

市价（人民币）：84.90元
目标（人民币）：138.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.153	1.503	2.601	3.514	4.608
每股净资产(元)	3.95	4.85	9.19	15.46	24.01
每股经营性现金流(元)	1.85	2.34	6.07	8.19	10.52
市盈率(倍)	29.90	35.33	19.41	14.37	10.96
行业优化市盈率(倍)	35.53	52.63	52.63	52.63	52.63
净利润增长率(%)	24.38%	30.30%	242.44%	37.26%	32.44%
净资产收益率(%)	29.22%	30.97%	55.96%	45.69%	38.96%
总股本(百万股)	605.99	605.99	1,198.99	1,198.99	1,198.99

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **理由一：行业空间足够大，允许超大型公司的出现：**中国一年由猪带动的屠宰及肉制品行业规模接近万亿，若以双汇市场占有率达到 10%计算，对应 1000 亿销售收入，足以支持双汇未来 5 年保持 20%以上的复合增速。同时屠宰肉制品行业是典型的成本导向型行业，市场份额必定加速向龙头企业集中，行业超大型公司的诞生只是时间问题。
- **理由二：量价提升，业绩有望超预期：**近 3 年由于各种内外部因素，公司的整体发展潜力并没有完全得以展现，产能投放偏保守，这也是导致 10 年产品供不应求的部分原因。11 年是集团十二五规划的开局元年，公司在完善治理结构梳理后，逐步完成中高层股权激励后，将得以全身心投身实业发展，其迸发出的潜力和能量将有望超出市场预期。
- **理由三：产业链最完整，最值得投资的屠宰肉制品企业。**三位一体打造产业链王者；双汇是全行业产业链最完整，唯一实现上游屠宰冷鲜肉和下游肉制品业务平衡发展的企业。渠道掌控力和包装自给能力等因素打造出竞争对手难以比拟的双汇核心竞争力；渠道：双汇肉制品渠道下沉广度和深度，远超任何竞争者；冷鲜肉业务自建渠道比例之高，远超任何竞争对手；化工包装自给能力更是双汇的秘密“杀手锏”。
- **理由四：实业资本双轮发展，为公司增长增添新动力：**销售规模的快速扩张，意味着未来资本开支的增大，实业与资本的双轮驱动将为公司增长增添新动力。雨润借助资本力量加速实业发展的例子就是很好的例证。
- **理由五：利益一致后，市场将进一步认识公司的竞争优势及发展潜力。**

投资建议及估值

- 我们预计 10-12 年公司收入为 360、487 和 603 亿，同比增长 27.2%、35% 和 23.9%；净利润 31.2、42.1 和 55.25 亿，11-12 年同比增长 35% 和 31%，对应每股收益 2.52、3.51 和 4.6 元。
- 我们以 12 年 30 倍估值，1 年目标价定为 138 元，一年收益空间为 50%，重申买入建议。

风险

- 食品安全风险，猪肉及鸡肉的价格波动风险，管理层稳定性风险。

内容目录

双汇发展投资案件	4
总述：双汇是全行业产业链最完整，综合实力最突出的企业	4
三位一体打造产业链王者	4
上市公司横向比较；	5
业务板块 1：下游肉制品业务，量价齐升值得期待	6
量的提升：渠道下沉是内生动力，县乡市场消费水平的上升是外生拉力	6
价的提升：三高产品推动公司肉制品盈利能力的上升	7
业务板块 2：上游屠宰，项目密集投放成新增长点	8
业务板块 3：化工包装业务，双汇的秘密杀手锏	11
股票估值和定价	12

图表目录

图表 1：三大业务板块互为支撑	5
图表 2：分业务板块盈利贡献	5
图表 3：屠宰及肉制品主要上市公司对比	5
图表 4：高温：低温近 4 年大致保持 2: 1 的比例	6
图表 5：近 4 年肉制品业务保持较快速增长	6
图表 6：肉制品业务渠道结构	6
图表 7：城市和县乡市场销售结占比	6
图表 8：目前农村收入水平接近于十年前的城镇水平	7
图表 9：双汇肉制品吨均价十年间增加了 20%	7
图表 10：09 年新产品—泡面搭档	8
图表 11：10 年新产品—弹脆火腿肠	8
图表 12：近 4 年年平均提价幅度为 5%	8
图表 13：肉制品业务税前利润率呈快速上升态势	8
图表 14：双汇 2011-12 年新增项目	9
图表 15：加盟店 1	10
图表 16：加盟店 2	10
图表 17：双汇上游渠道以自建店为主	10
图表 18：雨润上游渠道以现代通路为主	10
图表 19：双汇屠宰产能分布	11
图表 20：双汇 23.81% 产能为市场主导型	11
图表 21：主要上市公司屠宰产能对比	11
图表 22：雨润产能兼并收购和自建同步推进	11
图表 23：化工包装事业部组织结构	12

图表 24: 包装样品	12
图表 25: 化工包装业务拥有着超强的盈利能力	12
图表 26: 销售结构分拆	13

双汇发展投资案件

理由一：行业空间足够大，允许超大型公司的出现：

- 中国一年消费 5-6 亿头猪，由猪带动的屠宰及肉制品行业规模接近万亿。以 10 年双汇 360 亿计算，仅占整个市场空间的 3.6%。因此双汇销售规模尽管绝对值大，但相对空间仍非常巨大。若以双汇市场占有率达到 10% 计算，对应 1000 亿销售收入，足以支持双汇未来 5 年保持 20% 以上的复合增速。
- 屠宰肉制品行业是典型的成本导向型行业，规模优势体现得淋漓尽致，这意味着行业集中度提升是行业必然的趋势，市场份额必定加速向龙头企业集中，行业超大型公司的诞生只是时间问题。

理由二：量价提升，业绩有望超预期

- 双汇未来成长性仍值得期待；近 3 年由于各种内外部因素，公司的整体发展潜力并没有完全得以展现，产能投放偏保守，这也是导致 10 年产品供不应求的部分原因。
- 11 年是集团十二五规划的开局元年，公司在完善治理结构梳理后，逐步完成中高层股权激励后，将得以全身心投身实业发展，其迸发出的潜力和能量将有望超出市场预期。

理由三：产业链最完整，最值得投资的屠宰肉制品企业

- 三位一体打造产业链王者；双汇是全行业产业链最完整，唯一实现上游屠宰冷鲜肉和下游肉制品业务平衡发展的企业。
- 渠道掌控力和包装自给能力等因素打造出竞争对手难以比拟的双汇核心竞争力；渠道：双汇肉制品渠道下沉广度和深度，竞争者望其项背；冷鲜肉业务自建渠道数目和比例，远超竞争对手；化工包装自给能力更是双汇压缩成本，推动产品创新的“杀手锏”。

理由四：实业资本双轮发展，为公司增长增添新动力

- 销售规模的快速扩张，意味着未来资本开支的增大，实业与资本的双轮驱动将为公司增长增添新动力。雨润借助资本力量加速实业发展的例子就是很好的例证。

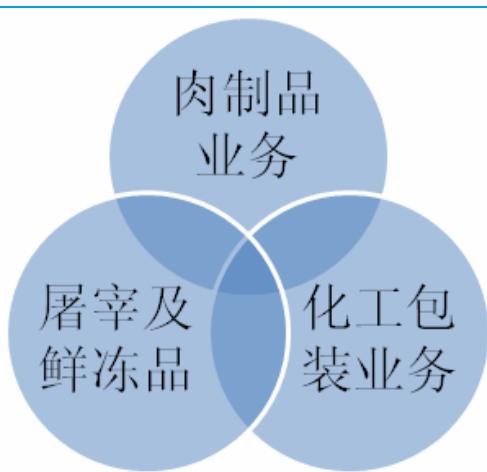
理由五：利益一致后，市场将逐步认识公司的优秀

总述：双汇是全行业产业链最完整，综合实力最突出的企业

三位一体打造产业链王者

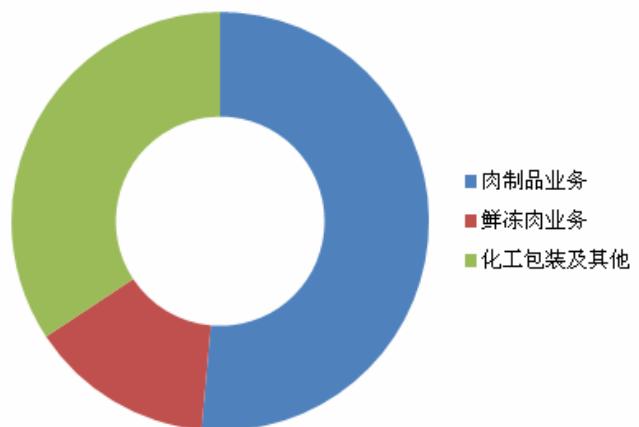
- 双汇是全行业产业链最完整，唯一实现上游屠宰冷鲜肉和下游肉制品业务平衡发展的企业。肉制品业务跟屠宰鲜冻品业务互为补充和支持，肉类联合加工模式是双汇降低成本的关键之一。
- 从分板块盈利贡献来看，肉制品业务是双汇主要盈利贡献点，考虑化工包装的贡献后（化工包装业务主要是支持肉制品业务），整个肉制品业务贡献盈利占到 75% 以上。

图表1：三大业务板块互为支撑



来源：国金证券研究所

图表2：分业务板块盈利贡献



来源：国金证券研究所

上市公司横向比较：

- 对比主要的屠宰肉制品上市公司，可以看到雨润的屠宰加工业务规模与双汇大致相同，而在肉制品深加工业务上双汇的领先优势非常突出。
- 我们必须指出的是，肉制品深加工业务盈利能力远高于屠宰业务盈利能力；经我们测算，每单位销售收入，肉制品深加工业务的盈利能力是屠宰业务的两倍以上；如果算上包装的隐含盈利后，肉制品深加工业务的盈利能力达到屠宰业务的4倍左右。从这点来说，最具盈利能力的肉制品业务大小是判断公司价值的核心之一，而双汇资产的综合盈利能力无疑是最强的。

图表3：屠宰及肉制品主要上市公司对比

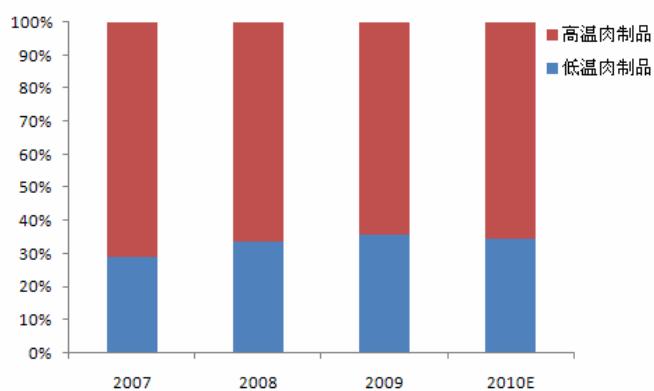
单 位 (亿 元)	2009年			整体发展 战略	市场布局特 点	2010年投资项目（包括但不限于）
	销售收 入	屠宰初 加工	肉制品 深加工			
雨 润	132.7	103.7	29.0	开始向中游屠宰倾斜	全国布点，更加精细深入	1. 吉林磐石200万头生猪屠宰3月份投产； 2. 5个生猪屠宰项目在建，单个产能均在150万头以上，累计产能850万头； 3. 已签约2个200万头生猪屠宰项目、1个150万头肉羊屠宰项目
双 汇	262.1	95.1	167.0	中下游齐头并进	全国布点，侧重长江以北地区	1. 南昌200万头生猪屠宰项目进入一期建设； 2. 河南漯河日产120吨低温肉制品项目投产； 3. 江西南昌日产120吨高温肉制品项目公示； 4. 河南漯河5000万只肉鸡养殖和清真肉制品加工项目建设
众 品	49.6	42.4	6.4	冷鲜肉、冷链运输	正从区域走向全国	1. 河南长葛冷链物流基地已开工建设； 2. 江苏泰州姜堰加工厂与物流基地8月开工建设，建成后新增冷鲜肉产能8万公吨，冷冻肉产能2万公吨，低温肉制品3万公吨
金 锣	105.0	53.3	36.0	多元化发展（大豆深加工）	主要山东省内和北方地区	1. 180万头生猪养殖项目，第一期45万头，11年实现商品化生产；
得 利 斯	11.1	5.9	4.3	扩张起步阶段	走出山东，试水东北和西北市场	1. 吉林200万头屠宰项目；2. 西安50万头分割项目； 3. 公司本部2万吨高档低温肉制品、8000吨调理项目估计今年中秋前后投产；4. 吉林8000吨低温肉制品明年投产；5. 西安5000吨调理项目。

来源：国金证券研究所

业务板块 1：下游肉制品业务，量价齐升值得期待

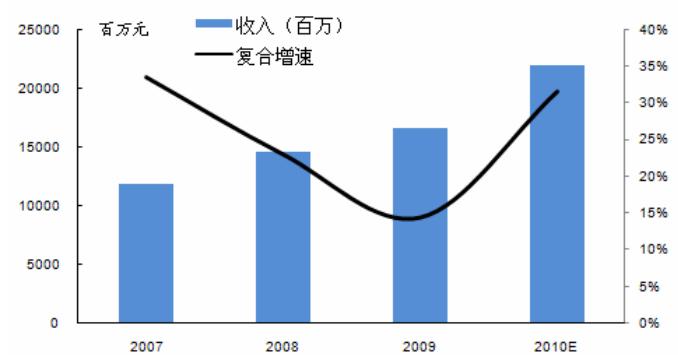
- 走过“旧三国”，引领“新三国”，双汇从挑战者变成绝对的行业领导者。
- 双汇多年来的的发展历史，从挑战行业龙头到坐稳行业龙头，一路保持较快速发展，即便在行业外部环境最复杂的 08 和 09 年，双汇肉制品收入增速也在 14%以上。
- 下游业务规模尽管基数已大，但我们认为未来盈利能力仍有望获得快速提升，核心逻辑是双汇的肉制品业务发展思路已经从单纯追求规模转变为规模和盈利能力同等追求，未来有望迎来量价齐升的发展局面。量的增长，主要来自于渠道下沉，县乡市场消费的旺盛将消化大部分的销售增量；盈利能力的提升，直接表现为销售单价的提高。提价策略的可行性主要体现在两方面，一方面是因为目前的行业格局下公司有更强的定价权，另一方面公司高价新产品的快速推出间接拉动了单品均价的提升。

图表4：高温：低温近 4 年大致保持 2: 1 的比例



来源：国金证券研究所

图表5：近 4 年肉制品业务保持较快速增长

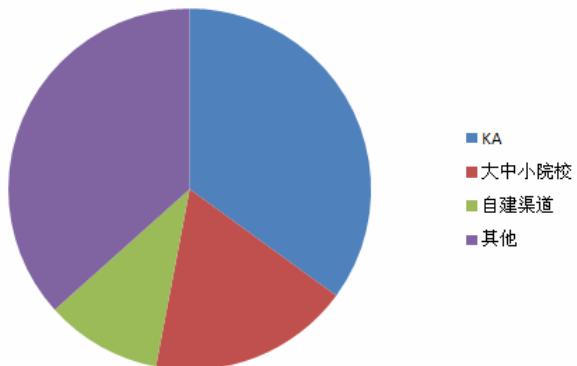


来源：国金证券研究所

量的提升：渠道下沉是内生动力，县乡市场消费水平的上升是外生拉力

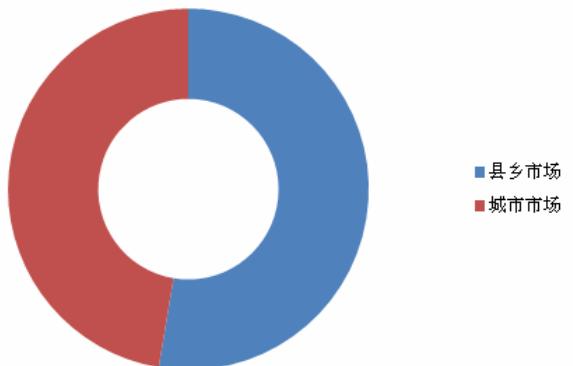
- 双汇渠道开拓和掌控能力在业界独树一帜。
- 经过多年的苦心经营，公司肉制品的销售网络已经遍布全国 2000 多个县市，县市以下的农村市场也在积极覆盖中。通过较丰厚的渠道利润、科学的年终返利制度和公司业务人员的配合和支持，公司实现对经销商强有力的掌控。

图表6：肉制品业务渠道结构



来源：国金证券研究所

图表7：城市和县乡市场销售占比

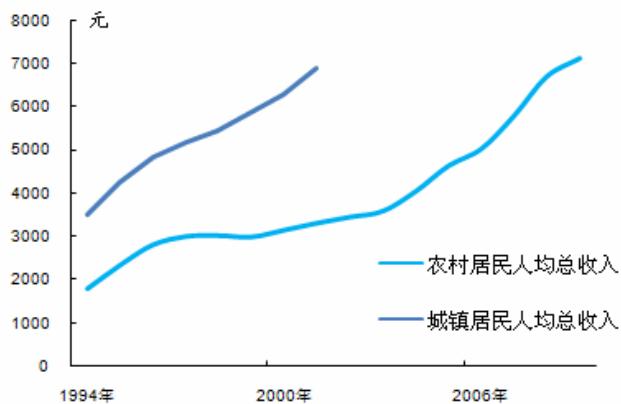


来源：国金证券研究所

- 得益于公司渠道下沉策略，近年来县乡市场成为增长主力。

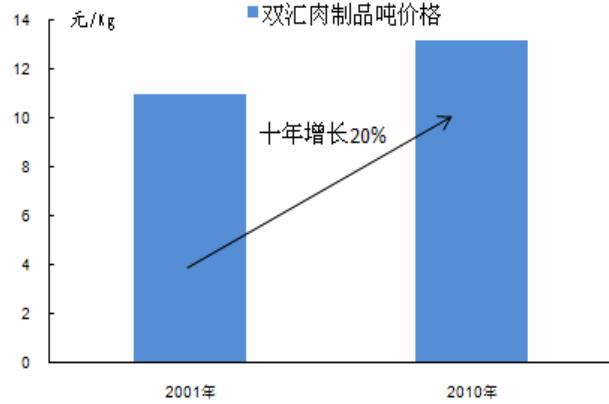
- 09 年年初开始，公司提出“做深、做透、做细、做新”市场的策略，深度开发县乡网络及薄弱市场。09 年县乡市场的销售量同比增长约 20%，10 年销售量同比增长超过 25%，增速已经超过城市市场。
- 公司对于乡县市场的开发手段日趋成熟，对于终端建设和产品成列实行标准化操作；客户开发实现系统化、高科技化、机动化。
- 目前乡村仍有 70%的空白市场，未来公司将加大乡村市场的覆盖度。
- 县乡市场肉类需求或将支撑高温肉制品发展
 - 我们在前期报告中，曾经提出高温肉制品市场增长趋缓的观点。从 10 年的市场情况来看，高温肉制品的增长态势要好于我们的预期，行业第一名双汇增速重新超过 20%，第二名金锣增速更是同比接近 50%（必须指出的是 09 年金锣增速同比下滑了 16%）。
 - 随着农村市场消费能力的提升，县乡市场需求或将支持高温肉制品保持 15%以上的增速。综合物价上涨水平，目前农村居民人均收入大致相当于 10 年前的城镇水平。考虑到 1998 年前后恰是火腿肠在城市市场成长最火爆的时段，农村对火腿肠的需求可能也将进入一段高增长时期。

图表8：目前农村收入水平接近于十年前的城镇水平



来源：国金证券研究所

图表9：双汇肉制品吨均价十年间增加了 20%



来源：国金证券研究所

价的提升：三高产品推动公司肉制品盈利能力的上升

■ 三高产品：品质高、售价高、创利高

- 10 年公司提出了“三高产品”的产品结构升级战略，加大对品质高、售价高、创利高的三高产品的推广。公司非常重视新产品的开发，设有技术中心专门负责每年的新产品开发，并且对新产品的创新者或团队给予充分的激励。以 09 年新品泡面搭档为例，当年推出销售收入即突破 2 亿，10 年接近 10 亿，成长性非常可观。11 年，公司即将推出多项新品，比如新品弹脆火腿肠即是对传统火腿肠口感的一次全面升级。

图表10: 09年新产品—泡面搭档



来源：国金证券研究所

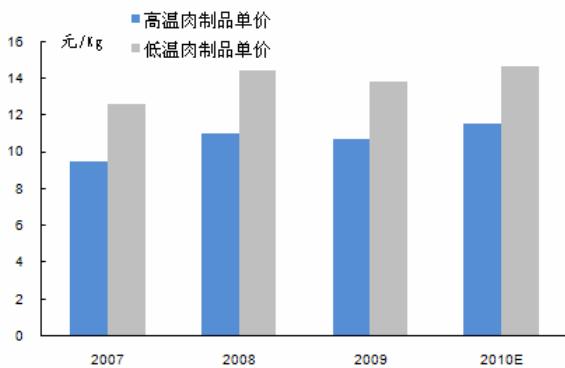
图表11: 10年新产品—弹脆火腿肠



来源：国金证券研究所

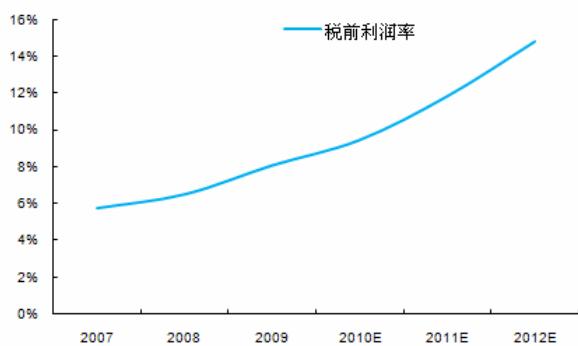
- 产品结构升级有效提升公司肉制品盈利水平
 - 我们认为产品创新是企业提升盈利能力最有效的办法；公司过去主要是做大肉制品的规模，经过多年价格战的厮杀后，奠定了公司今日牢固的行业地位，拥有较强的产品定价权也就有了精力和空间做更多的结构调整。
 - 结构调整最直接的效果是提升产品均价从而带动产品盈利。尽管过去10年双汇产品均价只提升了20%，但近4年提价幅度就达到了15%。提价策略带来这4年肉制品吨盈利能力的快速上升，年复合提升速度达到了25%以上。
 - 我们认为未来3年，依靠提价策略带动肉制品盈利能力提升仍然可行。市场普遍认为火腿肠是一个价格敏感产品，提价行为难以持续。我们有两点不同的看法，一是不考虑成本上升因素，实际上每年提价幅度3%-5%足以支撑盈利能力的提升；二是火腿肠产品并非就是廉价的代名词，从目前公司“三高产品”畅销的情况看，卖点突出的高单价火腿也有较大的消费潜力；

图表12: 近4年平均提价幅度为5%



来源：国金证券研究所

图表13: 肉制品业务税前利润率呈快速上升态势



来源：国金证券研究所

业务板块2：上游屠宰，项目密集投放成新增长点

- 双汇2011-12年预计新增项目

图表14：双汇 2011-12 年新增项目

序号	公司名称	地址	注册资本 (亿元)	拥有股 权比例	产能			
生猪屠宰及肉制品加工项目								
1	南宁双汇食品有限公司	广西省南宁市	4.8	100%	生猪屠宰 (万头)	高温肉制 品(吨)	低温肉制 品(吨)	骨素 (吨)
2	芜湖双汇食品有限公司	安徽省芜湖市	1	100%	200	200	200	/
3	上海双汇大昌肉类加工有限公司	上海市	2	80%	100	/	400	/
4	潍坊双汇食品有限公司	山东省潍坊市	1	100%	200	/	200	25
5	长春双汇食品有限公司	吉林省长春市	1.5	100%	200	200	200	25
6	沈阳双汇食品有限公司	辽宁省沈阳市	1.2	100%	200	200	200	/
合计					1100	800	1300	50
商品猪养殖项目								
7	济源双汇牧业有限公司	河南省济源市	1	100%	饲料 (万吨)	种猪 (万头)	商品猪 (万头)	
搬迁新建工厂项目								
8	浙江金华双汇食品有限公司	浙江金西经济开发区	0.75	55%	生猪屠宰 (万头)	低温肉制 品(吨)	冷库 (万吨)	火腿 (万只)

来源：国金证券研究所

- 注重自建渠道的建设，双汇打造渠道核心竞争力
 - 双汇的自建渠道以加盟店为主，我们非常认可公司的渠道建设。双汇对渠道建设的探索由来已久，从一开始的连锁店模式到今日的加盟店模式，双汇已摸索出一套较成熟的渠道拓展模式。
 - “两低一高”的加盟店模式：低投入，低风险，高回报；**低投入**：加盟店以 50 平米为主，初始投资只需 3 万元左右（包括 1 万元设备投入，5000 保证金及其他装修租金费用）；**低风险**：加盟商按照统一价格提货和销售，月底享受公司统一的返利政策；冷柜等大件投资，加盟商只需交纳保证金即可使用，使用两年后还可获得返还；物流配送全部由公司配送商负责；**高回报**：以日销 100Kg 计算，加盟商月毛利能达到 8000 元以上，月利润在 3000 元左右；由于加盟店多为夫妻老婆店，算上工资收入后，月利润达到 6000 元，回报算是可观。
 - **5 统一的标准化加盟店**：加盟店的推广实现完全的标准化，公司统一装修、统一配送、统一价格、统一服装、统一管理。加盟商只需负责店内的日常管理即可，其他事务全部由厂商打理；

图表15：加盟店1



来源：国金证券研究所

图表16：加盟店2

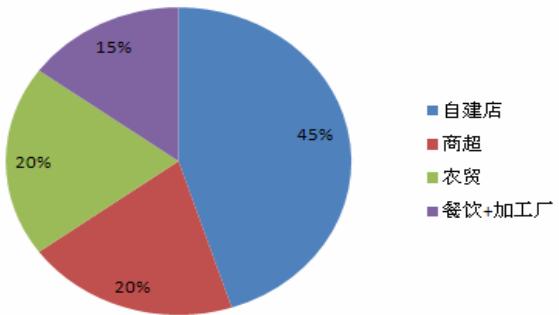


来源：国金证券研究所

■ **加盟店发展有望呈现井喷式发展。**我们认为公司的加盟店模式是对传统肉铺的升级和标准化，在二三线市场潜力尤其巨大；此模式将凭借其更省心的运营和更高的性价比吸引越来越多的加盟商。公司将自建店定位为核心渠道，销售占比将继续维持在 50%左右，以此计算加盟店数的年复合增速超过 50%；

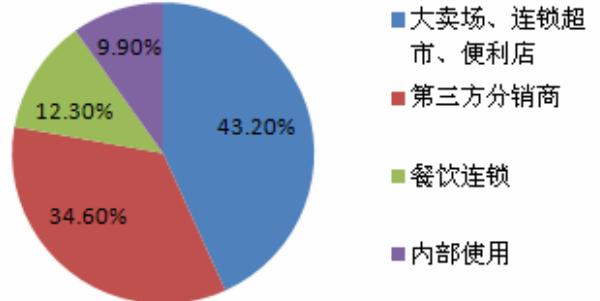
- **从渠道策略看双汇和雨润的屠宰业务，得渠道者方得天下：**
 - 雨润接近 45%是走现代通路，而双汇只有 20%；同时雨润 35%走经销商大流通渠道，双汇 45%则走的是自建渠道。从两者渠道策略的对比来看，雨润的渠道走的更多的是“捷径”，双汇则选择了更加费劲建立自己的渠道。
 - **得渠道者得天下：**大量的加盟店与加盟商，必然带来繁杂的管理困难，但双汇凭借其强大的信息和物流系统有效的解决了管理问题。双汇在渠道开拓上“啃硬骨头”的做法，将比竞争对手更有效的建立起冷鲜肉品牌，更重要的是渠道网络一旦编制起来将成为双汇竞争最核心的武器之一；

图表17：双汇上游渠道以自建店为主



来源：国金证券研究所

图表18：雨润上游渠道以现代通路为主



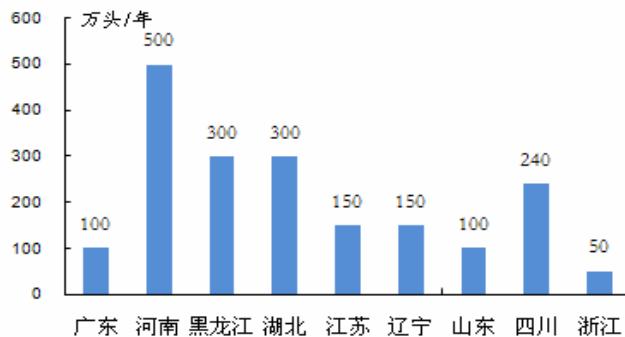
来源：国金证券研究所

■ **从产能布局看双汇和雨润的屠宰业务：**

- **双汇产能布局上：**更多的以销售和市场为导向，并多以大规模工厂为主。
- **雨润产能布局上：**主要选择县乡设厂，靠近猪源，同时政策又好的地方；这样的布局，带来的直接好处是前期较少资本开支以及初期较高的政府补贴回报，体现在账面上则是初期更好盈利的情况。

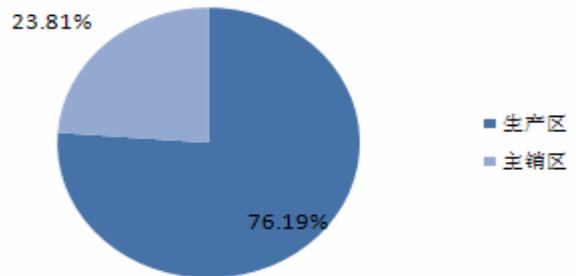
- 总体上，两种布局各有好处，只是着眼点不同。双汇模式可能后劲更足，但值得指出的是雨润的产能布局思路在近两年也有了较大的转变，更多的以新建代替原有的收购策略。

图表19：双汇屠宰产能分布



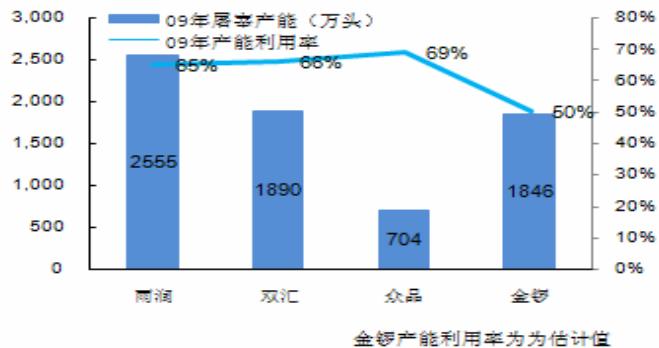
来源：国金证券研究所

图表20：双汇 23.81% 产能为市场主导型



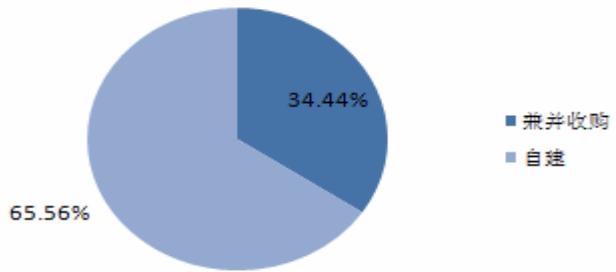
来源：国金证券研究所

图表21：主要上市公司屠宰产能对比



来源：国金证券研究所

图表22：雨润产能兼并收购和自建同步推进

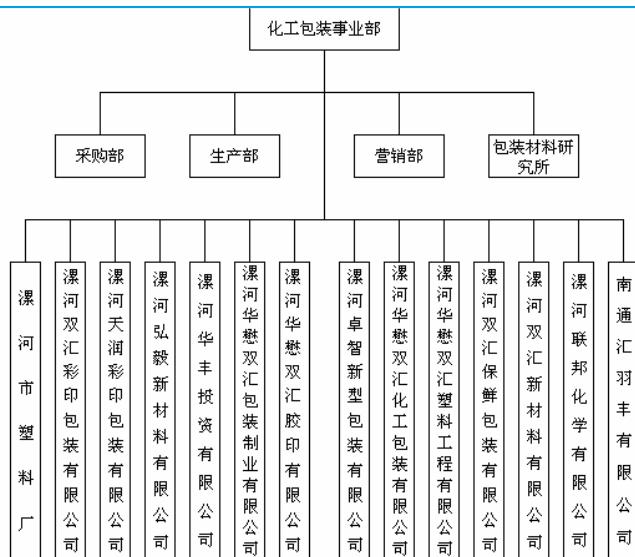


来源：国金证券研究所

业务板块 3：化工包装业务，双汇的秘密杀手锏

- 双汇集团化工包装业务在双汇集团业务版图中扮演着十分重要的角色。整个化工包装板块下属十四家子公司和一个研究所，是集团下属的包装材料的设计、研发和生产基地。
- 双汇集团化工包装业务涉足化工合成、塑料加工、纸品加工、凹版印刷、胶版印刷和柔版印刷等业务，拥有上 100 套国际先进水平进口设备，产品包括 PVDC 树脂、PVDC 肠衣膜、PVDC 包装基材、多层共挤高阻隔膜、塑料复合包装膜、农用塑料大棚膜、地膜以及纸箱、标签等 1000 多个品种规格，对双汇的肉制品业务形成高度的支持。

图表23：化工包装事业部组织结构



来源：国金证券研究所

图表24：包装样品



来源：国金证券研究所

- 化工包装业务既是集团极强的利润增长点，同时也是双汇的核心竞争力之一。从公布的子公司盈利情况来看，化工包装业务展现出极强的盈利能力。化工包装业务除了有效降低产品整体成本外，最重要的是为双汇的产品创新提供了极大的支持。比如新包装的研发为双汇的高温产品中温化提供了可能，无形中也提高了竞争对手模仿的壁垒和难度。

图表25：化工包装业务拥有着超强的盈利能力

序号	名称	总销售收入(万元)			净利润(万元)			净利率		
		08A	09A	10E (1-10月)	08A	09A	10E (1-10月)	08A	09A	10E (1-10月)
1	连邦化学	26,157.6	33,072.0	42,271.4	7,897.9	8,940.7	8,233.8	30.2%	27.0%	19.5%
2	弘毅新材料(海汇新材料)	8,765.4	7,721.9	7,541.6	2,078.7	2,247.0	2,085.2	23.7%	29.1%	27.6%
3	天润彩印(海汇彩印)	40,504.8	58,282.8	43,844.3	6,635.0	9,525.2	7,553.0	16.4%	16.3%	17.2%
4	卓智新型(海汇新型包装)	23,840.3	30,238.6	25,779.3	3,967.3	6,653.8	4,593.8	16.6%	22.0%	17.8%
5	双汇彩印	33,974.9	47,323.2	38,138.2	2,969.4	9,106.7	6,804.4	8.7%	19.2%	17.8%
6	华丰投资	14,356.1	13,314.5	31,019.7	3,863.3	6,486.6	16,452.0	26.9%	48.7%	53.0%
7	保鲜包装	7,287.9	9,869.0	8,229.5	1,661.1	2,322.2	2,101.7	22.8%	23.5%	25.5%
8	双汇新材料	21,455.0	24,471.2	23,777.6	5,801.1	6,876.1	6,109.2	27.0%	28.1%	25.7%
9	华懋化工包装	4,237.7	4,422.0	4,719.6	840.8	779.8	953.2	19.8%	17.6%	20.2%
10	漯河华懋双汇包装制业有限公司	8,530.0	10,215.0		511.0	1,149.6		6.0%	11.3%	
11	漯河华懋双汇胶印有限公司	11,274.0	10,676.6		796.0	1,241.0		7.1%	11.6%	
12	漯河华懋双汇塑料工程有限公司	5,320.0	8,206.3		1,430.0	2,296.0		26.9%	28.0%	
13	南通汇羽丰新材料有限公司	21,539.6	21,528.5		5,792.4	4,599.6		26.9%	21.4%	
	总计	227,243.2	279,341.6	225,321.2	44,243.9	62,224.1	54,886.3	19.5%	22.3%	24.4%

来源：国金证券研究所

股票估值和定价

- 核心盈利假设：
 - 肉制品业务 11-12 年销量年增长 15%，增长主要来自于公司渠道的进一步拓展以及乡县市场需求的快速增长；11-12 年受益于产品提价及结构调整因素，毛利率将得到小幅提升；
 - 生鲜冻品业务：考虑到公司屠宰产能的快速扩张，我们预计 11 年屠宰量达（扣除内部供应）到 1600 万头，12 年达到 2000 万头，生鲜冻品销量增长 56%，12 年保守估计增长 25%；
- 我们预计 10-12 年公司收入为 360、487 和 603 亿，同比增长 27.2%、35% 和 23.9%；净利润 31.2、42.1 和 55.25 亿，11-12 年同比增长 35% 和 31%，对应每股收益 2.52、3.51 和 4.6 元。

■ 以12年30倍估值，1年目标价定为138元，一年收益空间为50%，重申买入建议。

图表26：销售结构拆分

项 目	2010E	2011E	2012E
肉制品业务			
平均售价(元/吨)	13,500.00	14,430.00	15,151.50
增长率(YOY)	N/A	6.89%	5.00%
销售数量(万吨)	170.00	195.50	224.83
增长率(YOY)	N/A	15.00%	15.00%
销售收入(百万元)	22,950.00	28,210.65	34,064.36
增长率(YOY)	N/A	22.92%	20.75%
毛利率	23.00%	24.00%	25.00%
销售成本(百万元)	17,671.50	21,440.09	25,548.27
增长率(YOY)	N/A	21.33%	19.16%
毛利(百万元)	5,278.50	6,770.56	8,516.09
增长率(YOY)	N/A	28.27%	25.78%
占总销售额比重	63.62%	57.91%	56.46%
占主营业务利润比重	79.30%	74.17%	72.99%
生鲜冻品			
平均售价(元/吨)	12,500.00	12,812.50	13,132.81
增长率(YOY)	N/A	2.50%	2.50%
销售数量(万吨)	105.00	160.00	200.00
增长率(YOY)	N/A	52.38%	25.00%
销售收入(百万元)	13,125.00	20,500.00	26,265.63
增长率(YOY)	N/A	56.19%	28.13%
毛利率	10.50%	11.50%	12.00%
销售成本(百万元)	11,746.88	18,142.50	23,113.75
增长率(YOY)	N/A	54.45%	27.40%
毛利(百万元)	1,378.13	2,357.50	3,151.88
增长率(YOY)	N/A	71.07%	33.70%
占总销售额比重	36.38%	42.09%	43.54%
占主营业务利润比重	20.70%	25.83%	27.01%
销售总收入(百万元)	36075.00	48710.65	60329.98
销售总成本(百万元)	29418.38	39582.59	48662.02
毛利(百万元)	6656.63	9128.06	11667.96
平均毛利率	18.45%	18.74%	19.34%

来源：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
强买	1	8	17	20	26
买入	0	0	1	2	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.06	1.12

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-04	买入	49.64	N/A
2 2010-04-26	买入	49.48	61.74 ~ 61.74
3 2010-08-30	买入	49.48	N/A
4 2010-10-29	买入	49.48	N/A
5 2010-12-01	买入	59.87	N/A

来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

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、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。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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
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：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室