持上涨，但利润及净利率均有所下滑。双汇备考合并报表2011年实现营业收入355.81亿元，净利润13.49亿元。对比雨润2011年的营业收入为265.39亿元，净利润为14.75亿元。从收入规模上来说，双汇超雨润约34.07个百分点，但从净利润的角度看，雨润通过扩充上游屠宰产能获得了政府的高额补贴以及负商誉，使得其2011年的净利率高出双汇约2个百分点。

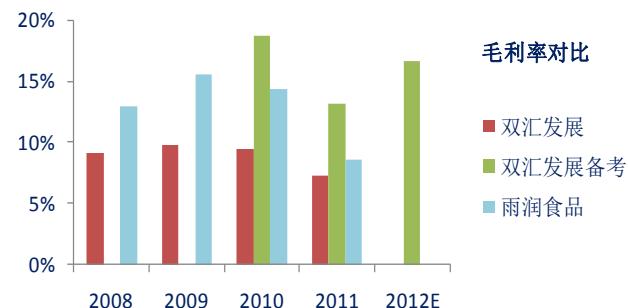
从盈利能力的角度来看，我们认为双汇受益于重组，未来盈利能力水平出现了整体提升。从毛利率的对比中，考虑到双汇资产重组的因素，备考后的毛利率有了显著提升，已经超过雨润。双汇目前在生鲜冻品业务规模上较落后于雨润，但从综合业务能力来说，我们认为双汇显示出了未来较强的盈利能力和平牌竞争实力。

图 18：双汇发展股份、合并备考、雨润食品收入规模对比



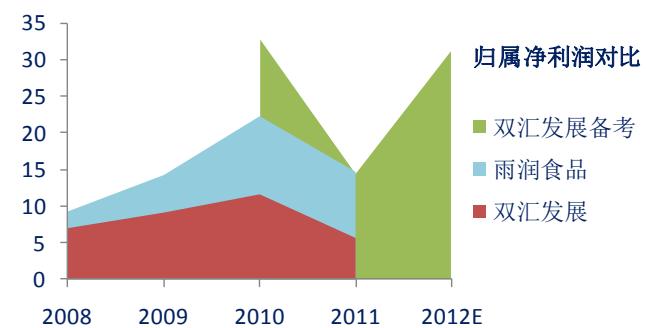
资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

图 20：双汇发展股份、合并（备考）、雨润食品毛利率对比



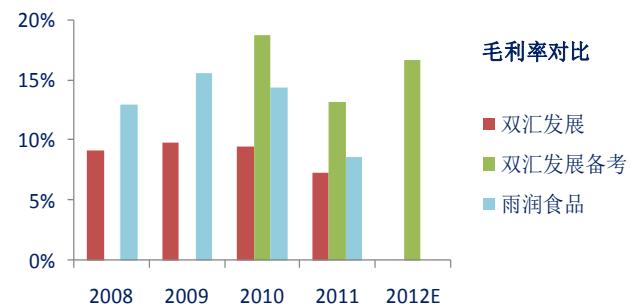
资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

图 19：双汇发展股份、合并备考、雨润食品归属净利润对比



资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

图 21：双汇发展股份、双汇发展并备考、雨润食品净利率对比



资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

(七) 行业周期性, 地域性

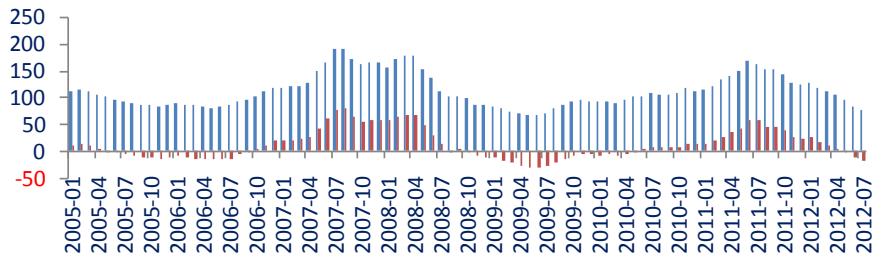
我国猪肉产出主要集中在四川、湖南、河南、山东等省份。四川的猪肉产量连续多年排名全国第一。2009年,四川猪肉产量占全国产量的10%,山东的猪肉产量排名全国第四,占全国产量的7%,四川、湖南、河南和山东四省的猪肉产量占全国总产量的33%,是我国猪肉的主产区。

我国猪肉消费量较多的地区主要分布在南部和东部地区。四川、贵州、湖北、云南、湖南、福建、上海、广东等省市的猪肉消费比重高于全国平均水平,新疆、宁夏、西藏、青海、内蒙古等省区由于受饮食习惯、生产结构等因素的影响,牛羊肉消费比重较大,猪肉消费比重较小。

猪肉基本属全年消费,就价格而言在春节前后会呈现出较为明显的季节特征。

图 22: 我国猪肉价格当月同比, 主要在中秋国庆至春节旺季前后呈现出明显的季节性

■ 农产品集贸市场价格指数:猪肉:当月同比上年同月=100
 ■ CPI:食品:肉禽及其制品:猪肉:当月同比%

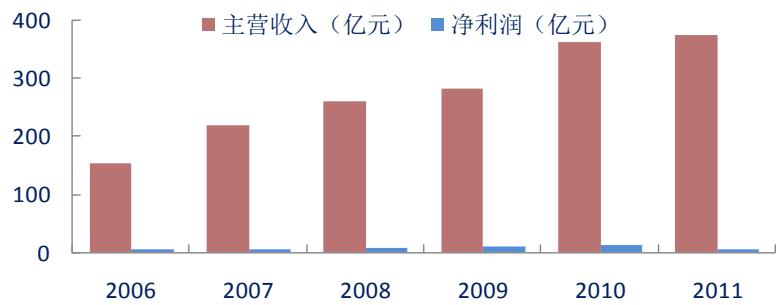


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

二、双汇发展：多重因素支撑长期竞争力

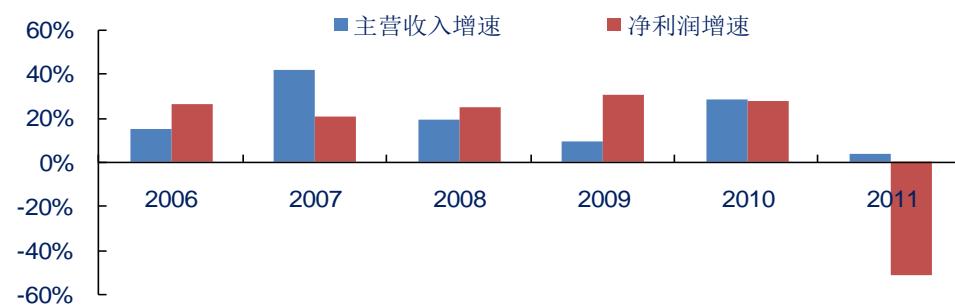
(一) 成长性：收入稳步增长，盈利能力较独立于收入增速波动

图 23：双汇发展历年收入及利润变化（股份公司数据）



资料来源：公司公告。中国银河证券研究部整理

图 24：扣除异常年份，双汇发展净利润增速保持在 20-30%之间，较独立于收入增速波动（股份公司数据）



资料来源：公司公告。中国银河证券研究部整理

表 6：2009-2011 年双汇发展及拟注入资产收入及净利润比较

单位：亿元	2009	2010	2011
收入规模			
双汇发展	283.51	363.10	376.15
yoy		28.07%	3.59%
拟注入资产	166.07	228.20	242.25
yoy		37.41%	6.16%
净利润			
双汇发展	9.11	11.59	5.65
yoy		27.29%	-51.27%
拟注入资产	12.62	18.36	8.02
yoy		45.53%	-56.30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

根据 2009-2011 年收入及净利润数据，拟注入资产成长性及盈利能力具有相对优势。2010

年，双汇发展收入增速 28.07%，拟注入资产收入增速 37.41%（高出 9.34pct）；双汇发展净利润增速 27.29%，拟注入资产净利润增速 45.53%（高出 18.23pct）。2011 年，即使受到瘦肉精事件影响，拟注入资产收入增速为 6.16%，仍然高于双汇发展收入增速 2.56 个百分点。我们认为，拟注入资产相对优势主要与产品结构有关（详见后文产品结构对比）。同期，拟注入资产净利润增速下滑较多，主要是因为济源双汇停工整顿及销售影响导致。

表 7：重组前后营业收入变化对比

单位：亿元	2010 年		增幅	2011 年		增幅
	(股份实际)	(合并备考)		(股份实际)	(合并备考)	
主营业务收入	352.70	347.84	-1.38%	366.29	351.17	-4.13%
其他业务收入	10.40	3.43	-67.00%	9.86	4.64	-52.94%
营业收入合计	363.10	351.27	-3.26%	376.15	355.81	-5.41%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

重组后收入有所下降，与买断式代理方式有一定关系，置出资产双汇物流 85%股权（总收入 10 亿元规模）。重组后 2010-11 年营业收入均有一定下降，主要原因是重组前公司采取买断式代理销售方式销售拟注入资产的产品，公司重组前的营业收入已包含了拟注入资产实现的营业收入，且重组后资产中未包含置出资产双汇物流。

表 8：重组前后三项费用比率变化对比

单位：亿元	2010 年度（股份实际）		2010 年度（合并备考）		2011 年度（股份实际）		2011 年度（合并备考）	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
销售费用	12.27	3.38%	17.25	4.91%	14.18	3.77%	18.96	5.33%
管理费用	5.04	1.39%	8.11	2.31%	5.55	1.48%	10.52	2.96%
财务费用	-0.43	-0.12%	-0.14	-0.04%	-0.04	-0.01%	0.40	0.11%
三项费用		4.65%		7.18%		5.24%		8.40%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 9：拟注入资产合并利润表计算三项费用情况

单位：亿元	2009 年度	2010 年度	2011 年度
	2009 年度	2010 年度	2011 年度
销售费用	3.45	4.97	4.78
管理费用	3.01	3.77	5.65
财务费用	0.15	0.29	0.43
销售费用率	2.08%	2.18%	1.97%
管理费用率	1.81%	1.65%	2.33%
财务费用率	0.09%	0.13%	0.18%
三项合计	3.98%	3.96%	4.48%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

重组后销售费用率有所增长，主要由重组前采用买断式代理销售方式有关（如前表所示，拟注入资产销售费用率一直在 2% 左右）。由于本次置出双汇物流资产及委托销售原因，销售收入较重组前有所下滑，导致销售费用率比重组前增加 1.5 个百分点左右。2011 年销售费用率

比 10 年有所增加，应为瘦肉精事件后，公司加大了处理及促销力度所致。另外，重组后财务费用有所增加，主要原因是拟注入资产中存在较多的短期借款，利息支出高于利息收入。

（二）高附加值业务占比提升利好盈利，养殖业务提供品质支持

低温肉制品在品质上明显优于高温肉制品，是我国肉制品升级的主要方向，市场前景较为广阔。西方国家的猪肉消费者已在半个世纪前形成主要食用低温肉制品的习惯，目前我国消费者的猪肉消费结构正逐步接近西方国家的猪肉消费结构。随着未来我国居民生活水平的进一步提高及健康饮食观念的强化，技术先进、营养含量高的低温肉制品，将在我国拥有广阔的市场前景，并进一步占据猪肉制品的主导地位，升级我国居民的猪肉消费结构。

拟注入资产低温肉制品占比较高，业务成长性强，盈利能力较高（可参考前面收入及利润表现差异）。2009 年至 2010 年，拟注入资产低温肉制品产量由 30.99 万吨增长至 42.27 万吨，增长率达 36.4%，高于同期行业可比公司雨润食品的增长率 11.4%。2010 年末，拟注入资产低温肉制品产量为 42.27 万吨，相当于双汇发展的 1.87 倍，行业可比公司雨润食品的 2.7 倍。

表 10：2009-2011 双汇发展/拟注入资产及雨润食品各项品类产量比较

产量	2009			2010			2011		
	拟注入资产	双汇发展	雨润食品	拟注入资产	双汇发展	雨润食品	拟注入资产	双汇发展	雨润食品
单位：万吨									
冷鲜肉	53.77	21.81	59.3	69.75	23.65	97.1	55.87	18.54	-
冷冻肉	22.08	7.55	23.6	24.85	8.75	30.9	16.72	4.85	-
低温肉制品	30.98	20.19	14	42.27	24.2	15.6	36.89	20.47	-
高温肉制品	25.41	65.58	1.4	37.73	76.59	2.1	36.45	56.19	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

重组完成后，高附加值产品整体产销占比将得到大幅提升。2011 年，拟注入资产的冷鲜肉产量为 55.87 万吨，远高于双汇发展 18.54 万吨冷鲜肉的产量。重组完成后，以 2011 年数据计算，冷鲜肉产量将达 74.4 万吨，较重组前的 18.54 万吨提升约 301%。2011 年，拟注入资产低温肉制品产量为 36.89 万吨（占整体肉制品比例 50%），双汇发展为 20.47 万吨（占肉制品比例 27%），雨润食品 2010 年为 15.60 万吨。重组完成后，低温肉制品的生产能力显著增加至 57.36 万吨，较重组前提升约 180%。同时，公司的产品结构也将得到明显改善，以 2011 年数据计算，重组完成后低温肉制品比重将达 36%，重组前为 27%。

表 11：2009-2011 双汇发展/拟注入资产及雨润食品各项品类产量比例

各产品所占比重	2009			2010			2011		
	拟注入资产	双汇发展	雨润食品	拟注入资产	双汇发展	雨润食品	拟注入资产	双汇发展	雨润食品
冷鲜肉/鲜冻品	71%	74%	72%	74%	73%	76%	77%	79%	-
冷冻肉/鲜冻品	29%	26%	28%	26%	27%	24%	23%	21%	-
低温肉制品/肉制品	55%	24%	91%	53%	24%	88%	50%	27%	-
高温肉制品/肉制品	45%	76%	9%	47%	76%	12%	50%	73%	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 12: 2009-2011 双汇发展/拟注入资产及雨润食品各项品类产能比较

单位	双汇发展	拟注入资产小计		雨润食品	
		产能	产量	产能	产量
屠宰	万头/年	2009	254.24	328.56	893.76
		2010	254.24	352.96	893.76
		2011	254.24	248.05	1,061.76
鲜冻品	万吨/年	2009	22.88	29.94	73.52
		2010	22.88	32.4	73.52
		2011	22.88	23.4	87.34
冷鲜肉	万吨/年	2009	-	21.81	-
		2010	-	23.65	-
		2011	-	18.54	-
冷冻肉	万吨/年	2009	-	7.55	-
		2010	-	8.75	-
		2011	-	4.85	-
肉制品	万吨/年	2009	83.52	85.77	59.5
		2010	94.56	100.79	90.08
		2011	92.24	76.66	115.04
高温肉制品	万吨/年	2009	66.98	65.58	26.71
		2010	71.05	76.59	44.14
		2011	70.4	56.19	59.81
低温肉制品	万吨/年	2009	16.53	20.19	32.79
		2010	23.51	24.2	45.94
		2011	21.84	20.47	55.23

注 1: 双汇发展及拟注入资产的屠宰产能按单班计算, 因此产量大于产能
 注 2: 在实际生产过程中, 鲜冻品业务的冷鲜肉、冷冻肉产能随时调配,
 因此无法拆分该两项的产能

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

重组完成后, 公司规模实力及综合产品结构得到有效强化, 有望加速规模效应体现。按照 2011 年口径计算, 本次重组及回购九家相应股权完成后, 公司年生猪屠宰达到 1001 万头, 肉制品产量达到 146 万吨, 一跃成为我国肉类行业内规模最大, 实力最强的龙头企业。随着公司在建和拟投资项目的相继投产, 公司生产规模将进一步扩大, 综合实力进一步增强, 未来五年公司规划年生猪屠宰量将超过 3000 万头, 生鲜冻品和肉制品年产量均将超过 300 万吨。公司表示, 在产业选择上, 公司还是会坚持围绕“农”字做文章, 围绕肉类加工产业, 继续做大做强屠宰和肉制品两大主业, 大力发展饲料业和养殖业, 完善产业链, 提高产业化经营水平。

拓展自有养殖业务, 将有利于高附加值业务的规模化效应, 构建有效品质支持。自 2011 年至 2015 年, 双汇发展计划拓展养殖业务, 全部建成后将合计新增年出栏生猪 160.2 万头。双汇发展自产生猪头数将由 2010 年的 23.19 万头增长至 2015 年预期的 183.2 万头, 合计增长 690%。目前, 商品猪价格持续在历史高位运行, 给新建的养殖项目提供较好的市场环境。自产生猪的数量、占比提升也有助于稳定产品价格, 提高鲜冻品、肉制品事业部对抗外部猪肉原

料价格波动的能力，有助于提升盈利水平。双汇集团自建养殖场，也有利于进一步完善管理与防控制度，保证产品质量。

表 13：双汇发展未来养殖业务规划

序号	地域	项目名称	形成产能 (年出栏万头)
1	济源双汇牧业	商品猪项目	50
		种猪项目	3.4
2	东北（黑龙江、长春）	商品猪项目	100
		种猪项目	6.8

资料来源：公司材料，中国银河证券研究部

表 14：双汇集团目前及未来的自产生猪、总体采购量

单位：万头	2011 年	2012E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
双汇集团自产生猪	27.7	28	39.8	137.1	183.2	183.2
双汇集团总体屠宰量	1,000.50	1,435.00	1,900.00	2,390.00	2,745.00	2,745.00
自产占比	2.77%	1.95%	2.10%	5.74%	6.67%	6.67%

资料来源：公司材料，中国银河证券研究部

(三) 毛利率、净利率变化及原材料对盈利水平影响分析

图 25: 2001-2011 年双汇发展 (未重组) 毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 26: 双汇发展 2009-2012 中期分季度累计毛利率变化



注: 我们标出了 2010 及 2012 的毛利率数据, 分别以红色及蓝色标示

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 27: 双汇发展 2009-2012 中期单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

表 15: 重组前后毛利率变化对比

单位: 万元	2011 年 (实际)		2011 年 (备考)	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率
高温肉制品	123,809.04	10.55%	219,374.65	18.66%
低温肉制品	44,521.01	5.10%	99,440.97	11.39%
生鲜冻品	68,330.92	4.72%	127,483.10	9.46%
其他	30,588.11	18.01%	18,782.65	16.27%
合计	267,249.08	7.30%	465,081.35	13.24%
2010 年 (实际)		2010 年 (备考)		
		毛利	毛利率	毛利
高温肉制品	160,763.88	12.91%	282,823.66	22.71%
低温肉制品	71,563.12	8.06%	178,527.66	19.75%
生鲜冻品	61,640.57	5.18%	151,436.51	12.51%

其他	41,128.04	20.09%	22,091.37	18.66%
合计	335,095.61	9.50%	634,879.20	18.25%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

重组后毛利率有明显提升。根据公司披露数据，11 年重组前毛利率为 7.30%，重组后毛利率提升至 13.24%，提升 5.97 个百分点；10 年重组前毛利率为 9.50%，重组后口径计算为 18.25%。其中，包括高/低温肉制品、生鲜冻品等主要业务毛利率均提升 70%以上。

表 16：重组前后归属净利率变化对比

净利润率	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月	2011 年 9-12 月	2011 年	2012 年预测
双汇发展备考	8.39%	2.65%	5.56%	3.79%	6.63%	
	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月	2011 年 9-12 月	2011 年	
双汇发展	3.46%	3.19%	1.00%		1.50%	
	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月	2011 年 9-12 月	2011 年	2012 年
拟注入资产	8.26%	8.05%	2.47%	4.53%	3.32%	5.83%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

鲜冻品所需的主要原料为生猪；高、低温肉制品所用原料主要为猪肉、鸡肉等；所需能源为煤、电、水。

图 28：我国生猪、仔猪价格（元/千克）历史走势



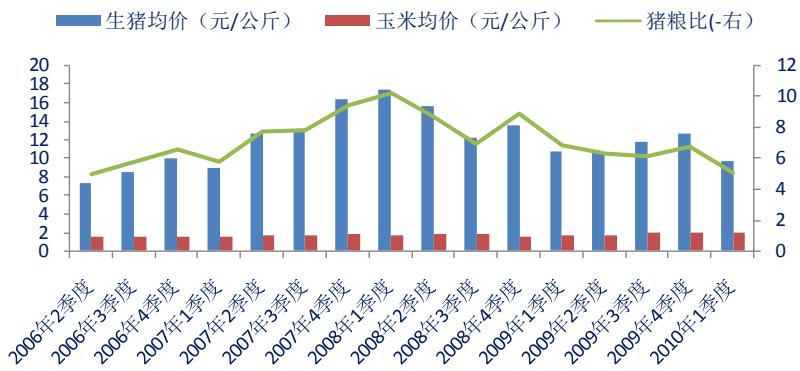
资料来源：WIND，中国银河证券研究部整理

商品猪养殖的周期及库存调节难度使得生猪养殖业极易出现利润较大波动。生猪出栏必须经过繁育母猪、产仔、育肥三个阶段才能完成，该过程至少需要一年半，同时，生猪是鲜活品，用库存来调节供求的难度较大，调节养殖产量往往滞后于市场供求形势，这种滞后性是生猪养殖业利润波动的根本原因。饲料成本占养猪成本的 70%-80%，玉米和豆粕等饲料价格的变化会引起生猪养殖成本的变动，进而引起利润波动。

猪粮比为影响生猪养殖的关键因素，整体散养比例较高使得利润波动幅度进一步加大。2006 年-2010 年，各季度末的猪粮比波动幅度较大，一般认为，猪粮比=6 时，是生猪养殖的盈亏平衡点，当猪粮比<6 时，生猪养殖户的积极性将会严重受挫，导致生猪存栏量和出栏量下降。我国生猪散养比重较高，生猪散养农户受信息搜集能力的限制，缺乏对市场的深度分析，只能根据周边地区当时的供求关系和价格变动安排养殖计划，易造成本轮生产过剩引发下一轮

生产不足，加大了生猪养殖业的利润波动频率和幅度。

图 29：我国生猪价格与玉米均价变动联动情况



资料来源：WIND，中国畜牧业信息网，中国银河证券研究部整理

2008 年至 2010 年 5 月末，生猪和猪肉价格均保持相对稳定。但自 2010 年 6 月以来，生猪和猪肉价格因饲料价格上涨、疫病、人工成本上涨等因素开始呈现持续增长的态势。自 2010 年 8 月以来，受猪肉价格大幅上涨影响，鸡肉作为其替代品供货也逐渐吃紧。由于我国政府及时出台一系列稳定物价的政策和措施，目前猪肉价格已趋于稳定，鸡肉价格已出现一定程度的下降。

2012 年截至目前，生猪市场依旧呈现出震荡格局，生猪价格跌势减缓，仅局部地区有反弹迹象。从全国生猪均价来看，活猪普遍维持在 14.2 元/kg，较去年同期下跌 26% 左右，自繁自养头均盈利 10 元/头，后备母猪依旧呈弱势行情，补栏积极性有所减缓。猪料比价保持稳定，而猪粮比则由于玉米价格的小幅回落出现了止跌现象。受外围市场影响，近期国内原料市场大幅上扬，尤其是豆粕等蛋白原料价格涨幅最为明显。原料上涨与活猪价跌使得补栏减缓，仔猪价格维持弱势。据监测，本周全国仔猪均价为 26.27 元/kg，同比下跌 42.67%，从目前仔猪与活猪比价关系来看，已达到 08 年水平。若从历史角度来看，当期补栏仔猪盈利机会不大。

从供应角度来看，12 年截至目前我国猪肉供应较为充足。根据商务部发布最新数据显示，7 月份生猪定点屠宰量达 1757.5 万头，环比下降 2.4%，同比上涨 9.8%。同时，12 年初以来，生猪存栏持续攀升，能繁母猪存栏上年度大幅攀升后持续高位。8 月 14 日，农业部发布 7 月份生猪存栏数据，其中，生猪存栏环比持平，同比上涨 2.5%，能繁母猪存栏环比下降 0.3%，同比上涨 4.1%。自今年年初以来，我国生猪存栏持续攀升，截止 7 月份，存栏高达 4.62 亿头，与年初基本持平；从历史角度来看，每年二、三季度存栏与全年相比均处于较低水平。截止到 7 月份，我国能繁母猪存栏达 4900 万头以上。若以此推算，今年全年生猪供应将达 6.8 亿头，高于上年度 6.6 亿头，生猪供应无忧。

从需求角度来看，2012 年以来，受经济等多重因素影响，猪肉需求呈现出减弱迹象。据企业反应及终端调查，猪价下跌的重要原因之一也来自于终端消费市场的变化，若终端消费市场短期难以提振，可能全年来看猪价仍会继续低位运行。

表 17: 公司主要原料及供应来源

2011 年		前三名供应厂商
主要原料	生猪	黑龙江省宝泉岭农垦玉兰牧业有限公司 江西省长青国贸实业有限公司 随州市共富牧业有限公司
	原料肉 (非猪肉)	成达集团 博大集团 新盛集团
	其他	梧州神冠蛋白肠衣有限公司 秦皇岛金海食品工业有限公司 漯河市恒瑞化工有限公司生物技术分公司

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

(四) 区域布局：重点加强/整合市场，有利于品牌价值稳步提升

双汇集团整体已经形成了就地养殖-就地生产-就地销售及全国大流通销售的产业格局。随着双汇集团整体规模的快速扩大，肉类生产企业数量由 2005 年的 18 家扩大到目前的 34 家。肉类生产基地在主要消费市场的全国性布局已逐步形成，在国内重点围绕公司六大区域发展战略，完成生猪屠宰及肉制品加工基地的全国产业布局，实现养殖和屠宰的就地养殖、就地生产、就地销售及全国大流通销售的产业格局。

在销售网络及建设上，公司已经实现了全国性布局，而对冷链这种现代流通模式的优先占有将支持未来高附加值产品的进一步开发。公司的销售网络覆盖全国 33 个省市，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 多家经销商以及几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。

本次注入资产将大大加强加工基地区域优势。本次拟注入资产经营区域包括河南、湖北、内蒙古、上海、山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、江西、辽宁和云南等 13 个省、直辖市和自治区。拟注入资产涉及的经营区域为我国屠宰及肉类加工行业的重要地域，其中，2009 年拟注入资产所在的 13 个省市区的合计肉类食品行业销售收入为 4200 亿元，全国占比达 81.3%；合计生猪出栏头数为 38268 万头，全国占比达 59.3%。重组完成后，河南、湖北、内蒙古、辽宁和上海等省、直辖市和自治区的经营实力几乎可以实现完全整合和进一步加强。

长期来看，重点加强、整合市场将有助于“双汇”品牌价值的稳步提升。重组完成后，公司将可较为彻底地实现全国范围内的关联性整合。其中，河南位居 2009 年我国肉类食品行业销售收入第 2 位，生猪出栏头数第 3 位，区位优势非常明显。另外，公司将可实现进入山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、江西和云南等 8 个省和自治区。其中，拟注入资产已进入而目前双汇发展尚未进入的山东、四川等区域在我国屠宰及肉类加工行业占据非常重要的地位。2009 年，山东位居我国肉类食品行业销售收入第 1 位，生猪出栏头数第 4 位；四川位居我国肉类食品行业销售收入第 3 位，生猪出栏头数第 1 位。我们认为，在不同的消费市场获得新的增长动力，有利于公司统筹利用全国资源，进一步提升双汇品牌价值，提高双汇产品市场影响力，化解区域单个市场的风险，扩大产品消费市场领域。

配套产业的整合，有利于实现产业链及产业集群上的支持。在配套产业方面，拟注入资产已含有屠宰及肉制品加工产业链上游的养殖业和饲料业，以及下游的副产品深加工、食品添加剂、化工包装、彩色印刷、商业、外贸等配套产业。本次重组完成后，双汇发展将包含上述配套业务，得以构建主业突出、产业配套的完善产业链，便于发挥产业集群的优势，进一步提高盈利能力。

(五) 2012战略调整两大举措：冷鲜肉下沉+肉制品重点产品培育

公司表示，2012年重点要完成的几项工作之一是加快新产品研发和产品结构调整，提出：鲜冻品要调整好白条、分体、分割品比例，肉制品要强力推进十大品牌等特优级产品的销售，对接市场，实现终端突破。

具体到各项业务上，2012年初公司提出冷鲜肉业务要采取“5329”的结构策略。“5329”即指50%白条，30%分体，20%分割，90%鲜销。争取在进军农贸市场渠道的转型中，优化产品结构，确保产品新鲜度，逐步建立起双汇在农贸渠道中的品牌影响力。

肉制品业务“强中选强”，提出了“十大品牌”的策略。公司的肉制品一向是强势业务，公司的肉制品销售则是要突出重点。公司前十大品牌等特优级产品，包括王中王，台式烤香肠，大肉块等，产品销量大，盈利水平高，突出重点管理后会对销售有很大贡献。目前销售占比75%-76%，以后还有进一步集中上升的要求，目标是达到80%。原来是高中低全覆盖，现在则是逐渐往高中端转型。在强力推进十大品牌等特优级产品的销售过程中，对接市场，实现产品结构的优化转型。

12年上半年，公司强调了自身强势肉制品业务中，发展10大产品的重要性，突出其中销量大、盈利能力强的品种，将特优级的产品比例提高到较高水平。在结构调整、优化转型的过程中，除了强力推进明星产品的销售，公司砍掉了盈利较低的售价低于1元的产品。12年下半年还会推出方腿、培根等高价低温肉制品新品。

表 18：公司肉制品十大品牌概念及图片一览

十大品牌	概念
双汇王中王	以新鲜猪肉为主要原料，肉含量高、香味纯正，全国驰名。
泡面拍档	泡面加香肠，美味不可挡。
台湾风味烤香肠	属肉干肉脯肉松系列产品，经营养专家精心调制而成。口味独特、营养丰富、口感极佳。







香脆肠

多种口味，香甜可口



润口香甜王

营养搭配均衡，口感细腻清香，营养价值高。老少皆宜，食用方便。



玉米热狗肠

肉馅和甜玉米相互搭配，营养美味的好伴侣。



Q趣

方便携带：家庭必备，驴友必备



弹脆香肠

里面加有猪皮，口感劲道，有嚼劲，低温工艺，营养丰富，带有微辣，食后口留余香。



精品台式烤香肠

皮香肉嫩、肉感十足。



大肉块

肉质细腻、鲜嫩爽口、携带方便、食用简单、保质期长。



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

(六) 2012年中期公司最新恢复情况详析

1H12 收入增长 30%；净利润增幅 432%，符合前期业绩预告区间。1H12 公司实现营业收入 197.5 亿元 (yoY 29.43%，高于 1H10 的 165.77 亿元)，归属净利润 4.05 亿元 (yoY 432.85%，仍低于 1H10 的 4.65 亿元)，每股收益 0.67 元。其中，2Q12 实现收入 98.89 亿元 (yoY 44.17%)，归属净利润 2.16 亿元 (yoY 214.27%)，每股收益 0.36 元。1H12 毛利率 7.87%，同比增加 0.13pct，2Q12 毛利率 7.81%，同比增加 2.35pct，环比减少 0.13pct。

12 年上半年，公司生产高低温肉制品 34.02 万吨 (yoY 2.62%)，屠宰生猪 110.13 万头 (yoY -3.85%)。销售高低温肉制品 69.98 万吨 (含集团在内口径，yoY 11.14%)，相当于股份外产销量近似可等同 35.96 万吨 (yoY 20.61%)，增速更快，其中去年同期事件对拟注入资产影响较大可能是一个方面的因素；鲜冻品销量 47.88 万吨 (yoY 49.25%)。

就屠宰业务而言，

1H12 股份公司屠宰生猪 110.13 万头 (yoY -3.85%)，屠宰业务毛利率为 3.49%，同比下降了 0.03 个百分点。由于受到整个大经济环境下需求放缓、生猪价格周期及公司冻品库存积压的影响，1H12 公司屠宰产能利用率偏低，含集团整体，月屠宰量基本在 100 万头左右 (上半年为 500 多万头；截止 8 月我们了解到，月屠宰量仍维持在 100 万头左右)。

公司制定的年初目标中，全年屠宰计划头数为 1550 万头，头均利润目标 50 元。我们认为，随着中秋、国庆等消费旺季的到来，屠宰量若实现提升将有利于提高产能利用率，从而带动固定摊销成本的下降。另外，库存计提的减少也可某种角度上有助于头均利润的恢复。我们调整对于屠宰业务的盈利预测至：全年屠宰头数 1500 万头，头均利润 40 元。

就肉制品业务而言，

1H12 公司进行了肉制品业务结构的持续调整，我们概括为“保优汰劣”：将销售重点集中在盈利能力强的品种，对于盈利能力及单价均低的产品进行了淘汰，使得肉制品加工业务的毛利率同比提升 1 个百分点至 9.16%。就产品品类而言，高、低温肉制品毛利率分别为 10.66%、7.03%，同比变动 0.02、2.04 个百分点，显示出了 1H12 毛利率变动中的结构化影响。

下半年，随着消费旺季的到来，肉制品销售有望出现加速 (传统来讲下半年销量高于上半年 30%)，旺季消费结构性有望使得盈利能力叠加提升 (一季度吨均利润 1100 元/吨左右，6 月当月超过 1400 元/吨，下半年有望超过 1600 元/吨)。因此，考虑到上半年销量进度，我们将全年销量调整为 178 万吨，将吨均利润调整为 1400 元/吨。整体来看肉制品业务的盈利可以得到保障。

12 年整体来看，我国猪肉价格呈现下行趋势，对屠宰业务总量及盈利能力产生一定影响。整体毛利率的提升将来源于均价提升，特别是肉制品新品对毛利及吨均利润的贡献。

预计 12 全年毛利率恢复至 17.93%。

(七) 新一届董事会及高管变动，期待新任团队调整后续动作

公司第四届董事会已经期满，分别于2012年8月2日提名，并经由8月20日股东大会审议并通过了第五届董事会成员。

公司第一届和第二届董事会分别于8月21日及28日召开，通过了聘任董事长及总经理等相关议案。

表 19：双汇发展第五届董事会成员

第五届董事会成员					第四届董事会成员			
姓名	职务	任职日期	国籍	出生年份	姓名	职务	国籍	出生年份
万隆	董事长、董事	2012-08-20	中国	1940	万隆	董事长、董事	中国	1940年
焦树阁	副董事长、董事	2012-08-20	新加坡	1966	张俊杰	董事	新加坡	1967年
曹俊生	董事	2012-08-20	中国香港	1962	游牧	总经理、董事	中国香港	1967年
					王玉芬	董事	中国	1967年
					史海田	董事	新加坡	1961年
尹效华	独立董事	2012-08-20	中国	1953	祁勇耀	董秘、董事	中国	1971年
马林	独立董事	2012-08-20	中国	1953	罗新建	独立董事	中国	1953年
赵虎林	独立董事	2012-08-20	中国	1965	李苍箐	独立董事	中国	1964年

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 20：双汇发展现任高级管理人员名单

姓名	职务	任职日期	国籍	出生年份
万隆(连任)	法定代表人	2012-08-20	中国	1940
张太喜(原任副总经理)	总裁	2012-08-25	中国	1973
李红伟(新任)	副总裁	2012-08-25	中国	1970
温国山(新任)	副总裁	2012-08-25	中国	1952
郭丽军(新任)	常务副总裁	2012-08-25	中国	1970
马相杰(新任)	副总裁	2012-08-25	中国	1972
刘清德(新任)	副总裁	2012-08-25	中国	1966
王玉芬(原任董事)	副总裁	2012-08-25	中国	1967
乔海莉(原任监事)	副总裁	2012-08-25	中国	1965
祁勇耀(连任)	董事会秘书	2003-02-09	中国	1971
刘松涛(新任)	财务总监	2012-08-25	中国	1976
游召胜(新任)	总裁助理	2012-08-25	中国	1962
宋保国(新任)	总裁助理	2012-08-25	中国	1968
刘金涛(新任)	总裁助理	2012-08-25	中国	1969
张善耕(新任)	总裁助理	2012-08-25	中国	1967
何科(新任)	总裁助理	2012-08-25	中国	1967

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 21：双汇发展上任高级管理人员名单

姓名	职务	任职日期	国籍	出生年份
张俊杰	董事长	2007.11-2010.11	中国	1967 年
史海田	副董事长、总经理	2007.11-2010.11	中国	1961 年
万隆	董事	2007.11-2010.11	中国	1940 年
游牧	董事	2007.11-2010.11	中国	1967 年
王玉芬	董事	2007.11-2010.11	中国	1967 年
祁勇耀	董事、董事会秘书	2007.11-2010.11	中国	1971 年
罗新建	独立董事	2007.11-2010.11	中国	1953 年
李苍箐	独立董事	2007.11-2010.11	中国	1964 年
施伟	独立董事	2007.11-2010.11	中国	1971 年
李骏	副总经理	2007.11-2010.11	中国	1971 年
陶永启	副总经理	2007.11-2010.11	中国	1970 年
贺圣华	副总经理	2007.11-2010.11	中国	1967 年
胡兆振	财务总监	2007.11-2010.11	中国	1972 年
楚玉华	监事会主席	2007.11-2010.11	中国	1968 年
乔海莉	监事	2007.11-2010.11	中国	1964 年
张晓辉	监事	2007.11-2010.11	中国	1975 年

注：关于任职日期，公司公告中提到，公司第四届董事会、监事会已于 2010 年 11 月任期届满，鉴于公司目前正在对进行重大资产重组工作，为保证公司运作的持续、稳定和重大资产重组事项决策的连续性、稳定性、工作效率和顺利推进，公司拟将第四届董事会、监事会换届选举工作延期至本次重大资产重组工作结束后进行，董事会审计委员会和公司管理层任期也相应顺延。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

附：本次新任命第五届董事会及现任高管简历信息（任职前经历及相关职务）

董事会成员简介：

万隆 董事长 男

大专文化，中共党员，高级经济师，高级政工师。曾任漯河肉联厂办公室主任、副厂长、厂长兼党委书记，河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司董事长兼总经理。曾荣获全国优秀经营管理者，五一劳动奖章，河南省优秀经营管理者，河南省优秀企业家，优秀专家，优秀企业思想政治工作者，是享受国务院颁发的政府特殊津贴的专家，具有三十多年的肉类加工企业管理经验，是第九届、第十届、第十一届全国人大代表，中国肉类协会高级顾问。现任双汇国际控股有限公司和河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司董事长，罗特克斯有限公司和本公司董事。

焦树阁 副董事长 男

理学学士学位，工学硕士学位，新加坡居民。曾任航天工业部第710研究所计算机研究员，中国国际金融有限公司副总经理，现任鼎晖投资总裁，双汇国际控股有限公司、河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司、罗特克斯有限公司、奇瑞汽车股份有限公司、中国蒙牛乳业有限公司、九阳股份有限公司、中国雨润食品集团有限公司、中国山水水泥集团有限公司和内蒙古河套酒业集团股份有限公司董事。

曹俊生 董事 男

香港居民。曾任焦作多利化学工业有限公司总经理，加拿大懋源投资有限公司董事长，(BVI)懋源投资有限公司董事长，现任(BVI)润峰投资有限公司(Profit Summit Investments Limited)董事长及双汇国际控股有限公司、河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司、罗特克斯有限公司董事，加拿大河南同乡会会长，加拿大河南商会会长。

新任高管简历：

张太喜 总裁 男

大专学历，中共党员。曾任漯河双汇罐头食品股份有限公司车间主任，总经理，华懋双汇实业(集团)有限公司调度室副主任，本公司肉制品分厂二车间主任，三车间主任，调度部主任，副厂长，唐山双汇食品有限公司总经理，淮安双汇食品有限公司总经理，现任本公司副总经理，肉制品事业部总经理。

李红伟 副总裁 男

硕士研究生学历,高级工程师，九三社员。曾任双汇集团技术中心研发员，技术中心副主任，技术中心主任，漯河京汇肠衣有限公司董事长，济源双汇食品有限公司总经理，双汇集团生产副总经理，现任双汇集团食品安全副总经理。

温国山 副总裁 男

中专学历，中共党员。曾任许昌地区劳改场副政委，漯河市反贪局局长，漯河市检察院副

检察长，漯河市政协社法委主任，双汇集团法律顾问，现任双汇集团采购副总经理。

郭丽军 常务副总裁 男

大专学历，中共党员。曾任漯河肉联厂财务处会计，漯河华懋双汇塑料工程有限公司、漯河华懋双汇化工包装有限公司、漯河双汇保鲜包装有限公司财务主管，双汇集团财务中心副主任，主任等职，现任双汇集团财务副总经理。

马相杰 副总裁 男

本科学历，中共党员。曾任双汇集团技术中心高低温产品研发与工艺技术管理技术员，漯河双汇海樱调味料食品有限公司总经理，漯河天瑞生化有限公司总经理，本公司香辅料车间主任，综合事业部总经理，鲜冻品事业部生产副总经理，现任本公司鲜冻品事业部总经理。

刘清德 副总裁 男

本科学历，中共党员。曾任周口师范专科学校英语系教师，副主任，1992年-1994年公派新加坡南洋理工大学国立教育学院留学，双汇集团项目办英语翻译，副主任，双汇集团总经办主任，人力资源部部长，总经理助理，现任双汇集团人力资源副总经理。

乔海莉 副总裁 女

大专学历，中共党员，工程师。曾任漯河肉联厂卫检科副科长，华懋双汇实业(集团)有限公司三分厂车间主任，双汇集团卫检处处长，业务三处处长，漯河双汇罐头食品股份有限公司董事长、总经理，唐山双汇食品有限公司董事长，本公司董事，肉制品分厂厂长，现任本公司肉制品事业部生产副总经理。

王玉芬 副总裁 女

大专学历，中共党员，高级工程师。曾任漯河肉联厂技术员，分厂主任，分厂副厂长，食品研究所所长，双汇集团技术中心主任，董事，总工程师，常务副总经理，本公司董事，现任双汇集团总工程师。

刘松涛 财务总监 男

本科学历，中共党员。曾任漯河华意食品有限公司财务部会计，双汇集团财务中心管理会计，漯河华意食品有限公司、漯河汇特食品有限公司财务主管，本公司漯河屠宰厂财务主管，现任双汇集团财务中心主任。

附：本次重组关键信息：

发行总股数：4.95亿股，其中新增0.40亿股用于吸收合并。本次拟向双汇集团发行约4.79亿股，向罗特克斯发行约0.15亿股。

发行价格：49.89元/股。

发行后股权变化：重组后，双汇集团持股比例达到60.24%（重组前30.27%），罗特克斯及其他无限售股东持股比例下降至13.02%及26.74%（重组前21.19%及48.55%）。

本次重组资产价格（评估价值扣除基准日期间净利润）：交易置出资产价格为145,790万元；双汇集团拟注入资产价格为2,537,720万元；罗特克斯拟注入资产价格为74,104万元。

拟注入资产净利润：2012-2014年拟注入资产的预测净利润分别为19.12、24.85、31.47亿元（若未能实现，双汇集团及罗特克斯将给予股份补偿和现金补偿）。

股权激励将在2012-14年度结束后实施，合计最高可为双汇国际6%的股份，评估价值8.07亿元。

重组后现金分红不低于每年盈利实现可分配利润30%。

本次重大资产重组已经实施完成，新增股份于2012年7月31日在深交所上市，公司总股本变更为11.00亿股。

表 22: 双汇发展(重组合并后口径)利润表预测

项目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,825,210	3,512,720	3,558,140	4,316,024	5,223,252	6,288,273
收入 yoy		24.33%	1.29%	21.30%	21.02%	20.39%
营业成本	2,338,240	2,851,756	3,080,123	3,542,161	4,279,410	5,156,384
占收入比例	82.76%	81.18%	86.57%	82.07%	81.93%	82.00%
毛利率	17.24%	18.82%	13.43%	17.93%	18.07%	18.00%
毛利率变动		1.58%	-5.38%	4.50%	0.14%	-0.07%
营业税金及附加	4,779	6,653	9,891	14,243	16,714	20,437
占收入比例	0.17%	0.19%	0.28%	0.33%	0.32%	0.33%
销售费用	144,563	172,507	187,359	212,780	257,008	309,712
占收入比例	5.12%	4.91%	5.27%	4.93%	4.92%	4.93%
管理费用	60,361	81,117	107,496	123,320	142,385	166,184
占收入比例	2.14%	2.31%	3.02%	3.04%	2.79%	2.95%
财务费用	-508	-1,425	4,010	-2,158	-1,890	-2,657
占收入比例	-0.02%	-0.04%	0.11%	-0.05%	-0.04%	-0.04%
资产减值损失	5,010	10,094	7,457	12,776	5,116	4,946
投资收益	5,438	2,594	2,255	1,800	1,800	1,800
营业利润	278,204	394,612	164,060	414,702	526,308	635,067
占收入比例	9.85%	11.23%	4.61%	9.61%	10.08%	10.10%
营业外收入	7,803	20,701	25,022	15,000	15,000	15,000
营业外支出	1,033	6,535	6,911	-	-	-
利润总额	284,973	408,778	182,172	429,702	541,308	650,067
占收入比例	10.09%	11.64%	5.12%	9.96%	10.36%	10.34%
所得税费用	52,802	81,089	38,172	89,773	95,085	104,243
占收入比例	1.87%	2.31%	1.07%	2.08%	1.82%	1.66%
少数股东损益	24,318	33,116	9,500	30,740	21,321	26,586
占收入比例	0.86%	0.94%	0.27%	0.71%	0.41%	0.42%
归属母公司所有者的净利润	207,853	294,574	134,500	309,189	412,608	495,130
占收入比例	7.36%	8.39%	3.78%	7.16%	7.90%	7.87%
净利润增长 yoy	197.40%	41.72%	-54.34%	129.88%	33.45%	20.00%
每股收益(按最新总股本)	1.898	2.69	1.228	2.81	3.75	4.50

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所整理测算

插图目录

图 1: 近十年内, 我国猪肉消费量约占到世界猪肉消费总量的一半左右, 个别年度有小幅波动	1
图 2: 我国整体肉类及猪肉产量近年来保持稳步增长, 猪肉占比有所回落, 07 年以来基本维持在 65% 左右	1
图 3: 我国生猪出栏及存栏历史数据	2
图 4: 我国生猪出栏及存栏同比增速变化	2
图 5: 1985 年至今我国肉类产量及增速变化 (万吨)	3
图 6: 1985 年至今我国猪肉产量及增速变化 (万吨)	3
图 7: 2002-2011 世界猪肉消费量增速水平维持在个位数水平, 和我国猪肉产量/消费量增速水平不完全一致	3
图 8: 我国城镇居民全年购买猪肉量变化	4
图 9: 2002 年以来我国屠宰及肉类加工销售收入增长稳定在 25-30% 上下浮动区间	5
图 10: 2002 年以来, 我国肉制品及副产品加工销售收入增速基本在 20-30% 区间, 同期来说基本略低于屠宰增速	5
图 11: 2006 年后我国屠宰及肉类加工利润总额增速基本维持在 30-40% 之间, 偶有年份落至 20% 左右	5
图 12: 2002 年至今, 我国肉制品及副产品加工利润总额增速波动较大, 主要在 20-30% 之间	5
图 13: 2011 年屠宰及肉类加工毛利水平达到 12.17%, 12 年 1-6 月累计毛利率为 11.27%	6
图 14: 2011 年肉制品及副产品加工毛利水平 12.21%, 12 年 1-6 月高位上涨至 12.44%	6
图 15: 我国屠宰及肉类加工利润总额呈现持续上升趋势	6
图 16: 我国肉制品及副产品加工利润总额比率在 2003 年后有明显提升, 应与产品结构升级能力有关	6
图 17: 我国鲜、冷藏肉 2009 年至最新产量变化 (万吨)	10
图 18: 双汇发展股份、合并备考、雨润食品收入规模对比	14
图 19: 双汇发展股份、合并备考、雨润食品归属净利润对比	14
图 20: 双汇发展股份、合并 (备考)、雨润食品毛利率对比	14
图 21: 双汇发展股份、双汇发展并备考、雨润食品净利率对比	14
图 22: 我国猪肉价格当月同比, 主要在中秋国庆至春节旺季前后呈现出明显的季节性	15
图 23: 双汇发展历年收入及利润变化 (股份公司数据)	16
图 24: 扣除异常年份, 双汇发展净利润增速保持在 20-30% 之间, 较独立于收入增速波动 (股份公司数据)	16
图 25: 2001-2011 年双汇发展 (未重组) 毛利率及净利率变化	21
图 26: 双汇发展 2009-2012 中期分季度累计毛利率变化	21
图 27: 双汇发展 2009-2012 中期单季度毛利率变化	21
图 28: 我国生猪、仔猪价格 (元/千克) 历史走势	22
图 29: 我国生猪价格与玉米均价变动联动情况	23

表格目录

表 1: 我国屠宰及肉制品加工主要上市公司分业务市占率测算	7
表 2: 2010 年肉类加工行业集中度比较表	8
表 3: 我国屠宰及肉制品加工主要上市公司成长性比较	11
表 4: 双汇/雨润屠宰/肉制品产能规模对比	13
表 5: 双汇/雨润 2011 年收入及净利润对比	13
表 6: 2009-2011 年双汇发展及拟注入资产收入及净利润比较	16
表 7: 重组前后营业收入变化对比	17
表 8: 重组前后三项费用比率变化对比	17
表 9: 拟注入资产合并利润表计算三项费用情况	17
表 10: 2009-2011 双汇发展/拟注入资产及雨润食品各项品类产量比较	18
表 11: 2009-2011 双汇发展/拟注入资产及雨润食品各项品类产量比例	18
表 12: 2009-2011 双汇发展/拟注入资产及雨润食品各项品类产能比较	19
表 13: 双汇发展未来养殖业务规划	20
表 14: 双汇集团目前及未来的自产生猪、总体采购量	20
表 15: 重组前后毛利率变化对比	21
表 16: 重组前后归属净利率变化对比	22
表 17: 公司主要原料及供应来源	24
表 18: 公司肉制品十大品牌概念及图片一览	26
表 19: 双汇发展第五届董事会成员	29
表 20: 双汇发展现任高级管理人员名单	29
表 21: 双汇发展上任高级管理人员名单	30
表 22: 双汇发展 (重组合并后口径) 利润表预测	34

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。

中国银河证券食品饮料团队，2011年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管 兼食品饮料行业证券分析师（首席）。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年至今证券业十一年从业经历。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。

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。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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn