

集团上市在即，将提高业绩增长确定性并驱动估值回升

——000895双汇发展

中国中投证券食品饮料分析师

蒋鑫

S0960512080006

中国中投证券有限责任公司研究总部

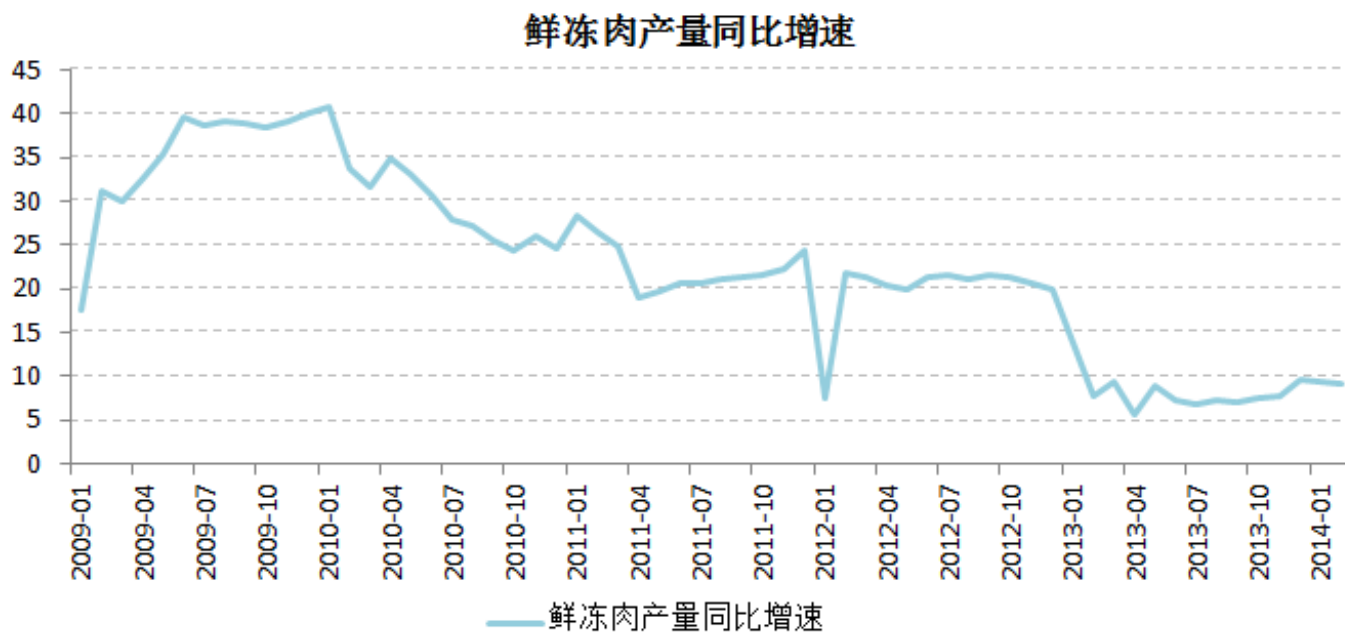
2014年3月30日

投资结论

- ✓ **原料储备有望带动业绩超预期。**一季度原料价格降幅超预期，根据我们终端调研，公司一季度屠宰量较大，囤积大量低价猪肉和鸡肉原料，毛利率提升幅度可能超预期。
- ✓ **2014年高增长确定性高。**2014年是资产重组承诺业绩的最后一年，也是股权激励考核期的最后一年；4月万洲国际将于香港上市，在解禁前公司释放业绩动力十足。
- ✓ **集团上市后双汇发展将成为国内肉类整合平台及集团全球业务的中国销售平台。**14年政策对行业整合的支持力度加大，双汇发展存在积极参与国内整合的预期。
- ✓ **目前处于历史估值底部，集团上市有望拉高估值。**4月集团于香港上市，参考香港大众龙头估值均在2013年29倍以上，而目前双汇发展13、14年估值仅22、18倍，集团上市有望拉高估值。
- ✓ **预计14-16年EPS为2.20/2.70/3.25元，18/15/12倍，给予2014年25倍PE，目标价55元，维持强烈推荐。**

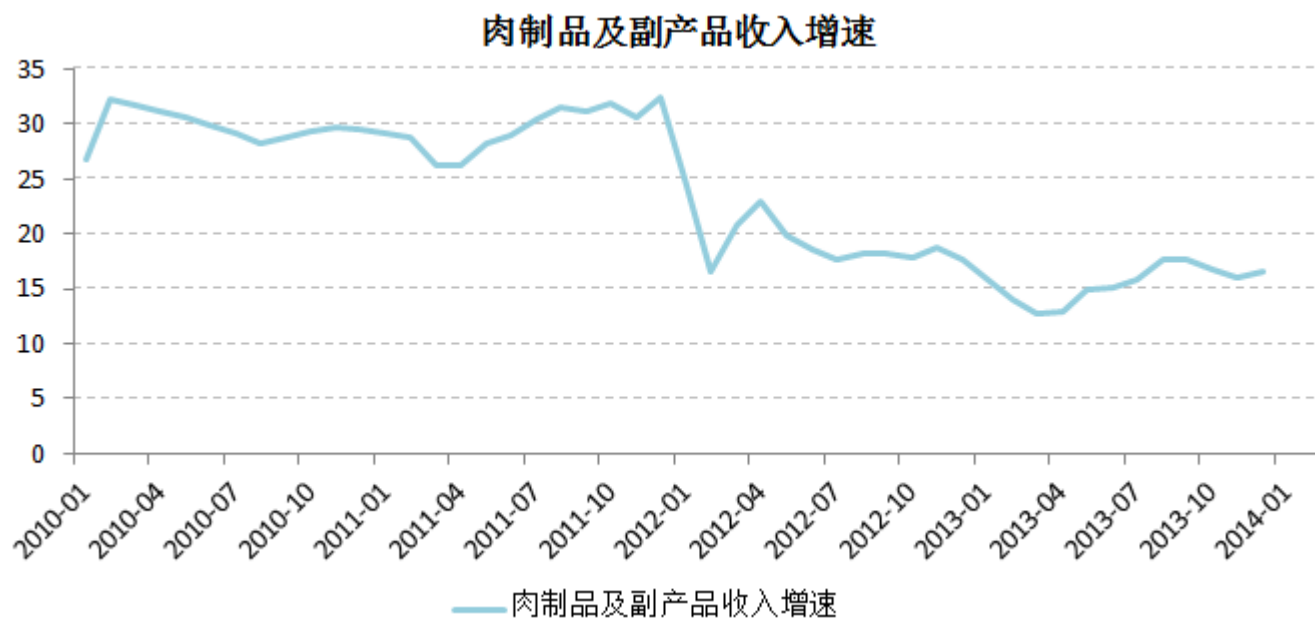
1.1 2013年鲜冻肉行业增长9%

- ✓ 中国生猪出栏量约6.5亿头
- ✓ 2013年国内鲜冻肉产量约3388万吨，增长9%
- ✓ 中国冷鲜肉占肉类消费比重约20%+



1.2 2013年肉制品加工增长17%

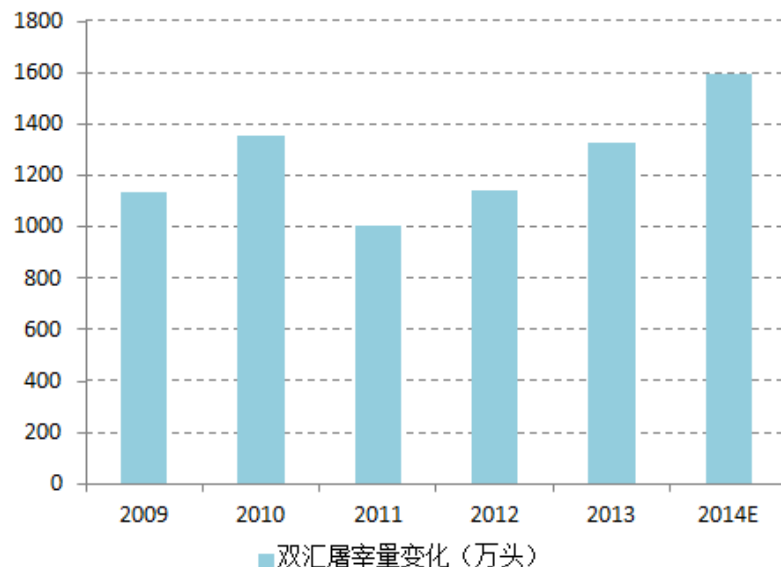
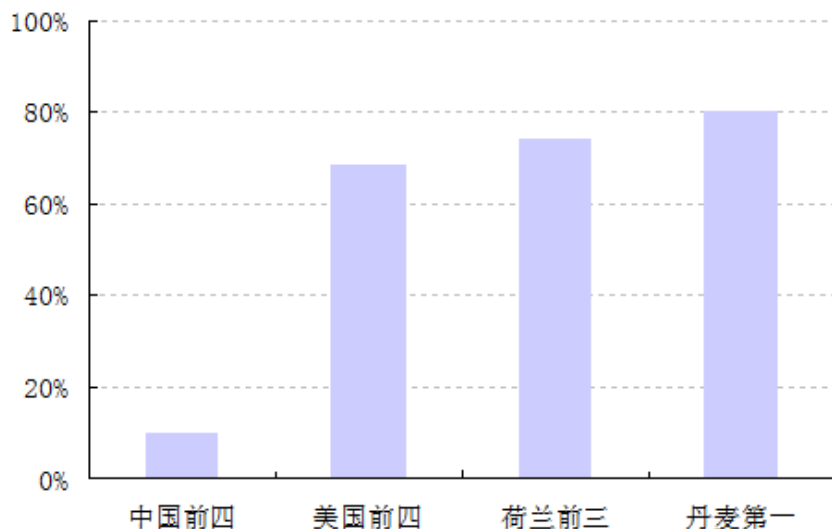
- ✓ 2013年肉制品及副产品收入约3954亿元，增长17%
- ✓ 肉制品产量约1700万吨，增长12%
- ✓ 肉制品占肉类消费比重约15%



1.3 屠宰行业CR4不足10%，集中度提高空间大

- ✓ 双汇2013年屠宰量预计为1331万头，占出栏生猪量的2.1%
- ✓ 中国年屠宰量超过700万头的仅4家，为雨润、双汇、金锣、众品
- ✓ 中国CR4仅10%，美国CR4达到70%
- ✓ 2014年1月生猪定点屠宰监督管理职责划入农业部，此前产业链分属多部门管理，此次监管职能的整合有助于完善市场监管体系，推动行业集中度提高，预计将会有更多细则出台

各国屠宰集中度比较

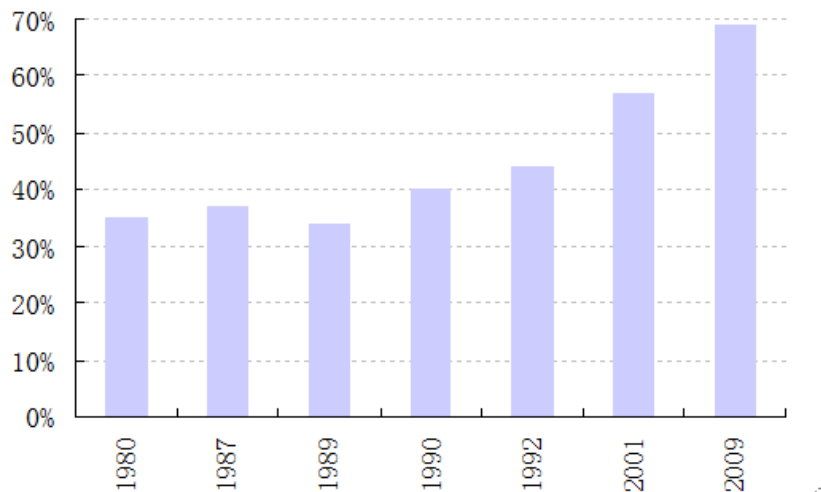


资料来源: wind、中国中投证券研究总部

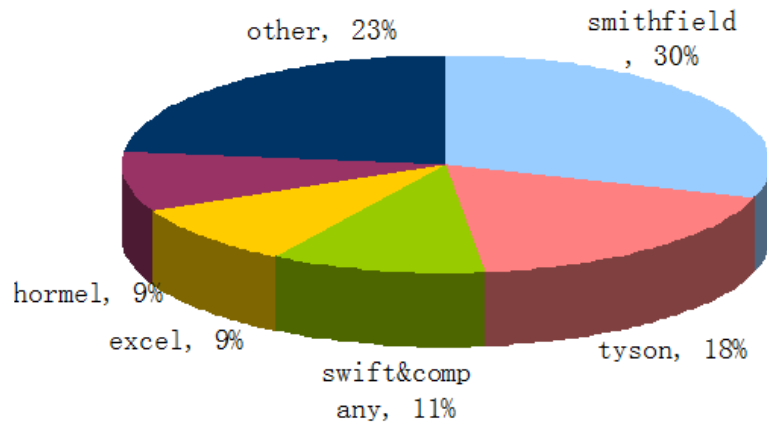
1.4 规模化优势和兼并推动美国集中度迅速提高

- ✓ 美国规模化的低成本优势推动行业集中度提高，80年代后整合加速，大型综合畜禽加工企业Smithfield、Hormel、Tyson等迅速崛起
- ✓ 产业链适度纵向一体化、通过不断地收购兼并实现企业规模和盈利能力的提升、产品结构符合消费升级趋势、开发高附加值新产品

美国CR4集中度变化



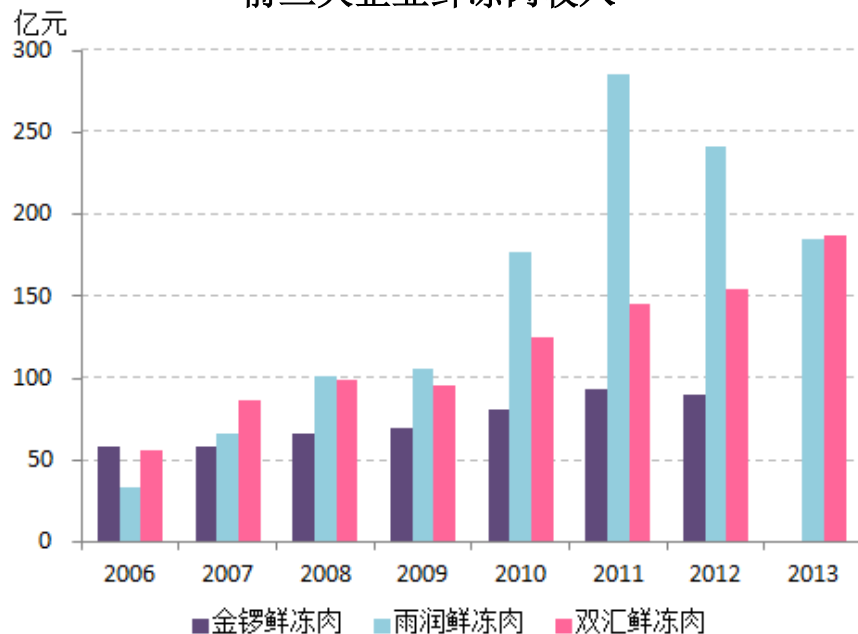
美国前五大企业市占率



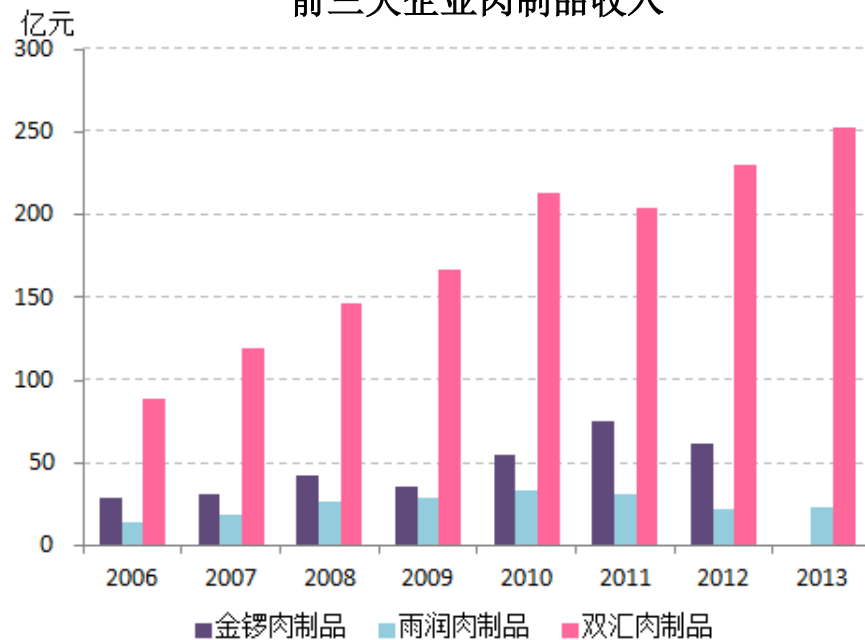
2.1 双汇占据绝对竞争优势，各业务收入均第一

- ✓ 2013年双汇高、低温肉制品，冷鲜肉收入均为行业第一
- ✓ 双汇产品结构中盈利能力强的肉制品占比高，盈利远好于竞争对手

前三大企业鲜冻肉收入



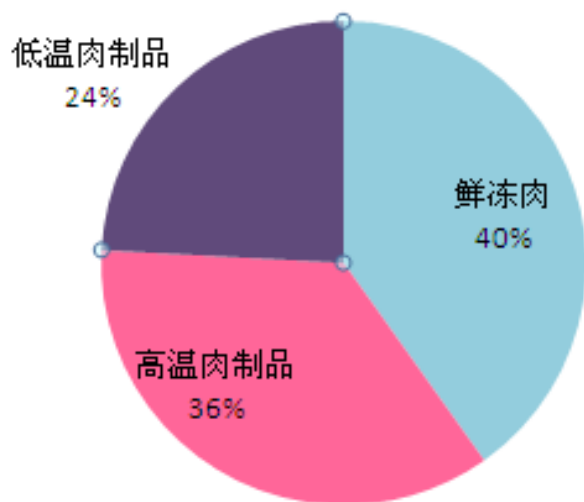
前三大企业肉制品收入



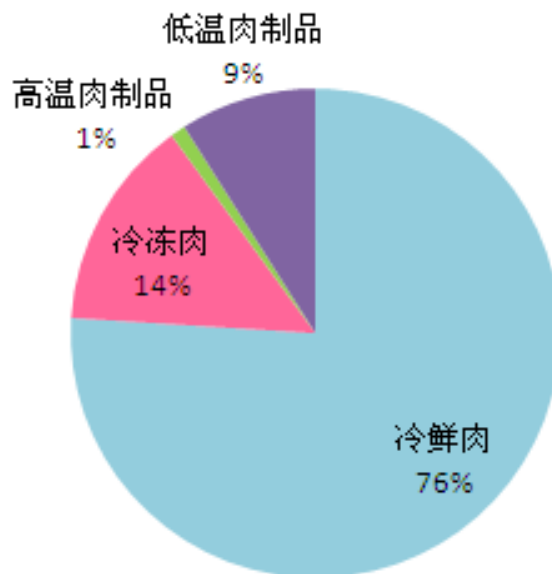
2.1 双汇占据绝对竞争优势，各业务收入均第一

	双汇2013	雨润2013	金锣2012
鲜冻肉收入（亿元）	187	148	90
高温肉制品收入（亿元）	157	3	45
低温肉制品收入（亿元）	95	21	17
肉制品销量（万吨）	175	31	80（估算）
屠宰量（万头）	1331	1358	700（估算）

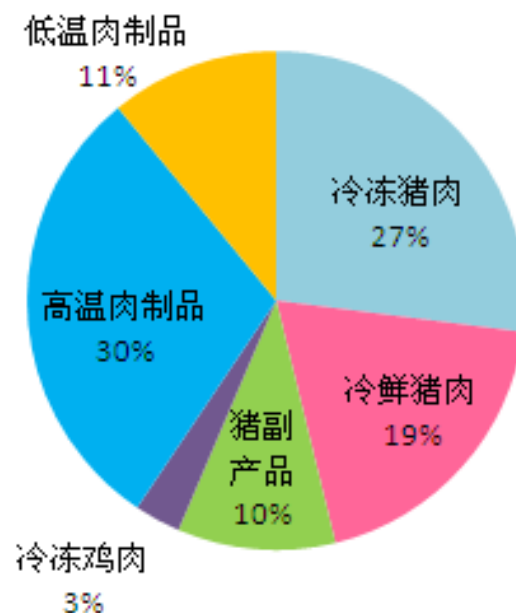
双汇收入结构



雨润收入结构



金锣收入结构



2.2 双汇产能达产支持销量翻倍增长

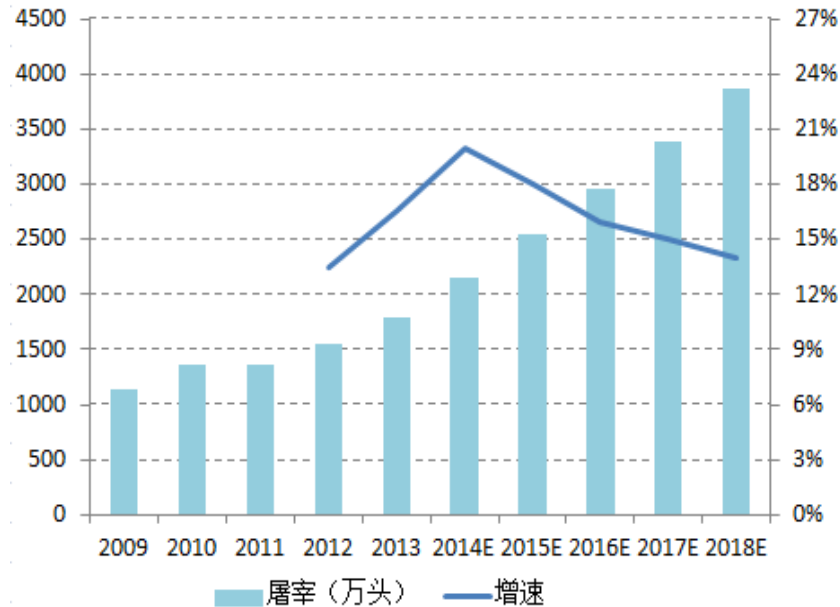
- ✓ 新产能标准配置：肉类联合加工模式（200万头日屠宰量+400吨肉制品日产量+上游50万头养殖场）在全国快速复制
- ✓ 预计每年新增屠宰产能300-500万头，产能利用率由12年的62%提升至13年的75%
- ✓ 现有扩产计划全部达产后，屠宰产能达到3000万头，肉制品300万吨

2012：南昌双汇、郑州双汇、绵阳双汇

2013：南宁双汇、芜湖双汇

2014：昆明双汇、西安双汇

2015：沈阳双汇、长春双汇、太原双汇



3.1 双汇屠宰通过扩渠道拉动市占率提升

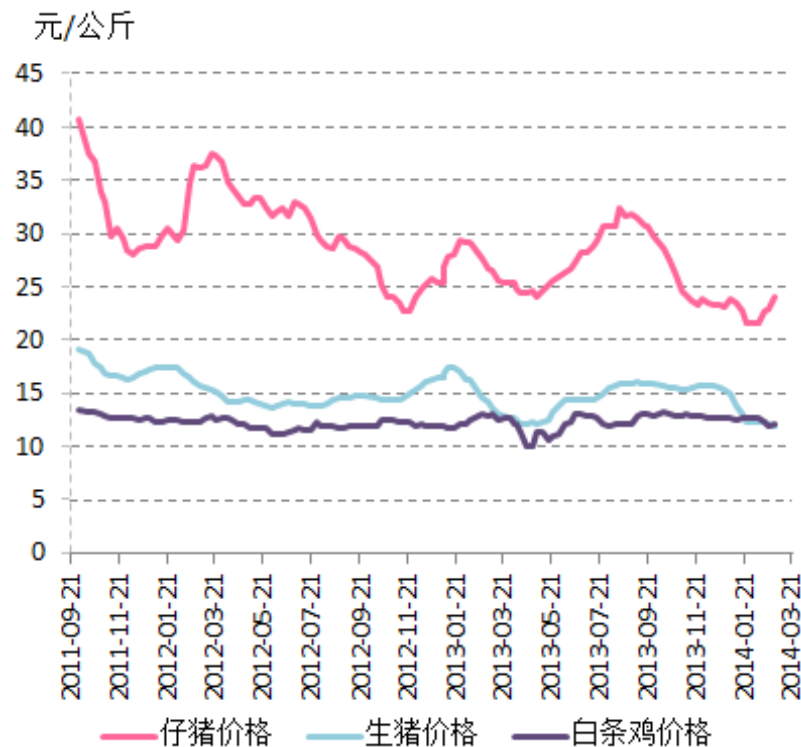
- ✓ 2013年鲜冻肉终端渠道数量由2012年的 1.86万家增长至3.01万家，商超、特约店覆盖率达到20%
- ✓ 2013年屠宰量1331多万头，销售鲜冻肉130多万吨，同比增长17%；鲜销率87%，产能利用率75%
- ✓ 2014年渠道继续拓展，计划新增12000个网点，肉制品带动鲜冻肉进入连锁商超，预计屠宰量增长20%左右至1600多万头

	2012终端数 (家)	2013终端数 (家)	2014预 计(家)	渠道利润 (元/吨)	渠道占 比
特约店	12900	19500	27000	1100	33%
农贸市场	1000	1800	2800	500-600	31%
商超	3600	5300	7800	1100	23%
餐饮加工	1100	3500	4500	300-400	13%
合计	18600	30100	42100	620	100%

注：以上为市场调研估算

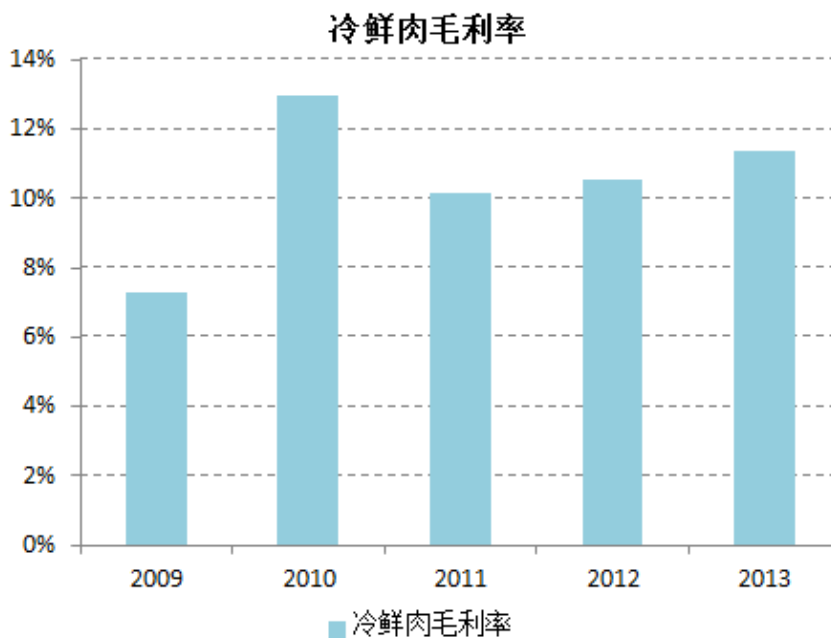
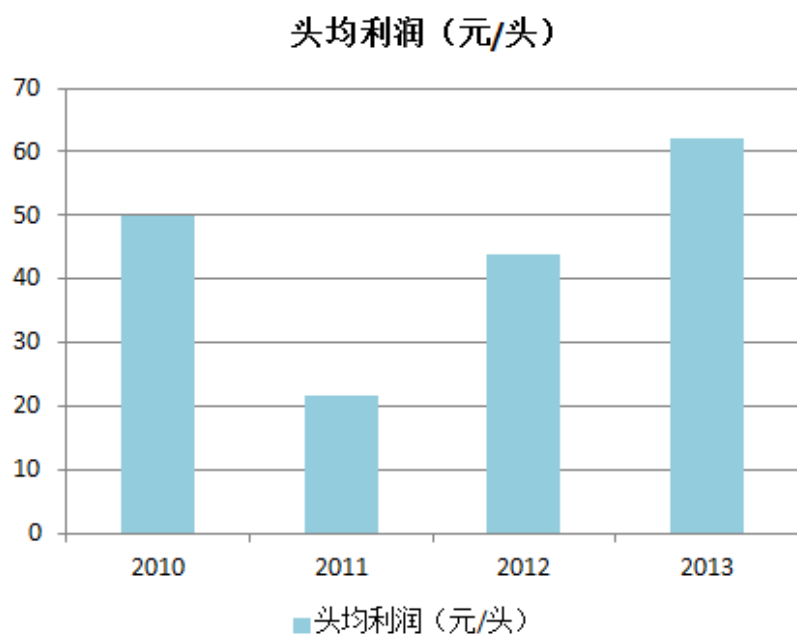
3.2 预计14年生猪均价持平，头均利润维持高位

- ✓ 生猪价格跌幅超预期，截止3月28日已跌至10.77元/公斤，同比降15.7%
- ✓ 生猪养殖亏损3个月，并已进入深度亏损区，1月开始供应量持续下降，但仔猪养殖仍然盈利，母猪大规模去存栏尚未出现，因此短期内仍供过于求；伴随亏损时间延长供给继续下降，5月进入旺季需求上升，价格有望回升；但2月仔猪价格回升显示补栏，后续上涨空间受限
- ✓ **预计2014年生猪均价同比持平在15元/公斤左右。根据我们调研，双汇已经囤积大量低成本肉制品原料，预计全年毛利率将继续提升**



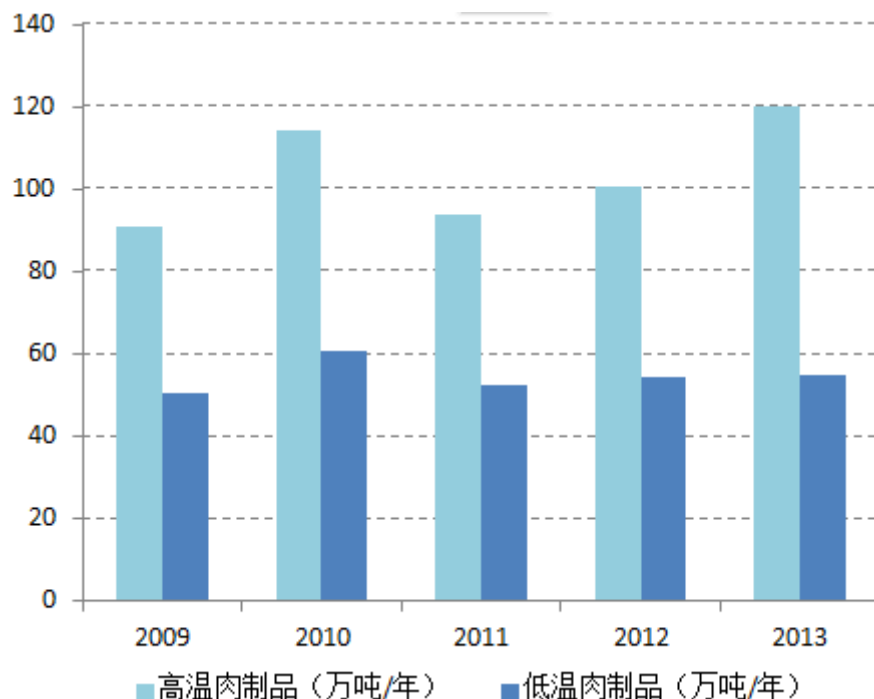
3.2 预计14年生猪均价持平，头均利润维持高位

- ✓ 2013年预计头均盈利62元，同比增长34%
- ✓ 2014年在预计生猪均价同比持平的背景下，头均利润保持在60元以上



4.1 肉制品14年精耕渠道+开发大低温

- ✓ 2013年预计肉制品销量175万吨，同比增长13%
- ✓ 2014年继续渠道精耕，2013年超市及批发渠道增长明显



	13年占比	12年占比
AB类大卖场	10%	15%
CD超市	40%	30%
批发	26%	20%
学校	9%	10%
自建渠道	9%	15%
其他渠道	6%	10%

注：以上为市场调研估算

4.1 肉制品14年精耕渠道+开发大低温

- ✓ 2014年预计将引进史密斯菲尔德低温产品技术，加大中低温推新上量，加大低温肉制品营销支持
- ✓ 公司考核要求近两年推出的新品收入占比要超过10%，2014年预计新品达到22万吨

	收入占比	13年销量增速
高温肉制品	65%	15%
中低温休闲肉制品	25%	8%
纯低温肉制品	10%	20%

注：以上为市场调研估算

4.2 双汇发展将成为集团全球整合的销售平台

- ✓ 2013年9月底双汇集团完成了对史密斯菲尔德的收购，2014年双汇发展计划从SDF采购不超过33亿元的猪肉
- 合作建立全球贸易系统，提升对中国及其他市场的猪肉出口
- 利用双汇的冷链系统，重点销售冷鲜肉和冷鲜内脏
- 与双汇合作开发针对中国市场的高端肉制品，由史密斯菲尔德提供可以溯源的原料，并将其作为产品的卖点推广
- ✓ 集团上市后，双汇发展将成为集团参与全球肉类整合后的销售平台

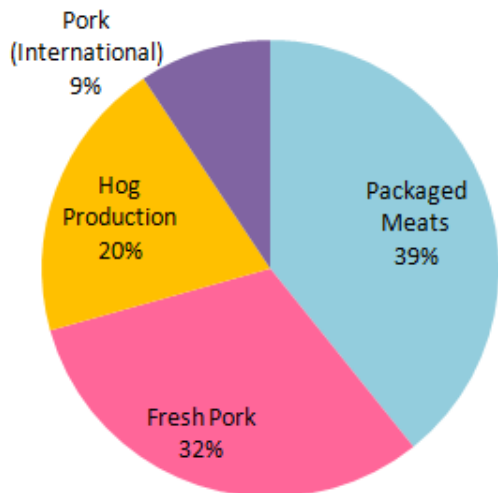


美国猪肉价格 + 运费 + 保险 + 关税+增值税=进口猪肉到岸价格

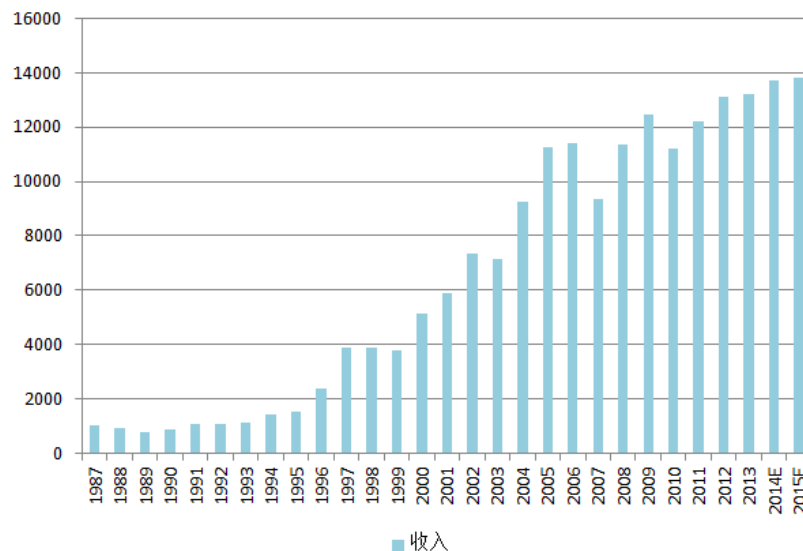
海运	0.6 美元/kg	0.03%	12%	13% ¹
空运	2.0 美元/kg ²			

4.2 双汇发展将成为集团全球整合的销售平台

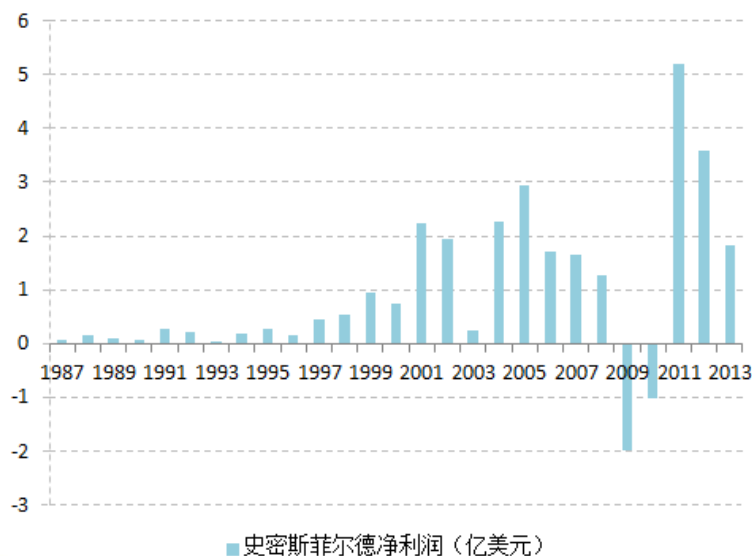
smithfield 收入结构



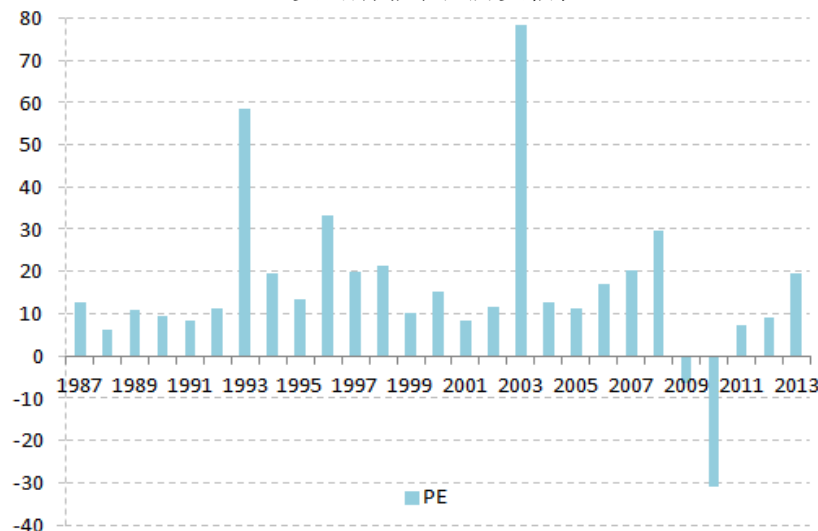
SMITHFIELD收入(百万美元)



史密斯菲尔德净利润



史密斯菲尔德历史估值



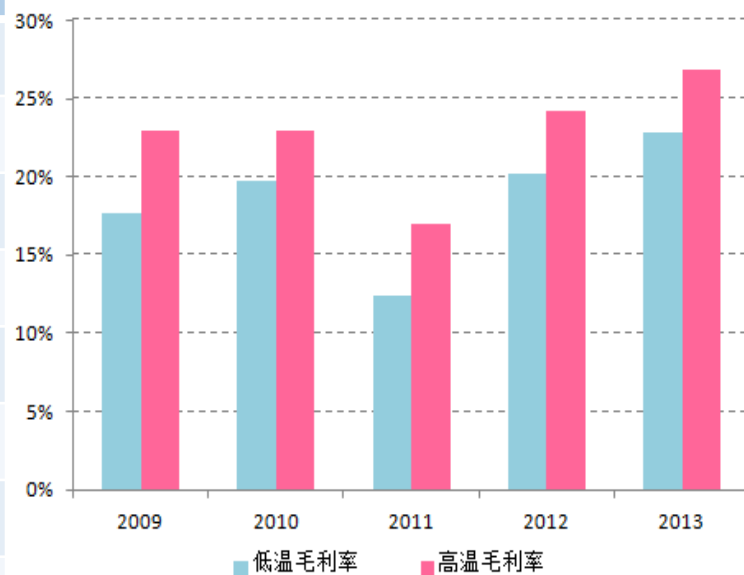
4.2 双汇发展将成为集团全球整合的销售平台



4.3 结构升级和原料储备将推动利润率继续提高

- ✓ 2013年预计十大明星单品销量95万吨（+13%），占比达54%，吨均利润2300元，第一大单品王中王吨均利润3100元，远高于整体1700元的盈利
- ✓ 2013年单价1.8万元/吨以上的特优级占比提升至75%，而高温整体售价仅1.4万元/吨，低温整体售价1.7万元/吨
- ✓ 新品盈利能力普遍较高，大肉块单吨利润3000元，海威夷美式热狗、海威夷香肠单吨利润2000元/吨

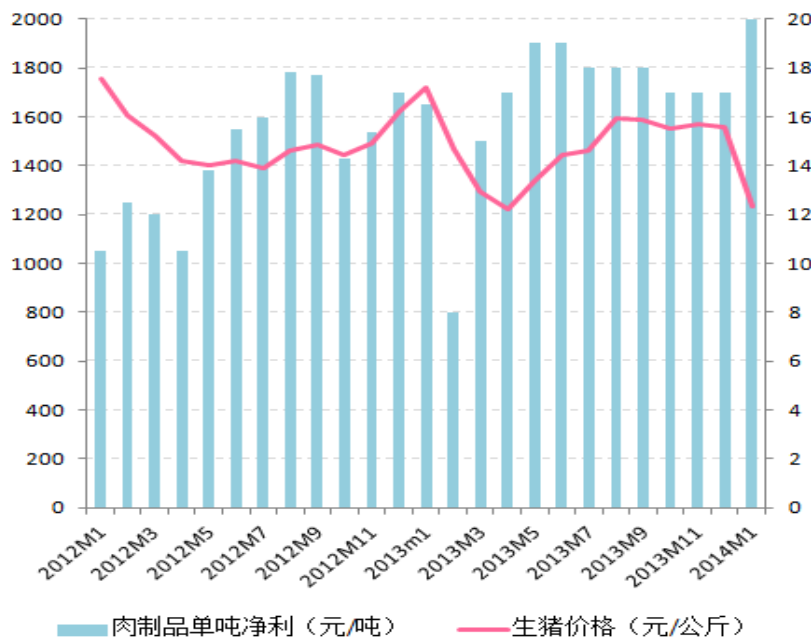
	13年销量增长	吨利润
王中王	19%	3100
泡面拍档	12%	2000
润口香甜王	22%	1600
玉米热狗肠	6%	400
大肉块	70%	3000
弹脆香肠	8%	1800
台式烤香肠	-2%	5000
前十大明星单品	13%	2300



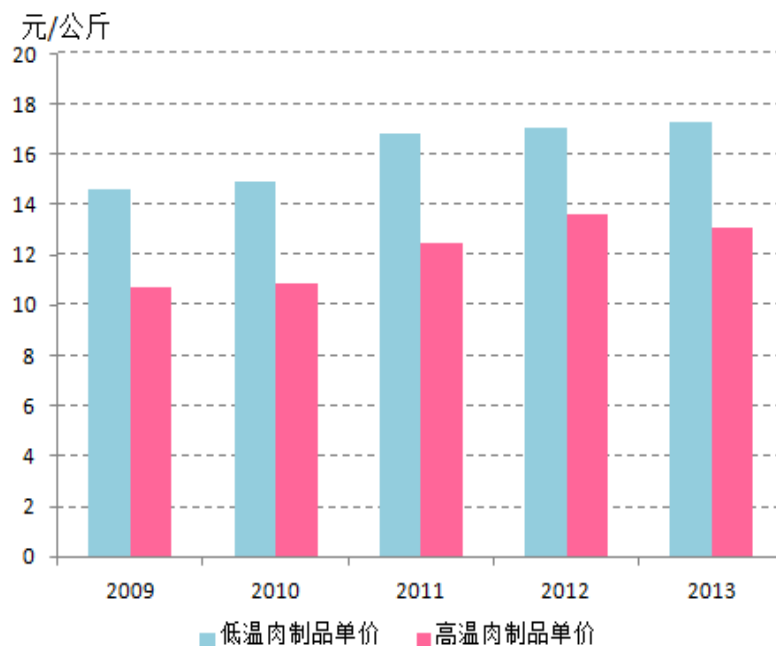
4.3 结构升级和原料储备将推动利润率继续提高

- ✓ 2013年公司通过加大低价原料储备控制成本，加之结构升级，肉制品单吨利润大幅提升15%至1700元，高温肉制品毛利率27%，低温毛利率23%
- ✓ 公司高温肉制品占有率70%，低温肉制品占有率30%，议价能力很强
- ✓ 公司于2014年一季度囤积大量低价原料，加之产品结构升级，单吨利润预计将继续提升至1800元以上

双汇肉制品与原料价格走势关系



双汇肉制品单价

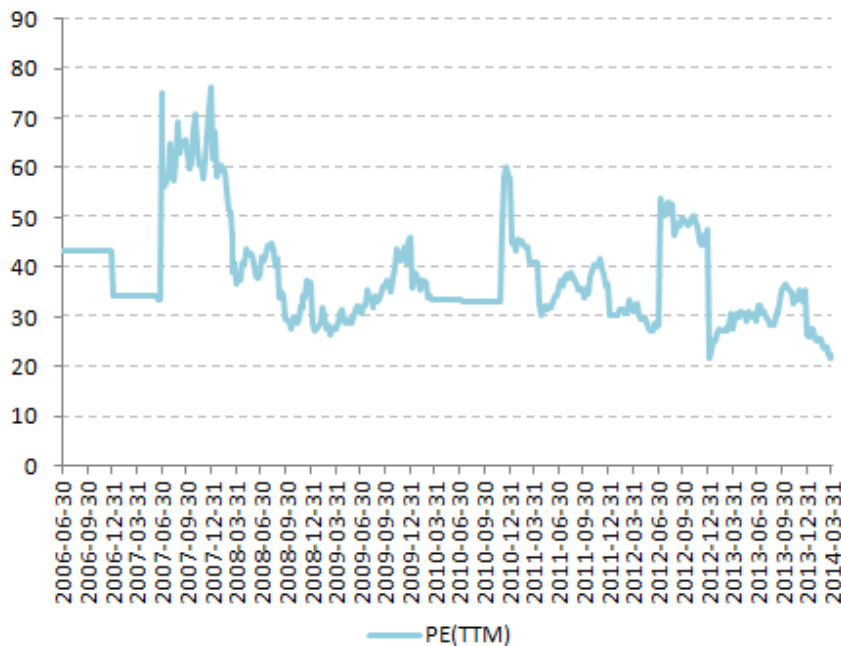


注：以上为市场调研估算

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

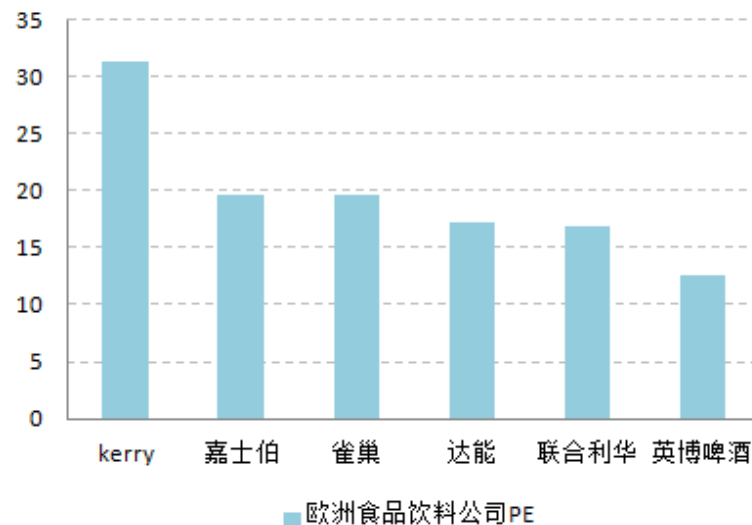
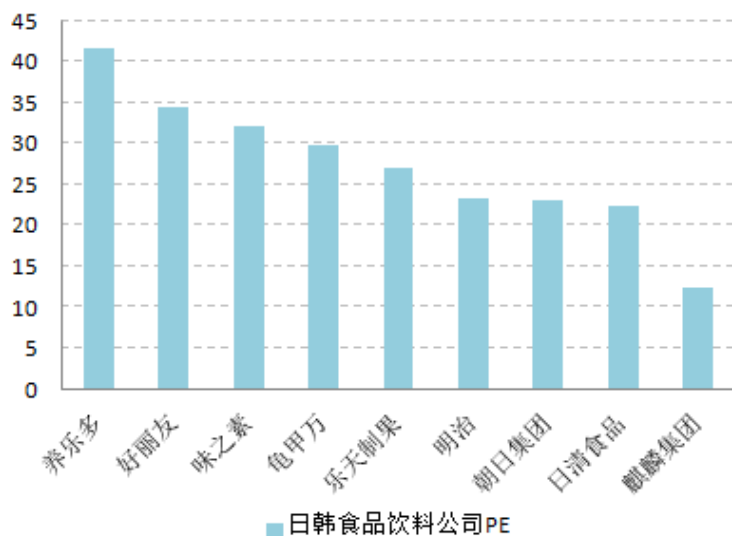
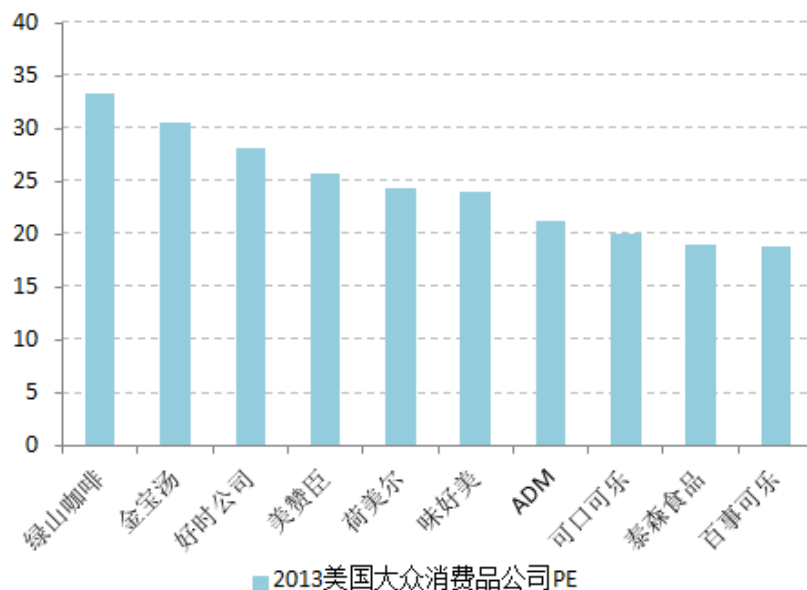
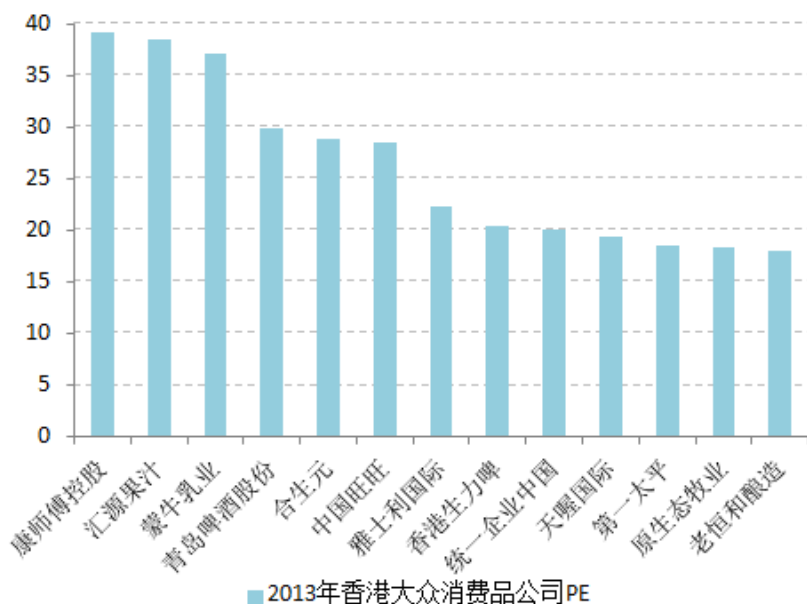
5.1 估值处于底部，集团上市将驱动估值回升

- ✓ 双汇发展13、14年估值仅为22、18倍，处于历史估值底部，甚至低于荷美尔在美国的估值（2013年25倍）
- ✓ 欧美、日韩、香港等成熟市场大众消费品公司估值一般在18-40倍
- ✓ 万洲国际将于4月在香港上市，结合香港对大众消费品龙头的估值，预计万洲国际在香港上市价格有望达到2013年29倍以上，从而拉动双汇发展估值上升



	2013年PE	总市值 亿元
中国旺旺	29	1530
康师傅控股	39	1245
青岛啤酒股份	31	767
蒙牛乳业	37	760

5.2 成熟市场大众品公司估值一般在18-40倍



投资结论

- ✓ **原料储备有望带动业绩超预期。**一季度原料价格降幅超预期，根据我们终端调研，公司一季度屠宰量较大，囤积大量低价猪肉和鸡肉原料，毛利率提升幅度可能超预期。
- ✓ **2014年高增长确定性高。**2014年是资产重组承诺业绩的最后一年，也是股权激励考核期的最后一年；4月万洲国际将于香港上市，在解禁前公司释放业绩动力十足。
- ✓ **集团上市后双汇发展将成为国内肉类整合平台及集团全球业务的中国销售平台。**14年政策对行业整合的支持力度加大，双汇发展存在积极参与国内整合的预期。
- ✓ **目前处于历史估值底部，集团上市有望拉高估值。**4月集团于香港上市，参考香港大众龙头估值均在2013年29倍以上，而目前双汇发展13、14年估值仅22、18倍，集团上市有望拉高估值。
- ✓ **预计14-16年EPS为2.20/2.70/3.25元，18/15/12倍，给予2014年25倍PE，目标价55元，维持强烈推荐。**

盈利预测

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	44950	53044	63338	74745
收入同比(%)	13%	18%	19%	18%
归属母公司净利润	3858	4831	5932	7149
净利润同比(%)	34%	25%	23%	21%
毛利率(%)	19.4%	20.1%	20.1%	20.2%
ROE(%)	26.9%	28.7%	26.1%	23.9%
每股收益(元)	1.75	2.20	2.70	3.25
P/E	22.41	17.90	14.58	12.09
P/B	6.03	5.14	3.80	2.89
EV/EBITDA	15	12	10	8

资料来源：中国中投证券研究总部

风险提示：

后续生猪价格涨幅超预期、终端渠道拓展不达预期、行业竞争加剧引发价格战

谢谢！

蒋鑫

中国中投证券研究总部

食品饮料分析师

S0960512080006

Tel:0755-82026708

Email:jiangxin@china-invs.cn