

双汇发展 (000895.SZ) 屠宰龙头受益，肉制品弹性可期

2020年03月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

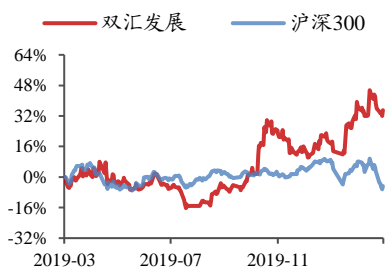
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2020/3/20 |
| 当前股价(元) | 34.80 |
| 一年最高最低(元) | 38.36/21.17 |
| 总市值(亿元) | 1,155.11 |
| 流通市值(亿元) | 307.13 |
| 总股本(亿股) | 33.19 |
| 流通股本(亿股) | 8.83 |
| 近3个月换手率(%) | 116.42 |

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 屠宰龙头双汇发展可受益于行业集中度提升，肉制品提价顺畅弹性大

预计 2019-2021 年公司营业收入分别增长 15.3%、12.6%、5.1%，归母净利润分别为 53.8、58.8、62.2 亿元，分别增长 9.5%、9.3%、5.8%，EPS 分别为 1.62、1.77、1.87 元，对应 PE 分别为 22、20、19 倍。往未来展望，猪瘟爆发后政策趋严加速中小屠宰场退出，龙头双汇发展可受益；随着提价效应逐渐显现、2020H2 猪价或逐步回落，公司利润弹性增大；在公司改革与调结构双重作用下，肉制品销量可进一步改善。双汇发展分红率高，是稳健价值投资标的，首次覆盖给予“增持”评级。

● 猪瘟加速屠宰行业集中，双汇发展可享受行业整合红利

非洲猪瘟爆发后，政策趋严加速不规范的中小屠宰场退出，行业集中度有望进一步提升。双汇发展屠宰场全国布局、经营规范、物流覆盖全国，抗风险能力强，可在行业集中度不断提升的过程中逐步扩大市场份额，享受行业整合红利。

● 中短期肉制品业务提价顺畅，弹性大，长期形成产业闭环可平滑成本波动

（1）双汇发展 2019 年提价后肉制品销量一直较为稳定，提价效应会逐渐显现；且根据以往经验，公司对产品提价后不会再因成本变化而降价，因此中短期看，本次提价使得公司的利润弹性增大。（2）长期看，双汇发展拟布局养殖业，初步计划采用公司加农户的模式，进一步平滑成本波动，形成养殖、屠宰、肉制品业务的产业闭环，进一步增强产业协同效应。

● 产品、渠道、品牌布局进一步完善，肉制品业务发展可期

双汇发展在肉制品业务上持续产品升级，拓展消费场景，如推出面向餐桌消费的双汇筷厨品牌；构建立体化渠道网络；使用新的营销方式，采用数字化媒体、明星代言等。未来随着销售网络布局完善、营销持续创新、产品结构升级，双汇发展的肉制品业务改善可期。

● 风险提示：食品安全风险、原料价格波动风险。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 50,447 | 48,767 | 56,216 | 63,302 | 66,504 |
| YOY(%) | -2.7 | -3.3 | 15.3 | 12.6 | 5.1 |
| 净利润(百万元) | 4,319 | 4,915 | 5,382 | 5,880 | 6,221 |
| YOY(%) | -1.9 | 13.8 | 9.5 | 9.3 | 5.8 |
| 毛利率(%) | 18.9 | 21.4 | 20.8 | 20.5 | 20.4 |
| 净利率(%) | 8.6 | 10.1 | 9.6 | 9.3 | 9.4 |
| ROE(%) | 29.2 | 36.3 | 31.4 | 29.8 | 27.2 |
| EPS(摊薄/元) | 1.30 | 1.48 | 1.62 | 1.77 | 1.87 |
| P/E(倍) | 26.7 | 23.5 | 21.5 | 19.6 | 18.6 |
| P/B(倍) | 7.9 | 8.9 | 7.0 | 6.1 | 5.2 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、全产业链布局，双汇发展为行业龙头 | 4 |
| 1.1、精耕行业六十载，龙头地位稳固 | 4 |
| 1.2、业务覆盖全产业链，屠宰和肉制品为核心业务 | 5 |
| 2、屠宰：行业整合加速，利好龙头份额提升 | 6 |
| 2.1、屠宰行业集中度偏低，猪瘟加速行业整合 | 6 |
| 2.2、全国布局优势明显，双汇发展可受益于产业整合 | 9 |
| 3、肉制品：提价通畅，稳步推进结构升级 | 10 |
| 3.1、猪周期步入上行后期，公司提价通畅弹性大 | 10 |
| 3.2、全方位改革，多管齐下肉制品业务改善 | 13 |
| 3.2.1、产品：持续结构升级，扩展消费场景 | 13 |
| 3.2.2、渠道：加快渠道多元化发展，构建立体化渠道网络 | 14 |
| 3.2.3、营销：品牌矩阵逐渐完善，营销专业化 | 15 |
| 3.2.4、研发推广：进一步细化研发制度，聚焦推广重点单品 | 16 |
| 4、投资建议 | 17 |
| 5、风险提示 | 18 |
| 附：财务预测摘要 | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：万洲国际通过罗特克斯持有双汇发展 73.41% 的股权 | 5 |
| 图 2：双汇发展产业链布局基本覆盖全行业 | 5 |
| 图 3：2019Q1-Q3 公司营收增长 15% | 6 |
| 图 4：2019Q1-Q3 公司净利增长 9.6% | 6 |
| 图 5：2018 年屠宰营收贡献约 52.9% | 6 |
| 图 6：2018 年肉制品毛利贡献约 67.2% | 6 |
| 图 7：2019 年中国生猪屠宰量下降 17.1% | 7 |
| 图 8：2019 年中国猪肉消费量下降 11.6% | 7 |
| 图 9：美国屠宰行业集中度较高 | 7 |
| 图 10：规模以上定点屠宰企业屠宰率逐年提升 | 8 |
| 图 11：疫情爆发后各省份间生猪价差扩大 | 10 |
| 图 12：双汇发展生产基地基本已实现全国布局 | 10 |
| 图 13：2006 年以来，中国已经历了三轮完整的猪周期 | 11 |
| 图 14：猪的繁育周期较长 | 11 |
| 图 15：2019 年 11 月生猪存栏环比增 2.0% | 12 |
| 图 16：2020 年 1 月能繁母猪存栏环比增 1.2% | 12 |
| 图 17：2020 年 3 月 11 日白条鸡价格同比增 9.6% | 12 |
| 图 18：2016 年猪价上涨，龙头双汇发展毛利率下滑幅度最小 | 13 |
| 图 19：我国低温肉制品消费占比偏低 | 14 |
| 图 20：我国人均可支配收入持续增长 | 14 |
| 图 21：2018 年高温肉制品营业收入增长 3.9% | 14 |
| 图 22：双汇发展销售分支机构遍布全国 | 15 |
| 图 23：黄磊代言双汇筷厨 | 16 |

| | |
|--|----|
| 表 1: 双汇发展经营肉类加工业约六十余年,是全国规模最大的肉类加工企业 | 4 |
| 表 2: 屠宰行业法规日渐完善 | 9 |
| 表 3: 公司近年来新品推广自数量转向质量 | 16 |
| 表 4: 收入预测: 屠宰业务是主要收入来源 | 17 |
| 表 5: 可比公司估值: 双汇发展估值水平仍较低 | 18 |
| 表 6: 双汇发展年度现金分红比率较行业平均高 | 18 |

1、全产业链布局，双汇发展为行业龙头

1.1、精耕行业六十载，龙头地位稳固

双汇发展经营肉类加工业约六十余年，为全国规模最大的肉类加工企业。双汇发展主营禽畜屠宰以及肉类加工，在全国建有多个现代化的肉类加工基地和配套产业，拥有近百万个销售终端。公司在以屠宰和肉类加工为核心的同时，向上游发展饲料业和养殖业，向下游发展包装业、商业、外贸等，全产业链布局，目前已形成了主业突出的产业群。

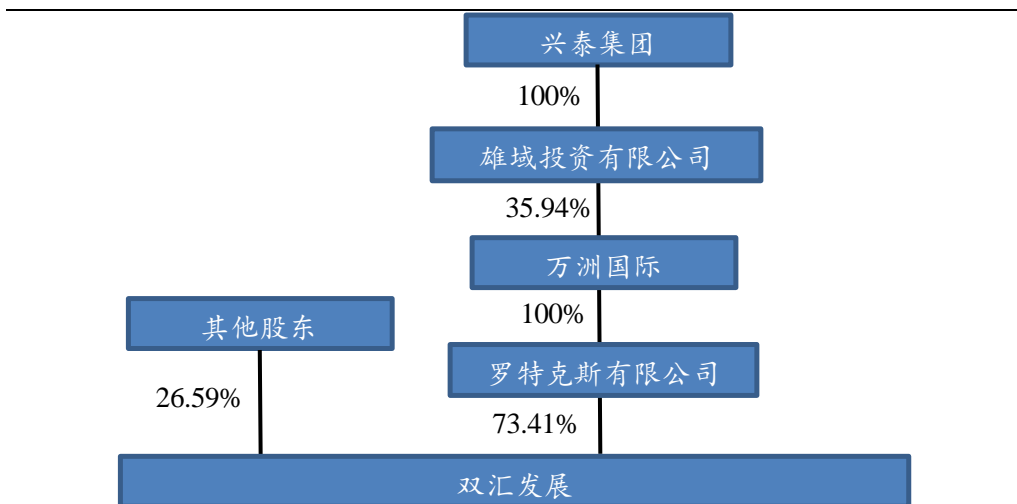
表1：双汇发展经营肉类加工业约六十余年，是全国规模最大的肉类加工企业

| 时间 | 事件 |
|----------|--------------------------------|
| 1958年7月 | 集团公司前身漯河市冷仓成立 |
| 1984年7月 | 万隆当选厂长 |
| 1992年2月 | 双汇牌火腿肠问世 |
| 1994年8月 | 双汇集团成立 |
| 1997年7月 | 通过 ISO9002 质量认证 |
| 1998年12月 | 深交所上市 |
| 1999年12月 | 双汇集团被列为国务院 512 家重点企业 |
| 2001年5月 | 肉制品车间通过对日出口注册 |
| 2003年12月 | 通过 ISO14001 认证 |
| 2013年9月 | 双汇国际斥资 71 亿美元收购史密斯菲尔德集团 |
| 2014年8月 | 万洲国际香港上市 |
| 2015年12月 | 郑州美式工厂正式投产，引进美国著名品牌 Smithfield |

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权相对集中，母公司优势明显。公司实际控制人为兴泰集团，其通过下属雄域投资有限公司间接持有万洲国际 35.9% 的股份，而万洲国际则通过下属全资子公司罗特克斯有限公司持有双汇发展 73.41% 的股权。万洲国际作为全球最大的猪肉食品企业，业务辐射全球二十多个国家，在肉制品、生鲜品和生猪养殖三大领域均排名全球第一，是全球规模最大、布局最广、产业链最完善、最具竞争力的猪肉企业。因此，公司股权高度集中于母公司万洲国际，不仅有利于公司借助万洲国际的影响力来抢占市场份额，拓展渠道以及扩大品牌形象力，同时也提高了公司的协同效应。

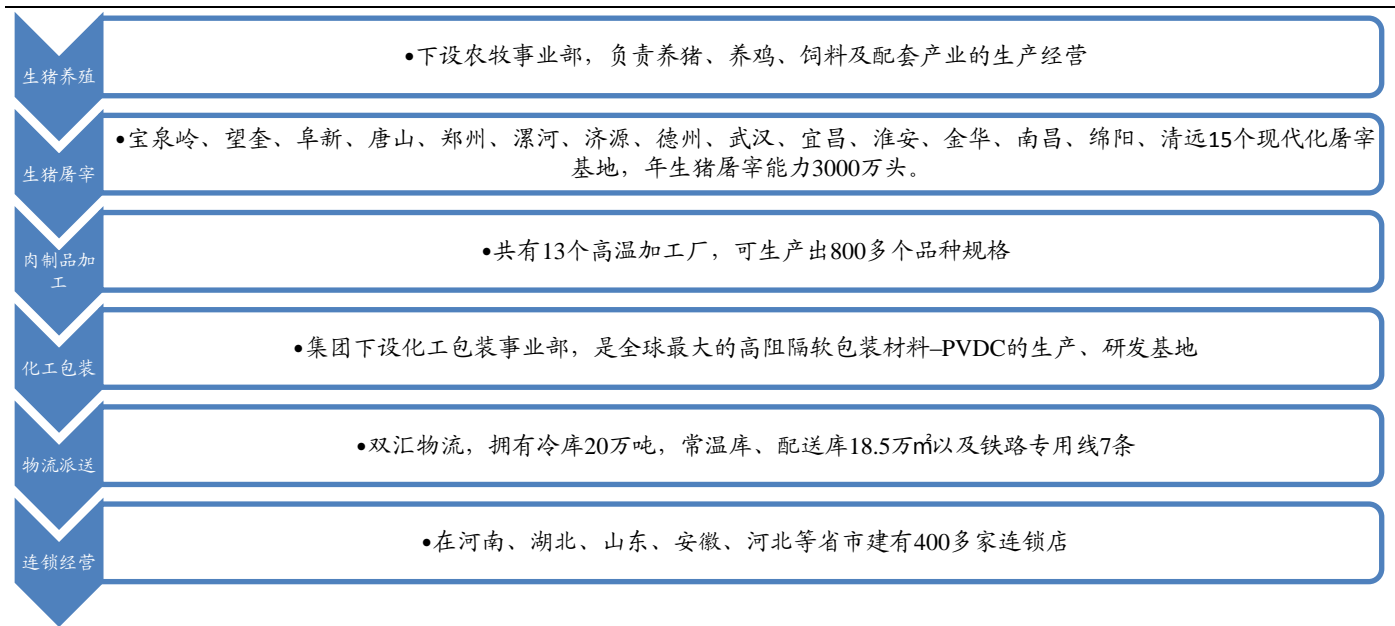
2019 年，双汇发展通过向罗特克斯发行股票以吸收合并双汇集团，交易完成后罗特克斯持有双汇发展 73.41% 的股权。本次重组完成后，原双汇集团中的调味料、软件开发以及财务公司等将并入双汇发展，进一步整合体系内资源，完善双汇发展的业务结构，治理结构进一步精简，有利于进一步提升公司的运营活力和效率。

图1：万洲国际通过罗特克斯持有双汇发展 73.41%的股权


资料来源：公司公告、开源证券研究所

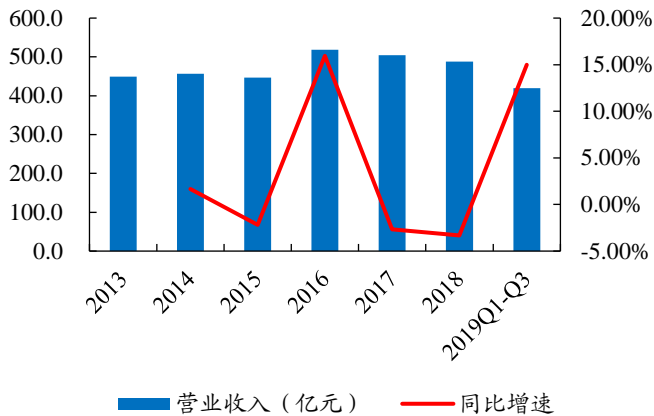
1.2、业务覆盖全产业链，屠宰和肉制品为核心业务

双汇发展业务基本覆盖全产业链，产业集群优势领先。双汇发展业务的覆盖面极广，全产业链布局，涉及生猪养殖、屠宰加工、包装物流、连锁经营，但其核心业务为屠宰和肉制品加工。

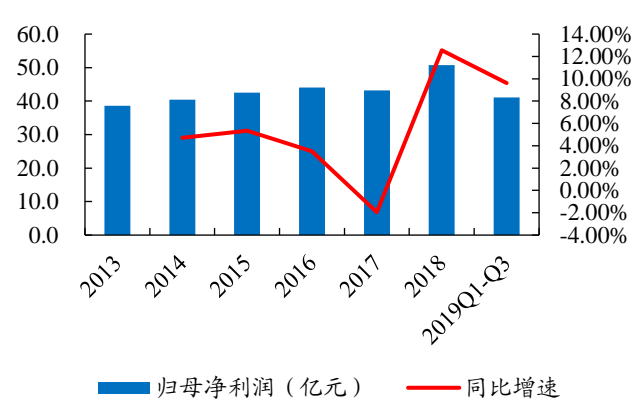
图2：双汇发展产业链布局基本覆盖全行业


资料来源：公司官网、开源证券研究所

2018 年公司净利止跌回升，盈利能力强。2018 年公司实现营业收入 487.7 亿元，同比下降 3.3%，实现归母净利润 50.8 亿元，同比增长 12.6%。2019Q1-Q3 公司实现营业收入 419.7 亿元，同比增长 15%，实现归母净利润 41.1 亿元，同比增长 9.6%。非洲猪瘟爆发后，全国布局的双汇发展受限调政策影响有限，且可通过低价进口猪肉、产品提价等方式缓解成本压力，盈利能力逐渐增强，业绩弹性较大。

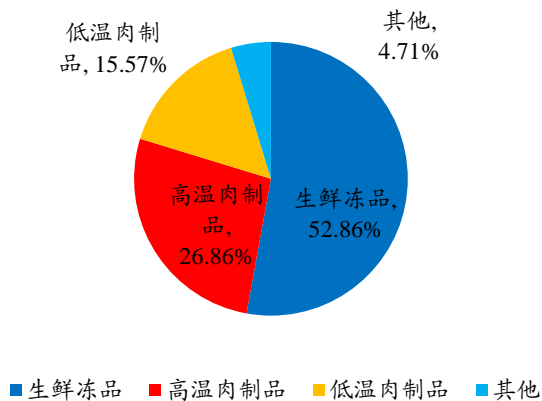
图3：2019Q1-Q3 公司营收增长 15%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

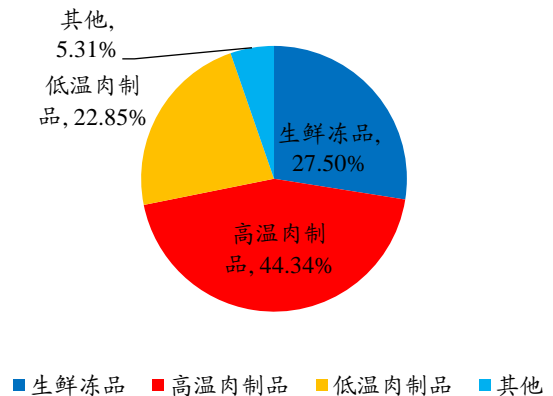
图4：2019Q1-Q3 公司净利增长 9.6%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

屠宰贡献较多收入，肉制品贡献主要利润。2018 年生鲜冻品在收入端的贡献达到了 52.9%，而高温肉制品和低温肉制品合计贡献了 42.4%，两者对公司营收的贡献相当，屠宰对收入的贡献相对较大。而在毛利端，高温肉制品和低温肉制品的贡献却高达 67.2%，其中高温肉制品的贡献达到了 44.3%，而生鲜冻品只贡献了 27.5%，肉制品业务尤其是高温肉制品是公司的主要利润来源。

图5：2018 年屠宰营收贡献约 52.9%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2018 年肉制品毛利贡献约 67.2%


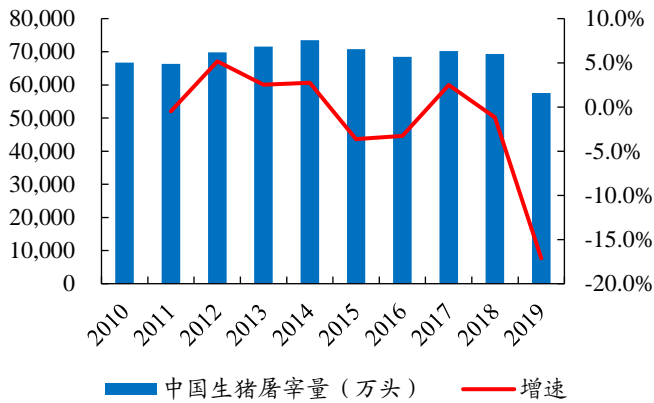
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、屠宰：行业整合加速，利好龙头份额提升

2.1、屠宰行业集中度偏低，猪瘟加速行业整合

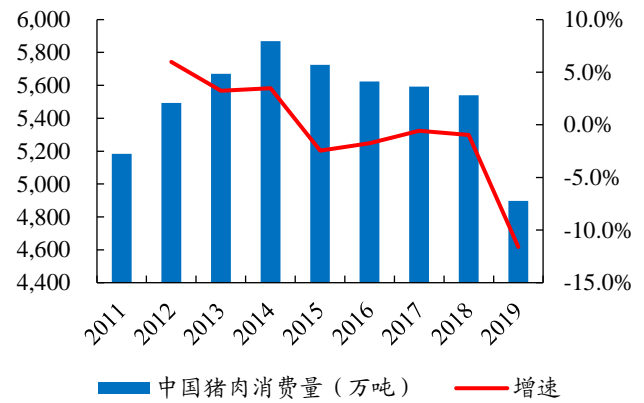
国内猪肉需求庞大，屠宰发展空间广阔。我国作为猪肉生产和消费的大国，屠宰量及消费量均较大。据美国农业部统计，我国 2019 年生猪屠宰量达到 5.75 亿头、猪肉消费量为 4897 万吨，占全球的 46.5%。中国消费者食用猪肉的历史较为悠久，肉类消费中猪肉占比约 63.45%。2019 年我国猪肉出口量为 13 万吨，进口量为 260 万吨，下游猪肉的需求量仍较大，上游屠宰行业仍有广阔的发展空间。

图7：2019 年中国生猪屠宰量下降 17.1%



数据来源：美国农业部、开源证券研究所

图8：2019 年中国猪肉消费量下降 11.6%

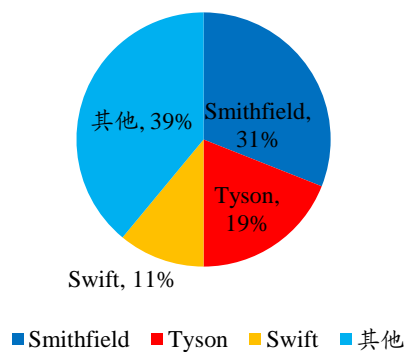


数据来源：美国农业部、开源证券研究所

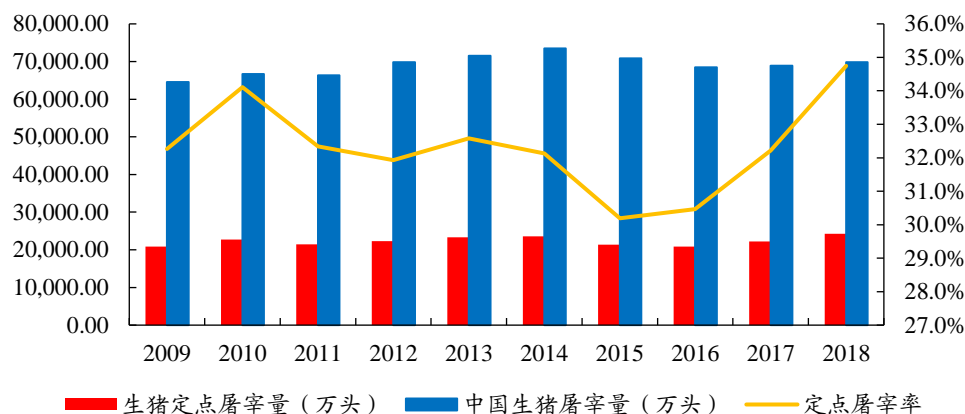
近年来中国屠宰行业集中度逐渐提升。近年来我国屠宰行业集中度持续提升，2012 年规模以上定点屠宰场约 4500 多家，随着小型屠宰场逐渐被清理关停，2016 年规模以上定点屠宰场降至 2907 家。屠宰场的平均规模在不断增加，2012 年规模以上定点屠宰企业平均屠宰量约 4.9 万头，2016 年增至 7.18 万头，屠宰场平均屠宰量快速增长。

目前我国屠宰行业集中度仍偏低。双汇发展作为我国生猪屠宰行业龙头，目前屠宰量仅占全国屠宰量的 2.4%，中国屠宰行业的 CR3 不足 5%；而美国的屠宰龙头 Smithfield 市占率达 31%，屠宰行业的 CR3 高达 61%，行业集中度远高于中国。未来中国屠宰行业集中度还有很大提升空间。

图9：美国屠宰行业集中度较高



资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图10: 规模以上定点屠宰企业屠宰率逐年提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

行业监管日趋完善，猪瘟政策加速行业集中度提升。自1998年国务院颁布实施《生猪屠宰管理条例》后，我国陆续推出和修改生猪屠宰相关的法律法规，推动我国对生猪屠宰的管理不断完善。2013年全国人大会议上，生猪屠宰的监管职权被全部划入农业部，大大改善了跨部门监管的低效问题。2016年，农业部发布的《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》，在种猪养殖、饲料业发展、生猪屠宰、质检体系、疫病防控等多方面提出了明确的要求，指导整个生猪产业良性健康地发展。同时，在中央高度重视环保治理的背景下，一大批不达标企业被强制关停，私屠滥宰现象也得到了有效的抑制。

2018年8月份，非洲猪瘟首次在我国爆发，同年11月农业部发布了《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》，要求各级畜牧兽医部门坚决关闭不符合设定条件的生猪屠宰企业，压缩落后产能。长期来看，非洲猪瘟的爆发、环保政策趋严加速了落后产能的出清，有利于行业集中度的提升。此外，猪瘟政策限制了生猪的跨省调运，迫使企业从活猪调运向猪肉调运转型，加快了屠宰行业的转型升级。

表2：屠宰行业法规日渐完善

| 年份 | 政策文件 | 主要内容 |
|------|----------------------------------|---|
| 1998 | 《生猪屠宰管理条例》 | 《条例》对屠宰地点、监督管理、法律责任进行了限制和说明，省、自治区、直辖市人民政府确定实行定点屠宰的其他动物的屠宰管理办法，由省、自治区、直辖市根据本地区的实际情况，参照本条例制定。 |
| 2008 | 《生猪屠宰管理条例实施办法》 | 《办法》规定商务部负责全国生猪屠宰的行业管理工作，同时对生猪定点屠宰场的设立、屠宰与检验、经营管理、证、章、标志牌管理、监督管理、法律责任等方面设立了一系列管理条例。 |
| 2010 | 《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015年）》 | 《纲要》提出生猪屠宰行业必须根据严格标准、减控总量、分级管理、净化市场环境四个基本原则，争取实现行业集中度提升、技术管理水平提升、猪肉产品结构优化、现代经营方式企业增加和淘汰落后产能。 |
| 2016 | 《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》 | 《规划》提出，到2020年要实现目标：生猪生产保持稳定略增，猪肉保持基本自给，规模比重稳步提高，规模场户成为生猪养殖主体，生猪出栏率、母猪生产效率、劳动生产率持续提高，养殖废弃物综合利用率大幅提高，生产与环境协调发展。 |
| 2016 | 《生猪屠宰厂（场）监督检查规范》 | 本规范规定了畜牧兽医行政主管部门、动物卫生监督机构对生猪屠宰厂（场）进行监督检查的内容和要求，进一步加强生猪屠宰管理，规范生猪屠宰监督检查行为。 |
| 2018 | 《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》 | 《通知》要求生猪屠宰企业必须严格执行生猪入厂、检验检疫、产品出厂、无害化处理、日常消毒以及猪血处置；同时指示升级畜牧兽医主管部门按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的总体思路，调整完善本区域生猪屠宰行业发展规划；地方各级畜牧资料来源：开源证券研究所兽医部门要按照减数控量、提质增效的要求，坚决关闭不符合设定条件的生猪屠宰企业，压缩落后产能。 |

资料来源：农村农业部、商务部、国务院、开源证券研究所

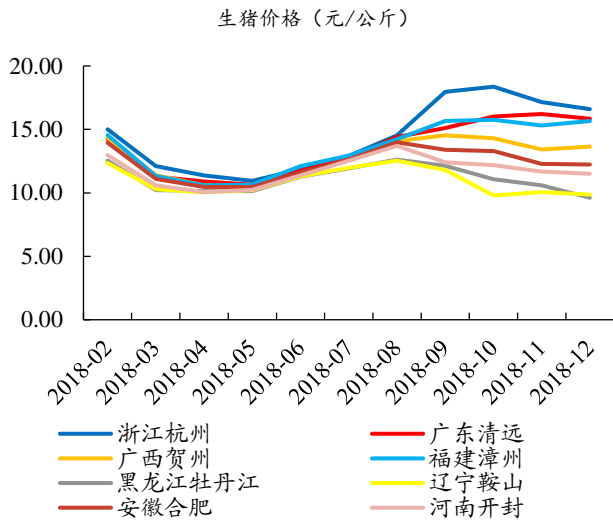
2.2、全国布局优势明显，双汇发展可受益于产业整合

全国布局利于调配资源，双汇发展抗风险能力强，优势明显。作为屠宰行业的龙头企业，全国化布局下双汇发展可灵活调配资源，如：**（1）猪瘟爆发后限制生猪调运，公司受影响较小。**非洲猪瘟疫情爆发后，政府部门紧急发布了《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》和《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》，对疫情发生省份的生猪及其产品调运进行了严格规定，要求与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省调运，并暂时关闭省内所有生猪交易市场。

限制生猪调运后，生猪调入省的重要生猪来源之一被切断，省内的猪肉需求只能依靠本地养殖的生猪以及少量尚可调运的生猪来满足，生猪供不应求导致生猪调入省得猪价维持在较高水平；而生猪调出省中大量外调的生猪被迫留在本省进行屠宰，生猪供过于求导致了猪价持续走低。而双汇发展得益于其全国化布局，屠宰基地基本覆盖了所有的生猪主产区，因此双汇发展一方面在生猪主产区产能利用率可快速提升，另一方面可避免受到个别区域猪价暴跌的影响，抗风险能力较强。

（2）不同区域饮食习惯存异，公司可灵活调配。中国不同区域饮食习惯差异较大，猪肉的食用部位、使用方式皆有区别，如南方喜爱采用煲汤、蒸煮方式烹饪，更偏向于采用带骨的部分等，全国布局的双汇发展可以据此在不同区域间灵活调配，进一步提升经营效率和效益。

图11: 疫情爆发后各省份间生猪价差扩大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 双汇发展生产基地基本已实现全国布局



资料来源: 公司官网

非洲猪瘟加速行业整合, 双汇发展可从中受益。长期看, 屠宰行业集中度仍会不断提升, 而运营规范的双汇发展可从中受益:

(1) 猪瘟政策鼓励行业从“运猪”向“运肉”转变的背景下, 中小企业经营较为困难, 逐步退出市场, 而公司屠宰场全国布局, 且具有全国化的冷链物流运输体系, 可更快适应环境变化;

(2) 环保政策趋严会进一步增加不规范、重污染的中小屠宰场的经营成本, 加速淘汰落后产能, 而经营规范的双汇发展受此影响相对较小;

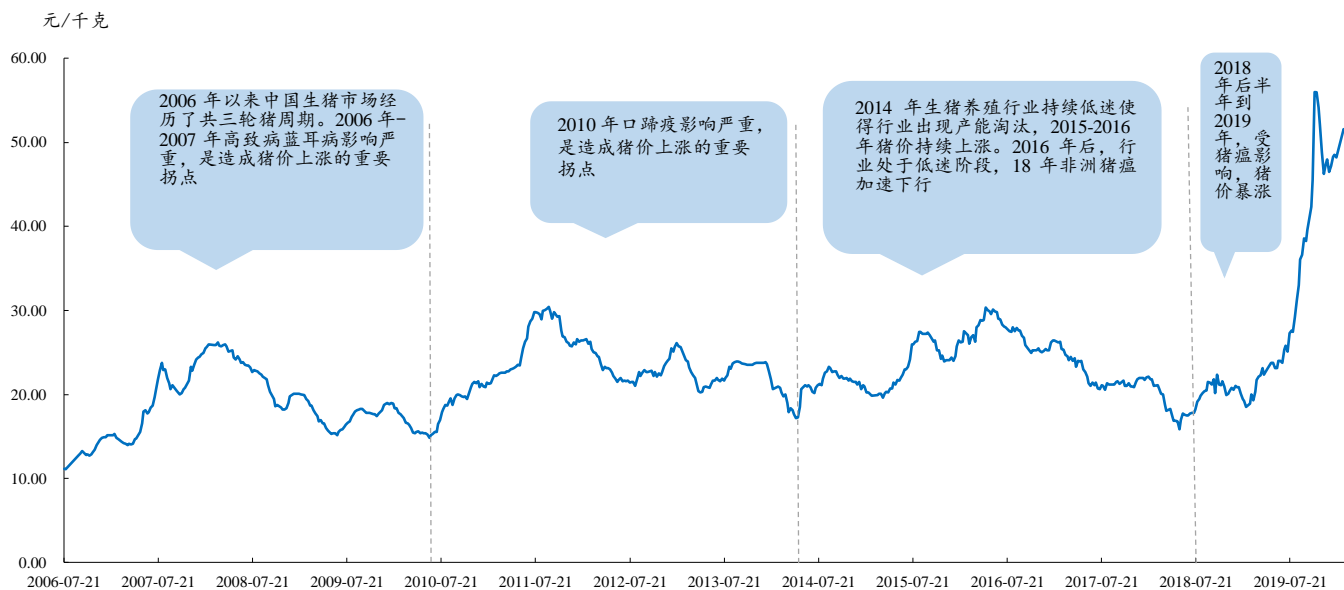
(3) 公司形成产业闭环, 上游涉及养殖、下游涉及肉制品销售, 可更好地进行资源调配, 应对未知冲击, 抗风险能力更强。龙头双汇发展可对抗经营中遇到的各种风险, 巩固行业龙头的地位, 从而在行业集中度不断提升的过程中逐步扩大市场份额, 享受行业整合红利。

3、肉制品: 提价通畅, 稳步推进结构升级

3.1、猪周期步入上行后期, 公司提价通畅弹性大

非洲猪瘟爆发加速猪周期上行。回顾历史, 2006 年以来, 我国经历了三轮完整的猪周期: (1) 2006 年-2010 年: 历时 4 年。猪价自 2006 年 7 月上涨, 在 2008 年 3 月到达 26.2 元/公斤的高点, 之后开始下跌; (2) 2010 年至 2014 年: 历时 4 年, 猪价自 2010 年 6 月上涨, 在 2011 年 9 月到达 30.4 元/公斤的高点, 之后开始下跌; (3) 2014 年至 2018 年: 历时 4 年, 猪价自 2014 年 5 月开始上涨, 在 2016 年 4 月到达 30.3 元/公斤的高点, 于 2016 年 6 月开始下跌。历年的猪周期时长约 4 年, 每轮周期上涨至最高点和下跌至低点皆需要约 1-2 年。第三轮猪周期中猪价自 2006 年 4 月抵达最高点后开始下跌, 至 2018 年 6 月已下跌 2 年, 已接近历史底部。非洲猪瘟爆发后, 加速猪周期上行, 猪价快速上涨。

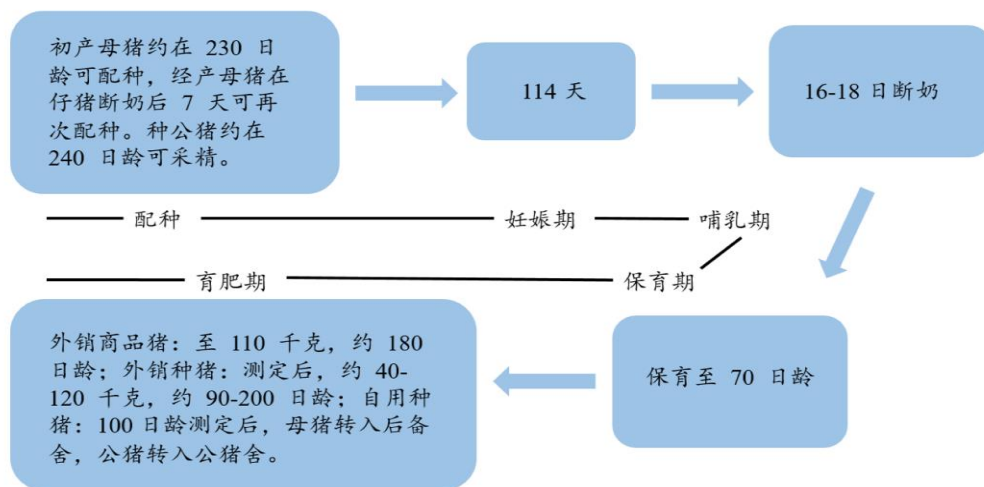
图13: 2006 年以来, 中国已经历了三轮完整的猪周期



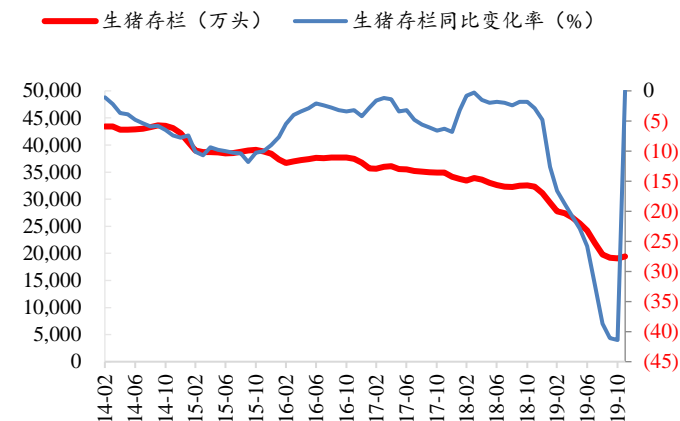
数据来源: Wind、开源证券研究所

非洲猪瘟爆发后存栏量下滑, 预计 2020 年猪价呈前高后低走势。非洲猪瘟影响下, 生猪存栏和能繁母猪存栏持续下滑, 但 2019 年 11 月生猪存栏同比持平, 环比增 2.0%; 2020 年 1 月能繁母猪存栏同比持平, 环比增 1.2%, 能繁母猪存栏自 2019 年 10 月开始已连续 4 个月环比回升。猪的生产周期较长, 能繁母猪从受孕到生猪出栏需要约 10 个月, 故 2020 年下半年生猪供应将逐渐回升。此外, 美国禽肉输华禁令已宣布解除, 同时依据中美贸易谈判第一轮结果, 我国将从美国扩大进口部分农产品, 如猪肉、禽肉等, 稳定国内市场急需。新冠疫情或拉长复产周期, 全年平均猪价仍会处于高位。考虑目前生猪存栏较低、能繁母猪存栏回升且进口肉放宽, 预计 2020 年猪价会呈前高后低走势。

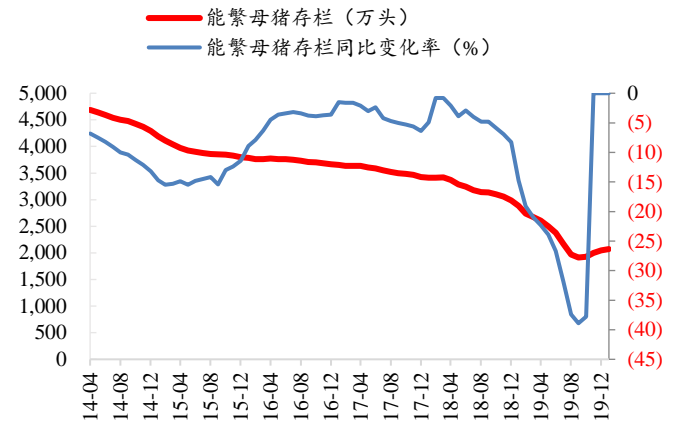
图14: 猪的繁育周期较长



资料来源: 开源证券研究所

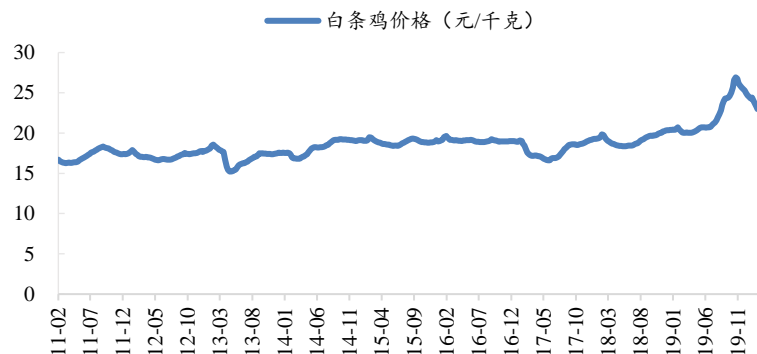
图15: 2019年11月生猪存栏环比增2.0%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2020年1月能繁母猪存栏环比增1.2%


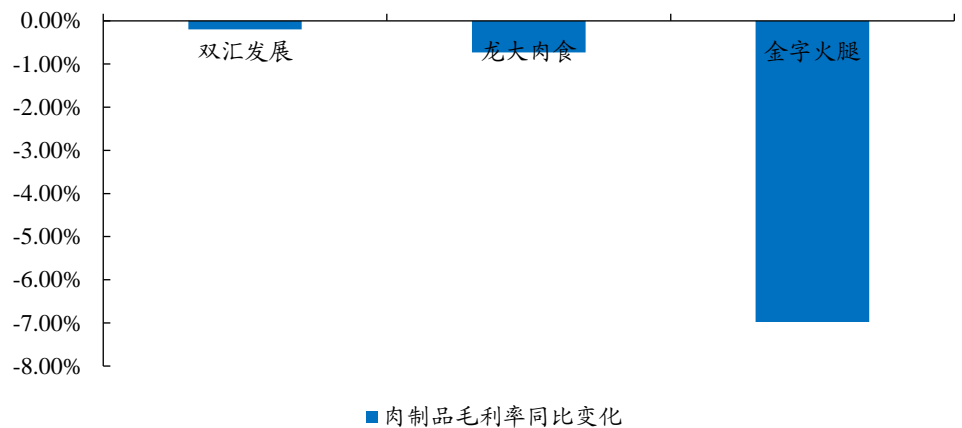
数据来源: Wind、开源证券研究所

2020年3月11日白条鸡价格同比增9.6%至23元/千克,从白条鸡价格的变动趋势来看,预计白条鸡价格在2020年仍处于高位。2020年肉制品的生产成本仍将会处于一个相对偏高的水平。

图17: 2020年3月11日白条鸡价格同比增9.6%


数据来源: Wind、开源证券研究所

成本上行期间,双汇发展可通过多种方式缓解成本压力。双汇发展为肉制品的龙头企业,具有一定的定价权,且可以用多种方式缓解成本压力:(1)直接提价:2019年为应对成本压力,双汇发展进行了6次直接提价,提价幅度约20%;(2)2013年双汇发展母公司万洲国际收购了美国肉制品龙头Smithfield。国内猪价上涨时,可通过加大进口低价肉对冲猪价上行压力。如2016年猪价上涨期间,双汇发展通过增加进口猪肉的数量来平滑成本,使得其肉制品毛利率仅下降了0.2pct;(3)产品结构升级:更贴近消费者的健康化、多元化的消费需求,通过产品结构升级提升吨价;(4)工艺创新:采用工艺创新、流程创新等方式降低成本。

图18: 2016 年猪价上涨, 龙头双汇发展毛利率下滑幅度最小


数据来源: Wind、开源证券研究所

中短期: 提价效果滞后显现, 提价通畅下未来肉制品业务弹性较大。双汇发展本次提价较为通畅: (1) 双汇发展作为中国肉制品龙头企业, 其品牌价值已经深入人心, 在行业中具备定价权, 提价对销量的影响相较其他企业较小; (2) 双汇发展此前已多年未曾提价; (3) 本次提价后经销商的盈利能力有所提升, 提高了经销商的积极性; (4) 疫情发生后, 肉制品具备囤货价值, 消费者对产品价格敏感度降低, 使得公司肉制品提价传导更顺畅。产品提价具有一定的滞后效应, 双汇发展 2019 年提价后肉制品销量一直仍较为稳定; 且根据以往经验, 公司对产品提价后不会再因成本变化而降价, 因此未来中短期看, 本次提价使得双汇发展的利润弹性增大。

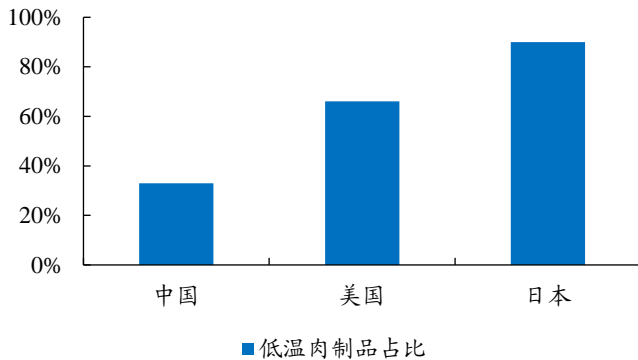
长期: 布局养殖业建立产业闭环, 成本对肉制品业务影响减弱, 产业协同效应更强。非洲猪瘟爆发后, 政府对养殖业监管趋严。双汇发展拟布局养殖业, 初步计划采用公司加农户的模式, 进一步平滑成本波动, 形成养殖、屠宰、肉制品业务的产业闭环, 进一步增强产业协同效应。产业闭环形成后, 成本对肉制品业务的影响将进一步降低, 业务稳定性增强。

3.2、全方位改革, 多管齐下肉制品业务改善

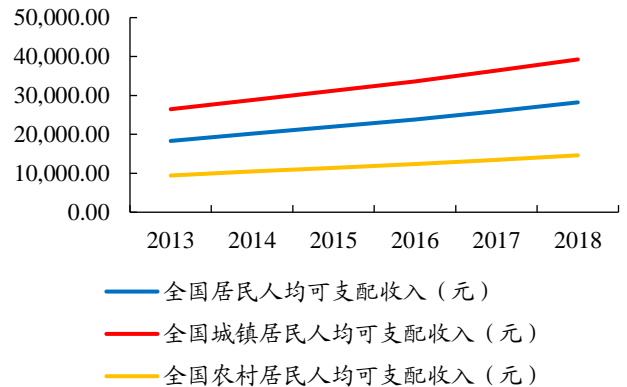
3.2.1、产品: 持续结构升级, 扩展消费场景

目前我国肉制品消费以高温肉为主。肉制品中高温肉制品指的是火腿肠、午餐肉等经过 121 摄氏度高温蒸煮的包装肉制品, 而低温肉制品则是采用比较低的杀菌温度进行巴氏消毒的肉制品, 主要包括西式香肠、熏煮火腿、培根等。我国目前肉制品消费以高温肉制品为主, 低温肉制品的消费占比则相对偏低, 中国低温肉消费占比约 33%。

低温肉具有较大的发展前景。从发达国家的肉制品消费结构变迁历史来看, 发达国家均经历了肉制品消费从高温肉转向低温肉的过程, 其中日本的低温占比更是高达 90%、美国低温肉占比约 66%。低温肉制品由于具有风味佳、口感好、最大限度地保留了原有风味的特点, 更符合消费升级趋势下人们的诉求。未来随着人们生活水平的提高、健康饮食意识的增强, 以及冷链物流运输行业的快速发展, 低温肉制品仍有很大发展前景。

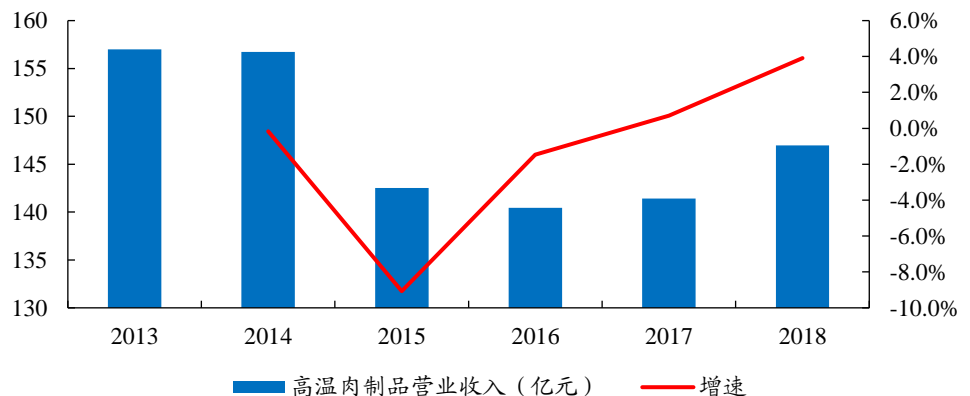
图19：我国低温肉制品消费占比偏低


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图20：我国人均可支配收入持续增长


数据来源：统计局、开源证券研究所

产品结构持续升级，开拓餐桌消费等消费场景。随着消费水平的不断升级，公司提出了“稳高温、上低温、中式产品工业化”的战略。公司逐步推出中高端产品，调整产品结构向中高端升级。由于高端产品的吨利更高，可推动公司肉制品业务营收增长，2018 年公司的高温肉制品营业收入增长 3.9%。此外，双汇发展原有产品消费场景以泡面伴侣为主，除原有产品升级外，公司也积极推出面向餐桌消费的双汇筷厨品牌，进一步扩展肉制品的消费场景。

图21：2018 年高温肉制品营业收入增长 3.9%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.2、渠道：加快渠道多元化发展，构建立体化渠道网络

渠道多元化发展，开拓电商等新渠道。公司主要采用经销商模式，在全国 31 各省设立销售分支办事处，拥有超 6000 名经销商及近 100 万个终端网点，终端覆盖率约 80% 以上。公司渠道多元化发展，现有渠道涵盖商超、批发、餐饮、自建和特殊渠道等。目前公司的渠道渗透率较海天味业、伊利股份仍有差距，还有提升空间。在新渠道的开发上，公司还配置专员对电商、餐饮等新渠道进行专业化的开发，实现销售渠道的多元化。

构建立体化渠道网络，渠道改革提升运营效率。早期，公司采用统一经销商运作产品，没有对单独种类产品如低温设置目标，也没有对商超、餐饮等渠道划分经销商运作。近年来，部分老客户新品推广、渠道开发积极性有所下降，公司进行渠

道改革，打造扁平化、立体化的渠道网络，分区域、分产品、分渠道运作：

(1) 对于新产品，公司将开发一批新的主打该新产品的经销商，从而加强公司对经销商的管理，更有效地实施公司的产品战略。

(2) 建立了专业的餐饮、中式、休闲等渠道办事处，让专业业务人员对接专业客户。

(3) 对考核不达标的经销商会增加新客户细分市场，进行专业化运作。

图22：双汇发展销售分支机构遍布全国



资料来源：公司官网

3.2.3、营销：品牌矩阵逐渐完善，营销专业化

公司品牌力强，品牌矩阵逐渐完善。公司根据产品的不同定位，通过引进新的子品牌，建立起完善的品牌结构。双汇发展引进马可波罗、Smithfield 等高端品牌塑造高端形象，一方面可防止低端产品稀释品牌价值，另一方面可根据高温肉制品和低温肉制品、低中高端使用不同品牌，进一步提高了公司品牌的丰富度，完善公司品牌矩阵。

加大对营销的重视程度，尝试新型营销方式。双汇发展将营销部门进一步细化为市场调研、品牌策略、媒介策略、品牌公关、品牌推广五个职能。媒体宣传方式也从原来的传统媒体推广向新媒体推广转变，加大数字媒体投放力度，通过数字媒体对不同目标人群实现广告的精准投放。此外，双汇发展还与专业的调研、咨询公司合作，内外合力推动双汇发展实现品牌升级。公司还尝试使用新的营销方式，如采用明星代言等。双汇发展逐渐建立起专业化的营销体系打造品牌形象，进一步提升自身品牌力。

图23: 黄磊代言双汇筷厨



资料来源: 公司官网

3.2.4、研发推广: 进一步细化研发制度, 聚焦推广重点单品

进一步细化研发部门, 针对性研发产品。2018年, 公司对肉制品研发中心进行了细化, 将原来的总部技术中心分成了高温、低温以及中式三个技术中心, 并在全国各地因地制宜建立起了新的研发中心, 根据当地的消费习惯开发符合当地消费需求的产品。

新品推广制度改革, 聚焦重点推广潜力单品。2018年以前, 双汇发展一次性推广很多新品, 推广精力有限, 新品推广效果不是很好。公司进行新品推广制度改革, 一方面, 公司结合品评员审评结果、调研数据对新品进行审评, 进一步决定是否推广; 另一方面, 降低新品推广数量, 新品推广自数量转向质量。如在全国范围内集中选出 10-15 个新品, 层层下放至到不同的区域、不同办事处进行试销推广, 集中精力推广潜力单品, 成功率和资源利用效率大幅提升。

表3: 公司近年来新品推广自数量转向质量

| 2009 | 2012 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|--------|------|----------|------|---------|----------|------------|
| 双汇弹脆香肠 | 大肉块香肠 | 椰果烤肠 | 芝士鱼肉肠 | 美式培根 | 系列酱卤制品 | 无淀粉王中王 | 新品双汇筷厨系列 |
| 泡面搭档 | 日式鱼肉肠 | | 非尝花声 | 美式火腿 | 糯米肠 | 润口甜甜脆 | 智趣多儿童成长鳕鱼肠 |
| | 双汇烤肉 | | 非尝美梨 | 美式香肠 | 大骨肠 | 马可波罗低温系列 | |
| | 俄式烤香肠 | | 非尝任杏 | | 腐皮渔卷 | | |
| | 捆蹄风味火腿 | | 弗吉尼亚风味香肠 | | 芝士夹心香肠 | | |
| | 中式老火腿 | | 黄金热狗 | | 火山时尚烤香肠 | | |
| | | | 美式热狗肠 | | | | |
| | | | 双汇狮子头 | | | | |
| | | | 港式叉烧 | | | | |
| | | | 蜜汁烤香肠 | | | | |
| | | | 上选鸡腿肠 | | | | |
| | | | 智品牛肉肠 | | | | |
| | | | 食享鱼肉肠 | | | | |

资料来源: 开源证券研究所

4、投资建议

双汇发展向上游发展饲料业和养殖业，向下游发展包装业、商业、外贸等，全产业链布局。屠宰和肉类加工为其核心业务。非洲猪瘟爆发后，政策趋严加速不规范的中小屠宰场退出，行业集中度有望进一步提升。双汇发展屠宰场全国布局、经营规范、物流覆盖全国，抗风险能力强，可在行业集中度不断提升的过程中逐步扩大市场份额，享受行业整合红利。

肉制品业务上双汇发展 2019 年提价后肉制品销量一直较为稳定，提价效应会逐渐显现；且根据以往经验，公司对产品提价后不会再因成本变化而降价，因此未来中短期看，本次提价使得公司的利润弹性增大。长期看，双汇发展拟布局养殖业，初步计划采用公司加农户的模式，进一步平滑成本波动，形成养殖、屠宰、肉制品业务的产业闭环，进一步增强产业协同效应。

此外，双汇发展在肉制品业务上持续产品升级，扩展消费场景，如推出面向餐桌消费的双汇筷厨品牌；构建立体化渠道网络；使用新的营销方式，采用数字化媒体、明星代言等。未来随着销售网络布局完善、营销持续创新、产品结构升级，双汇发展的肉制品业务改善可期。

肉制品为民生食品，具有刚需属性，我们认为 2020 年公司受疫情影响可控，考虑到肉制品需求旺盛、提价效应逐渐显现、2020H2 猪价或逐步回落，我们预计 2019-2021 年公司营收分别增长 15.3%、12.6%、5.1%。

表4：收入预测：屠宰业务是主要收入来源

| | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 高温肉制品 | 收入（百万元） | 14659.27 | 16286.45 | 18196.03 | 18929.33 |
| | YOY | 3.66% | 11.10% | 11.73% | 4.03% |
| | 毛利率 | 31.57% | 31.00% | 31.70% | 32.00% |
| 低温肉制品 | 收入（百万元） | 8,516.07 | 8,945.28 | 9,489.15 | 10,164.78 |
| | YOY | -0.01% | 5.04% | 6.08% | 7.12% |
| | 毛利率 | 28.08% | 27.0% | 27.0% | 27.0% |
| 屠宰 | 收入（百万元） | 28,916.77 | 34,639.39 | 39,636.13 | 41,833.95 |
| | YOY | -4.90% | 19.79% | 14.43% | 5.55% |
| | 毛利率 | 9.95% | 10.5000% | 10.00% | 9.70% |
| 其他 | 收入（百万元） | -3,360.70 | -3,696.77 | -4,066.44 | -4,473.09 |
| | YOY | 28.34% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | -15.92% | -15.92% | -15.92% | -15.92% |
| 合计 | 收入（百万元） | 48731.40 | 56174.35 | 63254.86 | 66454.97 |
| | YOY | -3.40% | 15.27% | 12.60% | 5.06% |
| | 毛利率 | 21.41% | 20.81% | 20.46% | 20.42% |

数据来源：wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要肉制品企业煌上煌和上海梅林的估值水平，可发现 2020 年煌上煌和上海梅林的估值水平分别为 25.2、17.3，而双汇发展估值约 19.6 倍 PE，低于行业平均水平。

表5：可比公司估值：双汇发展估值水平仍较低

| 证券代码 | 证券简称 | 最新股价 | 总市值 | EPS | | | PE | | |
|--------|------|------|--------|------|------|------|------|------|------|
| | | 元 | 亿元 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 002695 | 煌上煌 | 19.2 | 98.6 | 0.59 | 0.76 | 0.88 | 32.3 | 25.2 | 21.9 |
| 600073 | 上海梅林 | 8.5 | 79.7 | 0.39 | 0.49 | 0.63 | 21.9 | 17.3 | 13.6 |
| | 平均值 | | | | | | 27.1 | 21.2 | 17.7 |
| 000895 | 双汇发展 | 34.8 | 1155.1 | 1.62 | 1.77 | 1.87 | 21.5 | 19.6 | 18.6 |

数据来源：wind、开源证券研究所

注：除双汇发展外，其他公司均使用 wind 一致预期，股价截止至 2020 年 3 月 20 日

预计 2019-2021 年公司营业收入分别增长 15.3%、12.6%、5.1%，归母净利润分别为 53.8、58.8、62.2 亿元，分别增长 9.5%、9.3%、5.8%，EPS 分别为 1.62、1.77、1.87 元，对应 PE 分别为 22、20、19 倍。往未来展望，猪瘟爆发后政策趋严加速中小屠宰场退出，龙头双汇发展可受益；随着提价效应逐渐显现、2020H2 猪价或逐步回落，公司利润弹性增大；在公司改革与调结构双重作用下，肉制品销量可进一步改善。双汇发展分红率高，是稳健价值投资标的，首次覆盖给予“增持”评级。

表6：双汇发展年度现金分红比率较行业平均高

| 证券简称 | 年度现金分红比率（%） | | | | |
|------|-------------|-------|--------|-------|-------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 食品饮料 | | | | | |
| 平均值 | 28.01 | 21.81 | 29.40 | 33.42 | 40.92 |
| 双汇发展 | 77.35 | 96.92 | 157.30 | 84.03 | 97.35 |

数据来源：wind、开源证券研究所

5、风险提示

食品安全风险、原料价格波动风险。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 10017 | 9761 | 13254 | 15438 | 19117 |
| 现金 | 6163 | 2618 | 6188 | 7133 | 11539 |
| 应收票据及应收账款 | 161 | 162 | 210 | 209 | 231 |
| 其他应收款 | 10 | 33 | 17 | 39 | 20 |
| 预付账款 | 75 | 64 | 97 | 84 | 106 |
| 存货 | 2928 | 4228 | 4085 | 5318 | 4565 |
| 其他流动资产 | 679 | 2657 | 2657 | 2657 | 2657 |
| 非流动资产 | 13073 | 12587 | 13638 | 14433 | 14170 |
| 长期投资 | 176 | 178 | 194 | 212 | 229 |
| 固定资产 | 11569 | 11165 | 12212 | 13055 | 12876 |
| 无形资产 | 1005 | 942 | 917 | 860 | 799 |
| 其他非流动资产 | 323 | 302 | 315 | 306 | 266 |
| 资产总计 | 23089 | 22348 | 26892 | 29871 | 33287 |
| 流动负债 | 7407 | 8131 | 8887 | 9168 | 9344 |
| 短期借款 | 1942 | 2322 | 2322 | 2322 | 2322 |
| 应付票据及应付账款 | 1848 | 1928 | 2459 | 2503 | 2712 |
| 其他流动负债 | 3617 | 3880 | 4106 | 4343 | 4309 |
| 非流动负债 | 215 | 218 | 217 | 216 | 215 |
| 长期借款 | 5 | 5 | 4 | 4 | 2 |
| 其他非流动负债 | 210 | 213 | 213 | 213 | 213 |
| 负债合计 | 7622 | 8349 | 9104 | 9385 | 9559 |
| 少数股东权益 | 850 | 1025 | 1228 | 1448 | 1685 |
| 股本 | 3300 | 3300 | 3319 | 3319 | 3319 |
| 资本公积 | 1885 | 1925 | 1925 | 1925 | 1925 |
| 留存收益 | 9434 | 7726 | 11248 | 15095 | 19169 |
| 归属母公司股东权益 | 14617 | 12974 | 16561 | 19038 | 22043 |
| 负债和股东权益 | 23089 | 22348 | 26892 | 29871 | 33287 |

| 现金流量表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 5650 | 5195 | 7198 | 5996 | 8244 |
| 净利润 | 4511 | 5076 | 5584 | 6101 | 6458 |
| 折旧摊销 | 957 | 976 | 821 | 933 | 1013 |
| 财务费用 | 55 | 55 | 65 | 36 | -6 |
| 投资损失 | -74 | -48 | -60 | -55 | -57 |
| 营运资金变动 | -120 | -1397 | 833 | -959 | 902 |
| 其他经营现金流 | 322 | 532 | -45 | -60 | -66 |
| 投资活动现金流 | -402 | -2251 | -1767 | -1613 | -627 |
| 资本支出 | 527 | 515 | 1035 | 777 | -280 |
| 长期投资 | 0 | -1848 | -16 | -17 | -17 |
| 其他投资现金流 | 125 | -3583 | -749 | -854 | -924 |
| 筹资活动现金流 | -2481 | -6357 | -1860 | -3439 | -3211 |
| 短期借款 | 887 | 380 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -1 | -0 | -1 | -1 | -1 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 20 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 54 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -3421 | -6776 | -1879 | -3438 | -3209 |
| 现金净增加额 | 2768 | -3412 | 3570 | 944 | 4406 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 50447 | 48767 | 56216 | 63302 | 66504 |
| 营业成本 | 40907 | 38324 | 44517 | 50351 | 52922 |
| 营业税金及附加 | 346 | 343 | 396 | 446 | 468 |
| 营业费用 | 2402 | 2632 | 2811 | 3197 | 3392 |
| 管理费用 | 1128 | 1129 | 1124 | 1266 | 1264 |
| 研发费用 | 0 | 73 | 84 | 95 | 100 |
| 财务费用 | 55 | 55 | 65 | 36 | -6 |
| 资产减值损失 | 331 | 385 | 407 | 479 | 492 |
| 其他收益 | 0 | 259 | 65 | 80 | 75 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 30 | 15 | 23 | 19 |
| 投资净收益 | 74 | 48 | 60 | 55 | 57 |
| 资产处置收益 | 78 | 43 | 30 | 38 | 47 |
| 营业利润 | 5547 | 6347 | 6981 | 7628 | 8071 |
| 营业外收入 | 242 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 营业外支出 | 30 | 29 | 31 | 32 | 31 |
| 利润总额 | 5759 | 6332 | 6965 | 7609 | 8054 |
| 所得税 | 1249 | 1255 | 1381 | 1508 | 1597 |
| 净利润 | 4511 | 5076 | 5584 | 6101 | 6458 |
| 少数股东损益 | 191 | 162 | 202 | 221 | 237 |
| 归属母公司净利润 | 4319 | 4915 | 5382 | 5880 | 6221 |
| EBITDA | 6649 | 7370 | 7795 | 8484 | 8928 |
| EPS(元) | 1.30 | 1.48 | 1.62 | 1.77 | 1.87 |

| 主要财务比率 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -2.7 | -3.3 | 15.3 | 12.6 | 5.1 |
| 营业利润(%) | -0.2 | 14.4 | 10.0 | 9.3 | 5.8 |
| 归属于母公司净利润(%) | -1.9 | 13.8 | 9.5 | 9.3 | 5.8 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 18.9 | 21.4 | 20.8 | 20.5 | 20.4 |
| 净利率(%) | 8.6 | 10.1 | 9.6 | 9.3 | 9.4 |
| ROE(%) | 29.2 | 36.3 | 31.4 | 29.8 | 27.2 |
| ROIC(%) | 26.7 | 33.2 | 29.4 | 28.2 | 25.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 33.0 | 37.4 | 33.9 | 31.4 | 28.7 |
| 净负债比率(%) | -26.3 | -1.1 | -20.9 | -22.8 | -38.3 |
| 流动比率 | 1.4 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 2.0 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 2.3 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 2.1 |
| 应收账款周转率 | 313.3 | 302.3 | 302.3 | 302.3 | 302.3 |
| 应付账款周转率 | 19.7 | 20.3 | 20.3 | 20.3 | 20.3 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.30 | 1.48 | 1.62 | 1.77 | 1.87 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.70 | 1.57 | 2.17 | 1.81 | 2.48 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.40 | 3.91 | 4.98 | 5.73 | 6.64 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.7 | 23.5 | 21.5 | 19.6 | 18.6 |
| P/B | 7.9 | 8.9 | 7.0 | 6.1 | 5.2 |
| EV/EBITDA | 16.9 | 15.5 | 14.3 | 13.0 | 11.9 |

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|----------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835