

行业稳定，重组使公司跨越式发展

——双汇发展（000895）研究报告

联系人：食品饮料行业研究组

日期：2013年1月18日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、**肉制品航母，2013上半年盈利能力将继续提升。**公司主要采取“公司+农户+基地”的模式，是国内最大的肉类加工企业，由于所用原料主要外购，生产成本受猪价影响较大。因为去年我国生猪和能繁母猪存栏量持续增长，预计2013年春节期间猪肉市场供给充足，而从历史规律看，2011年10月以来猪价总体处于下跌阶段，如果按43个月波动周期，那么直至2013年下半年猪肉价格才能逐步企稳并进入上行通道。由于猪肉价格在2013年中期以前步入上行通道的可能性不大，所以预计2013年中期以前，公司毛利率和盈利能力还将进一步改善。

2、**行业稳定，屠宰业集中度有望提升。**2003年至2011年，我国猪肉产量由4519万吨增至5053万吨，复合增速1.41%，肉猪出栏数由5.57亿头增至6.62亿头，复合增速2.18%。尽管1998年至2010年猪肉产量占比已从67.85%降至63.5%，但随着城镇化率提高和人们生活水平改善，预计我国猪肉市场还将维持每年2%左右的稳定增长。屠宰及肉类加工行业进入门槛较低，双汇、金锣、雨润三家龙头的生猪屠宰量仅占全国出栏生猪量的5%左右，随着龙头规模扩张和行业政策趋严，未来屠宰业的行业集中度有很大提升空间。

3、**重组完成后，公司实现跨越式发展。**为了降低关联交易，提高盈利能力，公司按照“主辅分离”的原则进行了业务重组。此次重组注入的冷鲜肉产量达55.87万吨，远高于公司18.54万吨冷鲜肉的产量，注入的低温肉制品产量为36.89万吨，高于公司的20.47万吨产量，按照2011年口径计算，此次重组使得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，分别较重组前增长303.4%和90.1%，而且重组后公司还得以进入山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、江西和云南等8个省和自治区，从而获得新的增长动力。由于重组注入资产的生产规模显著大于双汇发展，在高低温肉制品产量方面也显著大于行业可比公司，所以此次重组将使公司的生产规模和盈利能力将实现跨越式增长，并进一步提高市场竞争力。

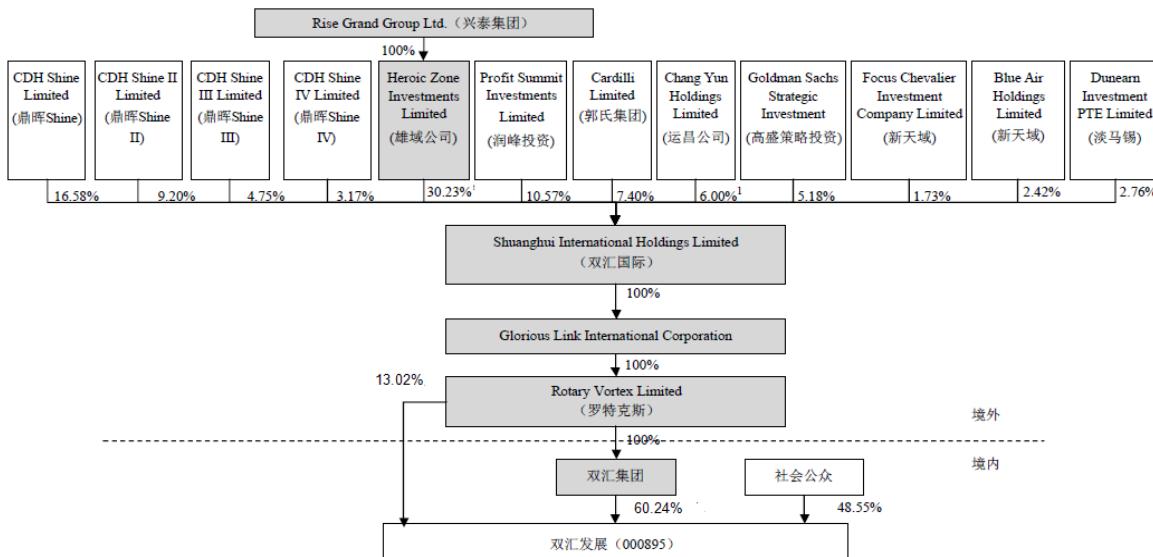
4、**给予公司“增持”评级。**经过测算，我们预计双汇发展2012—2014年的EPS分别为2.65元、3.20元、3.81元，对应的PE分别为25X、21X、17X，公司估值低于行业平均水平。考虑到公司屠宰业务份额有望大幅提升，而重组完成后更将使公司实现跨越式发展，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

5、**主要风险提示：**1、原料成本大幅上涨；2、食品安全问题。

一、肉制品航母，2013上半年盈利能力将继续提升

河南双汇投资发展股份有限公司是国内最大的肉类加工企业，总部位于河南省漯河市，拥有年屠宰生猪能力1500万头，肉类产量300万吨，1998年12月公司在深圳交易所上市。公司在各省市建立了300多家连锁店，并在全国33个省市建有200多个销售分公司，6000多家经销商，几十万个零售终端和3500名以上的销售人员，从而形成了“纵横国内、辐射海外”的营销网络和对市场的强大掌控能力。目前双汇集团因持有公司60.24%的股份而成为公司控股股东，而兴泰集团是公司实际控制人。

图表1 公司股权结构图



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

虽然猪仔、生猪和猪肉价格从去年11月开始在节假日和需求旺季等市场刚需的拉动下进一步上涨，猪粮比也升至7以上，但生猪入冬进入疾病高发季以来全国大部分地区均未出现因疾病造成的恐慌性出栏现象，而且去年我国生猪和能繁母猪存栏量持续增长，9月全国能繁母猪存栏环比增幅达到2011年以来最高点，11月生猪、能繁母猪存栏环比虽有下降但幅度不大，预计2013年春节期间猪肉市场供给充足，如今年春季不发生严重疫情，全年供给有保障，虽然2013年初价格将在节日需求拉动下会小幅上涨，但之后可能继续低位运行。而且从历史规律看，2011年10月以来总体处于下跌阶段，如果按43个月波动周期，那么直至到2013年下半年猪肉价格才可能逐步企稳并进入上行通道。

公司主要采取“公司+农户+基地”的模式，并在河南、东北、内蒙古、华中等多处建立了区域化生猪生产基地。在这种模式下，企业收购生猪的来源为集中养殖基地和散养农户，企业与养殖户签订相关的采购协议，并提供相应的技术指导，生猪育肥后由企业统一上门收购。通过这种方式，企业虽然可以加强对上游猪源以及猪源质量的控制，能够将人力、物力和财力集中于肉类产品的研发、生产与销售，但是公司的屠宰及肉制品生产等主营业务所用原材料主要是外购生猪及猪肉，猪肉价格主要取决于待宰活猪价格，所以公司生产经营成本受生猪价格影响较大。由于猪肉价格在2013年中期以前步入上行通道的可能性不大，所以预计2013年中期以前，公司毛利率和盈利能力还将进一步改善。

图表2 仔猪价格走势图



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表3 生猪价格走势图



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表4 猪肉价格走势图



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表5 猪粮比走势图



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表6 生猪存栏量



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表7 能繁母猪存栏量



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

二、行业稳定，屠宰业集中度有望提升

现代科学研究表明，禽肉较猪肉而言，是更为健康的肉类。随着人们对健康日趋重视，我国肉类产量的结构逐步发生变化，从1998年至2010年，猪肉产量占比已经从67.85%降至63.5%，而非猪肉产量

占比则从32.15%增长至36.5%。不过经济的发展和人均收入的增加还是有效刺激了我国居民对猪肉的需求。从2003年至2011年，我国肉类总产量由6933万吨增长至7958万吨，复合增长率为1.74%。我国猪肉总产量由4519万吨增长至5053万吨，复合增长率为1.41%。2003年至2011年，我国的肉猪出栏头数由5.57亿头增长至6.62亿头，复合增长率为2.18%。除2007年产猪地区蓝耳病疫情和2011年生猪存栏量下降导致生猪出栏头数出现下降外，2003至2011年期间，我国的肉猪出栏头数基本每年均有所增长。未来，随着我国城镇化率的提高和人们生活水平的改善，预计我国猪肉市场还将继续维持每年2%左右的增速，屠宰及肉类加工行业仍有相当可观的发展空间。

图表8 肉猪出栏头数和同比增速



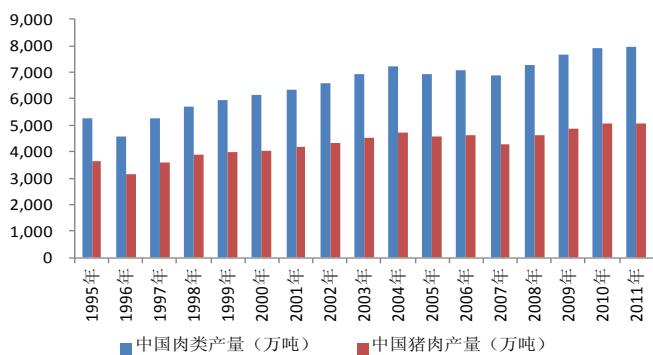
数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表9 中国肉类产量和同比增速



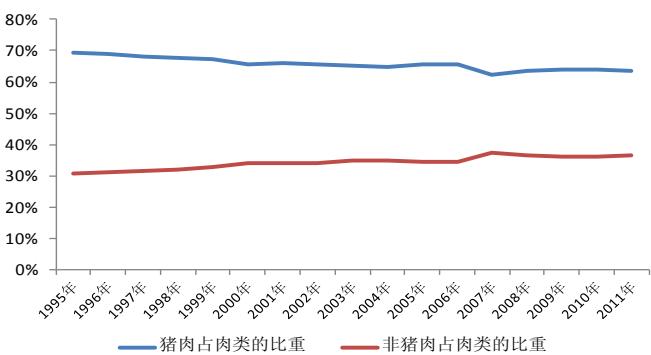
数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表10 中国猪肉和肉类历年产量



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表11 肉类产品中猪肉和非猪肉比重变化



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

屠宰及肉类加工行业进入门槛较低，缺乏必要的垄断限制因素，从而导致行业内企业数量众多，同时地方保护主义及卫生、环保标准较宽松又导致优势企业较难淘汰行业内小型落后企业，所以行业集中度处于较低水平。2010年，在肉类加工行业中，中小型企业的资产总计、销售收入和利润总额占比分别为66.4%、65.6%和66.6%。而屠宰行业中，中小型企业的资产总计、销售收入和利润总额占比更是高达77.8%、85.5%和85.9%，中小型企业是屠宰行业中占据非常重要的地位，大型企业的影响力有限。2008年，全国规模以上定点屠宰企业2205家，仅占全国定点屠宰企业总数的10%左右。而根据《2008年中国肉类工业发展概况》，我国肉类行业位列前三的企业：双汇、金锣、雨润的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，而这三家企业的年生猪屠宰量合计只有约3000万头，仅占全国出栏生猪量的5%左右。由此可见，与肉制品相比屠宰业未来进行行业整合的余地更大，行业集中度也有更大的提升空间。

图表 12 肉类加工行业集中度比较

行业	企业规模	资产总计	销售收入	利润总额	占比		
		亿元	亿元	亿元	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	100.0%	100.0%	100.0%
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	100.0	66.4%	65.6%	66.6%
	合计	1,440.3	2,886.8	150.1	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

三、重组完成后，公司实现跨越式发展

为了改善产品结构，降低与双汇集团之间的关联交易，有效提高盈利能力，公司按照“主辅分离”的原则，由双汇集团和罗特克斯将其持有的屠宰、肉制品加工等肉类主业公司股权和为上述主业服务的密切配套产业注入给公司，而公司则将持有的双汇物流85%股权置出给双汇集团。重组前公司对双汇集团2011年的关联采购约为233.87亿元，根据重组后双汇发展的资产范围模拟计算，2011年关联采购降低为15.52亿元；重组前公司对双汇集团2011年的关联销售约为34.85亿元，根据本次重组后双汇发展的资产范围模拟计算，2011年关联销售降低为4.74亿元，重组后公司与双汇集团的关联交易将大幅降低。

图表 13 双汇重组注入资产情况

单位：万吨

产量	2011			2010			2009		
	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	55.87	18.54	-	69.75	23.65	97.10	53.77	21.81	59.30
冷冻肉	16.72	4.85	-	24.85	8.75	30.90	22.08	7.55	23.60
低温肉制品	36.89	20.47	-	42.27	24.20	15.60	30.98	20.19	14.00
高温肉制品	36.45	56.19	-	37.73	76.59	2.10	25.41	65.58	1.40

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表 14 重组后公司产能、产量大幅增长

	2011 年度		
	(实际)	(备考)	变动率
生猪屠宰量(万头)	248.05	1,000.55	303.37%
低温肉制品产量(万吨)	20.47	53.09	159.38%
高温肉制品产量(万吨)	56.19	92.64	64.86%

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

更为重要的是，公司向双汇集团和罗特克斯购买的肉制品加工资产产品主要为中高端、利润率较高的低温肉制品。其中，此次重组注入的冷鲜肉产量达55.87万吨，远高于公司18.54万吨冷鲜肉的产量，此次注入的低温肉制品产量为36.89万吨，高于公司的20.47万吨产量，而同行雨润食品2010年产量也仅为15.6万吨。按照2011年口径计算，此次重组使得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，分别较重组前增长303.4%和90.1%。此外，此次重组注入的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，而这些区域均为我国屠宰及肉类加工行业的重要地域，而且公司还藉此得以进入山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、江西和云南等8个省和自治区，可以在贴近消费市场的区域设置网点，从而在不同的消费市场获得新的增长动力。由于重组注入资产的生产规模在屠宰量、冷鲜肉产量、冷冻肉产量和低温肉制品产量等方面显著大于双汇发展，在高温肉制品产量和低温肉制品产量等方面显著大于行业可比公司，所以此次重组将使公司的生产规模和盈利能力将实现跨越式增长，并进一步提高市场竞争力。

四、业绩预测和估值

图表 15 肉制品行业上市公司估值比较

	股价	2012 年 EPS	2013 年 EPS	2014 年 EPS	2012 年 PE	2013 年 PE	2014 年 PE
金字火腿	12.9	0.26	0.33	0.45	50	39	29
得利斯	12.8	0.21	0.29	0.38	61	45	34
煌上煌	26.05	0.88	1.16	1.47	29	23	18
算术平均值					47	35	27
双汇发展	66.68	2.65	3.20	3.81	25	21	17

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

经过测算，我们预计双汇发展 2012—2014 年的 EPS 分别为 2.65 元、3.20 元、3.81 元，对应的 PE 分别为 25X、21X、17X，公司估值低于行业平均水平。考虑到公司屠宰业务份额有望大幅提升，而重组完成后更将使公司实现跨越式发展，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

主要风险提示

- 1、原料成本大幅上涨；2、食品安全问题。

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料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资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。