

## 双汇发展 (000895.SZ)

## 肉制品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价 (人民币): 46.75 元  
目标 (人民币): 56.70-58.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,211.73
总市值(百万元)	1,028.77
年内股价最高最低(元)	48.70/27.08
沪深 300 指数	2426.05
深证成指	8584.87



## 相关报告

- 《强者恒强,成本波动不足惧》, 2013.8.7
- 《买入龙头食品公司符合时代的逻辑》, 2013.4.23
- 《稳步受益品牌化进程和消费升级》, 2013.3.26

赵晓媛 分析师 SAC 执业编号: S1130513070001  
(8621)61038227 zhaoxy@ gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215 cheng@gjzq.com.cn

## 市值的稳步扩张机会不容错过

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.932	2.622	1.763	2.101	2.476
每股净资产(元)	6.08	10.67	13.39	16.24	20.55
每股经营性现金流(元)	1.65	0.00	3.85	6.25	6.10
市盈率(倍)	75.04	22.08	26.51	22.25	18.88
行业优化市盈率(倍)	90.35	95.62	123.47	123.47	123.47
净利润增长率(%)	-48.14%	410.76%	34.49%	21.25%	19.40%
净资产收益率(%)	15.34%	24.58%	26.33%	26.32%	24.85%
总股本(百万股)	605.99	1,100.29	2,200.58	2,200.58	2,200.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 一、宏观层面看趋势:** 用数字说明中国猪肉行业明确的发展前景。中国蛋白质消费特点是动物源性蛋白质占比低位, 目前 40%, 低于发达国家 61% 的水平, 其占比随经济发展提升是确定性路径。屠宰集中度方面, 在媒体深度和广度都大大加深的情况下, 动物性疫情的爆发容易引发集体性事件, 集中度提升势在必行。从中国肉类消费结构看, 冷鲜肉 (中国 20%VS 美国 100%)、深加工占比低 (中国 15%VS 美国 50%), 还处于低端消费阶段, 而占总人口一半的农村居民人均肉类消费远低于城镇居民。
- 二、中观层面看格局:** 集团收购 SFD, 双汇继续占据行业发展机会。屠宰方面, 目前的屠宰只有 1/3 是定点屠宰, CR4 为 7%, 以美国为例, 民众对食品安全需求推动品牌公司发展, 主要龙头企业将并驾齐驱; 肉制品方面, 集团收购 SFD 可直接提升上市公司研发水平, 虽然目前双汇的高低温肉制品都是行业第一, 但中国肉制品加工深度低, 需要新产品来推动深加工度的提升, 未来突破产品同质化、打造大产品, 仍是双汇机会最大。
- 三、微观层面看利益:** 集团持股在 12H2 重大资产重组后大幅提升, 管理者个人利益所在推动的公司成长将得到进一步体现。12 年下半年重大资产重组完成后, 公众持股由重组前的接近 48.55% 下降至 26.74%, 而双汇国际的持股获得同比例的上升, 上升至 60.24%。其中, 通过兴泰集团, 双汇发展的高管控制上市公司 22.15% 的股权; 公司的策略和战略执行力得到加强后, “降成本、保盈利” 策略将为股东创造良好收益。

## 投资建议和估值

- 预计公司 13-15 年的销售收入分别为 475.73 亿, 557.6 亿, 643.5 亿, 同比增长 19.8%, 17.2%, 15.4%; 归属于上市公司股东的净利润分别为 38.8 亿, 46.24 亿, 54.48 亿, 同比增长 34.49%, 21.25%, 19.40%, 净利润率分别为 8.2%, 8.3%, 8.5%; 每股收益分别为 1.763 元, 2.101 元, 2.476 元。目标价 56.7-58.8 元, 相当于 27-28PE x 2014E EPS。

## 风险

- 养殖行业大范围去产能 (杀母猪) 带来的猪价反转; 双汇集团收购 SFD 对上市公司业务产生促进的效果或时间低于预期

## 内容目录

一、宏观层面看趋势：用数字说明中国猪肉行业明确的发展前景 .....	4
1、中国蛋白质消费特点：动物源性蛋白质占比低位，其占比随经济发展提升是确定性路径.....	4
2、中国肉类工业结构：初级工业阶段深加工占比低，占总人口一半的农村居民人均肉类消费远低于城镇居民.....	5
3、结论：定点屠宰只占 32%，CR4 为 7%，集中度提升的大方向是确定的；肉制品加工率中国为 15%，肉制品行业整体行业性的增长是确定的。.	6
4、落后产能和违法产能的淘汰将随着对食安问题（禽流感、猪流感等）的重视进一步加速.....	7
二、中观层面看格局：集团收购 SFD，双汇继续占据行业发展机会	7
1、屠宰行业格局和未来：只有 1/3 是定点屠宰，CR4 为 7%，以美国为例，民众对食品安全需求推动品牌公司发展，主要龙头企业将并驾齐驱.....	8
2、肉制品：集团收购 SFD 可直接提升上市公司研发水平，未来突破产品同质化、打造大产品，仍是双汇机会最大.....	10
三、微观层面看利益：集团持股在 12H2 重大资产重组后大幅提升，管理者个人利益所在推动的公司成长将得到进一步体现 .....	12
1、12 年下半年重大资产重组完成后，公众持股比例大幅下降，双汇国际及管理层持股比例大幅上升 .....	12
2、公司的策略和战略执行力强，“降成本、保盈利”为股东创造良好收益 .....	13
四、盈利预测和投资建议 .....	13
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：2012 年，中国肉类消费量增长 5.4%，猪肉消费量增长 5.6% .....	4
图表 2：全球平均、发展中国家、发达国家（含日韩等国）的食物构成，以及动物源性蛋白质占比 .....	5
图表 3：蛋白质平均消费变动（%，90 年代初与 09 年） .....	5
图表 4：动物源性蛋白质消费变动（%，时期同上图） .....	5
图表 5：中国猪肉在所有动物源性蛋白质中的占比基本无提升空间，全球来看，对猪肉消费有较高偏好 .....	5
图表 6：城镇居民仅猪肉消费高于农村猪牛羊肉加总量 .....	6
图表 7：随着人均收入的提升，肉食消费支出递增 .....	6
图表 8：肉制品行业的收入增速稳定在 10-15% 之间，符合成长中前期特征 ..	7
图表 9：禽流感疫情地图（2009） .....	7

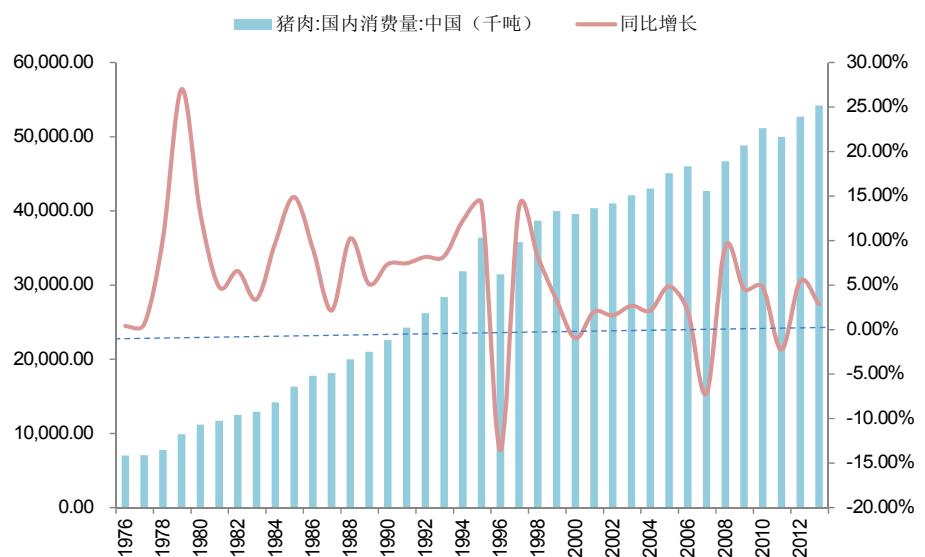
图表 10: 全球猪流感事件地图 (2009) .....	7
图表 11: 双汇 2012A 收入 394 亿, 肉制品占 69%.....	8
图表 12: 双汇 2012A 营业利润 70 亿, 肉制品占 74%.....	8
图表 13: 2012 年美国猪肉屠宰企业按照日屠宰量计算的集中度 .....	8
图表 14: 美国不同规模屠宰场屠宰生猪占比的变化.....	9
图表 15: 美国屠宰企业的集中度变化 .....	9
图表 16: 雨润食品的屠宰产能分布 (2013H1) .....	9
图表 17: 冷鲜肉 74%, 鲜冻肉以经销为主 (2013H1) .....	9
图表 18: 双汇屠宰产能的布局 .....	10
图表 19: 随着低温肉制品占比的提升, 以及行业深加工率的提升, 低温肉制品将以远超过行业平均的速度发展.....	11
图表 20: 双汇目前的主要高、低温肉制品, 未来仍有很大开发空间 .....	11
图表 21: Smithfield (SFD) 的成长历程概述 .....	12
图表 22: 重组后双汇的股权结构, 社会公众股份占比下降至 26.74% .....	13
图表 23: 双汇营业收入 (单位: 百万) .....	14
图表 24: 双汇主要业务板块的毛利率水平 .....	14
图表 25: 双汇的收入分布情况 .....	14
图表 26: 双汇不同产品的毛利率情况 .....	14
图表 27: 屠宰及肉类加工毛利率与猪肉价格的关系 .....	15
图表 28: 屠宰量与猪肉价格的关系 .....	15
图表 29: 当前母猪存栏量 (行业产能) 还处于高位 .....	15
图表 30: 需求推动猪肉价格在 6 月以来有小幅反弹 .....	15
图表 31: 双汇发展的收入分布预测 (13E-15E) .....	16

## 一、宏观层面看趋势：用数字说明中国猪肉行业明确的发展前景

### 1、中国蛋白质消费特点：动物源性蛋白质占比低位，其占比随经济发展提升是确定性路径

- 肉类产量个位数增长：据国家统计局公布数据显示，2012 年我国肉类总产量 8384 万吨，比上年增长 5.4%。其中，猪肉产量 5335 万吨，增长 5.6%；牛肉产量 662 万吨，增长 2.3%；羊肉产量 401 万吨，增长 2.0%；禽肉产量 1823 万吨，增长 6.7%。年末生猪存栏 47492 万头，增长 1.6%；生猪出栏 69628 万头，增长 5.2%。2013 年，根据美国农业部的统计，中国猪肉的国内消费量为 5422.5 万吨（胴体当量，12 年为 5272.5 万吨，同比增长 5.44%），过去十年的销量增长基本在 0-5% 之间。

图表1：2012 年，中国肉类消费量增长 5.4%，猪肉消费量增长 5.6%



来源：Wind，国金证券研究所

- 肉类属于食物消费中的优质蛋白质，中国尚发展不足。根据国家《肉类工业“十二五”发展规划》，为解决食物消费中优质蛋白质食物所占比重较低的问题，我国自 1993 年制定国务院的食物结构改革与发展纲要以来，大力发展战略畜牧业和肉类工业，虽取得较为显著的功效，但是目前中国动物源性蛋白质在总体蛋白质摄入中的占比仍与发达国家有较大差距。
- 我国居民动物源性蛋白质在摄入蛋白质中的占比较低。根据 FAO 的统计，我们得到下图各个国家蛋白质消耗量和消费结构的对比，中国动物源性蛋白质的占比在 40-44%，低于发达国家 61% 的平均水平。

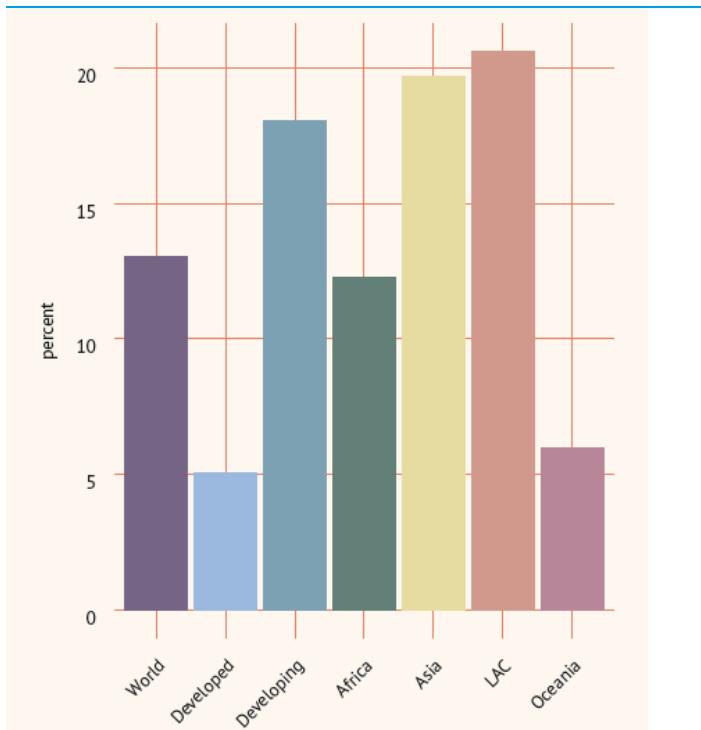
图表2：全球平均、发展中国家、发达国家（含日韩等国）的食物构成，以及动物源性蛋白质占比

	Availability									
	average dietary supply adequacy		value of food production per capita		share of energy supply derived from cereals, roots and tubers		average supply of			
	index 1990-92	Index 2007-09	US\$ / cap 1990-92	US\$ / cap 2007-09	% 1990-92	% 2007-09	g / cap / day 1990-92	g / cap / day 2007-09	g / cap / day 1990-92	g / cap / day 2007-09
World	114	120	239	295	56	51	69	78	25	31
Developing countries	108	116	180	254	64	56	61	72	15	24
Developed countries	131	136	452	471	34	32	99	104	58	61
United Kingdom	131	138	301	259	28	32	93	104	54	59
United States of America	140	147	592	669	26	25	110	115	70	74
Republic of Korea	124	130	184	217	55	44	81	91	28	41
Japan	121	114	166	144	42	41	96	90	55	51

来源：FAO，国金证券研究所

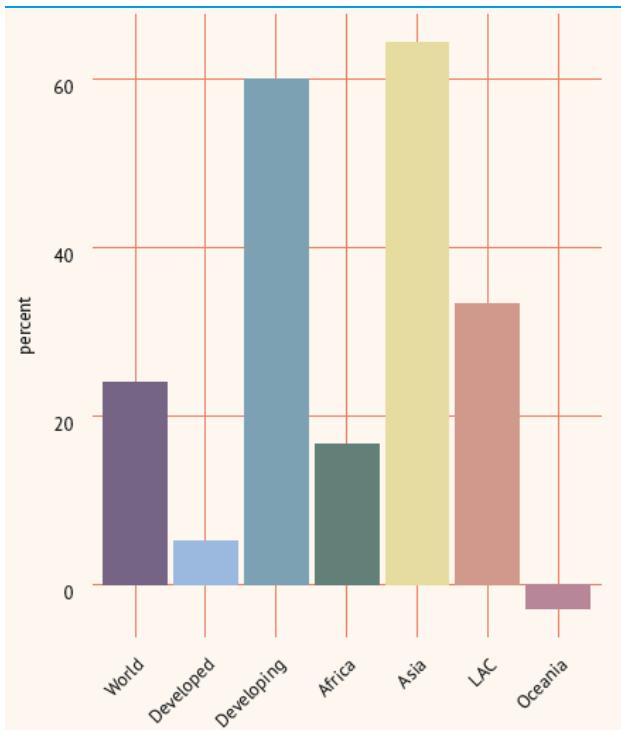
- 全球经验证明，动物源性蛋白质消费的增长与 GDP 增长正相关。我们认为，蛋白质消费的增长，以及动物源性蛋白质占比的增长是和经济增长正相关的，中国动物源性蛋白质占比的提升随着 GDP 的增长确定性高。

图表3：蛋白质平均消费变动（%，90年代初与09年）



来源：国金证券研究所

图表4：动物源性蛋白质消费变动（%，时期同上图）



- 猪肉消费体量：中国人均猪肉消费约 40 公斤，相比全球，我国居民对猪肉消费有较大偏好。在所有肉类中，我国蛋白质摄入量猪肉占比达到 50%，高于日本 27%、韩国 46%、美国 20%、法国 28%。

图表5：中国猪肉在所有动物源性蛋白质中的占比基本无提升空间，全球来看，对猪肉消费有较高偏好

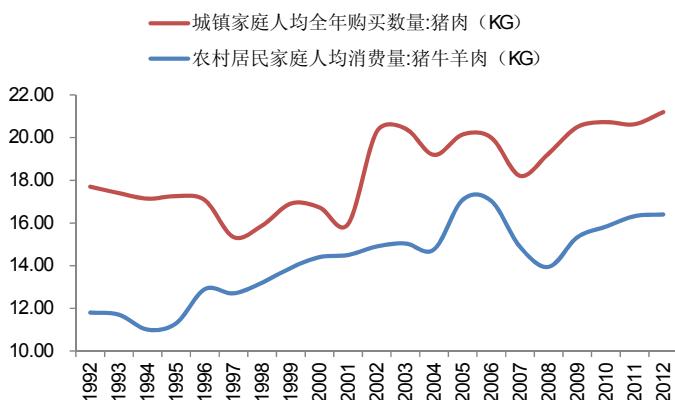
人均蛋白质摄入量: g/天	中国	丹麦	法国	日本	墨西哥	韩国	南非	美国	澳大利亚	巴西	加拿大
猪肉	11.1	13.2	8.2	5.4	4.5	8.1	1.8	8.1	5.1	3.1	6.9
牛肉	1.8	9.2	10.1	3.5	7.1	4.4	6.2	13.5	14.7	14.2	11.6
羊肉	1.1	0.4	1.1	0.1	0.4	0	1.4	0.2	3.8	0.2	0.4
鱼类	4.3	1.3	1.4	4.9	1	0.8	0	1.1	1.5	1.1	1.4
禽类	4.1	7.5	8.6	6	8.4	4.3	12.6	17.6	13.4	11.4	13.1
来自猪肉占比	50%	42%	28%	27%	21%	46%	8%	20%	13%	10%	21%

来源：FAO，国金证券研究所

2、中国肉类工业结构：初级工业阶段深加工占比低，占总人口一半的农村居民人均肉类消费远低于城镇居民

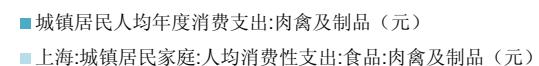
- 肉类工业包括屠宰加工和肉制品加工两个部分，是重要的民生产业和传统支柱产业。为解决食物消费中优质蛋白质食物所占比重较低的问题，我国大力发展畜牧业和肉类工业，“十一五”期间，我国肉类工业总产值突破1万亿元，肉类总产量约占世界总量的1/4。
- 我国肉类工业处于初级工业阶段，深加工占比和冷链流通率都远远低于发达国家的水平。截止十一五末期，我国肉制品产量占肉类总产量15%，而发达国家为50%；我国冷鲜肉只占10%，而发达国家肉类冷链流通率为100%（我国白条肉、热鲜肉占全部生肉上市量的60%左右，冷鲜肉和小包装肉各占10%）。
- 中国居民的肉类消费结构：农村居民肉类消费低。“十一五”末期，我国人均GDP超过4000美元，肉类消费需求正处在稳步增长阶段，特别是农村的肉类消费市场，还有较大的增长空间。“十二五”时期，国家将继续坚持扩大内需的方针，为肉类加工业发展创造良好的市场条件。

图表6：城镇居民仅猪肉消费高于农村猪牛羊肉加总量



来源：Wind，国金证券研究所

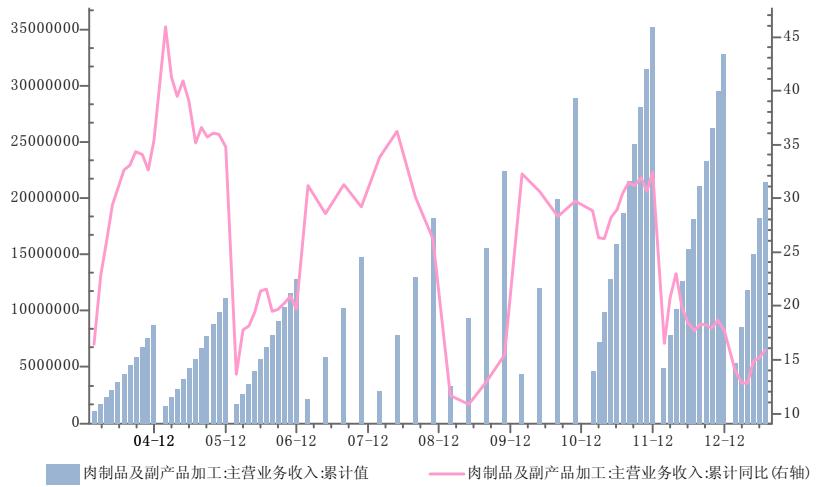
图表7：随着人均收入的提升，肉食消费支出递增



**3、结论：定点屠宰只占32%，CR4为7%，集中度提升的大方向是确定的；肉制品加工率中国为15%，肉制品行业整体行业性的增长是确定的。**

- 1) 屠宰：定点屠宰率低、行业集中度低，行业增长有限，以龙头企业市占率提升为未来发展特点。根据美国农业部与中国商务部的统计，12年，中国生猪屠宰量合计为6.94亿头，其中定点屠宰量为2.23亿头，定点屠宰率为32.11%，我们认为出于食品安全的考虑，定点屠宰量将稳步提升。从企业层面来看，屠宰行业的集中度很低，目前的大型屠宰企业主要有雨润、双汇、金锣和众品，这四家合计占~7%的市场份额，其中雨润占比3%，双汇占比2%，金锣和众品各占1%。根据国家对屠宰行业集中度提升的要求，到2015年，全国手工和半机械化生猪屠宰等落后产能淘汰50%以上，其中大中城市和发达地区力争淘汰80%以上。
- 2) 肉制品：高位肉制品行业集中度高、低温肉制品集中度低，但肉制品行业本身发展位于初期（中国深加工率为15%，发达国家为50%）。肉制品分为高温肉制品和低温肉制品两类。高温肉制品目前的行业集中度较高，CR3接近90%，其中双汇市占率59%，金锣市占率28%，雨润市占率2%；低温肉制品目前还在发展早期，行业集中度较低，CR3约为45%，其中双汇29%，雨润9%，金锣6%。

图表8：肉制品行业的收入增速稳定在10-15%之间，符合成长中前期特征

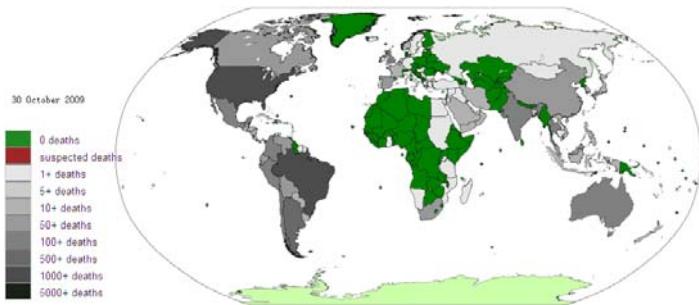


来源：Wind，国金证券研究所

#### 4、落后产能和违法产能的淘汰将随着对食安问题（禽流感、猪流感等）的重视进一步加速

- 传媒深度广度提升速度快，全球性大型疫情会引起集体性恐慌，引发全球政府重视。从近年来的媒体追踪可以看到，猪流感、禽流感的一再爆发使食品安全问题愈来愈受到政府重视，而在传媒方式越来越多、速度越来越快的情况下，因重大的食品安全事件容易诱发大型集体性恐慌。

图表9：禽流感疫情地图（2009）



来源：互联网，国金证券研究所

图表10：全球猪流感事件地图（2009）

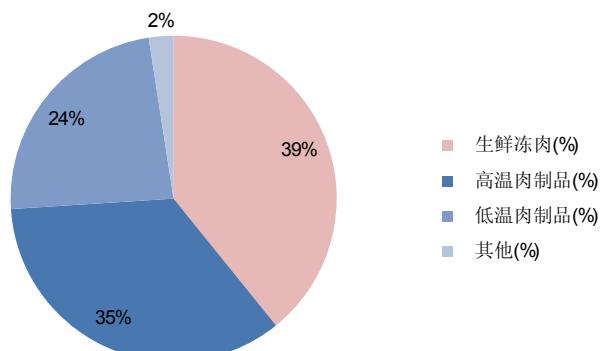


- 国务院办公厅于13年4月份印发2013年食品安全重点工作安排的通知，重点打击私屠滥宰行为。通知要求，开展饲料农药兽药、私屠滥宰和“注水肉”等违法违规行为、保健食品等4项专项整治。通知要求，开展私屠滥宰和“注水肉”等违法违规行为专项整治。严格屠宰行业准入，加强定点屠宰企业资格证牌使用管理。规范屠宰检疫和肉品品质检验行为，落实“两章两证”（即肉品品质检验合格章、生猪检疫合格验讫章、肉品品质检验合格证、动物检疫合格证明）制度，严惩重处只收费不检疫等违法行为，严厉打击销售未经检疫检验或检疫检验不合格肉品的违法行为。坚决取缔私屠滥宰窝点。严惩收购加工病死畜禽、向畜禽注水或注入其他物质等违法违规行为。加强对农贸市场和超市等生鲜肉经营场所、肉制品加工企业和餐饮服务单位等生鲜肉采购单位的监督检查，督促落实进货查验、索证索票制度。

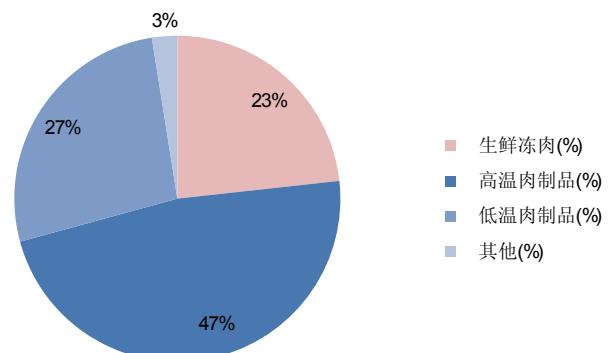
#### 二、中观层面看格局：集团收购SFD，双汇继续占据行业发展机会

- 从双汇的产品结构确定要分析子板块的竞争格局：屠宰和肉制品。其中肉制品是大头，贡献上市公司6-7成收入，7-8成利润。双汇在最赚钱的肉制品和冷鲜肉子板块，市占率均为第一。

图表11：双汇 2012A 收入 394 亿，肉制品占 69%



图表12：双汇 2012A 营业利润 70 亿，肉制品占 74%

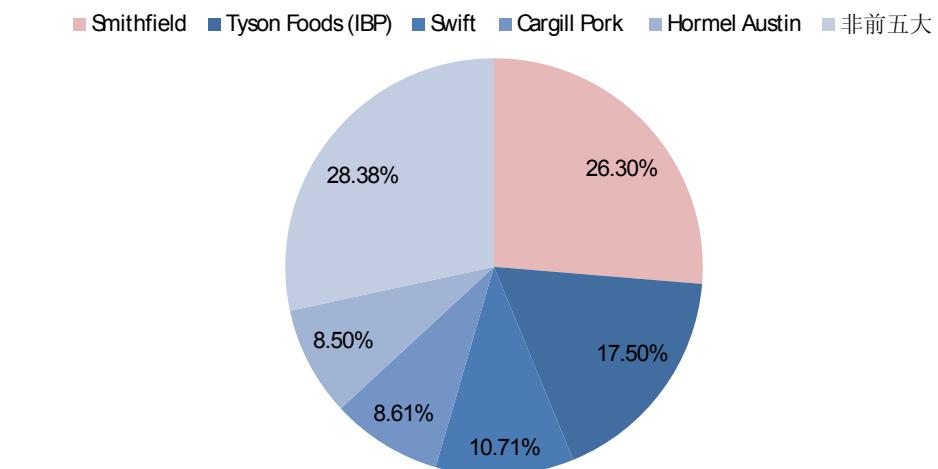


来源：国金证券研究所

1、屠宰行业格局和未来：只有 1/3 是定点屠宰，CR4 为 7%，以美国为例，民众对食品安全需求推动品牌公司发展，主要龙头企业将并驾齐驱

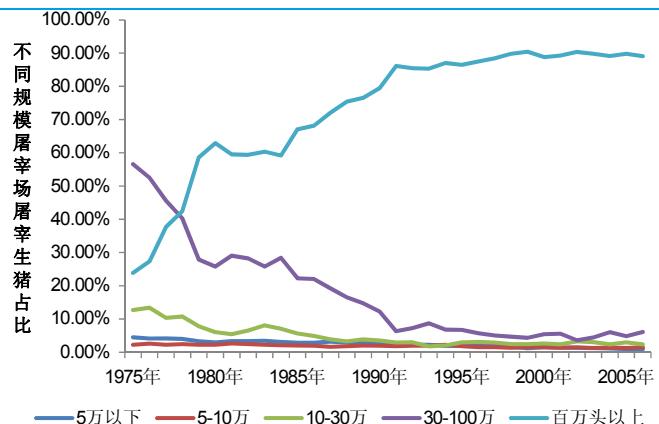
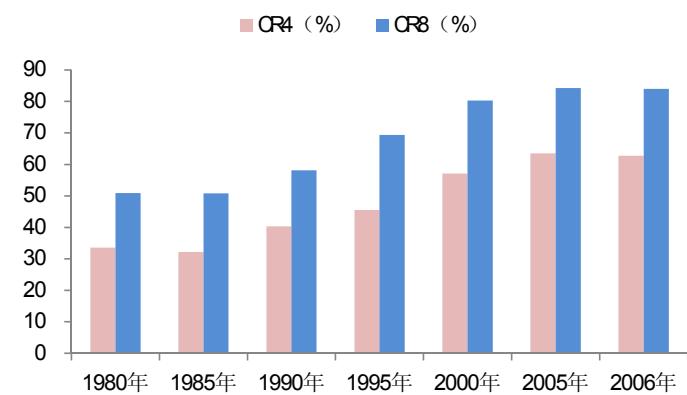
- 美国规模屠宰企业从 70 年代开始加速发展，按日屠宰量计算，目前的 CR5 超过 70%。SFD、Tyson、Cargill 以及 Hormel 五家企业是美国前五大屠宰企业，非前五大企业的市占率仅不到 30%，对比美国，我国的屠宰行业集中度还非常低，非常不利于食品安全的保证。

图表13：2012 年美国猪肉屠宰企业按照日屠宰量计算的集中度



来源：国金证券研究所

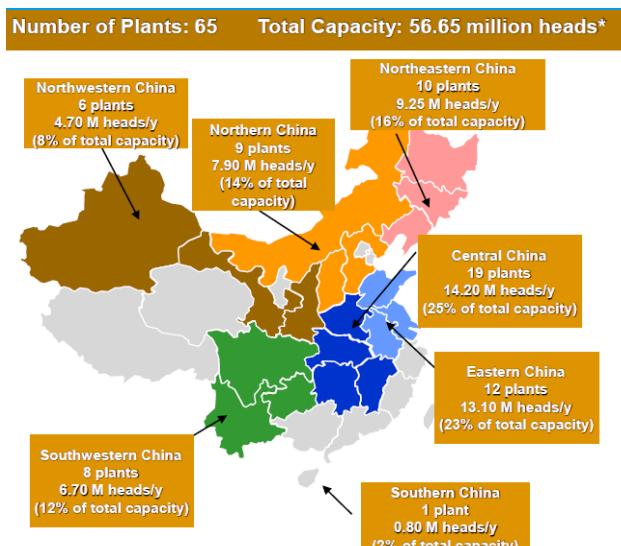
- 以美国为例，屠宰集中度的提升由小型屠宰企业不断被淘汰或收购为特征的。美国屠宰行业 CR4 的迅速提升发生在 70-80 年代，以及 80 年代末期到 90 年代，目前的 CR5 已经超过 70%。

**图表14：美国不同规模屠宰场屠宰生猪占比的变化**

**图表15：美国屠宰企业的集中度变化**


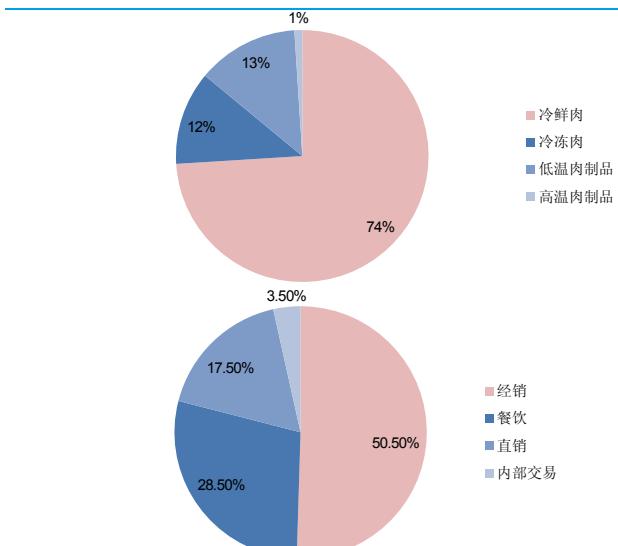
来源：国金证券研究所

- 四家龙头企业市占率都很低：雨润（3%）、双汇（2%）、金锣（1%）、众品（1%）。这也基本上代表了中国机械化屠宰的水平。

**雨润食品 (1068.HK)：屠宰业务部分，截止 2012 年底，屠宰产能 5665 万头居世界首位。**雨润经过 11 年 50 亿港币投资，屠宰产能大幅增加，其中尚不能贡献利润的新增产能约 2000 万头。由于公司尚不能实现新增产能的盈利，13 年对于屠宰产能的资本投入将大幅降低。母公司雨润集团是一家集食品、物流、商业、旅游、房地产、金融和建设等七大产业于一体的中国 500 强企业，创建于 1993 年。集团总部位于江苏省南京市，下分子（分）公司 300 多家，遍布全国三十个省、直辖市和自治区。2012 年，集团员工总数超过 13 万人，实现销售额 1061 亿元。

**图表16：雨润食品的屠宰产能分布 (2013H1)**


来源：公司公告，国金证券研究所

**图表17：冷鲜肉 74%，鲜冻肉以经销为主 (2013H1)**


**双汇发展 (000895.SZ)：截止 2012 年底，屠宰产能约 3000 万头。**目前，双汇屠宰业在全国建有宝泉岭、望奎、阜新、唐山、郑州、漯河、济源、德州、武汉、宜昌、淮安、金华、南昌、绵阳、清远 15 个现代化屠宰基地，年生猪屠宰能力 3000 万头。公司目前的主要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、浙江等 13 个省、自治区和直辖市，这些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，生猪资源丰富，肉类消费潜力巨大。屠宰加工基地规划：围绕沈阳开发东北、围绕北京开发京津塘地区、围绕河南开发中部地区、围绕上海开发长三角、围绕广东开发珠江三角洲、围绕重庆开发西南六大城市。

图表18：双汇屠宰产能的布局



来源：公司网站，国金证券研究所

**金锣集团：截止 2012 年底，屠宰产能约 2000 万头，生产基地 9-10 个。**  
临沂新程金锣肉制品集团有限公司成立于 1994 年，是一家以肉制品生产加工为主的综合性大型企业。金锣集团现有总资产 108 亿元，员工 3 万多人，拥有以山东、黑龙江、吉林、内蒙古、湖南、四川等生产基地为主的生猪、肉鸡屠宰及肉制品生产加工线，是全国农业产业化重点龙头企业。目前，金锣集团已形成年屠宰加工生猪 2000 万头、肉鸡 2 亿只、年产肉及肉制品 300 万吨的生产能力。

**众品集团：截止 2012 年底，屠宰产能约 1200 万头。**河南众品食业股份有限公司创立于 1993 年。经过 18 年的创新与发展，现已成为专业从事农产品加工、食品制造和冷链物流服务于一体的企业集团。集团公司下属 53 家分、子公司，主导产品包括冷鲜肉和低温肉制品系列，众品商标被认定为中国驰名商标。

■ **品牌肉随着消费升级和对食品安全的重视，将逐步提速发展。**品牌的可选消费性质明显，一方面，价格还是顾客的敏感因素，另一方面，行业龙头企业并未建立明显的食品安全壁垒和质量壁垒达到获得品牌溢价的程度，所以在 2012 年经济向下时，农贸市场中散户猪肉摊的上量可以解读为明显的消费向下转移。

■ **对营养需求还在初期，冷鲜肉有巨大发展空间。**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%，与发达国家肉类冷链流通率 100% 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。

以双汇为例，冷鲜肉特别的加工工艺使其口感和营养价值都远高于热鲜肉。冷鲜肉方面，双汇采用国际标准的屠宰工艺和完善的检验体系，引进欧美的先进加工设备，采用世界先进的冷分割加工工艺，经过 18 道检验，胴体加工前先进行快速冷却、再进行缓慢冷却，使肌肉经过自然成熟过程，并在低温环境下进行精细分割，抑制微生物的生长繁殖，延长冷鲜肉的保质期，使产品品质高于大多数同行业企业的同类产品。

## 2、肉制品：集团收购 SFD 可直接提升上市公司研发水平，未来突破产品同质化、打造大产品，仍是双汇机会最大

■ **行业格局：肉制品分为高温肉制品（常温运输、保存）和低温肉制品（冷藏运输、保存）两类，双汇均为龙头企业。**高位肉制品行业集中度高、低温肉制品集中度低，但肉制品行业本身发展位于初期（中国深加工率为 15%，发达国家为 50%）。高温肉制品目前的行业集中度较高，CR3 接近 90%，其中双汇市占率 59%，金锣市占率 28%，雨润市占率 2%；低温肉

制品目前还在发展早期，行业集中度较低，CR3 约为 45%，其中双汇 29%，雨润 9%，金锣 6%。

■ **低温肉制品是发展重点。**从整个肉制品来看，国外，低温肉制品占比在 80%以上，而国内目前占比仅在 30%左右。目前双汇整个低温肉制品比重现在是 35%左右。从双汇的发展规划拉开，未来公司会逐步提高整个低温肉制品的比重，从公司对未来发展的规划看，高温肉制品会保 10%左右的增长，低温肉制品可能会超过 20%的增长速度。

**图表19：随着低温肉制品占比的提升，以及行业深加工率的提升，低温肉制品将以远超过行业平均的速度发展**

假设1肉类总产量	到2017年总产为 (万吨)	假设2-到2017年深加工肉占肉类总产量比重为	对应肉制品CAGR=		肉制品产量	
CAGR=5.5%	10717.07205	20%	10.30%		2143.41	
		30%	15.35%		3215.12	
		40%	19.60%		4286.83	
低温肉制品前景	假设3-低温肉制品占肉制品比重由33%升至	肉制品占肉类30%的情况下		肉制品占肉类20%的情况下		肉制品占肉类40%的情况下
		2017产量 (万吨)	CAGR	2017产量 (万吨)	CAGR	2017产量 (万吨)
	45%	1446.804	26.25%	964.5345	16.42%	1929.0735
	55%	1768.316	31.42%	1178.8755	21.19%	2357.7565
高温肉制品前景	假设3-低温肉制品占肉制品比重由33%升至	肉制品占肉类20%的情况下		肉制品占肉类25%的情况下		肉制品占肉类40%的情况下
		2017产量 (万吨)	CAGR	2017产量 (万吨)	CAGR	2017产量 (万吨)
	45%	1768.316	14.41%	1178.8755	5.50%	2357.7565
	55%	1446.804	9.91%	964.5345	1.35%	1929.0735
	60%	1286.048	7.35%	857.364	-1.01%	1714.732

来源：国金证券研究所

■ **领先的技术实力和突出的产品研发能力是公司开发大单品的基础。**公司拥有国家级的技术研发中心、国家认可实验室和博士后流动站，拥有二百多人的技术开发队伍。公司目前已开发出高、低温肉制品，调理制品、生鲜产品等 1000 多个品种，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%。公司强大的综合研发能力确保公司在肉制品加工技术和新产品开发方面始终领先于竞争对手，保持了公司强大的活力和竞争优势，目前肉制品中十大明星产品销量占比约 60%，利润占比约 80%。

**图表20：双汇目前的主要高、低温肉制品，未来仍有很大发展空间**

图片	分类	上市时间	零售价格 (元/100克)	特点描述
	高温肉制品	1997	3.20	以添加大瘦肉块作为产品卖点、以热播的“狮子王”为吉祥物、以双汇这个企业品牌为强大品质背书，成为中国高档火腿肠的代名词。
	高温肉制品	2005	2.52	产品内加入了甜玉米粒，实现了粮食与肉的完美结合，包装以绿色调为主，采用卡通形象，清新自然。
	高温肉制品	2009	2.50	产品采取中温杀菌，结构富有弹性，香味浓郁，该产品定位准确，渠道特色明显，非常适合泡面消费。
	高温肉制品	2010	3.88	产品添加经过独特工艺处理的、胶原蛋白含量丰富的猪皮，结构致密，富有弹脆感觉。该产品富含胶原蛋白，具有较高的营养价值。
	高温肉制品	2012	5.21	采取特殊加工工艺，使产品切面有明显的肉块，突出自然肉香，是高温产品中档次最高，肉量最多的产品，能提供充足的蛋白来源。
	中低温肉制品	1998	4.00	为了加快低温肉制品市场的开发，与意大利食品企业—圣福特公司签订了紧密合作协议，向中国市场引进意大利著名品牌——马可波罗。
	中低温肉制品	2002	3.71	采用烘烤炉工艺，产品烟熏色泽稳定，香味突出，结构致密，口感脆嫩，流通过程质量稳定。
	中低温肉制品	2003	2.50	产品香味浓郁、肉颗粒明显、色泽诱人、味道鲜美、营养丰富，经烤香肠机烤制、油煎或蒸煮后食用，香嫩脆爽、回味无穷。
	中低温肉制品	2004	2.50	外观呈浅黄色，内加甜玉米粒，采用天然猪肠衣灌装，口感脆嫩、香甜味突出。设计以桔红色为主色调，形式新颖。
	中低温肉制品	2007	4.79	产品结构致密，咸甜柔和脆嫩。采取六支横向摆放，排面大、直观时尚。现有原味、孜然、香辣三种风味。
	中低温肉制品	2007	2.35	产品采取尼龙筒状膜灌装，产品名称时尚，外观饱满光亮，设计活泼可爱。

来源：国金证券研究所

■ **收购 SFD 提升双汇的研发能力，提升未来在行业中最有可能打造大单品概率。**5 月 29 日晚，董事长万隆宣布，双汇国际控股有限公司将以 47.18 亿美元收购全球最大生猪与猪肉生产商史密斯菲尔德 ( Smithfield, NYSE:SFD ) 全部股份，并承担其 23.04 亿美元债务，总对价约 71 亿美元。双汇之前从 SFD 进口低价猪肉，SFD 是对中国出口猪肉的主要厂

商，2011年，美国对华出口猪肉的四成由SFD完成。2012年，SFD提供双汇近一成的猪肉原料。美国的猪肉原料不但具有成本上的比较优势，而且SFD在食品安全、机械化加工、生产管理、产品创新方面的经验使双汇可借力实现跨越式发展。

图表21: Smithfield (SFD) 的成长历程概述

1936	成立一家食品公司
1975	彻底的改制，并购许多地区品牌
1987	扩张产品种类至猪肉产品的生产加工
1990	对猪肉产品进行了整合，建立了技术水平先进的猪肉加工基地
1998	开始并购许多养猪场，Smithfield 成为了世界上最大的生猪养殖厂商
2001	向牛肉产品扩张，成为全美第5大牛肉供应商；继续通过并购方式扩大猪肉生产覆盖深度和广度
2008	将牛肉加工和牛饲养业务子公司Smithfield BeefGroup Inc.以5.65亿美元的价格出售给JBS SA
2010	拥有30多个猪肉生产基地、8个生猪养殖基地，全美第二大肉制品生产商，占30%市场份额

来源：国金证券研究所

### 三、微观层面看利益：集团持股在12H2重大资产重组后大幅提升，管理者个人利益所在推动的公司成长将得到进一步体现

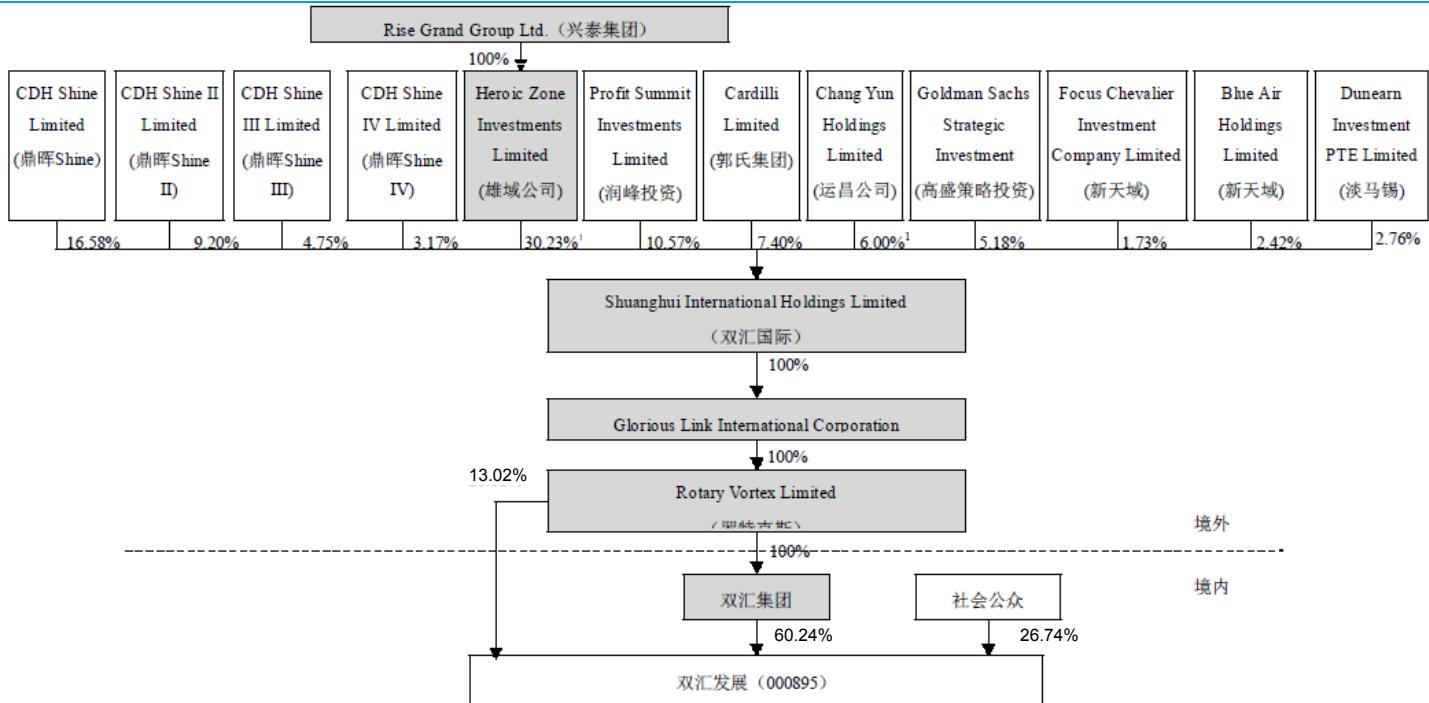
#### 1、12年下半年重大资产重组完成后，公众持股比例大幅下降，双汇国际及管理层持股比例大幅上升

- 按照“主辅分离”原则，同时理顺产业链、避免同业竞争、降低上市公司与集团之间的关联交易，双汇的资产重组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公司股权注入本公司；同时，上市公司将持有的双汇物流85%股权置出给双汇集团。具体采用资产置换及增发换股方式进行。
- 高管和员工通过兴泰集团持股上市公司22.15%的股权，是上市公司的实际控制人。资产重组完成后，公众持股由重组前的接近48.55%下降至26.74%，而双汇国际的持股获得同比例的上升，上升至60.24%。其中，通过兴泰集团，双汇发展的高管间接控制上市公司22.15%的股权。

2012年5月26日，双汇在巨潮资讯网站公告了《河南双汇投资发展股份有限公司发行股份购买资产及换股吸收合并暨关联交易报告书（修订稿）》，其中披露了双汇国际控股有限公司的员工奖励计划，双汇国际董事会制定并于2012年2月9日签署生效了《双汇国际控股有限公司制定奖励股权发放指引》。该员工奖励计划的主要内容是：双汇国际就员工奖励计划设立信托，以运昌控股有限公司作为该信托下的受托人，运昌公司持有的6%双汇国际股份作为奖励股份，将根据经双汇国际董事会制定的员工奖励计划于2012年至2014年年度结束后经营目标预算的考核结果授予双汇国际及其主要三家下属公司罗特克斯有限公司、河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司和双汇发展的经营管理骨干。

2012年12月26日，授予奖励股份的合格高级管理人员与双汇国际签署了奖励股份接受文件，本公司43个岗位的经营管理人员接受了股权激励，其接受股份总额占本次奖励股份总额的89.75%。

图表22：重组后双汇的股权结构，社会公众股份占比下降至 26.74%



来源：国金证券研究所

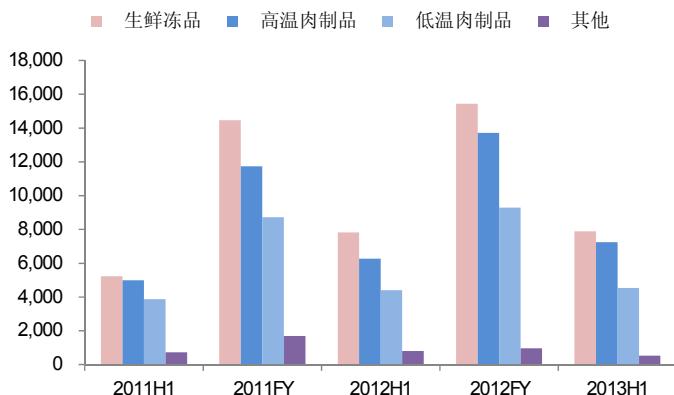
## 2. 公司的策略和战略执行力强，“降成本、保盈利”为股东创造良好收益

- **事业部制结构，信息化管理。**公司全面实施了 ISO9001、ISO14001 和 HACCP 管理体系认证，将信息化引入生猪屠宰和肉制品加工业，利用信息化进行流程再造，整合资金流、物流、信息流，实现订单采购、订单生产、订单销售，肉类管理水平与世界同步。随着企业规模的扩大，公司按照各产业做大、做强、做专、做精的要求，组建了鲜冻品事业部、肉制品事业部、化工包装事业部、养殖事业部、综合事业部和商业连锁公司等，进行事业部制管理，提高了公司专业化运作水平。
- **2013年上半年：调整结构上规模、抓好管理促经营。**计划全年屠宰生猪由 1750 万头调整为 1500 万头，产销肉制品由 190 万吨调整为 178 万吨，肉和肉制品总销量 325 万吨。

## 四、盈利预测和投资建议

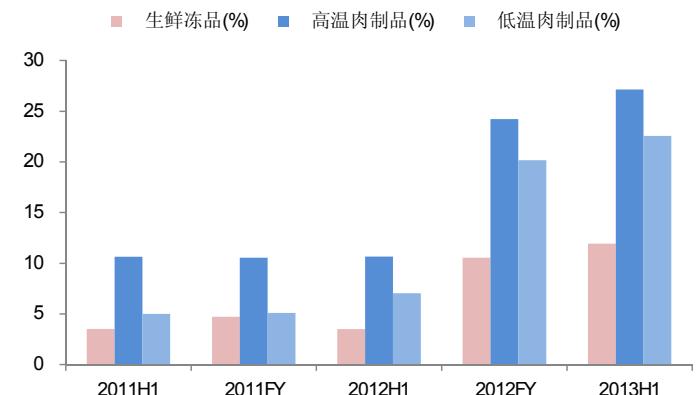
- **收入来源：肉制品（高温+低温）贡献七成收入，有效受益于猪肉行业深加工率提升以及中国的消费升级。**公司的产品中，高低温肉制品是主要收入来源，我们认为，这种收入结构能够使公司更好的收益于中国的消费升级以及猪肉行业深加工率提升的步伐。

图表23: 双汇营业收入 (单位: 百万)



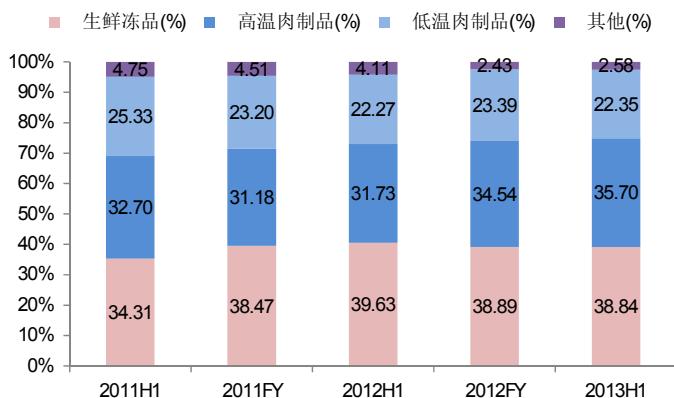
来源: 国金证券研究所

图表24: 双汇主要业务板块的毛利率水平



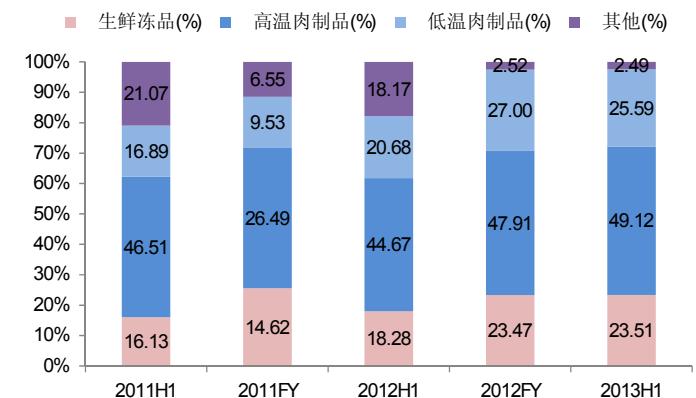
- 营收区域:** 长江以北是大本营, 长江以南有成长潜力。长江以北的收入占比在7成, 12年实现收入273亿; 长江以南收入占比3成左右, 12年实现收入121亿; 区域利润构成基本和收入构成一致。
- 盈利能力:** 高温肉制品仍然是现在的主要盈利来源。高温肉制品3成左右的收入占比贡献5成左右的利润, 生鲜冻品的利润贡献能力一方面取决于当期猪肉价格(比肉制品弹性更大), 另外一方面取决于冷鲜肉、分割肉以及鲜销率。

图表25: 双汇的收入分布情况



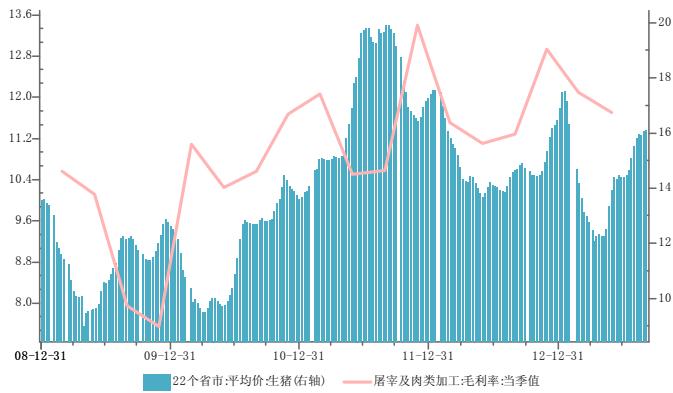
来源: 国金证券研究所

图表26: 双汇不同产品的毛利率情况



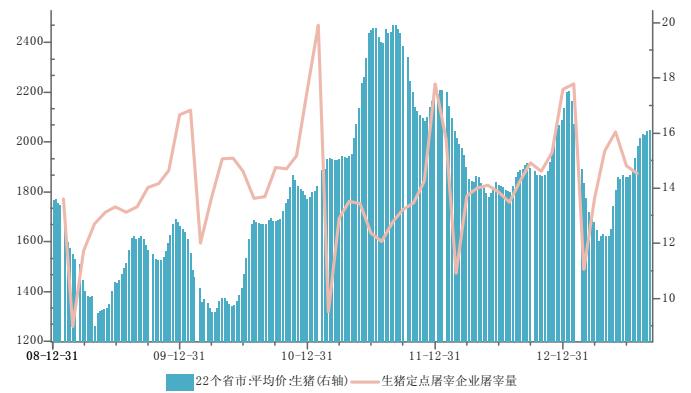
屠宰和肉制品毛利率都和当期猪价负相关, 但屠宰量更多与消费需求正相关。一般来讲, 除非出现经济下滑带来的通缩, 猪价的下降能够激发更多的消费需求(猪肉在中国有相当的可选消费性质), 同时对于厂商来讲, 一方面能提升当期的利润率水平, 另一方面, 在猪价较低的时候能够囤积较多的低价原料, 也会加大生产节奏。

图表27: 屠宰及肉类加工毛利率与猪肉价格的关系



来源：国金证券研究所

图表28: 屠宰量与猪肉价格的关系

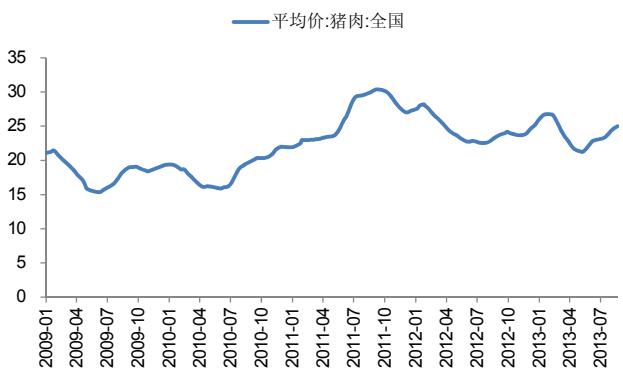


图表29: 当前母猪存栏量（行业产能）还处于高位



来源：国金证券研究所

图表30: 需求推动猪肉价格在6月以来有小幅反弹



■ 行业产能是决定猪价格的关键，在未出现去产能情况而对猪价有上涨预期时，反而会延缓行业去产能的速度，从而猪价难以出现反转。我们认为，猪肉价格的大幅上涨是在行业出现大范围杀母猪的时候是猪价反转的一个时点，而在规模养殖逐步提升的情况下，猪肉价格会获得很大程度平滑。在目前我们可以看到的能繁母猪存栏量还处于高位的情况下，猪肉价格仅会随着季节性旺季而小幅波动，难以出现凌厉的反转行情。

■ 预计公司13-15年的销售收入分别为475.73亿，557.6亿，643.5亿，同比增长19.8%，17.2%，15.4%；毛利率分别为19.5%，19.5%，19.8%，主要受益于消费升级带来的产品结构调整，毛利率预计稳重有升；归属于上市公司股东的净利润分别为38.8亿，46.24亿，54.48亿，同比增长34.49%，21.25%，19.40%，净利润率分别为8.2%，8.3%，8.5%；每股收益分别为1.763元，2.101元，2.476元。目标价56.7-58.8元，相当于27-28PE x 2014E EPS。

图表31：双汇发展的收入分布预测 (13E-15E)

生鲜冻品	2011	2012	2013E	2014E	2015E
屠宰量 (万头)	1001	1142	1400	1610	1851.5
同比变化		14%	23%	15%	15%
头均单价 (元/头)	1446	1352	1405	1433	1371
同比变化		-6%	4%	2%	-4%
收入 (百万元)	14,472	15,440	19,669	23,072	25,379
同比变化		7%	27%	17%	10%
毛利率	4.72%	10.54%	12.00%	12.00%	12.00%
同比变化		6%	1%	0%	0%
高温肉制品	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (百万元)	11,730	13,715	16,135	18,975	21,956
同比变化		17%	18%	18%	16%
毛利率	10.55%	24.23%	27.00%	27.00%	27.00%
同比变化		14%	3%	0%	0%
低温肉制品	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (百万元)	8,728	9,288	10,757	12,650	15,899
同比变化		6%	16%	18%	26%
毛利率	5.10%	20.16%	22.00%	22.00%	22.00%
同比变化		15%	2%	0%	0%

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	36,749	37,615	39,705	47,573	55,760	64,350							
增长率	2.4%	5.6%	19.8%	17.2%	15.4%		货币资金	2,371	2,513	4,075	8,047	13,253	18,951
主营业务成本	-33,482	-34,875	-32,564	-38,288	-44,872	-51,618	应收款项	242	256	315	484	167	192
%销售收入	91.1%	92.7%	82.0%	80.5%	80.5%	80.2%	存货	1,349	1,703	2,067	2,098	2,090	2,404
毛利	3,268	2,740	7,141	9,286	10,887	12,733	其他流动资产	73	425	792	193	47	54
%销售收入	8.9%	7.3%	18.0%	19.5%	19.5%	19.8%	流动资产	4,035	4,898	7,248	10,822	15,556	21,601
营业税金及附加	-72	-95	-204	-243	-284	-328	%总资产	60.1%	62.5%	43.4%	55.8%	66.1%	74.5%
%销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	长期投资	430	346	170	171	170	170
营业费用	-1,219	-1,418	-2,045	-2,426	-2,844	-3,282	固定资产	2,113	2,257	8,279	7,574	6,991	6,420
%销售收入	3.3%	3.8%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	%总资产	31.5%	28.8%	49.6%	39.0%	29.7%	22.1%
管理费用	-482	-555	-1,311	-1,570	-1,840	-2,124	无形资产	106	310	920	841	826	811
%销售收入	1.3%	1.5%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	非流动资产	2,674	2,942	9,447	8,588	7,989	7,403
息税前利润 (EBIT)	1,495	672	3,581	5,047	5,919	6,999	%总资产	39.9%	37.5%	56.6%	44.2%	33.9%	25.5%
%销售收入	4.1%	1.8%	9.0%	10.6%	10.6%	10.9%	<b>资产总计</b>	<b>6,709</b>	<b>7,839</b>	<b>16,695</b>	<b>19,410</b>	<b>23,545</b>	<b>29,004</b>
财务费用	38	4	-10	59	74	92	短期借款	0	705	200	0	0	0
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	应付款项	1,761	2,202	2,843	2,129	2,774	3,196
资产减值损失	-3	-22	9	-103	1	0	其他流动负债	616	535	843	1,358	1,530	1,628
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	2,378	3,441	3,887	3,487	4,304	4,825
投资收益	121	46	53	50	50	50	长期贷款	11	49	178	178	178	179
%销售收入	7.4%	5.7%	1.4%	1.0%	0.8%	0.7%	其他长期负债	12	13	76	0	0	0
税前利润	1,495	672	3,581	5,047	5,919	6,999	<b>负债</b>	<b>2,400</b>	<b>3,504</b>	<b>4,141</b>	<b>3,666</b>	<b>4,483</b>	<b>5,004</b>
营业利润	1,651	700	3,632	5,053	6,044	7,141	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,422</b>	<b>3,682</b>	<b>11,737</b>	<b>14,737</b>	<b>17,873</b>	<b>22,611</b>
营业利润率	4.5%	1.9%	9.1%	10.6%	10.8%	11.1%	<b>少数股东权益</b>	<b>886</b>	<b>654</b>	<b>817</b>	<b>982</b>	<b>1,164</b>	<b>1,363</b>
营业外收支	-9	103	278	100	100	100	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,708</b>	<b>7,839</b>	<b>16,695</b>	<b>19,385</b>	<b>23,520</b>	<b>28,978</b>
税前利润	1,642	803	3,911	5,153	6,144	7,241	<b>比率分析</b>						
利润率	4.5%	2.1%	9.8%	10.8%	11.0%	11.3%							
所得税	-315	-160	-842	-1,108	-1,338	-1,593	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.2%	19.9%	21.5%	21.8%	22.0%		每股收益	1.798	0.932	2.622	1.763	2.101	2.476
净利润	1,327	643	3,069	4,045	4,806	5,647	每股净资产	5.647	6.075	10.667	13.394	16.244	20.550
净利润率	3.0%	1.5%	7.3%	8.2%	8.3%	8.5%	每股经营现金流	2,418	1,651	0.000	3,852	6,249	6,098
少数股东损益	238	79	184	165	182	180	每股股利	1.000	0.500	0.550	0.800	0.800	0.800
归属于母公司的净利润	1,089	565	2,885	3,880	4,624	5,448	<b>回报率</b>						
净利率	3.0%	1.5%	7.3%	8.2%	8.3%	8.5%	净资产收益率	31.83%	15.34%	24.58%	26.33%	26.32%	24.85%
现金流量表 (人民币百万元)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	16.24%	7.21%	17.28%	20.02%	20.00%	19.39%
							投入资本收益率	27.96%	10.57%	21.72%	24.92%	24.18%	22.75%
净利润	1,327	643	0	4,045	4,886	5,817	<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	29.62%	2.36%	5.55%	19.82%	17.21%	15.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT增长率	20.16%	-55.06%	433.06%	40.93%	17.28%	18.24%
非现金支出	208	293	0	925	837	856	净利润增长率	19.61%	-48.14%	410.76%	34.49%	21.25%	19.40%
非经营收益	-109	-16	0	-51	-138	-138	总资产增长率	16.63%	16.87%	112.96%	16.26%	21.30%	23.18%
营运资金变动	40	80	0	-681	1,290	174	<b>资产管理能力</b>						
经营活动现金净流	1,465	1,001	0	4,238	6,875	6,710	应收账款周转天数	1.1	1.6	1.9	2.0	1.0	1.0
资本开支	-451	-451	-1,200	-15	-139	-170	存货周转天数	14.9	16.0	21.1	20.0	17.0	17.0
投资	0	-300	-340	-1	0	0	应付账款周转天数	7.4	9.0	14.8	8.0	8.0	8.0
其他	48	-345	51	50	50	50	固定资产周转天数	20.7	20.5	72.3	55.6	43.2	33.9
投资活动现金净流	-403	-1,097	-1,489	34	-89	-120	<b>偿债能力</b>						
股权募资	15	0	0	0	-688	0	净负债/股东权益	-54.78%	-40.59%	-29.44%	-50.06%	-68.68%	-78.30%
债权募资	0	750	-930	-273	0	1	EBIT利息保障倍数	-39.7	-170.1	345.6	-85.8	-38.4	-26.7
其他	-624	-843	-446	-27	-893	-893	资产负债率	35.78%	44.69%	24.80%	18.91%	19.06%	17.27%
筹资活动现金净流	-609	-93	-1,376	-300	-1,581	-892							
现金净流量	453	-189	-2,865	3,973	5,205	5,698							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	12	29	56
增持	0	0	0	4	12
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.12	1.17

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-24	增持	33.21	N/A
2 2012-01-17	增持	32.90	N/A
3 2012-04-19	增持	33.05	N/A
4 2012-08-28	增持	31.61	N/A
5 2013-03-26	增持	39.36	84.98 ~ 84.98
6 2013-04-23	增持	40.56	91.78 ~ 91.78
7 2013-08-07	增持	38.00	45.89 ~ 45.89

来源：国金证券研究所


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271  
传真: (8621)-61038200  
邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979  
传真: 010-6621 6793  
邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编: 518000  
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD