

屠宰业强者恒强，肉制品发展空间广阔

——双汇发展（000895）深度报告

王言海、熊航

核心观点：屠宰业强者恒强，肉制品发展空间广阔

· 核心逻辑一：屠宰业强者恒强，公司规模行业领先，将充分受益集中度提升

(1) 头部企业占比较低，行业集中度提升潜力较大。我国屠宰行业的头部企业市占率大幅低于美国、丹麦等发达国家，未来将率先受益于市场集中度提升。(2) 公司目前是国内最大屠宰企业，生猪屠宰能力仍在稳步提高。2020年双汇生鲜冻品收入规模达到第二名企业2倍以上，大幅领跑屠宰行业；生鲜冻品毛利率大幅高于同业，竞争力不断提高。(3) 全国化布局完成，屠宰基地遍布全国。目前公司已经在全国建立屠宰产能2300万头，产能规模全国领先，可快速承接生猪屠宰业务的扩张。

· 核心逻辑二：产品结构持续升级，低温肉制品市场广阔

(1) 公司低温肉制品份额仍有上升空间。双汇低温肉制品市占率在15%左右，市场份额超过后十位竞争对手总和，美国CR5市占率38.67%，行业集中度仍有上升空间。(2) 高温产品领先市场，地位稳固。高温肉制品中，双汇以63%的市占率遥遥领先，处于领先地位。(3) 持续新品开发提升市场竞争力。双汇具有较强的研发能力，目前已经开发超过1000个产品，每年新品销量占比高于销量的10%。

· 核心逻辑三：2021年库存拖累业绩，未来库存管理将利于业绩复苏

猪肉价格下行导致库存亏损是21年业绩不佳主要原因。(1) 2020年10月猪肉价格见顶，2021年猪肉价格大幅下跌导致库存较大，拖累利润实现。(2) 原材料减值准备及产成品出库实亏拖累2021年业绩。由于2021年猪肉价格大幅下跌，库存原材料被迫计提减值准备，同时产成品在出库过程中产生的亏损将计入当期损益。(3) 2021年公司通过滚动出库的方式消化产成品库存亏损。2021年末，公司产成品库存为36.37亿元，同比-33.09%，产成品库存正逐步缩小。(4) 公司2021Q4大幅降低罗特克斯进口肉的采购，缓解库存压力。

· 核心逻辑四：向上游扩张养殖业务，进一步加强上下游一体化

公司2020年定向发行股票，募资投向肉鸡产业化及生猪养殖项目。上述养殖项目将进一步加强公司对肉制品原料成本的控制力，实现从上游养殖到下游肉制品加工的全产业链布局，加强各业务板块的协同能力。

· 投资建议

目前股价对应22-24年PE为16/14/13倍。预计未来生猪生产集中度将有所提高，猪肉价格低迷的局面将得到改善，公司屠宰业务高开工率将得到维持，生鲜产品收入有望恢复增长；肉制品业务将保持良好的成长性，维持“推荐”评级。

· 风险提示

屠宰业务毛利率下滑超预期，肉制品业务发展不及预期，食品安全问题等。



01

公司介绍：我国屠宰和肉制品行业的龙头企业

02

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

03

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

04

养殖业务：向上游扩张，进一步加强上下游一体化

05

收入拆解与盈利预测

06

风险提示

CONTENTS

目录



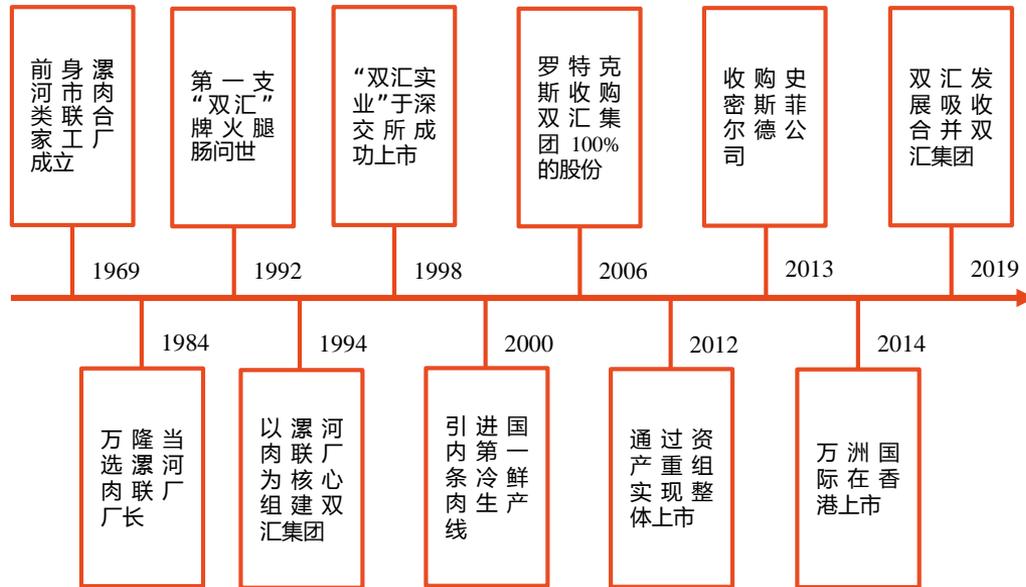
01. 公司介绍：我国屠宰和肉制品行业的龙头企业

公司介绍：我国屠宰和肉制品行业的龙头企业

国内最大的屠宰和肉制品加工企业

- 双汇发展成立于1998年，总部位于河南省漯河市，是国内最大的肉类供应商。目前双汇在全国19个省（市）建有30个现代化肉类加工基地和配套产业，形成了饲料、养殖、屠宰、肉制品加工、新材料包装、冷链物流、连锁商业等完善的产业链，年产销肉类产品近400万吨，拥有100多万个销售终端，品牌价值连续多年居中国肉类行业第一位。

双汇发展发展历程

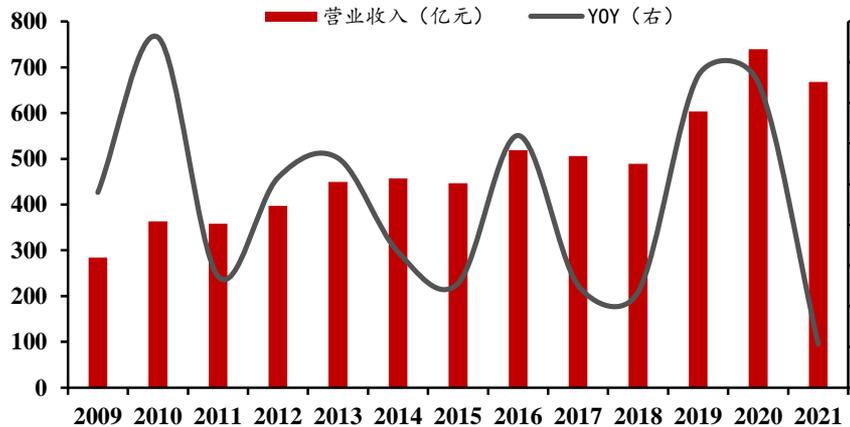


资料来源：公司公告，民生证券研究院

➤ 主营屠宰、肉制品加工两大业务

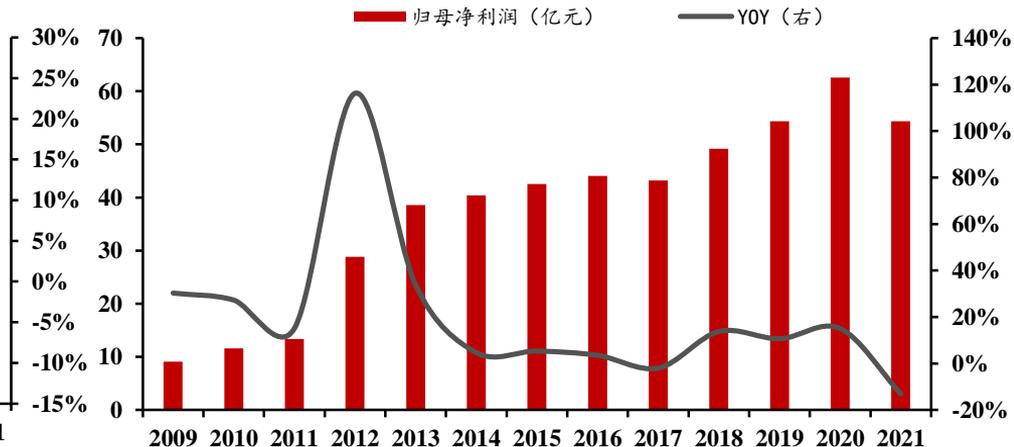
- **稳健的收入、利润增长。**2009-2021年，公司收入增长稳健，营业收入复合增长率为8.13%；公司利润增速较快，盈利能力明显改善，归母净利润复合增长率高达20.05%，净利率也从2009年的3.20%提升到2021年的8.14%。
- **猪周期对业绩影响仍然明显。**2019/2020年受益于猪周期上行，营业收入增速高达+23.33%/+22.5%；同时受益于罗特克斯大量平价进口肉应用，增厚肉制品利润，利润增速为+10.64%/+15.04%。2021年受猪周期下行影响，营收增速下滑明显，为-9.65%；利润受库存猪肉导致出库损失和存货减值准备计提，增速为-13.07%

公司营业收入变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司归母净利润变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

01

公司介绍：我国屠宰和肉制品行业的龙头企业

➤ 屠宰业务贡献收入，肉制品业务贡献利润

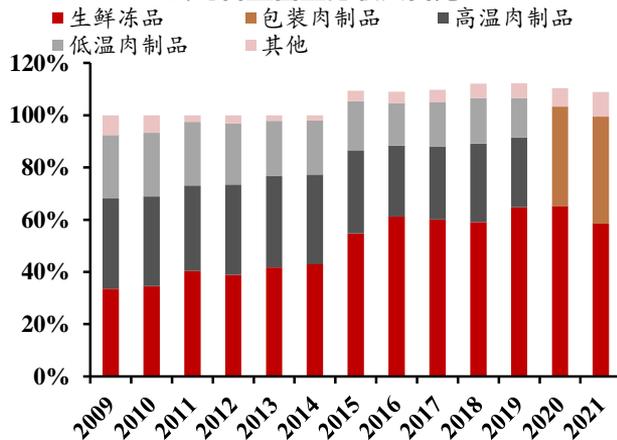
- 主营屠宰和肉制品加工业务，屠宰业务贡献主要收入。**自2009年至今屠宰业务收入占比不断上升，从2015年开始占总收入的一半以上，肉制品加工业务收入占比呈下滑趋势，2021年屠宰业务实现收入390.73亿元，占总收入58.49%，肉制品加工业务收入273.51亿元，占总收入的40.95%，由于存在内部抵消，因此屠宰业务+肉制品业务+其他业务收入比重>100%。

双汇主要产品系列

系列名称	产品		
高温系列	双汇王中王	双汇肉花肠	双汇俄式香肠
低温系列	双汇热狗肠	双汇切片火腿	双汇培根
生鲜肉系列	双汇五花肉	双汇里脊肉	双汇猪蹄

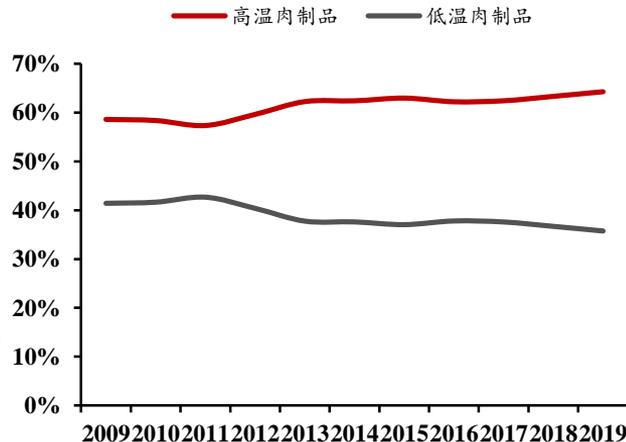
资料来源：民生证券研究院整理

公司各主营业务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

高温、低温业务收入占肉制品业务收入比重



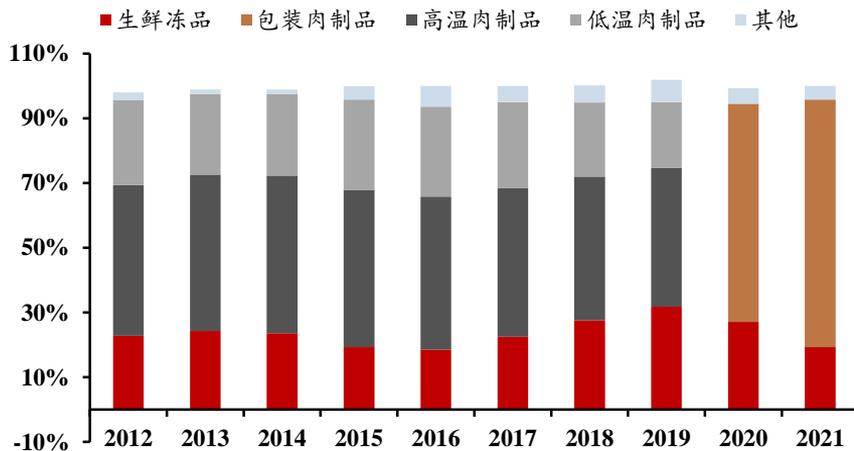
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司介绍：我国屠宰和肉制品行业的龙头企业

➤ 屠宰业务贡献收入，肉制品业务贡献利润

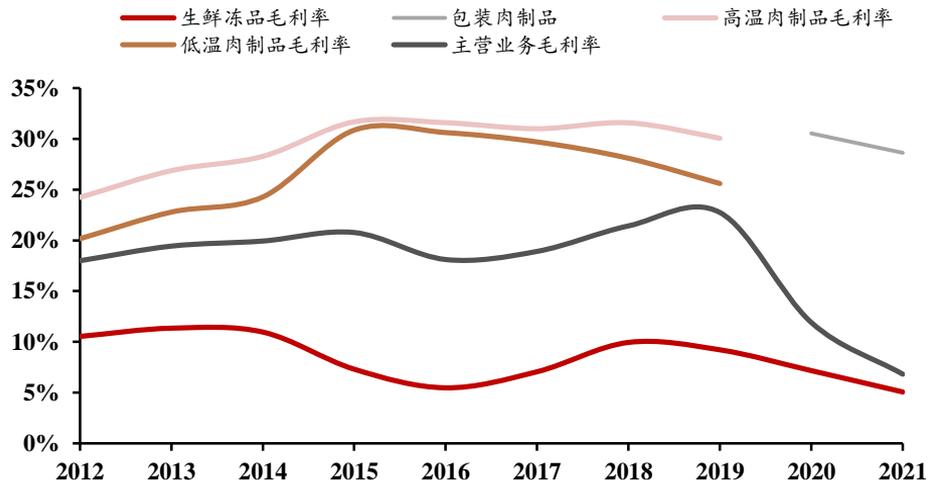
- 肉类加工业务贡献主要利润，盈利能力更优。2012~2021年，肉类加工业务的毛利占总毛利的平均比重在71.81%左右，其中高温肉制品业务贡献公司主要毛利，2012~2019年平均占比为46.58%，低温肉制品平均占比25.21%。2012~2021年公司屠宰业务毛利贡献平均占比为23.69%。从毛利率上看，肉制品加工业务毛利率明显高于屠宰业务，以2019年为例，高温业务、低温业务和屠宰业务毛利率分别为30.05%、25.59%、9.22%。

公司各主营业务毛利占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司各主营业务毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司介绍：我国屠宰和肉制品行业的龙头企业

➤ 股权结构清晰化，管理团队年轻化

- 双汇发展的母公司万洲国际于2014年在香港上市，是全球最大的猪肉食品企业，业务涵盖生猪养殖、生猪屠宰、肉制品和生猪鲜肉的加工和销售等，不仅是双汇发展的控股股东，同时还拥有史密斯菲尔德食品公司，以及泛欧最大的肉制品公司Campofrio Food Group 37%的股份。
- **公司实际控制人为兴泰集团，其受益人为双汇集团及其关联企业的相关员工。**兴泰集团通过雄域投资间接持有万洲国际35.94%的股份，万洲国际通过罗特克斯间接持有双汇发展73.41%的股权，因此兴泰集团实际持有双汇发展26.38%的股份，是公司的实际控制人。
- **两次资产重组优化了公司治理结构。**从2010年开始，双汇开始推进重大资产重组，但受2011年“瘦肉精”事件影响发生调整，2012年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公司，同时双汇发展将持有的双汇物流85%股权置出，至此，双汇发展实现了主业资产整体上市。2019年双汇发展向双汇集团的唯一股东罗特克斯以发行股份的方式实现了对双汇集团的吸收合并，注销了双汇集团的法人资格，罗特克斯成为了双汇发展的控股股东，持股73.41%，使双汇的股权结构更加清晰，有望提升公司决策效率。

双汇发展股权结构



公司介绍：我国屠宰和肉制品行业的龙头企业

➤ 股权结构清晰化，管理团队年轻化

- **高管不断调整，构建更年轻化的管理团队。**自2017年12月份开始，公司多次进行人事调整，聘任了多名具有多年基层和中层管理经验的70后高管，管理团队越发年轻化，为公司发展注入了活力。

双汇发展现任核心管理层情况介绍

姓名	职务	任职日期	出生年份	主要情况介绍
万隆	董事长	2012年8月	1940	高级经济师,九届、十届、十一届、十二届全国人大代表。曾任河南省漯河市肉类联合加工厂厂长、中国肉类协会常务理事、高级顾问,在肉类加工行业拥有逾40年经验。现任万洲国际有限公司执行董事、主席兼行政总裁、河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司和本公司董事长,亦担任本公司若干附属公司的董事
万宏伟	副董事长	2018年8月	1973	曾任双汇集团香港分公司主任、双汇集团进出口公司副经理、双汇集团董事长秘书、万洲国际公关关系部经理、万洲国际董事长助理,现任万洲国际董事长助理
马相杰	董事	2018年8月	1972	曾任公司香辅料分厂技术员、厂长、漯河双汇海樱调味料食品有限公司总经理、漯河天瑞生化有限公司总经理、生鲜品事业部生产副总经理、综合事业部总经理、漯河双汇食品销售有限公司董事总经理、生鲜品事业部总经理、公司副总裁,现任公司总裁、董事、兼任万洲国际有限公司执行董事,亦担任公司若干附属公司的董事长和董事
郭丽军	董事	2021年8月	1970	1970年出生,大专学历。曾任河南省漯河市肉类联合加工厂财务处会计,漯河连邦化学有限公司PVDC公司财务部主任,河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司财务中心副主任,主任和财务总监,双汇发展常务副总裁,万洲国际有限公司副总裁,财务总监。现任万洲国际有限公司执行董事,常务副总裁兼首席财务官(CFO),亦担任万洲国际有限公司若干附属公司董事,悦昌企业有限公司和运昌控股有限公司董事。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

02. 屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 屠宰业法规日渐完善，利好头部企业生产经营

- 我国屠宰行业相关法规经过多轮演进，头部企业合规经营优势逐步显现。我国屠宰业起步于上世纪50年代，经过几十年的发展，相关法律法规日趋完善，头部企业的合规经营优势逐步显现。
- ① **传统管理时期（1950~1954年）**：1950年代处于建国初期，屠宰业相关法律法规较少，屠宰方式延续传统方法，主要是手工操作；肉品检验只检查胴体、不检内脏和头蹄；检验项目严重不全。
- ② **计划经济模式管理时期（1955~1985年）**：该时期屠宰业监管由商业部、农业、卫生、畜牧兽医等部门相互配合。其中商业部统一领导屠宰场及场内卫生工作，将分散在农业、卫生、供销、外贸等部门的屠宰场划归商业部所属的食品公司及分支机构统一领导，统一管理；卫生部门对屠宰场的建筑、设备、环境卫生、肉品加工、储运和销售方面的卫生情况进行监督和指导；畜牧兽医部门对屠宰场的兽医工作进行监督和指导。
- ③ **市场经济初期粗放式管理时期（1986-1997年）**：该时期生猪屠宰由国营食品公司独家经营转变为多种经济主体、多渠道共同经营。由于缺乏相关的法律法规，各种问题陆续出现，比如个体屠宰户泛滥，病害肉大量上市、环境污染、机械化程度低等。
- ④ **依法规范经营时期（1998—至今）**：1998年国务院颁布《生猪屠宰管理条例》，规范生猪屠宰行为，提高生猪产品质量，保障人民吃肉安全。2010年商务部制订《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010 - 2015年）》明确要求行业加强规模化、品牌化。2016年农业部制订《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》，要求推进“就近屠宰、冷链配送”经营方式，减少生猪疫病传播。2017年环保部发布《固定污染源排污许可分类管理名录（2017年版）》，规范屠宰业污染治理。2018年农业农村部发布《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》，要求加强屠宰企业无害化处理，并要求不得批准年屠宰生猪15万头（70头/小时）及以下的屠宰建设项目。中小屠宰企业将加速出局，利于行业集中度的进一步提升。

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 屠宰业监管法规不断完善

屠宰业核心监管法规及内容

时间	发布单位	政策法规	相关内容
1998	国务院	生猪屠宰管理条例	1. 明确除农村地区自宰自食外，未经定点，任何单位和个人不得从事生猪屠宰活动。2. 完善了生猪定点屠宰制度。将生猪定点屠宰厂（场）设置规划修改为生猪屠宰产业发展规划。
2010	商务部	全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010—2015年）	1. 要求行业集中度进一步提升，规模化、品牌化经营发展壮大。2. 到2015年，在全国生猪主产区培育一批年屠宰量在100万头以上的大型定点屠宰厂（场），其屠宰量占全国的比重逐步提升。3. 到2013年，争取县城以上城区猪肉小包装销售比例由目前的10%提升至15%，冷鲜肉市场份额由目前的10%提升至20%，到2015年上述比例分别达到20%和30%左右。4. 到2013年，全国手工和半机械化等落后的生猪屠宰产能淘汰30%，到2015年淘汰50%，其中大城市和发达地区力争淘汰80%左右。”
2016	农业部	全国生猪生产发展规划（2016-2020年）	1. 推进“就近屠宰、冷链配送”经营方式，提高综合生产能力和市场竞争力。2. 减少生猪疫病传播，推进就近屠宰，减少长距离跨省调运；降低生猪调运成本；通过养殖、屠宰“产销衔接，场厂挂钩”，解决养殖企业生猪销售后顾之忧，同时也为屠宰企业提供稳定猪源。
2017	环境保护部	固定污染源排污许可分类管理名录（2017年版）	年屠宰生猪10万头及以上、肉牛1万头及以上、肉羊15万头及以上、禽类1000万只及以上的适用排污许可技术规范。
2018	农业农村部	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	1. 严格生猪入厂。屠宰企业要加强生猪贩运经纪人和代宰户管理，签订质量安全承诺书、代宰协议，明确质量安全责任。2. 严格检验检疫。3. 严格无害化处理。4. 严格日常消毒。5. 严格猪血处置。6. 严格执行国家发展改革委《产业结构调整指导目录（2011年本）》（2013年修正），不得批准年屠宰生猪15万头（70头/小时）及以下的屠宰建设项目。”

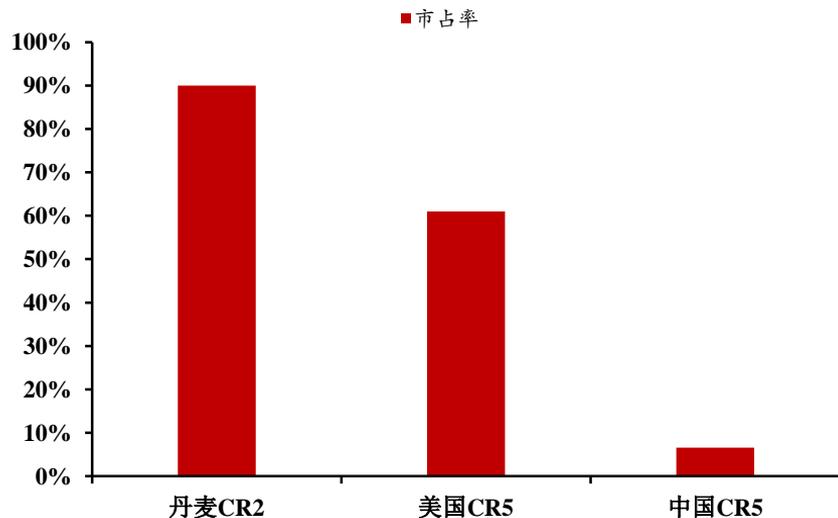
资料来源：民生证券研究院整理

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 国外屠宰业集中度较高，我国仍然处于较低水平

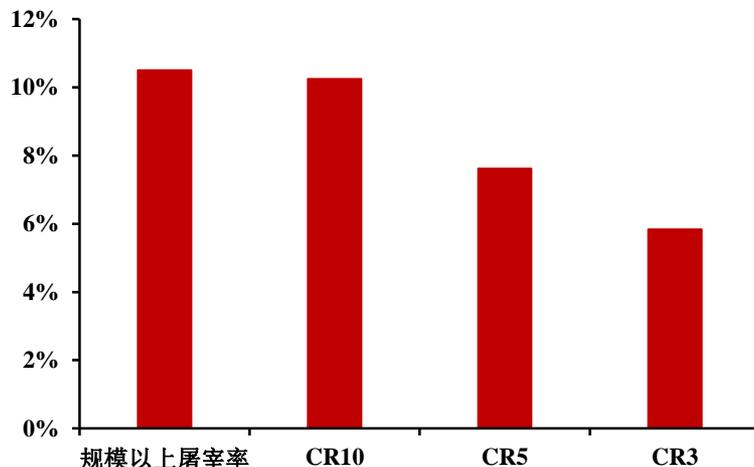
- 与国际对比，我国屠宰行业的头部企业市占率仍然较低。尽管1998年我国就开始推行定点屠宰，但是屠宰行业仍然处于极为分散的状态。目前我国的屠宰行业CR5仅7.62%，远低于丹麦CR2的90%和美国CR5的61%水平。

2018年国际屠宰集中度对比



资料来源：猪e网，民生证券研究院

2018年国内屠宰行业头部企业集中度



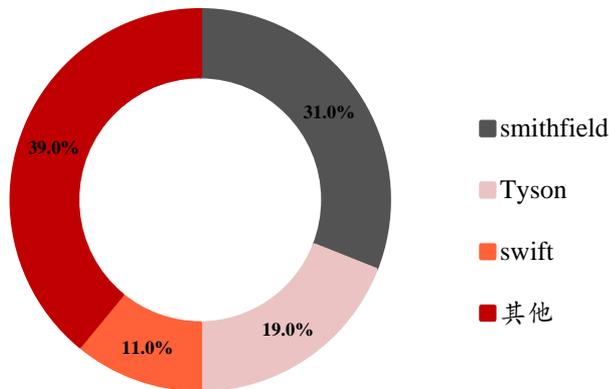
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 头部企业占比较低，行业集中度提升潜力较大

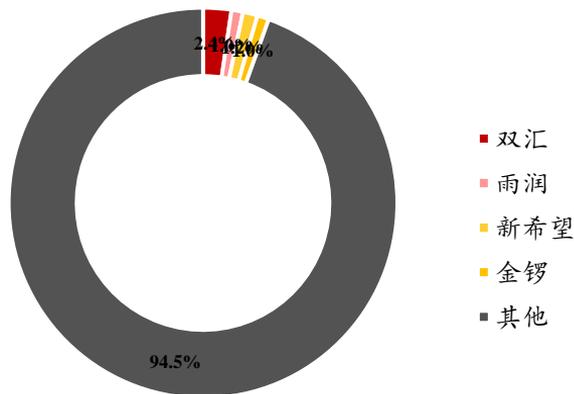
- 西方国家成熟市场屠宰行业基本被寡头垄断，国内市场格局仍然极其分散。丹麦市场屠宰市场集中度最高，份额被Danish Crown（80%）和Tican（10%）两强瓜分。美国屠宰市场主要被三大寡头瓜分，其中Smithfield为最大的屠宰企业，市占率达31%、Tyson市占率达19%、Swift市占率为11%。
- 中国屠宰市场格局目前极其分散，2018年双汇发展屠宰生猪1631万头，市占率仅2.35%；雨润食品屠宰生猪约661万头，市占率仅0.95%；新希望生猪屠宰产能850万头，实际产能利用率仍未饱和，市占率不足1%。因此，国内屠宰行业市场集中度仍有很大的提升空间。

2018年美国头部屠宰企业市占率



资料来源：华经情报网，民生证券研究院

2018年国内屠宰行业头部企业集中度

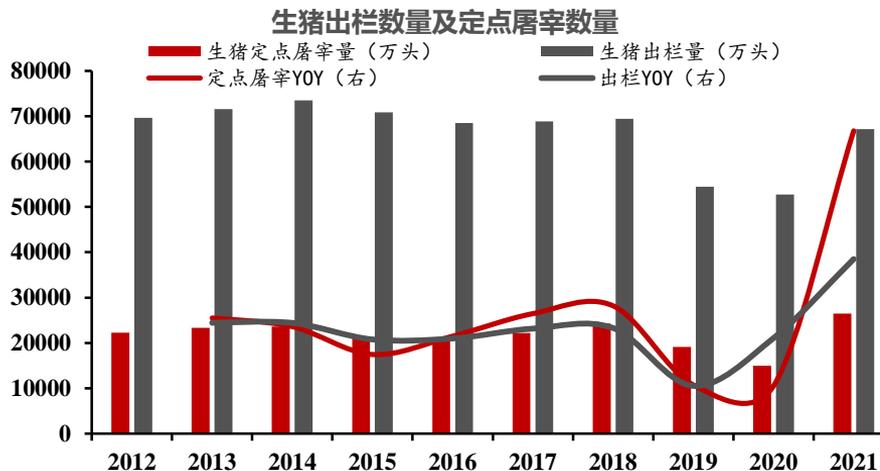


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 定点屠宰率缓慢提升

- 国内定点屠宰率缓慢提升，定点屠宰场数量下降，市场集中度稳步提升。2019年，我国生猪出栏量达到5.44亿头，受非洲猪瘟影响，出栏量同比-21.57%。出栏生猪在定点屠宰场宰杀1.80亿头，同比-25.65%，定点屠宰占比达到33.13%。2020年我国生猪出栏量5.27亿头，同比-3.15%；定点屠宰1.50亿头，同比-21.63%。2021年我国生猪出栏6.71亿头，同比+27.37%；定点屠宰2.65亿头，同比+76.80%。总体看，定点屠宰比例与出栏量高度相关。
- 2012年我国的定点屠宰生猪比率为32.01%，至2021年定点屠宰生猪比率为39.46%，定点屠宰率稳步上行，去除非洲猪瘟疫情影响，正常年份下我国目前生猪屠宰比率已超过35%。



资料来源：国家统计局，民生证券研究院



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 定点屠宰企业数量下降，行业集中度提升

- 根据Frost&Sullivan估算，我国定点屠宰企业数量从2010年的2.34万家，下降到2020年的0.18万家左右，10年间数量将下滑93%，**头部屠宰企业的市场份额和竞争力将明显提升，中小型屠宰企业或将逐步退出市场。**

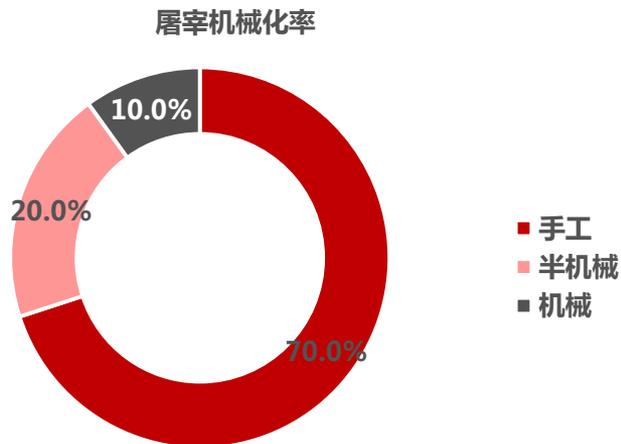


资料来源：Frost&Sullivan，中粮肉食公告，民生证券研究院

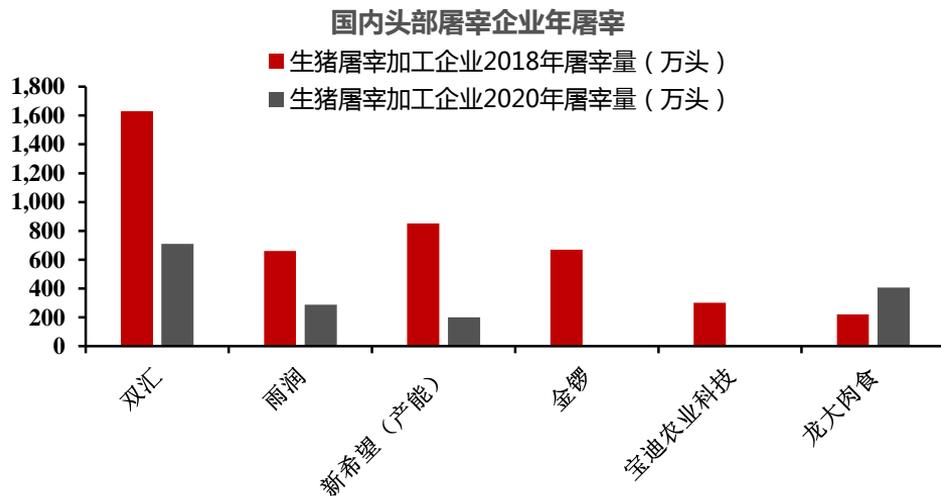
屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 屠宰机械化率仍然有待提高

- 屠宰头部企业的屠宰量及屠宰机械化率水平仍有待提高。目前我国屠宰行业的机械化处理生猪的比例仅为10%，半机械半手工方式占比为20%，仍有70%左右的生猪屠宰依靠手工方式处理，处理机械化率较低。头部企业中仅双汇发展的生猪屠宰量在2018年达到1600万头以上，其他企业的生猪屠宰量均在1000万头以下，产能利用率仍然较低。



资料来源：华经情报网，民生证券研究院



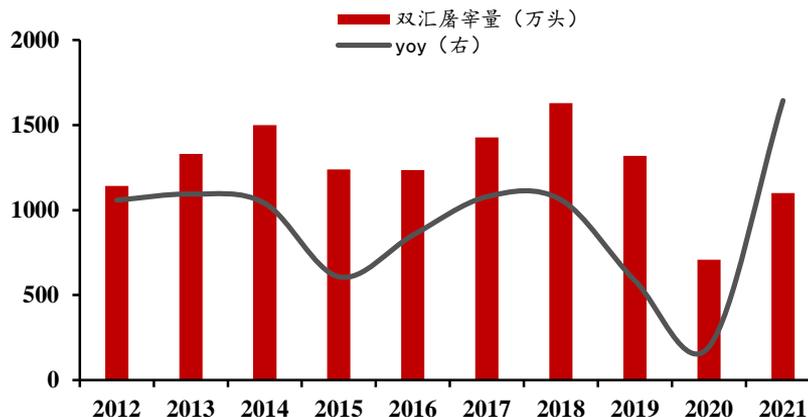
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 公司生猪屠宰量长期处于提升态势，短期受猪周期影响较大

- 公司目前是国内最大的屠宰企业，2015年以来生猪屠宰能力仍在稳步提高。公司2018年共屠宰生猪1630万头，同比+14.27%；2015年以来，公司生猪屠宰量逐年上升，从1239万头上升至1630万头。尽管2018年非洲猪瘟疫情爆发以来，屠宰业面临行业性经营压力，但公司屠宰量仍维持增长势头，2019H1公司共屠宰生猪857.79万头，同比+3.67%。
- 2019H2及2020年受疫情影响，公司生猪屠宰量出现明显下滑，2019/2020公司分别屠宰生猪1320/709万头，同比分别-19.05%/-46.27%，屠宰业务开工率处于较低水平。以年报披露的2300万头屠宰产能看，2016/2017年等出栏量较高的年份，产能利用率能到53.70%/62.40%的高水平，考虑到猪肉消费的淡旺季，旺季实际产能利用率将更高。2020/2021年在出栏量底部，产能利用率水平较低，仅为30.83%/47.83%。

双汇生猪屠宰量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

双汇产能利用率



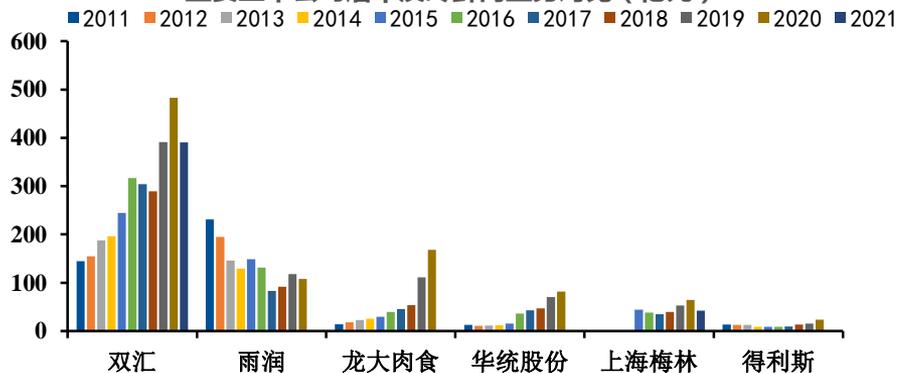
资料来源：公司公告，民生证券研究院

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

公司屠宰业务体量已大幅超越同行业公司

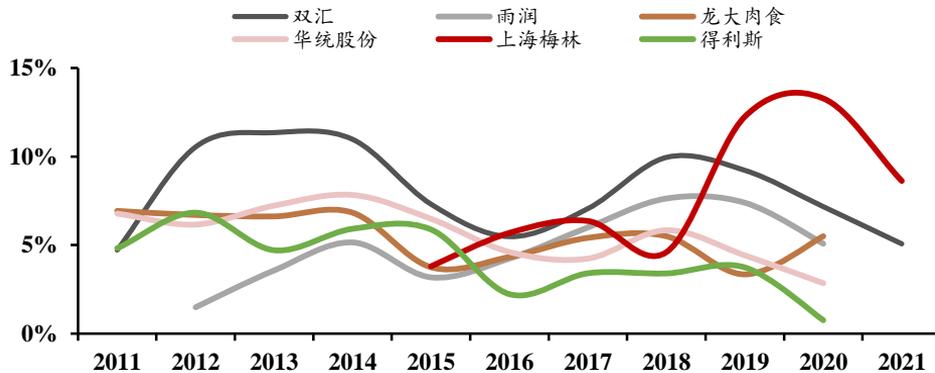
- 双汇生鲜冻品收入规模已达到第二名企业2倍以上，大幅领跑屠宰行业。2020年，公司生鲜冻品业务板块营收482.67亿元，领跑屠宰行业。雨润食品冷鲜肉及冷冻肉板块营收107.96元，不及公司营收规模的一半。其他上市公司方面，2020年龙大肉食冷鲜肉板块营收167.88亿元；华统股份生鲜猪肉板块营收81.87亿元；上海梅林冷鲜猪肉板块营收64.60亿元；得利斯冷却肉及冷冻肉业务营收23.24亿元，均大幅低于双汇营收规模。
- 双汇生鲜冻品业务毛利率大幅高于同业公司，竞争力在行业集中过程中得到强化。2020年公司生鲜冻品毛利率7.17%，大幅高于行业内上市公司生鲜肉板块5.77%的平均水平，雨润/龙大肉食/华统股份/上海梅林/得利斯屠宰及冷鲜肉相关板块毛利润率仅为5.08%/5.50%/2.85%/13.28%/0.76%。公司屠宰业务板块在规模和毛利率方面均大幅领先于行业，具备极强的行业竞争力。

主要上市公司屠宰及冷鲜肉业务对比（亿元）



资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

主要上市公司毛利率对比



资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 公司屠宰全国化布局基本完成，下游分销网络建设完善

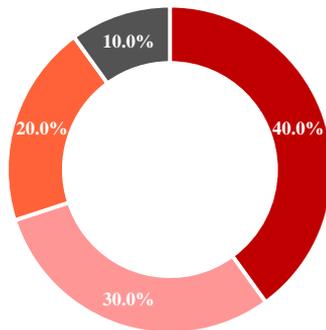
- 全国化布局完成，屠宰基地遍布全国。**目前公司已经在全国建立15个现代化屠宰基地，年生猪屠宰能力2300万头，产能规模全国领先，可快速承接生猪屠宰业务的扩张。目前全国建立的屠宰基地主要布局在黑龙江（宝泉岭、望奎）、辽宁（阜新）、河北（唐山）、河南（郑州、漯河、济源）、山东（德州）、湖北（武汉、宜昌）、江苏（淮安）、浙江（金华）、江西（南昌）、四川（绵阳）、广东（清远）。同时，公司提出六大区域发展战略：围绕沈阳开发东北、围绕北京开发京津冀、围绕河南开发中部、围绕上海开发长三角、围绕广东开发珠三角、围绕重庆开发西南地区。目前公司已在上述地区深度布局。
- 公司渠道及分销网络建设完备，下游承接产能扩张能力强。**2017年底，公司生鲜猪肉产品的分支销售机构已达6.1万个。2018年，公司生鲜品提出“建网络、扩鲜销，大进大出上规模”的经营方针，加密区域市场的销售网络，进一步加快新渠道建设和现有渠道的维护。目前公司生鲜产品约40%的销量通过双汇特许店销售；30%的销量通过大中型商超销售；20%的销量通过农贸市场销售；仅10%左右的销量直接供应餐饮渠道及加盟商。

双汇生产基地分布



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2017年冷鲜肉销量占比



- 特约店
- 大中型商超
- 农贸市场
- 餐饮及加盟商

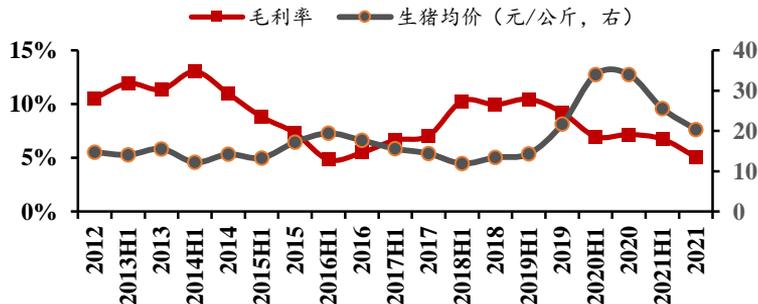
资料来源：公司公告，民生证券研究院

屠宰业务：公司规模领先行业，充分受益集中度提升

➤ 生猪存栏处于低位，未来产能恢复将增厚屠宰板块业绩表现

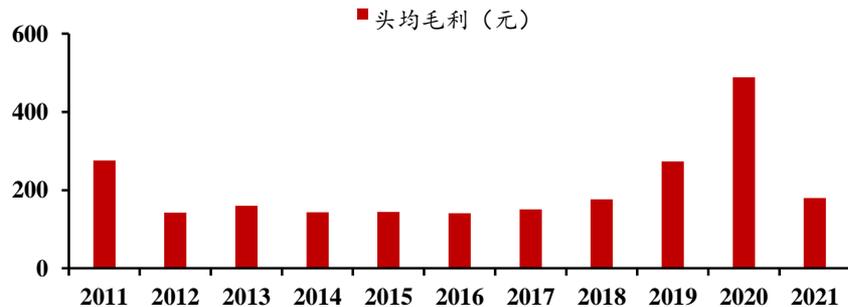
- 2012~2019年，屠宰业务毛利率水平与猪价成明显负相关波动；2020年后屠宰毛利率波动方向与猪价一致。**从屠宰业务的产业链位置看，其上游是生猪养殖，下游是肉类消费，生猪价格、猪肉价格、屠宰量、鲜销率等指标都是影响公司屠宰业务盈利状况的因素。生猪价格及猪肉价格直接决定公司屠宰业务的生产成本和销售价格，是最核心的影响因素。从历史经验看，猪价下行期，生猪供应充足，企业谈判能力较强，产能利用率上升，毛利率随之上升；猪价上行期，生猪供应紧张，企业开工率不足，且价格谈判能力不强，因此毛利率下滑。2020年以来，由于生猪产能波动过快，公司屠宰业务毛利率恢复预计将有所滞后。
- 目前生猪价格处于历史高位，存栏量处于低位，未来生猪存栏恢复后，出栏量上升将小幅提高屠宰业务毛利率。**2014~2016年，猪价进入上行区间，公司屠宰业务的毛利率水平逐年下滑；2016年以来，生猪均价进入下行阶段，公司屠宰业务毛利率出现稳步回升，二者的负相关关系较为明显。2018年受非洲猪瘟影响，局部地区清栏需求快速上升，屠宰业务量增加，因此2018H2以后公司毛利率与生猪均价未呈现明显的负相关。经过疫情打击，2019~2020H1全国生猪存栏量快速下滑并处于低位。2020H2，生猪供给大幅提高，生猪屠宰需求也将随之上升，但屠宰业务恢复速度之后与生猪价格波动，预计2022年公司屠宰板块毛利率水平有望小幅提高，从而增强屠宰业务板块业绩表现。

公司屠宰业务毛利率及生猪均价



资料来源：公司公告，民生证券研究院

屠宰业务头均毛利水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

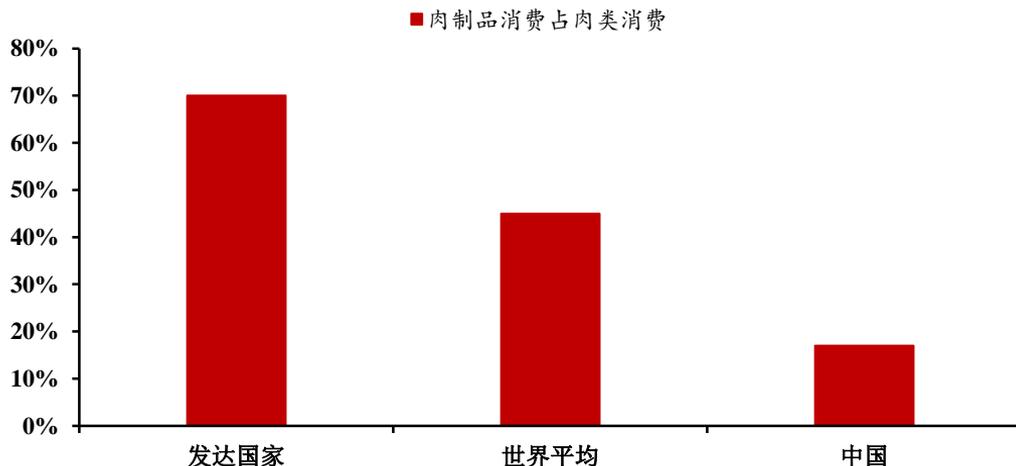
03. 肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 我国肉制品消费比例仍然较低

- 肉制品是指用畜禽肉为主要原料，经调味制作的熟肉制成品或半成品，如香肠、火腿、培根、酱卤肉、烧烤肉等。我国肉类消费主要以鲜肉为主，占83%左右，肉制品消费量占比很低，仅为17%，远低于45%的世界平均水平，肉制品消费仍有很大增长空间。

肉制品消费占肉类消费比例



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

低温肉制品是产品发展的主要趋势

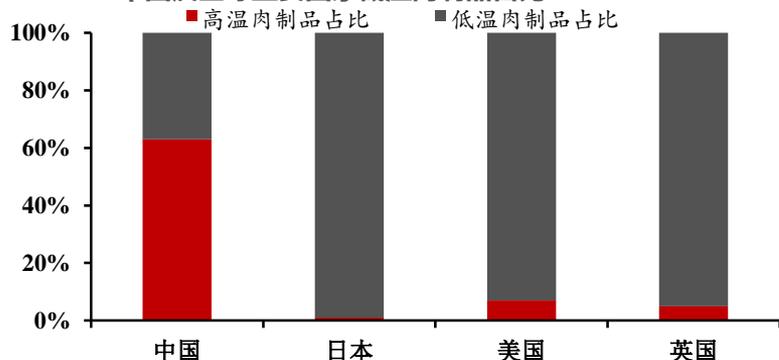
肉制品消费仍有升级空间，低温肉制品消费占比较低

- 根据热杀菌温度工艺不同，肉制品分为高温肉制品和低温肉制品。高温肉制品指经过121℃高温蒸煮的肉制品，低温肉制品指在较低杀菌温度进行巴氏杀菌的肉制品。低温肉制品由于杀菌不彻底，需冷藏存放、冷链销售，成本较高。和发达国家不同，目前我国肉制品市场以高温肉制品为主，高温肉制品消费量占总消费量60%左右。未来随着居民生活水平提高和冷链物流体系发展，营养和口感更优的低温肉制品市场潜力巨大。

高温肉制品和低温肉制品比较

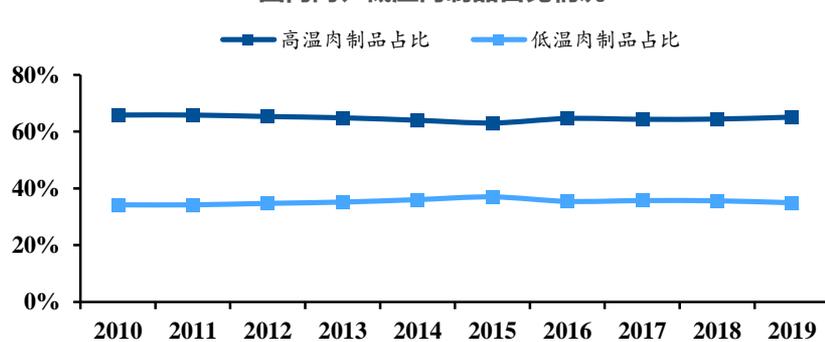
种类	工艺特点	保质期	营养风味
高温肉制品	高温高压加工，杀菌温度在115-121℃	保质期长，一般6-12个月	蛋白质过度变性，营养损失，口感差
低温肉制品	常压，温度在72-85℃，包装、储存、流通全程低温	保质期短，一般不超过45天	最大限度保存原有营养和风味

中国及全球主要国家低温肉制品占比



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

国内高、低温肉制品占比情况



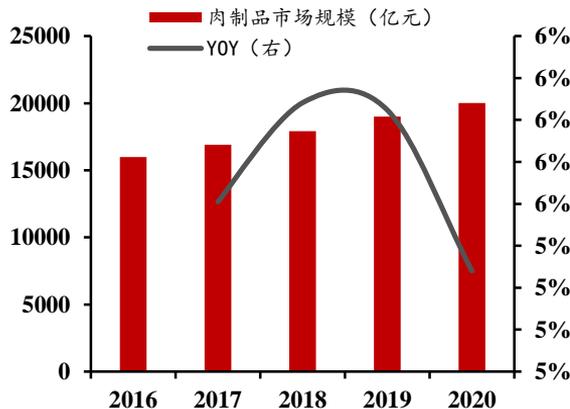
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 肉制品市场规模仍有提升空间，低温肉制品消费占比较低

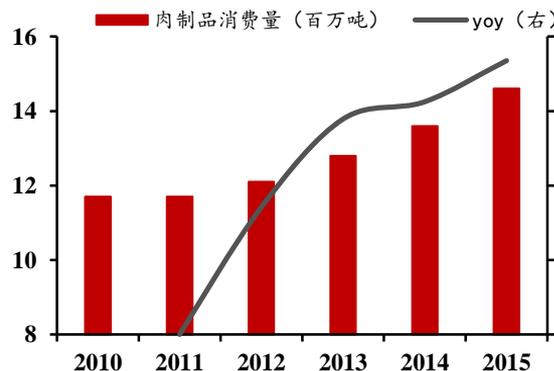
- **低温肉制品带动肉制品整体消费。**根据Frost & Sullivan，2010年到2015年我国肉制品消费复合增长率为4.60%，预计2020年我国肉制品消费量将达到1940万吨。分产品看，高温肉制品10-15年的复合增长率仅为3.70%，增速较为低迷，而2010-2015低温肉制品消费从400万吨增长至540万吨，CAGR为6.30%，预计2020年消费量将达到850万吨，在肉制品总消费量的占比也有望实现40%以上。
- **根据智研数据，2020年我国肉制品市场规模突破2万亿，年均增速5%左右。**我们预计未来肉制品市场将长期保持低速增长。

我国肉制品消费量



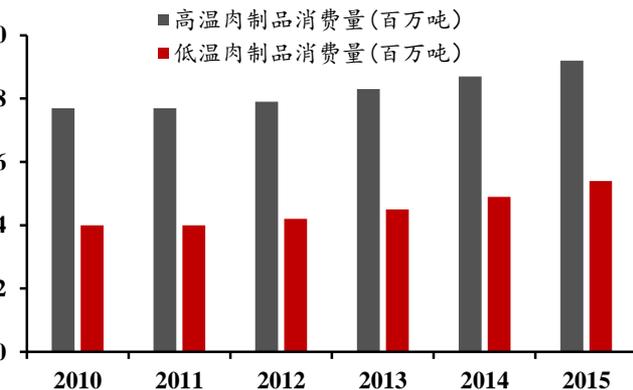
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

我国肉制品消费量



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

高温、低温肉制品消费量



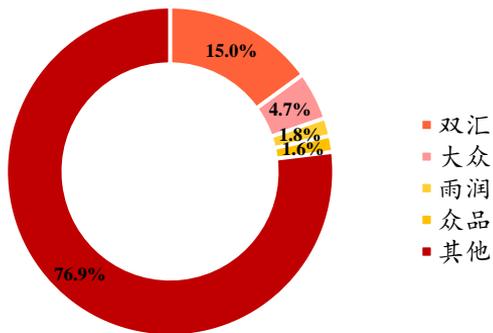
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 行业相对集中，头部企业份额仍有上升空间

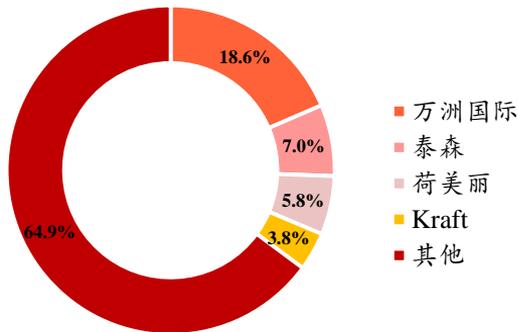
- 相较于屠宰行业，肉制品行业集中度相对较高，龙头优势更为明显。双汇作为国内最大的肉制品加工企业，持续领先，市占率在15%左右，其市场份额超过后十位竞争对手的市场总和。和美国相比我国肉制品竞争仍然相对分散，CR10不超过25%，前五大企业占据市场份额23.56%，而美国前五大企业市占率为38.67%，行业集中度仍有上升空间。

2018年我国肉制品市场竞争格局



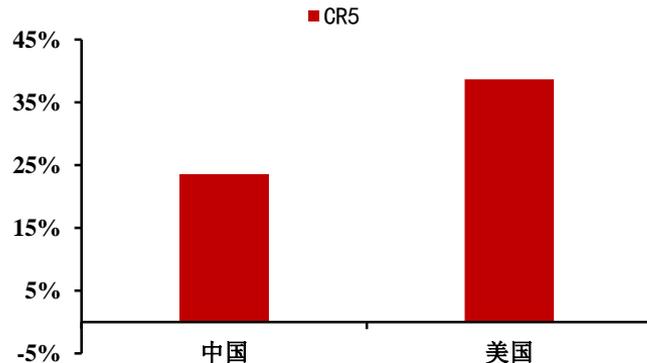
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2018年美国肉制品市场竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2018年中美肉制品行业集中度比较



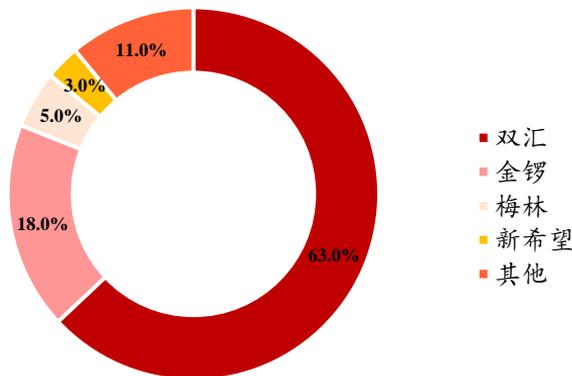
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

► 高低温行业竞争格局差异明显，低温肉制品仍有市占率提升空间

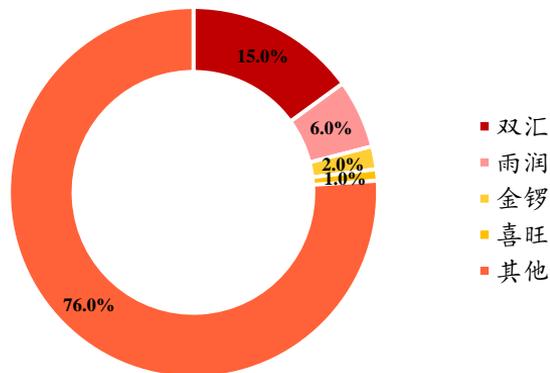
- 高低温行业竞争格局相差明显。高温肉制品十分集中，前三大品牌双汇、金锣、梅林合计占据86%的市场份额，双汇以63%的市场占有率处于领先地位。
- 低温肉制品因为受到冷链物流等因素的影响，相对分散，CR5为25%，基本上形成了双汇、雨润两强的局面，其他品牌市占率均不超过2%。

2018年高温肉制品市场竞争格局



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

2018年低温肉制品市场竞争格局



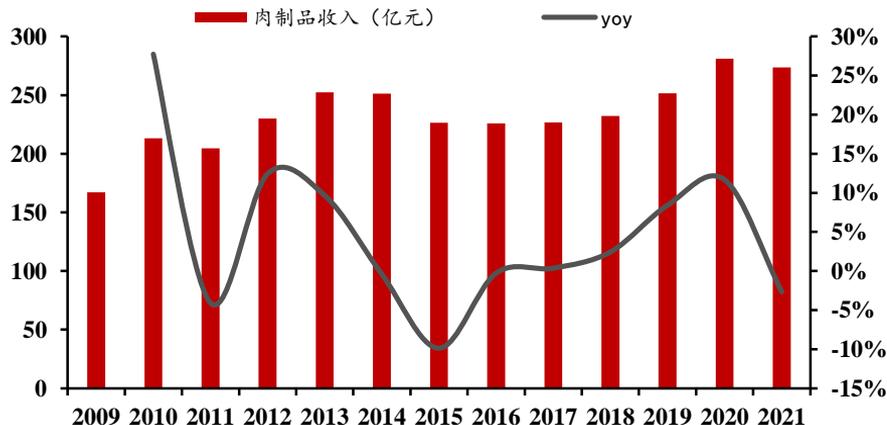
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 高温产品地位稳固，低温产品稳步增长

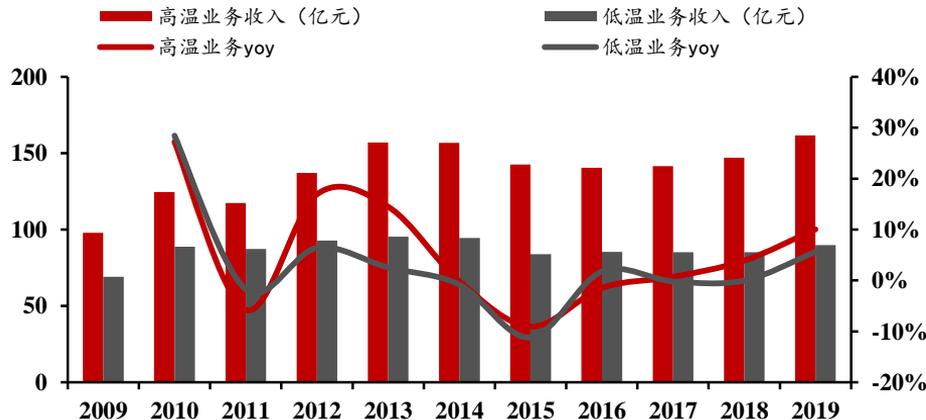
- **19年低温肉制品增速较高。**作为公司盈利的主要来源，肉制品业务15年以前波动较大，15年以后呈缓慢上升态势，2019年肉制品收入251.63亿元，同比+8.41%。分产品看，19年高低温业务都实现了较好增长，高、低温收入同比增长10.04%、5.60%，是自15年业绩低迷以后最大增幅。
- **20年肉制品业务保持10%增速；21年受库存肉成本高企影响，收入出现下滑。**20年肉制品业务收入280.98亿元，同比+11.66%；21年肉制品业务收入273.51亿元，同比-2.66%。

公司肉制品业务增长情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司高、低温业务增长情况



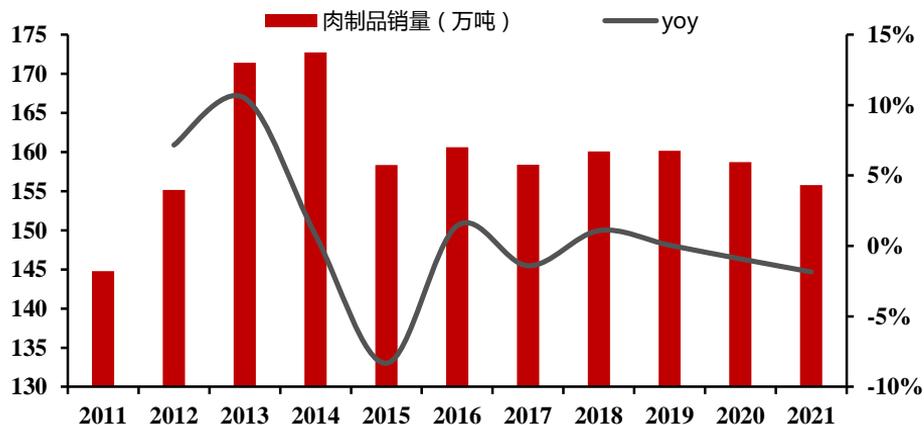
资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 肉制品销量稳定，销售均价逐步走高

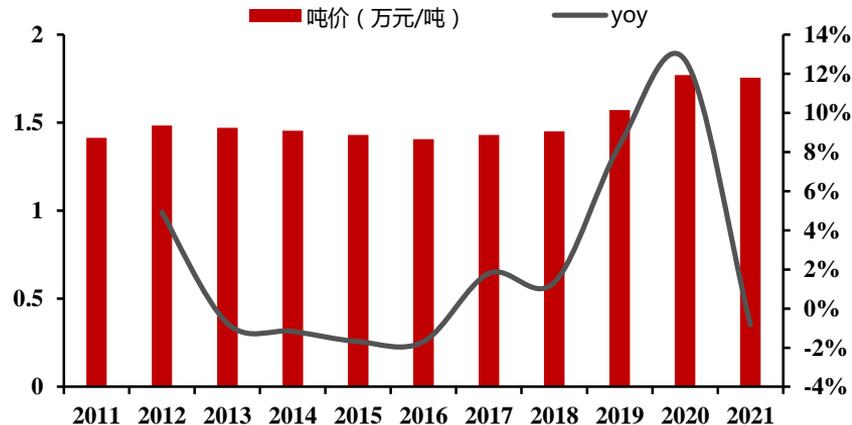
- 吨价上升或带动收入增长。**双汇12-16年吨价逐年下滑，但是销量增长却不明显，16年开始吨价呈上升趋势，但销量的变动不大，同样自18年年底，公司为应对原料成本上涨，6次提价，累计提价20%，目前看来销量的反应并不明显，比较稳定，这也证明了双汇作为肉制品行业的龙头，具有较强的定价能力。

肉制品销量变动



资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品吨价变动



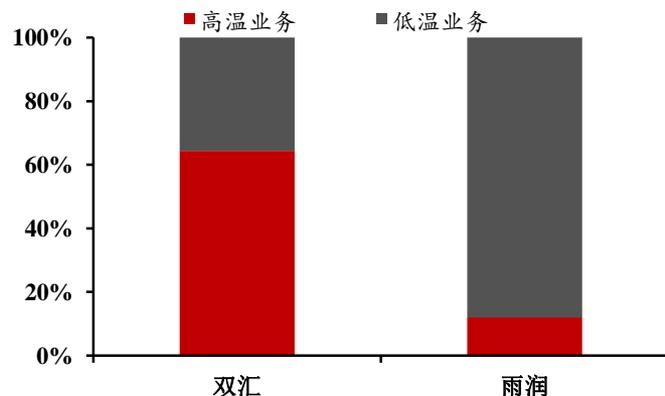
资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 公司肉制品盈利能力明显高于雨润

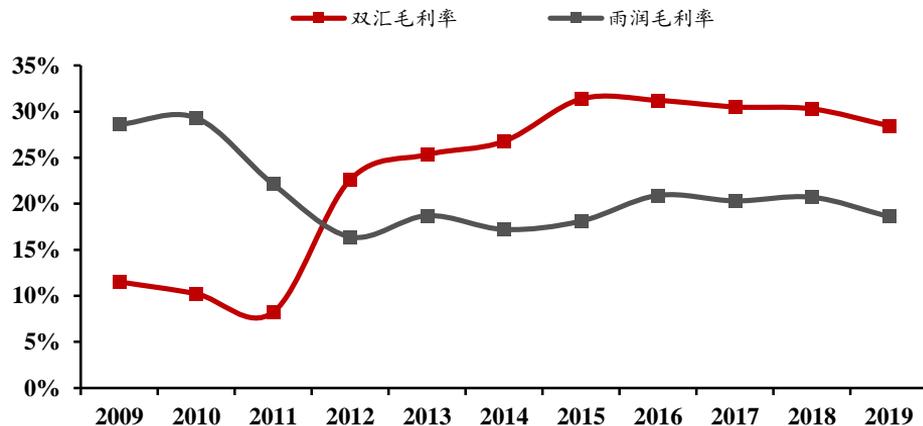
- 从主业结构看，目前雨润的主营业务为屠宰和肉制品加工，与双汇类似。主业营收规模小于双汇，但仍为行业领先企业之一。
- 盈利能力明显强于雨润。**对比雨润，从产品结构上看，两公司产品结构不大相同，雨润主要聚焦在低温业务上，目前低温业务占比不大，占肉制品业务收入的30%。从盈利能力上看，2012年双汇在毛利率上对雨润实现反超，之后双汇肉制品毛利率一直稳定在30%左右，领先雨润（毛利率20%左右）。2012年双汇毛利率反超雨润的原因是：2010~2011年双汇集团及罗特克斯将其持有的屠宰、肉制品加工等肉类主业公司股权和为上述主营业务的密切配套产业公司股权注入上市公司，大幅强化上市公司肉制品业务竞争力。

业务结构比较



资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品业务毛利率对比



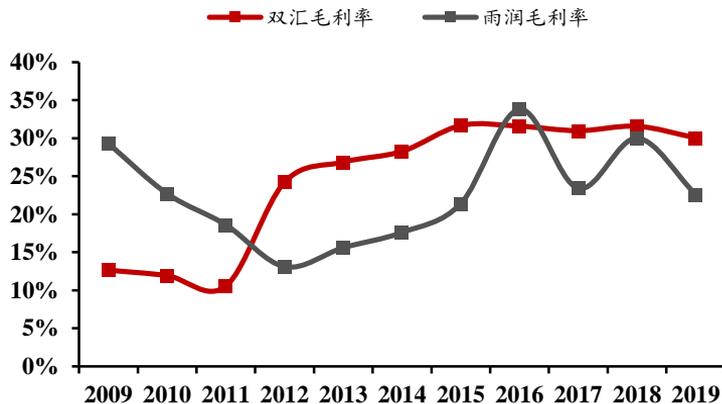
资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 高低温产品毛利率均高于雨润

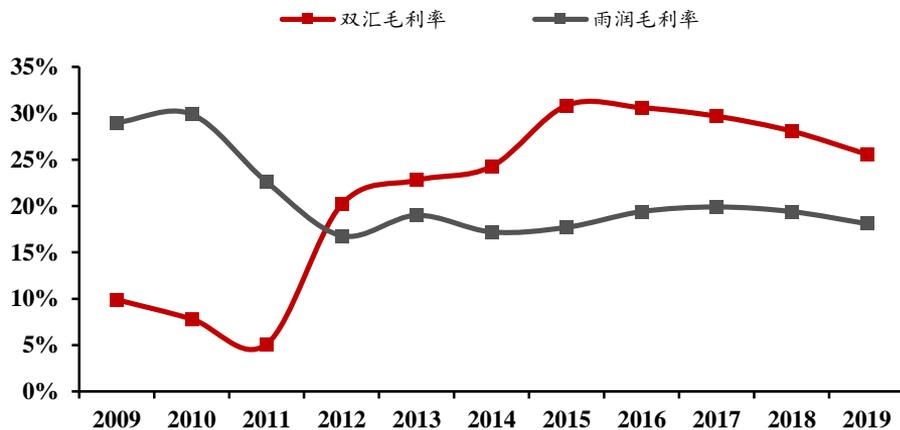
- 分产品看，高温和低温业务的毛利率均是双汇更优，2016年雨润因产品结算政策调整导致高温业务毛利率大增略超双汇。2012年以后低温业务上双汇的盈利能力更强，但两者毛利率的差距不断缩小。

高温业务毛利率对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

低温业务毛利率对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 持续新品开发提升市场竞争力

- **产品丰富，新品研发能力强。**双汇具有强大的研发能力，新产品开发方面始终领先行业，目前已经开发出了适应全国性市场及地方特色市场的高低温肉制品、中式产品、调理制品、生鲜产品等1000多个产品，消费人群覆盖老、中、青，消费场景多样化。每年都会推出不同的新品，且每年新产品销量不低于当年肉制品销量的10%。
- **产品结构调整策略一稳高温、上低温、中式产品工业化。**随着消费水平提高，消费者对于更营养更美味的低温肉制品的需求不断提高，为了顺应这一潮流，自2010年开始，公司就逐步加大低温业务。
- 2012年公司提出“开发大低温”战略；**2013年**双汇国际收购美国最大肉制品供应商史密斯菲尔德公司，为双汇带来了先进的低温肉制品加工技术；2015年双汇郑州Smithfield工厂正式投产；**2016年**，公司在市场上大力推广低温肉制品；**2017年**公司总裁马相杰先生提出了“稳高温、上低温、中式产品工业化、休闲产品更休闲、肉蛋奶菜粮相结合”的产品战略，围绕这一策略双汇**2018年**推出了多款高端新产品，积极推广低温产品，开发了中式熟食系列。
- 目前中式产品仅在河南、辽宁周边地区推广。中式熟食更符合我国消费者的口味，有广大消费群体基础，如果进行顺利，将会成为双汇肉制品一个新的增长点，具有很大潜力。“调结构、促转型”是公司近期发展的最主要目标，完善新产品推出机制，推出了一系列更能迎合消费升级的新产品，将有利于肉制品结构的调整、产销规模的提升。目前各项产品仍处于培育期，推广需要一定的时间，如果能被消费者广泛接受，新品更高的吨利（1万元以上）将有效拉动利润增长。

双汇产品调整措施

产品	发展方向
高温产品	围绕“肉蛋奶菜粮”相结合的开发理念，改变消费者对火腿肠的传统认识，推出包括乳酸菌肠、巴达木肠等高品质高价格产品，主攻高端渠道；朝着家庭食材化发展，生产不含香精和色素的产品，以契合家庭健康消费的理念；针对年轻人多样化的需求，开发麻辣味、香辣味等新品香肠，填补高温产品口味上的空白。
低温产品	改进完善美式产品和西式产品，丰富口味、品种及规格形式
休闲产品	推进规格小型化、风味多样化、产品系列化
中式、餐饮产品	开发猪头肉、猪蹄汤、猪排、牛排等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 渠道分布完善，提升仍有空间

- 公司肉制品销售以经销商模式为主，截至2021年末，公司已在全国31个省设立销售分支办事处，拥有遍布全国各地的销售网络，超过 2000 名经销商及超过100 万个终端网点。
- 渠道构成上，双汇肉制品渠道有AB商超、CD终端、渠道批发、学校渠道、自建渠道、团购渠道，计划未来每年增加销售网点10万个以上，其中AB商超600个以上，CD终端65000个以上，批发渠道3000个以上，学校渠道1500个以上，自建渠道17000个以上，餐饮渠道6000个以上，特殊渠道7000个以上，到2020年底形成总数超过130万个的销售网络，做到从中心城市到乡村市场，从超市商店到餐饮特渠，从线下终端到线上终端的全覆盖。



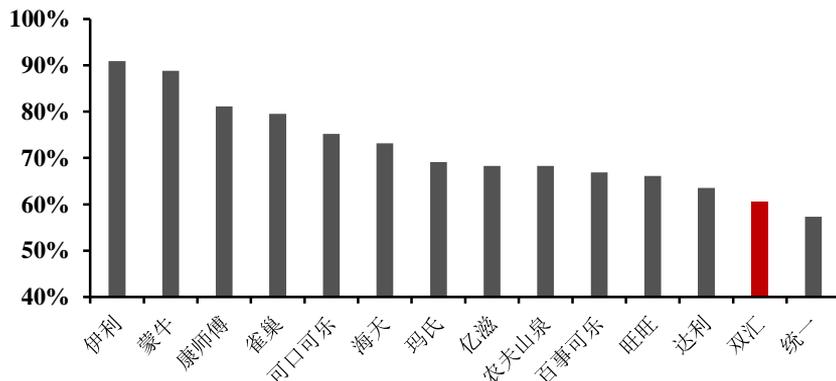
资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 渠道分布完善，提升仍有空间

- 渠道变革进行时，提升销量上规模。**公司持续推进渠道变革，大力开拓餐饮、休闲、电商、生鲜超市、无人货架等新兴渠道，以专业机构、专业队伍开发专业客户，构建专业网络、深化新渠道运作，优化新产品上市推广流程和考核激励制度，从产品开发、市场调研、营销策划等多方面加强新产品开发推广，以促进肉制品产销规模提升。公司先后成立了中式、餐饮、休闲、速冻事业部，专业化团队运作之后也实现了多个系列产品销量止跌，2019年公司提出构建立体化渠道网络体系，以区域不冲突、渠道不交叉、产品不重叠为指导原则，争取实现全市场覆盖。
- 渗透率仍有提升空间。**据2018年凯度消费者指数显示，双汇渗透率为60.50%，和食品行业其他龙头公司相比仍有提升空间。随着渠道改革的进行，公司将覆盖更多市场，渗透率将逐步提高，带来更大的销量。

双汇终端渗透率



资料来源：凯度消费者指数，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 猪肉价格上行期间多次提价，利用关联交易控制成本

- **2018~2019年期间，公司对肉制品多次提价。**2018年非洲猪瘟疫情爆发以来，猪肉价格先下跌后大幅提升，公司一方面跟随竞争对手多次提高肉制品价格，同时利用罗特克斯进口肉的成本优势，扩大盈利水平。
- **肉制品每次提价幅度在3%左右，小步快跑是主要提价方式。**

2018~2019公司肉制品提价

时间	幅度	措施
2018年年底	2-3%	1/3肉制品提价
2019年年初	2%	
2019年4月	2-3%	高中低档产品均提价
2019年7月	4-5%	直接提价
2019年Q4	两次一共提价约8%	主要产品提价

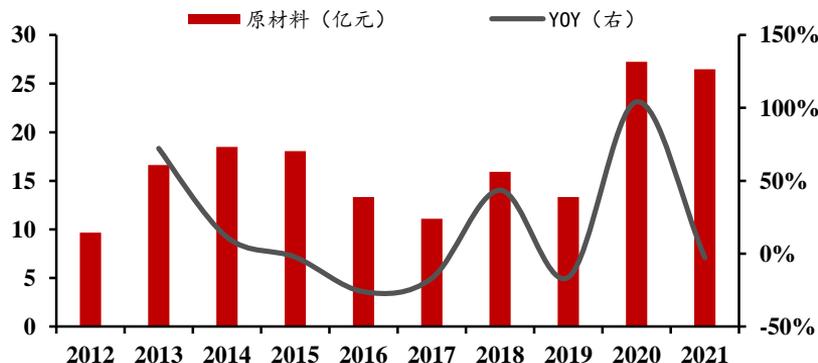
资料来源：民生证券研究院整理

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 猪肉价格下行导致库存亏损是21年业绩不佳的主要原因

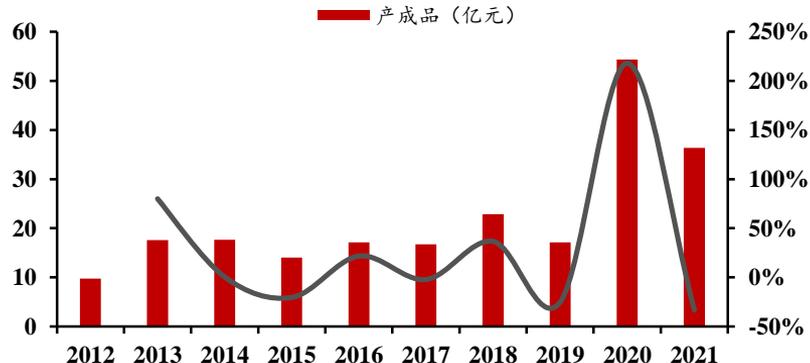
- **2020年10月猪肉价格见顶，2021年猪肉价格大幅下跌导致库存管理失误，拖累利润实现。**2020年10月，22省市生猪价格达到37.40元/千克的高位，随后掉头向下，2021年6月生猪价格跌至14.13元/千克的低位。由于生猪价格变化过于迅速，公司在2020/2021年仍然有大量库存原材料和库存产成品。
- **原材料减值准备及产成品出库实亏拖累2021年业绩。**由于2021年猪肉价格大幅下跌，库存原材料被迫计提减值准备，同时产成品在出库过程中产生的亏损将计入当期损益。2020年公司原材料/产成品库存分别为27.24/54.36亿元，同比+104.23%/+217.87%。
- **2021年公司通过滚动出库的方式消化产成品库存亏损。**2021年末，公司产成品库存为36.37亿元，同比-33.09%，产成品库存正逐步缩小。

原材料库存变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产成品库存变化



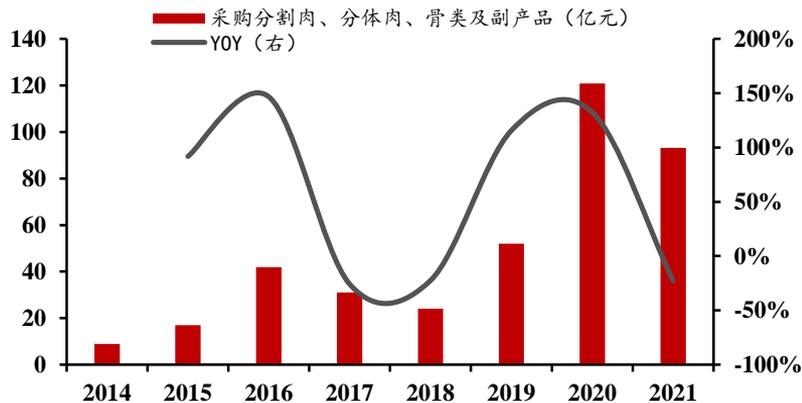
资料来源：公司公告，民生证券研究院

肉制品：产品结构持续升级保证领先优势

➤ 关联交易长期保证低价进口猪肉，肉制品成本控制能力进一步强化

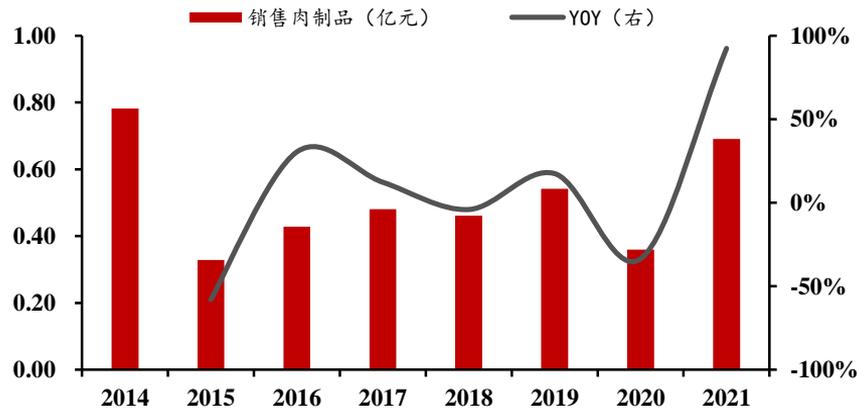
- 向罗特克斯采购猪肉将有效控制肉制品成本。**2013年，公司控股股东罗特克斯收购美国最大屠宰企业史密斯菲尔德食品公司。2014年以后公司向罗特克斯大量采购分割肉、分体肉、骨类及副产品等商品。罗特克斯无商业实体，上述关联交易主要由史密斯菲尔德提供。2014~2018，公司历年向罗特克斯采购猪肉原材料8.86/16.99/41.91/31.08/24.10亿元。按照历年猪肉进口均价计算（汇率取当年平均汇率），则2014~2018年我国进口猪肉每公斤均价分别为11.44/11.72/13.09/12.34/11.51元，价格仅为同期国内猪肉销售均价的86%/77%/71%/82%/91%。根据我们测算，2014~2018年公司向罗特克斯采购猪肉将每年直接节省肉制品成本约1.40/5.13/17.41/6.72/2.50亿元。
- 2019~2021年猪肉价格波动剧烈，进口肉库存影响利润。**由于国内外猪肉价差减小，甚至部分时段产生倒挂，导致进口猪肉的成本优势降低，并造成库存亏损。公司2021Q4大幅降低罗特克斯进口肉的采购。但长期看，进口猪肉仍然是平滑成本的有效手段。

公司历年向罗特克斯采购额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

对罗特克斯销售额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

04. 养殖业务：向上游扩张， 进一步加强上下游一体化

➤ 养殖项目将有效加强上游资源掌控力

- 肉鸡产业化及生猪养殖项目将进一步加强公司对肉制品原料成本的控制力，实现从上游养殖到下游肉制品加工的全产业链布局，加强各业务板块的协同能力。
- 肉鸡产业化项目实施主体分别为西华禽业和阜新禽业（彰武）。西华项目达产后将形成种鸡存栏120万套，商品鸡年出栏1亿羽，饲料产能80万吨，屠宰产能1亿羽；彰武项目达产后将形成种鸡存栏120万套，商品鸡年出栏1亿羽，饲料产能50万吨，屠宰产能1亿羽。西华/彰武项目建设周期分别为18/24个月（2022年），内部收益率为15.15%/15.96%，投资回收期分别为6.62/6.20年。肉鸡项目达产后将形成合计2亿羽/年的商品鸡产能。
- 生猪项目实施主体为阜新牧业，项目达产后将形成曾祖代种猪存栏1,000头，祖代种猪存栏2,000头，父母代种猪存栏20,000头，年种猪、生猪出栏合计约50万头。生猪项目建设期约18个月（2022年），内部收益率为16.84%，投资回收期约6.51年。生猪项目达产后将形成从曾祖代猪至商品代猪的完整生猪繁育种群，除供应下游肉制品生产需求外，还能为将来进一步扩展奠定较好的基础。

2020年定增项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	使用募集资金额（万元）
1	肉鸡产业化产能建设项目	451,589.30	333,000.00
2	生猪养殖产能建设项目	125,681.29	99,000.00
3	生猪屠宰及调理制品技术改造项目	48,511.00	36,000.00
4	肉制品加工技术改造项目	32,400.00	27,000.00
5	中国双汇总部项目	105,597.28	75,000.00
6	补充流动资金	-	130,000.00
合计			700,000.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

➤ 屠宰及肉制品技改保证现有业务竞争力

- 屠宰及肉制品技改项目将增强现有主业的竞争力，项目达产后总体产能提升幅度不大，但将加强生产线的自动化程度、有效缩减人工投入、加大中高端产品占比并明显提高生产的安全性及环保性。
- 生猪屠宰及调理制品技改项目的实施主体是公司本部，该项目的目的是加快现有生猪屠宰生产线由机械化向自动化、信息化、智能化升级。改造完成后将形成生猪屠宰产能约150万头/年；调理制品产能约4.53万吨/年。技改项目建设期约12个月，内部收益率为23.26%，投资回收期为4.40年。
- 肉制品加工技改项目的实施主体为公司本部。该项目将对公司下属部分肉制品生产车间进行整体升级改造，进一步提升肉制品生产的自动化、信息化、智能化水平。项目完成后，肉制品产能为6万吨/年，产量变化不大，但产品结构得以优化，产品将以中高档为主。项目建设期为12个月，内部收益率为39.96%，投资回收期为3.56年。随着自动化程度的提高，生产中的直接人工开支也将有效压缩。

05. 收入拆解与盈利预测

➤ 收入拆解

- 整体看，我们对公司未来整体业务发展持乐观态度。我们预计随着生猪存栏量的逐步回升，屠宰业务的增速将略高于营收整体增速；高温及低温肉制品业务随着公司产品研发能力的不断提升带来的产品结构稳步升级，总体看公司将保持中低速增长局面。

双汇发展营收拆分与未来收入及增速测算（亿元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入情况				
整体收入	666.82	731.24	784.62	877.83
其中：				
生鲜冻品	390.73	410.26	424.62	445.85
包装肉制品	273.51	306.33	343.09	394.55
其他主营业务	63.07	74.43	85.59	95.86
内部抵消	-61.28	-60.66	-69.60	-59.40
收入增速				
整体收入	-	9.66%	7.30%	11.88%
生鲜冻品	-	5.00%	3.50%	5.00%
包装肉制品	-	12.00%	12.00%	15.00%
其他主营业务	-	18.00%	15.00%	12.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

➤ 盈利预测与估值分析

- 预计22-24年公司实现营收731.24/784.62/877.83亿元，实现归母净利润62.08/69.22/78.69亿元，折合EPS分别为1.79/2.00/2.27元，目前股价对应22-24年PE为16/14/13倍。公司目前估值与肉制品板块2022年16倍估值水平相当（Wind一致预测），预计未来生猪生产集中度将有所提高，猪肉价格低迷的局面将得到改善，公司屠宰业务高开工率将得到维持，生鲜产品收入有望恢复增长；肉制品业务将保持良好的成长性，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	66,798	73,124	78,462	87,783
增长率（%）	-9.7	9.5	7.3	11.9
归属母公司股东净利润（百万元）	4,866	6,208	6,922	7,869
增长率（%）	-22.2	27.6	11.5	13.7
每股收益（元）	1.40	1.79	2.00	2.27
PE	21	16	14	13
PB	4.3	4.1	3.9	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年4月6日收盘价）

06. 风险提示

- 屠宰业务毛利率下滑超预期：公司屠宰业务的毛利率水平与屠宰业务开工率高度相关，而屠宰业务量取决于当年生猪出栏量。生猪出栏量对公司来说属于外生变量，若当年出栏量不理想，则有可能造成屠宰业务开工不足，进而使毛利率下滑程度超预期。
- 肉制品业务发展不及预期：公司目前为肉制品行业领先公司，但是在新品开发过程中、低温肉制品推广过程中仍然存在推广不利的可能性，从而导致肉制品业务的发展不及预期。
- 食品安全问题：公司屠宰业务及肉制品业务均需大量外购原材料。外购生猪存在感染牲畜疫病的风险，例如非洲猪瘟等；外购肉制品原料存在添加剂超标的风险，例如非法超额添加“瘦肉精”等添加剂。上述问题均有可能造成公司产品出现食品安全问题。

THANKS 致谢

食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮件：wangyanhai@mszq.com



分析师 熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮件：xionghang@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。