



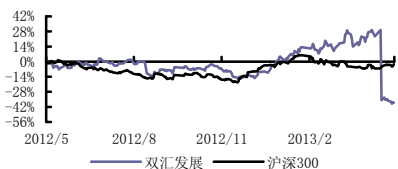
消费品及服务 - 食品

2013 年 5 月 17 日

市场数据	2013 年 5 月 16 日
当前价格 (元)	39.46
52 周价格区间 (元)	38.84-82.41
总市值 (百万)	86834.83
流通市值 (百万)	47811.49
总股本 (百万股)	2200.58
流通股 (百万股)	1211.64
日均成交额 (百万)	147.43
近一月换手 (%)	6.81%
Beta (2 年)	
第一大股东	河南省漯河市双汇实业集团有限
公司网址	http://www.shuanghui.net

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	17.99%	19.62%
净利率	7.27%	15.45%
净资产收益率	24.58%	24.80%
总资产收益率	17.28%	13.73%
资产负债率	24.80%	42.00%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	15.06	0.00
市净率	3.70	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
双汇发展	345.41%	591.21%	1462.88%
沪深 300	3.79%	-7.90%	-0.85%

相关报告

《双汇发展 2012 年报分析》，2013.3

《双汇发展 2012 年 3 季报分析》，2012.10

梁希民

执业证书号 S1030510120001

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

受益行业集中、未来增长有望长期持续

—双汇发展 (000895) 调研报告

评级: 买入 (调高)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	39704.55	50765.20	62871.42	76036.38
净利润 (百万元)	2885.23	3885.84	5102.83	6164.04
每股收益 (元)	2.62	1.77	2.32	2.80
净利润增长率%	410.76%	34.7%	31.3%	20.8%
每股净资产 (元)	10.67	6.42	8.06	9.93
市盈率	15.06	22.35	17.02	14.09
市净率	3.70	6.14	4.89	3.98
EV/EBITDA	20.33	14.68	11.59	9.75

资料来源: 世纪证券研究所

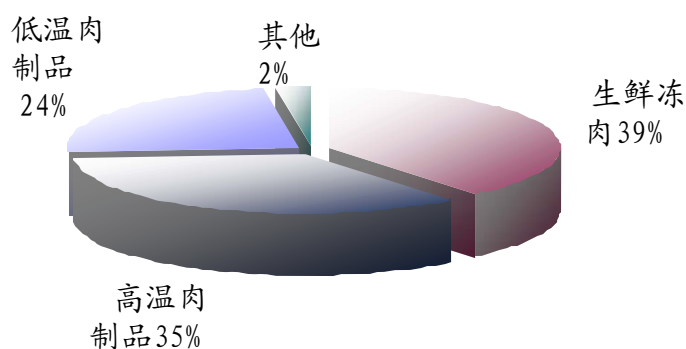
- 公司是国内最大的肉类加工企业，农业产业化国家重点龙头。2012 年公司实现销售收入 397 亿元，实现净利润 28.9 亿元。生鲜冻肉、高低温肉制品收入占比分别为 39%、35%、24%。公司主要业务的国内市场占有率约为：屠宰 2%，肉制品 6%（其中高温肉制品占比 10% 以上）。在全国 33 个省市建有 200 多个销售分公司，对市场有强大的掌控能力。
- 发达国家的经验表明，国内肉制品行业增长空间巨大。无论从人均消费量还是从消费结构来看，国内肉制品行业都有较大的上升空间。发达国家历史经验表明，在人均从 2000 美元增加到 4500 美元的阶段，国民肉类消费水平将经历一轮快速增长。行业的发展规律、政策导向和消费升级都表明，行业集中将成为必然趋势，这有利于龙头公司的做大做强。
- 双汇发展计划未来五年实现“333”目标，规划销售收入年均增长 20%。根据公司规划，2017 年肉及肉制品产量翻一番，达到 600 万吨；销售收入过千亿。其中，肉制品销售规模达到 300 万吨、屠宰量达到 3000 万头、养殖达到 300 万头。公司 2012 年屠宰量为 1142 万头，肉制品 155 万吨，这意味着 13 年-17 年，新增 2000 万头屠宰产能，肉制品销售量翻番，销售收入每年复合增速为 20%。
- 盈利预测与投资评级。预计公司 2013-2015 年的每股收益为 1.77 元、2.32 元和 2.80 元，2013 年动态市盈率为 22.35 倍。考虑到肉制品行业体量巨大、需求稳定增长，双汇公司发展稳健、持续高增长，未来发展思路明确、管理层股权激励充分，发展空间广阔，提高公司的“增持”评级至“买入”。
- 风险提示。猪肉价格波动超预期，导致公司盈利变动较大；食品安全问题导致销售下滑。

公司概况

公司是国内最大的肉类加工企业，农业产业化国家重点龙头。双汇发展由河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司独家发起、以募集方式设立，1998 年上市。2010 年“双汇”牌肉及肉制品被中国肉类协会认定为“中国肉类产业最具价值品牌”。2010 年 9 月，第 16 届（2010 年）中国最有价值品牌 100 榜揭晓，双汇品牌价值达 196.5 亿元。公司 2012 年总资产为 8.14 亿元，股东权益为 2.90 亿元，资产负债率为 64.4%。

公司对市场拥有强大的掌控能力。2012 年公司实现销售收入 397 亿元，实现净利润 28.9 亿元。生鲜冻肉、高低温肉制品收入占比分别为 39%、35%、24%。公司主要业务的国内市场占有率约为：屠宰 2%，肉制品 6%（其中高温肉制品占比 10%以上）。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。

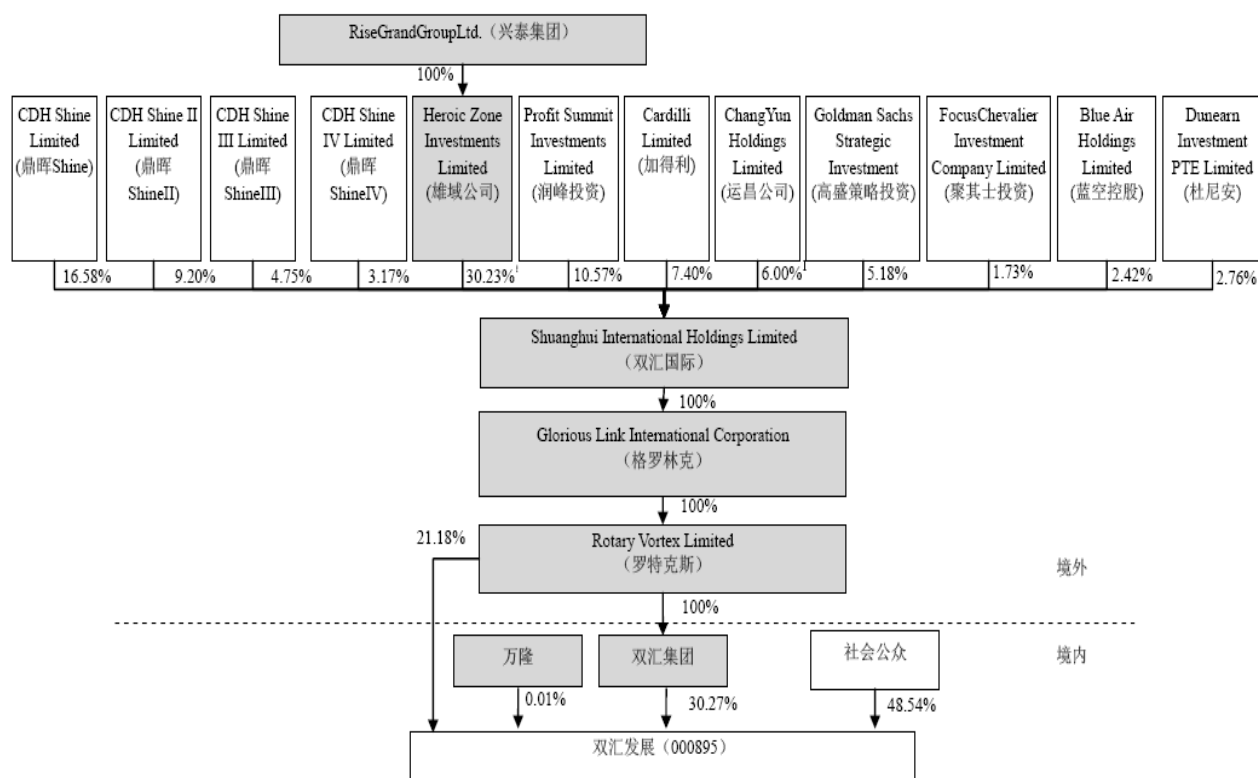
Figure 1 公司 2012 年收入构成



资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

管理人员实现了对上市公司持股。2012 年公司对双汇集团和罗特克斯进行非定向增发以购买资产和换股吸收合并，肉类资产全部进入上市公司。重大资产重组完成后，公司总股本达到 11 亿股，双汇集团因成为公司的控股股东，双汇发展及其关联企业的员工控制的兴泰集团成为上市公司实际控制人。

Figure 2 资产重组后的股权结构



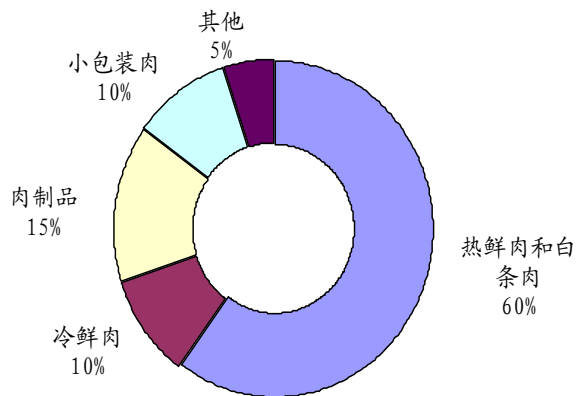
资料来源: wind 资讯、世纪证券研究所

公司所处行业背景

一、行业市场空间广阔，未来中国肉类消费量将快速增长

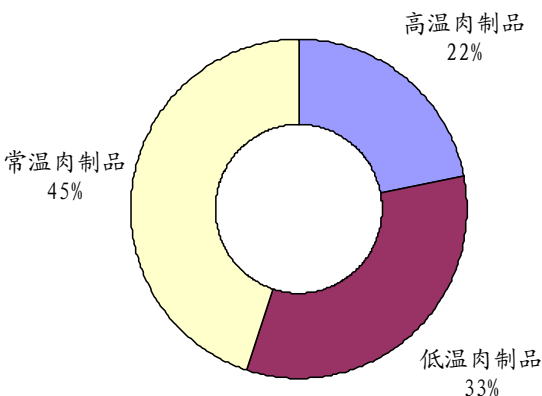
发达国家的经验表明，国内肉品行业增长空间巨大。目前国内人均肉类消费量 40 千克年，是台湾地区的 57%，香港地区和欧美发达国家的 30%。从肉制品与生鲜肉的产量比例来看，肉制品市场偏小，2010 年肉制品总产量为 1200 万吨，仅占肉类（生鲜肉与肉制品）总产量 15% 左右。西方国家一般肉制品占肉类总产量 30%-40% 左右，德国等一些发达国家则占 60% 以上。从消费结构来看，国内消费者仍以热鲜肉（占比 60%）和常温肉制品（占比 45%）为主。由于冷鲜肉和低温肉制品在营养和食用安全方面具有明显的优势，西方发达国家半个世纪前已形成主要食用冷鲜肉和低温肉制品的习惯。无论从人均消费量还是从消费结构来看，国内肉制品行业都有较大的上升空间。

Figure 3 2010 年国内肉类包装结构



资料来源：中国肉类协会，双汇发展公司公告，世纪证券研究所

Figure 4 2009 年肉制品结构



资料来源：中国肉类协会《2009 年肉类工业发展概况》，世纪证券研究所

Figure 5 生肉制品品分类及特点

	生产运输条件	主要特点	主要缺点
热鲜肉	屠宰后按原生状态直接销售，没有经过冷却排酸处理	其肉品新鲜、膘白肉红、味道鲜美	易污染、易腐化变质、露天销售不卫生
冷冻肉	屠宰后冷(速)冻，在-8℃下流通	肉品安全卫生、便于冷藏运输	食用前需要解冻，会导致营养物质流失
冷鲜肉	采取低温腌制(0-4℃)，低温储藏、(0-4℃)销售流通	肉品新鲜、质嫩味美、营养价值高，可按食用特点呈现分割肉状态	冷链加工、冷链运输

资料来源：中国肉类协会、世纪证券研究所

Figure 6 熟肉制品加工及运输特点

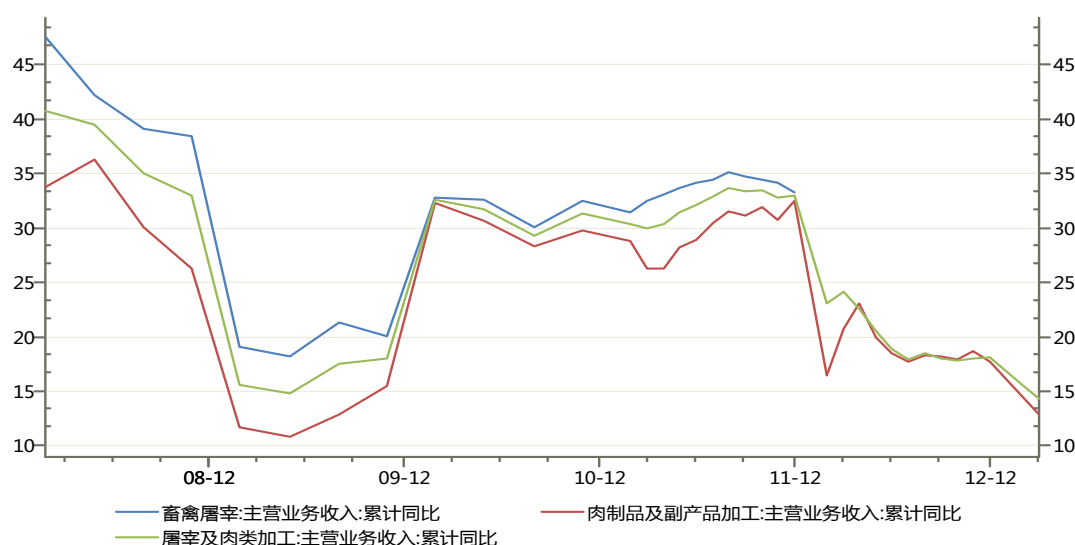
	加工温度和环境	运输要求	代表品种
高温肉制品	高温高压加工，在恒定压力下，加热杀菌温度在115℃-120℃加工而成；馅料包装罐装后，采用高温高压杀灭所有细菌，包括芽孢。	运输条件未做明确要求。在常温下，保质期可达6到12个月，甚至两年。	肉类金属罐头(午餐肉)、软罐头和用阻隔性的塑料袋或铝箔袋真空包装后高温灭菌等肉制品
低温肉制品	在常压下通过蒸、煮、熏、烤加工过程，使肉制品的中心温度达到72℃-85℃；加热温度属于消毒概念，可杀死病原菌、一般细菌和寄生虫；但不能杀死芽孢，且制品水分较高	冷藏暂存与运输(温度0℃~6℃)、商场(超市)展示式冷藏柜(柜内温度4℃~6℃)。保质期在一个月。	风味咸肉、熏煮香肠、肉冻、西式香肠、萨拉米、培根
常温肉制品	无需高温高压	在常温(≤25℃)暂存和运输。	中式火腿、腌腊制品

资料来源：中国肉类协会、世纪证券研究所

未来行业仍将保持 20% 的增长速度。近五年行业的年均增长率仍达到 23.7%，其中屠宰、肉制品加工、畜牧养殖的复合增长率高达 32.4%、22.4% 和 16.4%。尽管因 11 年瘦肉精的影响，国内屠宰及肉制品行业增速呈现下滑，预计未来行业将逐步恢复。发达国家历史经验表明，在人均从 2000 美元增加到 4500 美元的阶段，国民肉类消费水平将经历一轮快速增长。随着我国城镇化进程的进一步推进及人们生活水平的持续提高，国内屠宰和肉制品行业仍将保持快速的增长。

Figure 7 国内屠宰及肉制品行业近五年年均增长 23.7%

单位：%



数据来源:Wind资讯

资料来源: wind 资讯、世纪证券研究所

二、行业集中成为必然趋势——龙头公司胜出

国内肉类行业前三大公司的市场占有率仍较低。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 3,000 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。根据发达国家的经验，肉制品加工前五名企业的集中度可以达到 50% 以上。但因进入门槛较低、地方保护主义及卫生、环保标准较宽松等原因，优势企业较难淘汰行业内小型、落后企业，屠宰及肉类加工行业集中度处于较低水平。

Figure 8 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	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%

资料来源：《2010 年肉类工业发展概况》、《2010 年肉类工业发展报告》

政策导向加速行业集中。随着《生猪屠宰管理条例》及《食品安全法》等一系列法律法规的推出，市场秩序得到不断完善、淘汰落后产能的进展、地方保护的逐步打破、高速交通快速发展，为传统屠宰业提供了很好的发展机遇。国家发改委与工业和信息化部近期联合发布《食品工业“十二五”发展规划》，预期到 2015 年，肉类总产量达到 8500 万吨，全国手工和半机械化等落后生猪屠宰产能淘汰 50%，形成 10 家 100 亿以上的大企业集团。肉类行业前 200 强企业的生产和市场集中度达到 80%，培育出 2-3 个在国际上具有一定竞争力和影响力的肉类食品企业。质量控制要求的提高以及落后产能的淘汰将加速行业集中度，有利龙头企业。技术、管理水平提升提高行业门槛，降低潜在竞争者进入的可能。

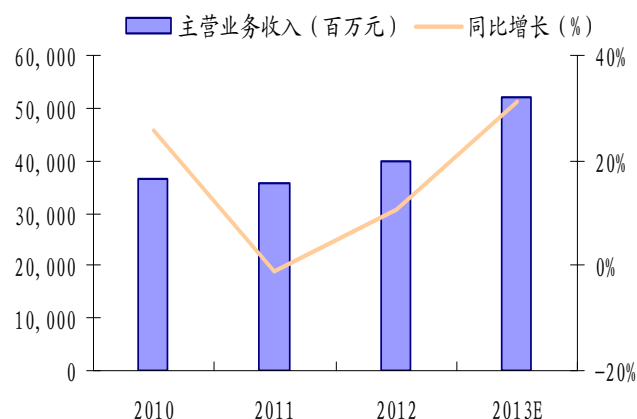
猪肉制品消费结构升级为龙头公司提供发展良机。工业和信息化部、农业部 2012 年 2 月发布的《肉类工业“十二五”发展规划》指出：“十二五”期间积极发展冷鲜肉加工和肉制品生产。到 2015 年，县级以上城市热鲜肉销售比例降到 50% 以下，冷鲜肉占比提高到 30%。肉制品产量占肉类总产量的比重达到 17% 以上。未来在政策支持、规模化养殖和消费升级的过程中，冷鲜肉、深加工肉制品和低温肉制品将成为消费的主流。猪肉产品升级和食品安全问题的重视将为行业内具备较强技术研发能力、拥有冷鲜肉等生产线的企业提供良好的发展契机。

公司主营业务分析

公司近十年收入和利润年均增长超过 20% 增长。2003-2012 年复合增速为 23.6%，净利润年复合增长率为 29.5%。因 2011 年 3 月 15 日的“瘦

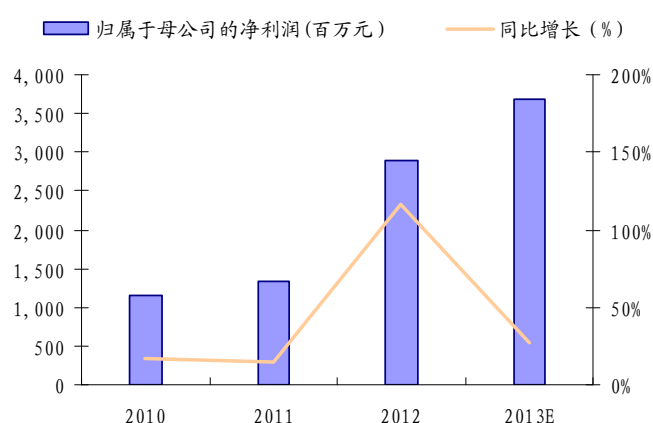
肉精事件”以及消费需求不旺，公司经营业绩在 2011 年和 2012 年产生较大波动。2012 年公司实现主营收入 397 亿，同比增长 10.8%；净利润 28.9 亿元，同比增长 116%。由于生猪价格持续低位、屠宰业务注入带来肉制品成本下降以及产品结构的提升，公司综合毛利率 17.99%，同比增加 10.7 个百分点，生鲜冻肉、高温、低温肉制品的毛利率分别提高 5.8、13.7 和 15.0 个百分点。

Figure 9 公司主营收入及增长



资料来源：公司年报；世纪证券研究所

Figure 10 归属于母公司的净利润及增长



资料来源：公司年报；世纪证券研究所

重大资产重组后，公司获得了新的增长动力。2012 年完成重大资产重组工作并实施了组织机构的调整，实现肉类资产的整体上市。重组注入的资产主要为中高端、利润率较高的低温肉及制品。其中，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，重组使得公司年生猪屠宰量达到约 1001 万头，肉制品产量约 146 万吨，分别较重组前增长 303.4%和 90.1%，重组后公司进入山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、江西和云南等 8 个省和自治区。公司的生产规模和盈利能力实现跨越式增长，市场竞争力进一步提高。

Figure 11 资产注入后的产能总量

	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：双汇发展购买资产及换股吸收合并报告书、世纪证券研究所

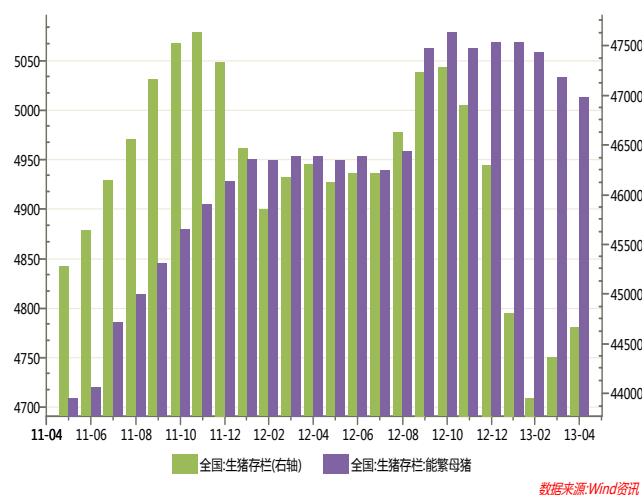
13 年公司计划屠宰量和肉制品销量同比增长 53% 和 23%。13 年公司计划屠宰量 1750 万头、肉制品销售 190 万吨，肉及肉制品销售 390 万吨。第一季度生猪价格环比快速下降，企业通过准确对接采购和销售、调整销售渠道，头均盈利增加。预计生猪价格在 13 年中期探底。公司屠宰思路是上半年在低肉价情况下提升单位利润，下半年为猪肉的消费旺季，公司将扩大销量。在肉制品方面，公司在猪肉低价时已储存了相当的原料、二季度将推动新产品——纯低温肉制品的销售，预计 13 年新产品的销量达到 22 万吨。

Figure 12 生猪价格及猪粮比



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 13 生猪和母猪存栏数



资料来源: WIND、世纪证券研究所

未来五年实现“333”目标，规划销售收入年均增长 20%。根据公司规模，2017 年肉及肉制品产量翻一番，达到 600 万吨；销售收入过千亿。其中，肉制品销售规模达到 300 万吨、屠宰量达到 3000 万头、养殖达到 300 万头。公司 2012 年屠宰量为 1142 万头，肉制品 155 万吨，这意味着 13 年-17 年，新增 2000 万头屠宰产能，肉制品销售量翻番，销售收入每年复合增速为 20%。

肉类资产整体上市后的发展思路。13 年公司提出“四大”发展战略：发展大低温、做好大生鲜、突破大城市、实现大工业，在屠宰领域，将由冻销向鲜销的转变，通过规模的扩大和肉制品和屠宰联合加工优势，快屠宰发展，降低行业波动风险。在肉制品领域，公司将逐步由高中低端全覆盖向中高端转变。在冷链物流条件相对较好以及消费习惯更为先进的大城市推动低温产品和生鲜肉的发展将成为公司未来的方向。

屠宰业务——调结构、上规模

2003-2012 年，公司生鲜冻肉实现年均增长达到 24.5%。2012 年公司生鲜冻肉实现营收 154.39 亿元，同比增长 6.69%，屠宰生猪 1141 头，单位净利润达到 47 元/头。12 年公司生猪屠宰量低于原计划的 1430 万头，主要原因在于国家宏观经济不景气、居民消费需求不旺，以及公司内部调整、机制的完善尚未完成，2011 年 315 瘦肉精事件的影响仍有待消化。由于猪肉价格下降、鲜销率提升，产能利用率提高，公司屠宰业务的毛利率由 4.72% 提高到 10.54%。

未来几年屠宰及生鲜冻肉收入增速有望达 20% 以上。近期公司屠宰项目密集投放。广西南宁、上海、安徽芜湖、江西宜昌等投资建设生猪屠宰、肉制品加工项目将新增屠宰产能共计 1500 万头/年。预计 13 年将新增屠宰产能 400 万头，成为公司的新增长点。

提高市场销售和产能利用率是提升屠宰业务盈利能力的关键。公司 12 年提出了 5329 战略，即生肉制品的 50% 以白条肉、30% 以分体肉，通过农贸市场销售，实现鲜销量的提高；20% 以分割肉（即冷鲜肉）在商超市场销售，鲜销率由 50-60% 提高到 90%。提高鲜销率，有利于减少猪肉价格的波动风险，减少冻品的存储成本（冻肉 1 吨成本高于鲜品 1000 元），提高盈利能力。同时有利于提高公司屠宰业务的产能利用率，头均利润和盈利能力提高明显。

发挥规模和产业链优势，降低综合成本。12 年以来猪价低位运行，对公司的盈利产生积极的影响，但预计 13 年下半年猪价将有所提高。公司控制成本的方式并不过分依赖猪价，而是通过发挥规模优势，投资建设肉类联合加工综合体（投资 8 亿元，形成 200 万头屠宰产能、5-10 万吨肉制品加工产能、30 亿销售额）、通过冻品转鲜销、提高高档低温肉制品比例、突破省会以上的大中城市，通过屠宰品牌化来降低综合成本、规模优势和产能布局合理是屠宰企业降低成本和费用最重要的措施。

开拓新的销售渠道、扩大销售规模。双汇屠宰场生产的猪肉全部是冷鲜肉，其销售渠道农贸市场占比 35%，特约店占比 35%，商超占比 20%，加工厂等占比 10%。目前对公司贡献最大的渠道是特约店。13 年，公司计划在农贸批发市场、商超等传统渠道的基础上，开发特殊渠道（如加工

厂、高校、监狱、部队等), 开拓休闲产品渠道。同时, 协助帮助政府对小型屠宰场进行整编, 借用他们的原有渠道, 将其纳入公司的鲜肉销售体系, 给予相应的返利, 让地方小屠宰场变成经销商。

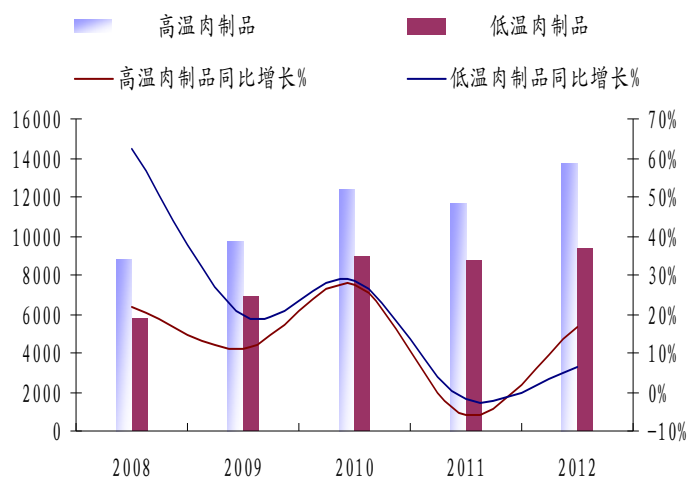
细化大区、增加销售人员和网点数量来带动屠宰业务增长。未来在屠宰业务方面投入的力度会更大, 改善原有传统工业、建设新项目、并且会兼并收购一些符合条件的项目公司 12 年拥有网点数量 2.5 万个, 13 年计划增加 30%。公司现有销售人员 1300 人, 计划 13 年增加销售人员到 1500-1600 人。同时将大区数量从 12 年底的 20 个增加到 25-26 个。

肉制品——明星产品改进和新产品推出实现三个转变

近十年公司的高温 and 低温肉制品年均增长率分别达到 11.3% 和 26.6%。

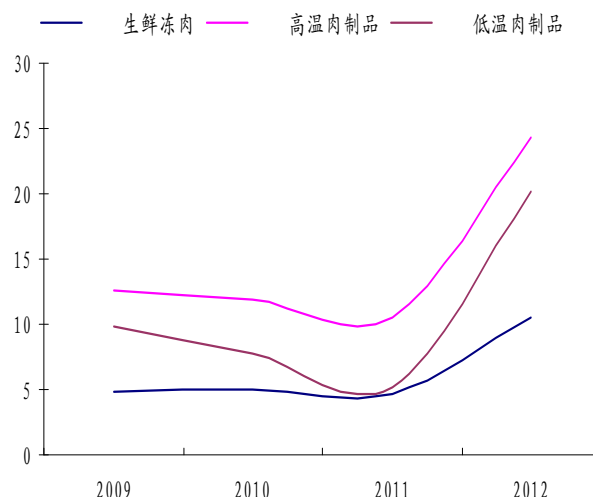
12 年公司肉制品销售 230 亿元, 高温肉制品收入 137 亿元, 同比增长 16.9%; 低温肉制品收入 98.9 亿元, 同比增长 6.4%, 高温和低温肉制品的比例约为 60:40。因 12 年猪肉价格下降及公司产品结构提升, 高温和低温肉制品毛利率大幅提升。

Figure 14 公司肉制品销售收入及增长率



资料来源: wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 15 公司主要产品毛利率



资料来源: wind 资讯、世纪证券研究所

未来三个转变有望实现肉制品年均增长 20%。近两年通过的南宁、上海、芜湖、潍坊、长春、沈阳、金华、宜春 8 个生猪屠宰项目均配套有低温肉制品产能合计 1700 吨。南宁、芜湖、长春、沈阳项目还配备有高温肉制品产能合计 800 吨。除了产能的有序扩张外, 肉制品将继续提高产

品结构，计划实现三个转变：由高温肉制品向低温肉制品转变、由高中低全覆盖的产品结构向中高端产品转变、由方便食品向家庭、餐饮食品转变。明星产品的改进和新产品的推出肩负着肉制品的收入增长和盈利能力提高的责任。

明星产品的改进和新产品推出实现肉制品业务的三个转变。公司肉制品主推十大品种，包括王中王、香脆肠、泡面拍档、玉米热狗肠、Q 趣等，占公司销量 60% 以上。目前销售收入在 10 亿元以上的明星单品达到 20 个，其中最大的明星产品“双汇王中王”12 年销售量达到 27 万吨（销售收入 50 多亿元）。明星产品已经成为公司稳健增长的基石，未来明星产品将通过改进配方、拓展风味、升级包装、改善渠道利润空间等措施实现产品升级。新产品是公司发展壮大的利器。公司研发能力强大，新产品研发、推广、生产保障方面有一系列的专门方案，从市场调研、配方研发、口味适应到投放时间区域、成活率等方面均有保障。多个产品如玉米热狗肠、Q 趣、台湾热狗肠等均为公司国内首创并在国内热销。目前技术中心每年的考核目标为新品销售占比不低于 20%。新产品的推出有利于提高肉制品的销售量和毛利率。

13 年公司的工作进程。公司计划肉制品销售 190 万吨，比 12 年同比增长 22.6%，并着手实施三个转变。其中包括：

★推出全新纯低温肉制品。高端产品海威夷美式热狗肠、黄金热狗肠、培根已经开发成功，该类产品为 12 年万隆董事长赴美考察，为公司引入的纯低温新产品及生产线，预计 5 月中旬推向市场。在美国，热狗肠、培根、火腿切片三大纯低温产品占据了肉制品绝大部分市场份额，热狗肠主要在零售摊点销售、培根主要在三星级酒店以上酒店作为早餐类食品消费、火腿切片主要在餐饮和家庭消费。国内目前此类产品较少，发展空间巨大。公司期望以此进军大城市及餐饮、家庭消费领域，引领纯低温市场。公司为此成立了专业的餐饮渠道团队，对不同的产品进行不同的运作，将重点在北京、上海、广州、郑州等大城市的星级酒店、商超进行推广。

★高温产品是公司的优势产品，13 年公司将完成“大肉块”系列产品以及“新双汇王中王”的推广。“大肉块”将重新调整为子品牌，涵盖一系列产品，目前已经推出特制香肠、俄式风味等，春节后销量较好。“王中王”将更换全新包装，目前在北京、上海、

广州、武汉等地试销，效果不错。

★特殊销售渠道的开发。公司肉制品渠道主要以卖场和批发市场为主，A、B 类大卖场占比 20%，C、D 类小卖场占比 40%，批发市场占比 30%，剩下的 10%为学校、工厂等。肉制品主要是通过经销商进行销售，每个地级市有一个一级经销商，公司对一级经销商统一供货价格，再由一级经销商向二、三级经销商供货，公司有业务员协助经销商销售产品。这样的渠道模式有利于公司控制费用，提高利润率。公司已推出 12 个特殊渠道的开发，比如部队、方便面等，下一步火车站、服务区等都要进行大力开拓，成为肉制品销量新的增长点。

盈利预测及投资评级

预测的假设条件：

- 1、根据公司规模，未来三年公司屠宰量将分别增长 50%、30%、20%；肉制品销量同比增长 22%、19%、18%。
- 2、公司的毛利率因猪肉价格波动呈现小幅变动，预计 13 年猪肉价格最低，因此公司毛利率相对较高。
- 3、费用率和税率维持现有水平。

Figure 16 主要产品预测

项目(单位: 百万元、%)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入					
生鲜冻肉	14,472	15,440	21,616	28,101	35,126
高温肉制品	11,730	13,715	15,087	16,595	18,255
低温肉制品	8,728	9,288	13,003	16,903	21,129
合计	36,629	39,407	50,765	62,871	76,036
毛利率					
生鲜冻肉	4.7	10.5	10.5	11.0	11.0
高温肉制品	10.6	24.2	26.0	25.0	23.0
低温肉制品	5.1	20.2	22.0	22.0	21.0
合计	7.3	17.76	18.23	17.79	16.80

资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 17 盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业利润					
营业收入	35,832	39,705	50,765	62,871	76,036
减: 营业成本	31,028	32,564	41,512	51,684	63,262
减: 营业税金及附加	131	204	259	321	388
减: 营业费用	1,819	2,045	2,487	2,829	3,041
减: 管理费用	1,096	1,311	1,523	1,572	1,521
减: 财务费用	37	10	-10	-155	-243
加: 投资净收益	23	53	43	46	45
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	1,667	3,632	5,017	6,657	8,099
二、利润总额					
加: 营业外收入	264	295	284	288	287
减: 营业外支出	71	16	34	28	30
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	1,860	3,911	5,267	6,917	8,355
三、净利润					
减: 所得税	395	842	1,134	1,489	1,799
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	1,465	3,069	4,133	5,428	6,557
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	131	184	247	325	393
加: 其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,334	2,885	3,886	5,103	6,164
五、股利分配					
总股本	606	1,100	2,201	2,201	2,201
EPS (摊薄、元)	0.61	1.31	1.77	2.32	2.80

资料来源: wind 资讯、世纪证券研究所

预计公司 2013-2015 年的每股收益为 1.77 元、2.32 元和 2.80 元, 公司 2013 年的动态市盈率为 22.35 倍。公司当前市盈率合理, 考虑到肉制品行业体量巨大、需求稳定增长, 双汇公司发展稳健、持续高增长, 未来发展思路明确、管理层股权激励充分, 发展空间广阔, 提高公司的“增持”评级至“买入”。

Figure 18 可比公司市盈率

代码	公司	EPS		PE		股价
		2012	2013E	2012	2013E	
002330	得利斯	0.19	0.18	29.43	31.37	5.71
002695	煌上煌	0.79	1.07	28.49	20.98	22.39
002515	金字火腿	0.25	0.88	55.65	15.68	13.80
平均		0.49	0.71	28.50	19.68	13.97
000895	双汇发展	1.77	2.32	22.35	17.02	39.46

注：股价为 2013 年 5 月 17 日收盘价

资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

风险因素分析

- 1、猪肉价格波动超预期，导致公司盈利变动较大。
- 2、食品安全问题导致销售下滑。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.