

**肉制品**

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

**双汇发展**
**000895**
**强烈推荐**
**以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿！**
**12 个月目标价:** 140.00 元

当前股价: 85.99 元

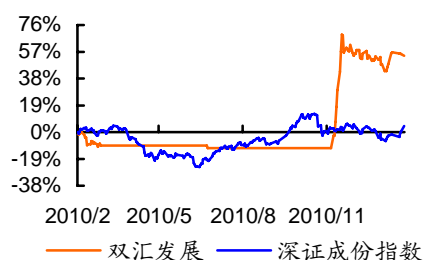
评级调整: 首次

**基本资料**

深证成份指数	12737.80
总股本(百万)	606
流通股本(百万)	606
流通市值(亿)	521
EPS (TTM)	1.71
每股净资产(元)	6.13
资产负债率	35.4%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	0.26	73.79	73.79
深证成份指数	3.61	0.09	17.00


**相关报告**

本篇报告的独特之处在于：针对投资者担心的在肉制品行业过了行业高速发展期（第一阶段）进入行业整合期（第二阶段）增速放缓的担心，通过对美国肉制品企业的发展历程进行深入研究发现，虽然在行业整合期行业增速在放缓，但是龙头企业的增速在加快，市值增速>利润增速>企业收入增速>行业增速，在该阶段龙头企业在资本市场的表现将会远超市场预期，双汇在十二五末股价将超 300 元，市值超 4000 亿！

- 美国肉制品行业发展历史是纵向整合和横向兼并的历史，行业集中度的提高造就了 Smithfield、Hormel 等大型企业，其成功具有相同的特点：产业链纵向一体化、通过不断地收购兼并和大规模自建投资实现企业规模和盈利能力的提升、产品结构符合消费升级的趋势、开发高附加值新产品的能力强。
- 美国肉制品行业自 80 年代末从高速发展期进入行业整合期，虽然行业增速放缓，但是龙头企业在该阶段收入翻 1 倍带动了市值翻 4 倍。美国肉制品龙头企业在行业进入整合过程中都表现出：利润率与估值不断提升，利润增速加快，市值增速>利润增速>企业收入增速>行业收入增速，并且在资本市场都有超预期的表现。
- 中国屠宰及肉制品加工行业已经从高速发展期进入行业整合期，行业正面临深刻的结构性变迁，双汇市场占有率仅 2.3%，整合提升空间巨大。我国前 3 大企业占有率仅 5%，而美国前 4 家厂商市场占有率 69%，预计十二五末 CR4 将超过 25%。
- 公司聚焦主业，适时向产业链上游延伸，注意控制养殖风险。公司下一步的目标是对产业链进行纵向整合，但始终将重点放在屠宰业和肉制品加工业两大主业。
- 积极参与制品行业整合，加快新基地建设，肉类联合加工模式（200 万头日屠宰量+100-400 吨肉制品日产量+上游 50 万头的养殖场）快速复制。公司 12 年复合增速达 29%，广阔的行业空间和大规模投资保障未来 5 年维持高增速。公司计划每年新建 5 个屠宰场，2015 年前拥有 100 家工厂，实现税前利润 100 亿。
- 产品结构调整顺应世界肉制品消费趋势，附加值不断提升。白条肉向调理制品转变，高温肉制品向低温肉制品发展；围绕“开创中国肉类品牌”，实施品牌营销，产品创新能力强，能够不断通过推出新产品提升盈利能力。
- 目前双汇正处在美国龙头企业在 80 年代末的状态，保守预计双汇能够在 3-5 年内实现收入翻倍，利润率和估值都将不断提高，市值/股价有可能从资产重组后的 1000 亿/86 元上升至十二五末 4000 亿/300 元。
- 预计 2010-2012 年 EPS 为 2.34, 3.31 和 4.46 元，对应的 PE 为 37/26/19 倍，我们看好公司长期发展，12 个月目标价 140 元，给予公司“强烈推荐”的评级。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28351	36069	47351	60425
同比(%)	9%	27%	31%	28%
归属母公司净利润(百万元)	911	2809	3965	5352
同比(%)	30%	208%	41%	35%
毛利率(%)	9.8%	18.1%	18.9%	19.7%
ROE(%)	31.0%	49.0%	40.9%	35.6%
每股收益(元)	0.76	2.34	3.31	4.46
P/E	115.19	37.34	26.46	19.60
P/B	35.68	18.29	10.81	6.97
EV/EBITDA	35	12	9	6

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、行业进入整合阶段，集中度逐步提高 .....	3
1. 生猪养殖行业：规模化养殖是大趋势 .....	3
1.1 猪肉产量居世界第一，未来将逐步进入低速发展期，增速在 2-3% 左右 .....	3
1.2 养殖区域分布集中，重点区域是大型企业扩张规模的争夺之地 .....	4
1.3 国内生猪养殖以散养为主，规模化是大趋势，竞争主要是养殖户和大企业间的竞争 .....	5
1.4 生猪价格波动的蛛网困境，生猪和猪肉价差影响屠宰利润、猪肉价格影响肉制品利润 .....	6
2. 生猪屠宰及肉制品深加工行业：面临整合机遇 .....	8
2.1 我国屠宰行业高度分散，低端产能过剩、规模化企业不足 .....	8
2.2 政策环境、技术进步、生猪价格上涨推动屠宰行业升级，行业集中度不断提高 .....	9
2.3 肉制品产量保持高速增长，深加工肉制品占比不断上升，有效提升行业利润水平 .....	10
3. 我国猪肉消费现状：冷鲜肉、低温肉制品消费快速增长 .....	11
3.1 我国人均肉类消费落后于大部分发达国家，以猪肉消费为主 .....	11
3.2 肉制品增长更快，冷却肉、低温肉制品是升级方向，消费模式与产业升级良性循环 .....	12
二、美国屠宰及肉制品加工龙头企业的成功案例 .....	14
1. 发展历程：美国肉类类发展历史是纵向整合+横向兼并的历史 .....	14
2. 产业链整合的赢家：Hormel&Smithfield .....	17
2.1 Smithfield：世界最大的生猪养殖、猪肉加工和销售企业 .....	17
2.2 Hormel：美国独立猪肉加工企业，聚焦主业、发展优势产业、适时向产业链上游延伸 .....	20
3. 美国屠宰及肉制品龙头企业资本市场表现出色的原因 .....	23
三、双汇分享行业快速扩张后的第二次盛宴——整合提升企业价值 .....	24
1. 公司员工控制了双汇集团 30.23% 的股权和 53.19% 的表决权，成为实际控制人 .....	24
2. 聚焦主业、完善产业链、适时向上游延伸 .....	25
3. 大规模投资加速行业整合，未来 5 年高增速可维持，肉类联合加工模式快速复制 .....	26
4. 产品结构调整符合世界肉类消费趋势，冷鲜肉、低温肉制品占比不断提高 .....	28
5. 积极实施品牌营销、不断通过创新提升产品附加值 .....	29
6. 行业竞争格局分析：公司资产注入后各产品市场占有率均第一 .....	31
7. 从美国肉制品巨头市值变化预测双汇发展未来资本市场表现：收入增长 1 倍带动市值增长 4 倍 .....	32
8. 盈利预测 .....	34

我国猪肉屠宰及加工行业目前正面临整合机遇，行业的高速发展期为屠宰及肉制品企业所带来的第一次盛宴已经结束，但是，优势企业将分享行业快速扩张后的第二次盛宴——整合提升企业价值。

市场上目前对大型肉制品企业的担忧主要是：在行业整体增长放缓的背景下，企业是否能够维持过去的高增长？

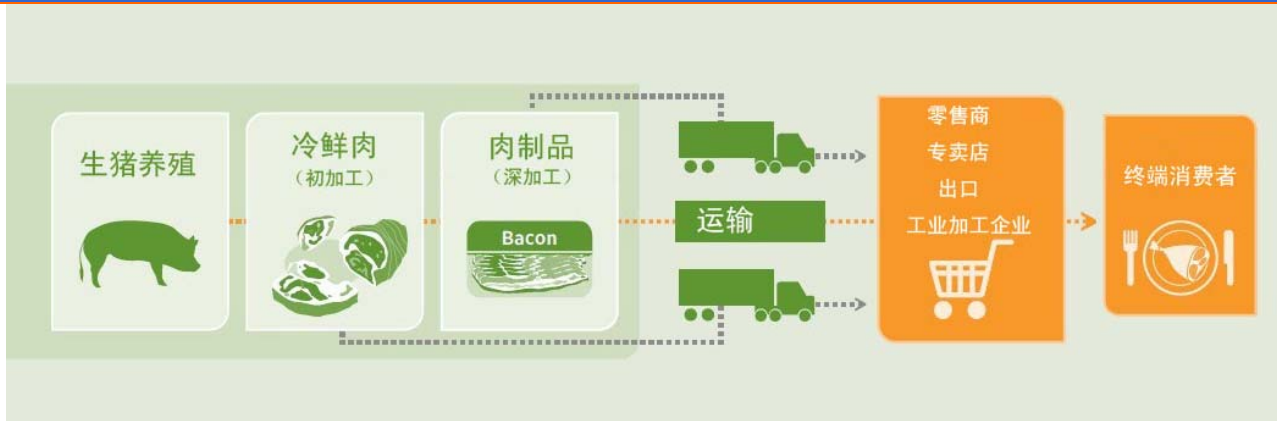
本篇报告通过对美国屠宰及肉制品行业发展的历史进行分析，认为中国目前正处在 80 年代末期美国屠宰及肉制品加工行业开始整合的时期。分析美国两大屠宰及肉制品企业在行业进入整合期后其收入、利润的增长情况以及其在资本市场的表现。我们得出以下结论：

企业利润率和估值都在不断提升，利润增长较行业整合之前有所加快。虽然行业收入增速降至 1-2%，但市值增速>利润增速>企业收入增速>行业收入增速。例如 Smithfield 和 Hormel 在 1987 年左右开始进入高速整合，以 1987 年为基期，其收入增长对应市值增长的弹性系数约为 4，即收入增长翻 1 倍可以带动市值翻 4 倍。

我们保守预计双汇至少在 3-5 年能够实现收入翻倍，那么十二五期末市值有可能从资产注入后的 1000 亿上升至 4000 亿。

## 一、行业进入整合阶段，集中度逐步提高

图 1 生猪产业链



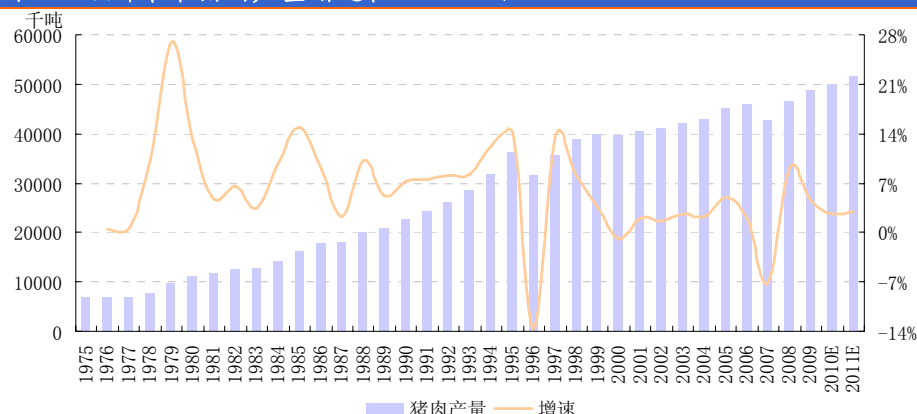
资料来源：中投证券研究所

### 1. 生猪养殖行业：规模化养殖是大趋势

#### 1.1 猪肉产量居世界第一，未来将逐步进入低速发展期，增速在 2-3% 左右

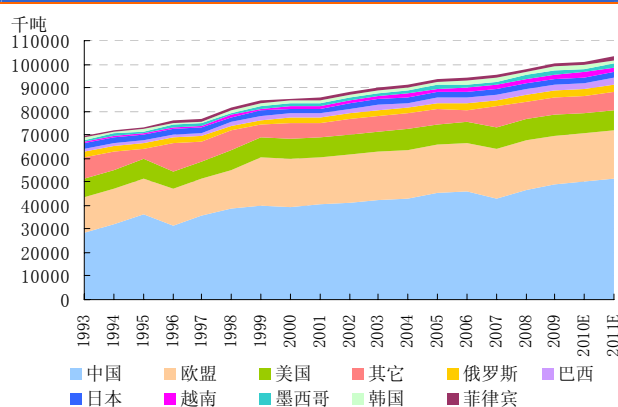
根据联合国粮农组织的数据，我国是全球最大的肉类及深加工肉制品生产国。在肉类消费中，猪肉消费已经占据世界产量的一半，2009 年达到 4882 万吨。但是猪肉产量的增速逐渐放缓，近 10 年复合增长率已经下降至 2% 左右。根据发达国家的经验，随着人均收入水平上不断上升，肉类消费的增速将逐渐放缓。考虑目前农村居民猪肉消费仅城镇居民的 2/3，而且最低收入家庭肉类花费不到最高收入家庭肉类消费的 1/4，猪肉消费市场还有扩大的空间，预计未来我国猪肉产量增速能够维持在 2-3% 左右。

图 2 预计未来猪肉产量增速在 2-3%左右



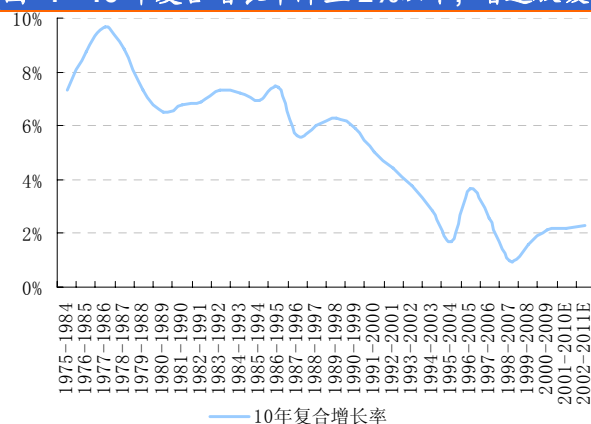
资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 3 中国猪肉消费量约占世界产量一半



资料来源：USDA、国家统计局、中投证券研究所

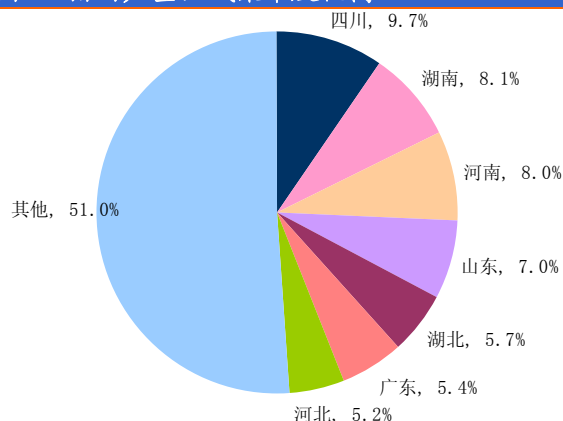
图 4 10 年复合增长率降至 2% 以下，增速放缓



## 1.2 养殖区域分布集中，重点区域是大型企业扩张规模的争夺之地

我国前 7 个省份猪肉产量占比 50%，养猪农户的地点品主要分布于华南及华北地区，四川及湖南等省是华南一带主要猪肉产量地方，每年产量合计大约 900 万吨；河南和山东则是华北一带猪肉产量最多的地区，两省一共产量 700 多万吨。目前多数大型企业都是按照就地养殖、就地生产、就地销售的原则设置分厂。这些产量较大的地区与肉类食品行业销售收入和利润的地区分布一致，其在行业并购加剧背景下是大型企业争夺的重点。

图 5 猪肉产量区域集中度较高



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 6 肉类食品行业销售利润集中度高

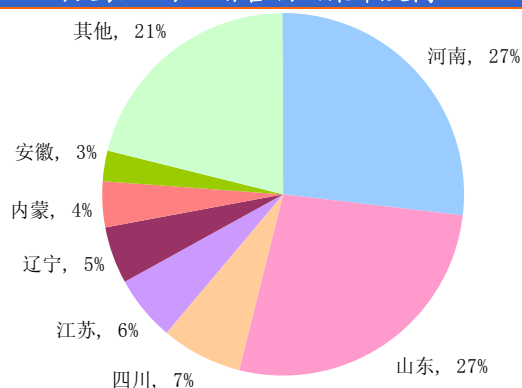




图 7 养殖区域分布集中，重点区域是大型企业扩张规模的争夺之地



资料来源：中投证券研究所

### 1.3 国内生猪养殖以散养为主，5 万头以上养殖厂仅占出栏量 0.64%，规模化是大趋势，竞争主要是众多养殖户和少数大规模企业之间的竞争

我国生猪养殖的规模化在不断提高，年出栏 50 头以上的生猪养殖户出栏生猪比重从 2005 年的 38% 上升至 2008 年的 56%。但相比发达国家，养殖的规模化程度较低，年出栏 5 万头以上的规模养殖企业合计出栏数占全国总出栏数仅约 0.64%。散养农户养殖成本普遍高于规模养殖企业，收入无法保证。

表 1 5 万头以上养殖厂仅占出栏量 0.64%

养殖规模（头）	养殖场数量（个）	年出栏量占比
1-50	69,960,452	44.05%
50-100	1,623,484	12.93%
100-500	633,791	15.74%
500-1000	108,676	8.38%
1000-3000	40,010	7.12%
3000-5000	8,744	3.74%
5000-10000	4,172	3.13%
10000-50000	2,432	4.28%
>50000	69	0.64%
合计	72,381,830	100%

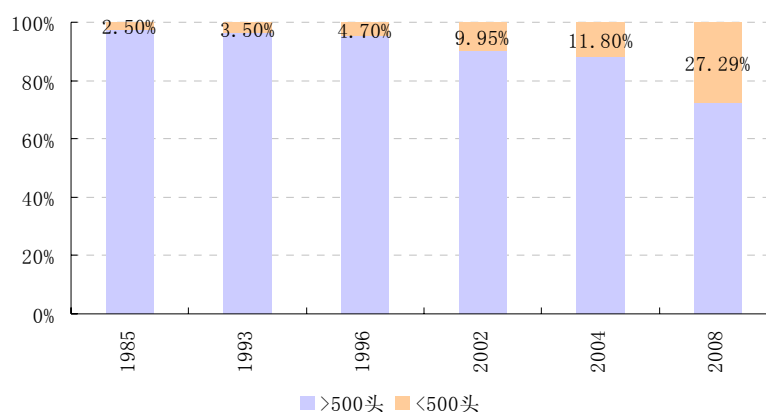
资料来源：中国畜牧业协会、中投证券研究所

生猪养殖规模化发展速度落后于下游生猪屠宰及肉制品加工企业。截止 2009 年年底，国内生猪养殖年出栏量 100 万头以上的企业仅广东温氏食品集团有限公司一家，占全国比例不足 0.5%，而 2009 年生猪屠宰量在 100 万头以上的企业年屠宰量占全国 9% 以上。大型屠宰及肉制品企业的需求量远超规模企业的养殖量，且国内猪肉消费市场容量较大，这就造成了

生猪市场竞争格局主要是众多养殖户和少数大规模企业之间的竞争，而大规模企业之间竞争激烈程度较小。

根据国外经验，生猪规模化养殖是行业发展的必然趋势。通过发展大规模养殖可以降低每头猪的固定成本，生产者赢得了低成本竞争优势，在价格下降时期，小生产者被淘汰，大规模生产者凭借成本优势确立市场地位。一般大规模养殖的生猪价格高于小规模养殖的生猪价格，小规模养殖的生猪价格又高于农户散养生猪价格，一般规模养殖的商品肉猪价格高于散养生猪 5-10%，大规模企业生产的种猪高于小规模养殖企业商品仔猪可达 40%。

图 8 生猪集中度逐步提高



资料来源：中国畜牧业协会、中投证券研究所

一些养殖行业发展较大的地区已经加快了规模化和产业化步伐。例如河南生猪出栏量全国第二，存栏量全国第一，生猪养殖的规模化养殖（500头以上）比重已经达到 48%，养殖小区快速发展、集约化养殖企业不断增加。我们认为未来其他地区也会朝规模化方向发展。

#### 1.4 生猪价格波动的蛛网困境，生猪和猪肉价差影响屠宰业务利润、猪肉价格影响肉制品业务利润

影响猪肉价格的因素主要是饲料价格引起的成本上升和生猪养殖周期以及生猪疫情引起的供需失衡。

饲料价格上涨拉动猪肉价格上升幅度/公斤=(玉米价格上涨幅度/公斤)\*玉米占饲料比重\*猪粮比\*饲料占生猪养殖成本比重

根据蛛网理论，肉价的周期性波动不可避免。由于我国生猪养殖户较分散，造成养殖户缺乏市场前瞻性，往往无法判断未来市场行情，在类似完全竞争的市场上，每个养殖户都认为当前市场价格可以持续下去，自己改变生猪供给不会影响价格。生猪价格由供给量决定，而供给量由上一期市场价格决定。养殖户根据当前市场价格决定下一期的供给量，而本期的养殖规模决定下一期的产量。由于生猪有 6 个月的养殖周期，而且不可能中途退出，因此造成养殖存栏量周期性波动，从而造成猪肉价格大幅波动。养殖户以现有价格预期未来收益的思考方式使其陷入“蛛网困境”，产量增大，收入反而减少，从而挫伤来年养殖积极性，造成生猪供求失衡。

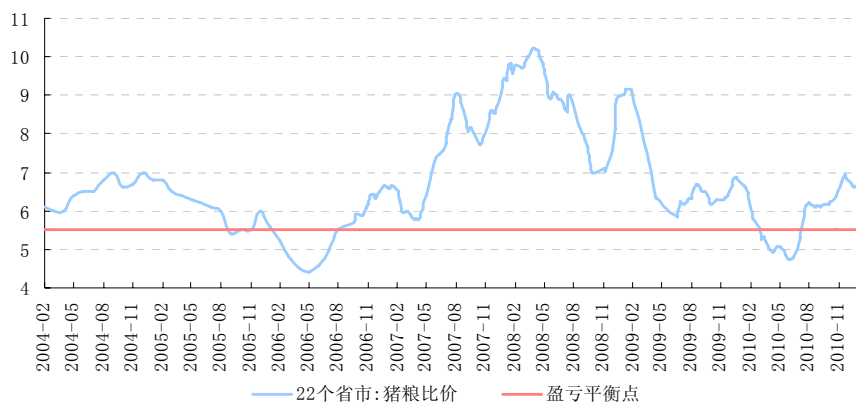
除此之外，突发的事件如生猪疫情等会延长周期，同时会加大肉价的波动幅度。从历史经验来看，一般生猪生产的波动周期为 4-5 年。

表 2 猪从出生到上市全程 180 天

生产	保育期	育肥期
1000 头母猪每周能生产 400 头猪	近舍 6kg 出舍 23-27kg 保育舍 45-50 天	近舍 23-27kg 出舍 120-125kg 育肥 130 天

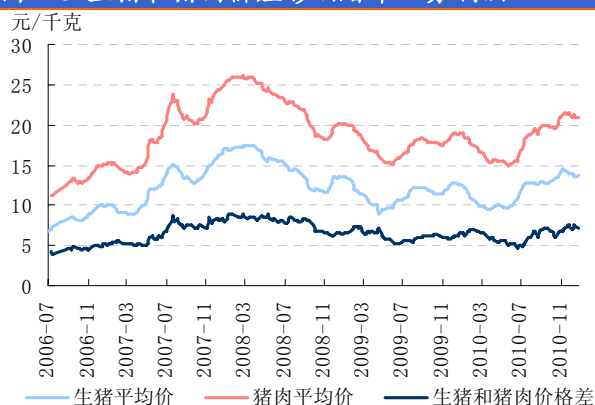
资料来源：中投证券研究所

图 9 猪粮比价变化：一般生猪生产的波动周期为 4-5 年



资料来源：中国畜牧业协会、中投证券研究所

图 10 生猪和猪肉价差影响屠宰业务利润



资料来源：国家统计局、中国畜牧业协会、中投证券研究所

图 11 能繁母猪存栏量仍在低位

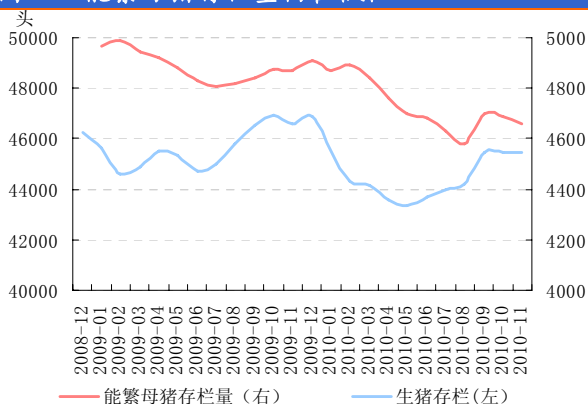
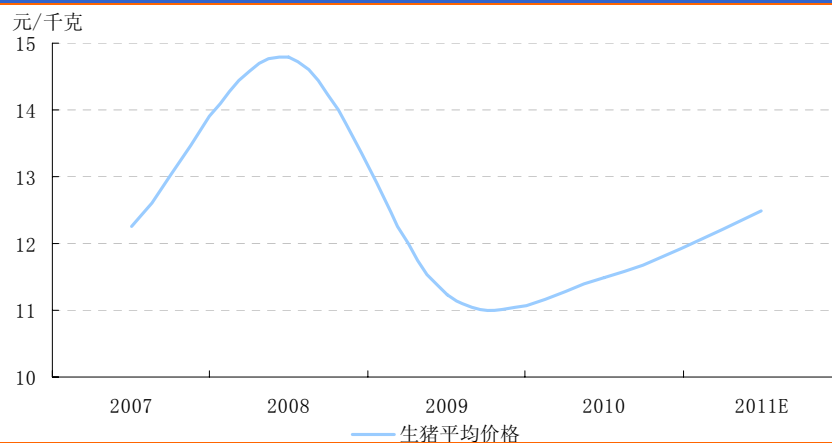


图 12 预计 2011 年生猪价格会小幅上涨，涨幅 5%左右



资料来源：中投证券研究所

2010年下半年开始生猪和猪肉价格在饲料价格上涨带动下开始大幅上涨，下半年生猪和猪肉涨幅都超过了40%。影响屠宰业务利润的主要是生猪和猪肉价格差，通常来说，猪肉和生猪价格上涨时，二者价差会拉大，二者价格下降时，价差减小，因此对于以屠宰业务为主的企业，猪价上涨能够提高利润；而对于肉制品企业，由于猪肉是其主要成本，因此猪肉价格上涨对肉制品的盈利有负面影响。2011年猪肉的价格主要看农户补栏积极性，由于今年冬天气温较低，仔猪存活率低，根据我们的调查农户补栏积极性不高，能繁母猪存栏量甚至有所回落，按目前的补栏速度，存栏量恢复正常水平还需时日，而且春节之后进入猪肉消费淡季，预计农户补栏时间还要向后拖延。加之政府对养殖户收入的扶持政策，我们认为2011年猪肉价格仍会小幅上涨，涨幅在5%左右。

## 2. 生猪屠宰及肉制品深加工行业：面临整合机遇

### 2.1 我国屠宰行业高度分散，还有82%的企业处于手工或半机械屠宰状态，低端产能过剩、规模化企业不足

屠宰行业按生产加工方式由低级到高级可分为三个层次：一是手工作坊，包括各种合法（农民自宰自食）和非法（私屠上市）的屠宰活动；二是由经批准的畜禽定点屠宰企业；三是规模以上肉类加工企业（指年销售额500万元以上、纳入国家统计局统计范围的畜禽屠宰及肉类加工企业）。目前全国机械化屠宰厂达到3696家，全国规模以上（年屠宰量大于2万头）定点屠宰企业2205家，约占全国定点屠宰企业总数12.38%，年屠宰量已占全部定点屠宰量的68%，这意味着，12.8%的企业负担着68%的生猪屠宰量。21000家全国定点屠宰企业，还有82%的企业处于手工或半机械屠宰状态，2009年6.5亿头肉猪出栏头数计算，每家企业每年屠宰量平均3万多头，规模以上企业每年平均屠宰仅20多万头。

表3 我国屠宰及肉制品行业集中度明显偏低

2009年	家数	占规模企业总量	资产总额占比	销售收入占比	利润占比
<b>屠宰及肉制品加工企业</b>					
大型企业	26	0.7%	27.2%	21.5%	24.5%
中型企业	307	8.3%	33.4%	29.2%	26.2%
小型企业	3369	91.0%	39.4%	49.3%	49.3%
<b>禽畜屠宰加工企业</b>					
大型企业	14	0.7%	21.1%	11.7%	12.6%
中型企业	176	8.5%	35.0%	31.8%	26.5%
小型企业	1886	90.9%	43.9%	56.6%	60.9%
<b>肉制品加工企业</b>					
大型企业	12	0.7%	33.4%	34.3%	36.6%
中型企业	131	8.1%	31.8%	25.9%	25.9%
小型企业	1477	91.2%	34.8%	39.8%	37.5%

资料来源：中投证券研究所

国内现有的前10家大型企业中，仅雨润集团、双汇集团、金锣集团拥有一定的全国影响力，2009年其生猪屠宰量占比总共约3000万头，仅占全国出栏生猪量的5%左右；其肉制品加工量合计约200万吨，仅占全国肉类总产量的3%左右，占全国肉制品工业加工量的20%左右。国内222



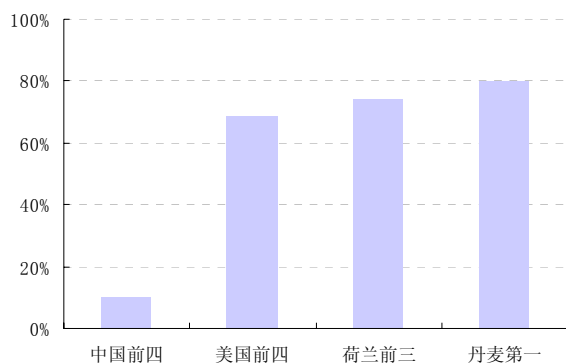
个大中城市中，近 50%的城市排名前 5 位的屠宰企业销售总量已占该市猪肉年销售量 60%以上，其中 1/3 的城市前 5 位的屠宰企业年销售量占比超过 80%，呈现地方性品牌企业的分散与割据局面。鉴于国内行业呈现出的低端产能过剩、规模化企业不足局面，可以预测：**对内进行整合并购，成为大型企业继续做大做强的必由选择**。整合并购将以猪肉主产地为主，以大中型城市和缺乏强有力的地方品牌的区域为重点。

表 4 屠宰及肉类加工行业的主要经营模式

经营模式	企业类型	特点
“公司+基地+农户”模式	国内大型企业	企业与集中养殖基地和散养农户签订采购协议，提供技术指导，生猪育肥后企业统一上门收购；可加强对猪源的控制，将资源集中于肉制品生产销售
区域性生产经营模式	国内小型企业	生猪收购局限于一定区域，而后加工并销售给临近区域，以热鲜肉为主；生产工艺水平较低，产品附加值很小，因储运条件及品牌的影响，销量不大
纵向一体化经营模式	国外大型企业	企业拥有饲料加工、生猪养殖到肉制品销售的完整产业链，能防止生猪供给不稳定；由于生猪养殖周期长，资金周转慢，经济效益不稳定，在国内较少

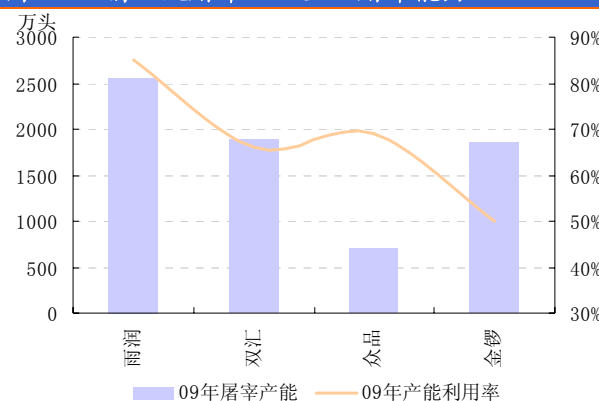
资料来源：中投证券研究所

图 13 猪肉加工能力比较



资料来源：中投证券研究所

图 14 前四大屠宰加工企业屠宰能力



## 2.2 政策环境、技术进步、生猪价格上涨推动屠宰行业升级，大企业挤掉手工作坊，行业集中度不断提高

2007 年以来国家出台了一系列关于食品安全卫生方面的政策法规，小作坊、黑窝点、小刀手的数量大量减少。包括 2008 年新修订的《生猪屠宰管理条例》和《生猪屠宰管理条例实施办法》，2009 年的《食品安全法》、《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015）》。

表 5 《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015）》主要内容

促进行业集中度提升	到 2015 年在生猪主产区培育一批年屠宰量在 100 万头以上的大型屠宰厂
优化猪肉产品结构	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%，冷鲜肉市场份额由现在的 10% 提升至 20%，到 2015 年上述比例分别达到 20% 和 30% 左右。
淘汰落后产能	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。
控制定点屠宰厂数量	直辖市和常住人口在 500 万以上的城市城区要少于 4 家，其他低级以上城市城区要少于 2 家，县全境设 1 家。

资料来源：中投证券研究所

除此之外，2010 年《农产品冷链物流发展规划》出台，规划制定了 2015 年肉类冷链流动率（冷链物流各环节实行全程低温控制的商品流通量占需要冷链服务商品总量的比率）提高至 30% 的目标。美国、日本等发达国家的冷链流动率达到 85%，东欧国家达到 50% 左右，而我国综合冷链流动率仅 15%，其中肉类冷链流通率约为 15%。冷链物流的发展将为规模企业产品扩大市场占有率提供有力支持。

生猪价格大幅上涨为行业龙头企业的整合带来了良机，小企业经营困难。在政策支持、技术发展、生猪价格连续上涨背景下，未来的发展方向是大型肉制品加工企业将小刀手、小作坊挤出市场，提高自身市场份额。

屠宰行业收入增速近几年在 30% 左右，利润增速在 40% 左右。预计 2010 年屠宰行业主营收入将达到 4200 亿，利润总额将超过 160 亿，保持着高速增长的态势。根据十二五发展纲要的规划，到 2013 年淘汰 30% 手工和半机械化屠宰产能，按照产量增速 3% 预计，未来屠宰行业规模企业的收入仍会保持 30% 的增长。

图 15 屠宰及肉制品收入增速近几年 20%-30%

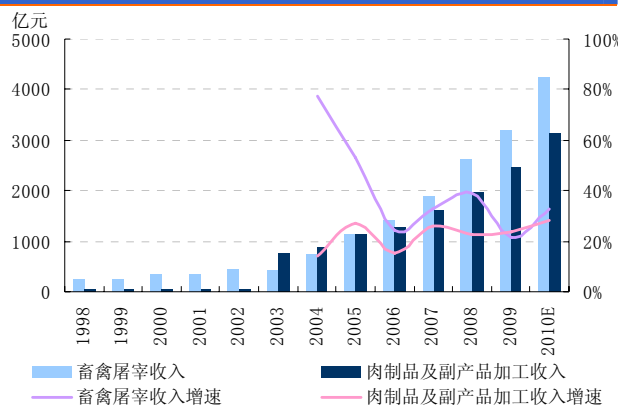
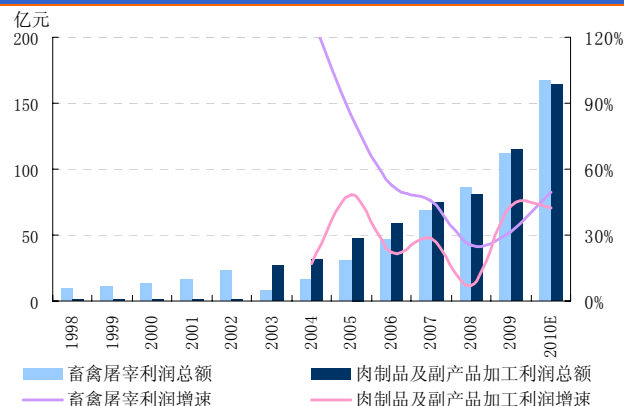


图 16 屠宰及肉制品利润增速在 30%-50%



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

### 2.3. 肉制品行业产量保持高速增长，深加工肉制品占肉类消费比重不断上升，有效提升行业利润水平

2000 年至 2009 年，我国肉制品产量的增长幅度很大，增长速度远远超过了肉类总产量的增长速度。因此，其所占肉类总产量的比重也在不断提高。2009 年我国肉制品总产量约为 1120 万吨，占肉类总产量的比重为 14.7%，自 2002 年翻了一倍。但相比而言仍然较低，西方发达国家的肉制品加工往往占到肉类总产量的 40%，个别国家则达到 60% 以上。因此未来我国肉制品加工业的发展空间很大。随着国内肉类消费结构的升级，行业内深加工产品的比重增加，产品附加值较高低温肉制品比例逐渐增加，行业整体利润水平有望提高。

表 6 肉制品增速相对肉类消费更快

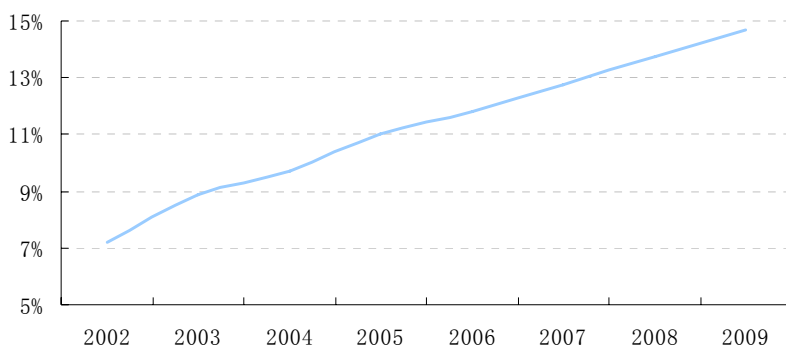
产量	2000 年	2009 年	9 年复合增长率
肉制品产量（万吨）	407	1,125	12.0%
肉类总产量（万吨）	6,125	7,650	2.5%
肉制品占比	6.6%	14.7%	

资料来源：2009 年肉类工业发展概况、中投证券研究所

肉制品加工行业收入增速近几年在 20%-30%，利润增速在 40%-50%。预计 2010 年屠宰和肉制品加工行业主营收入将达到 3100 亿，利润总额将

超过 160 亿，保持着高速增长的态势。由于深加工肉制品目前占比较小，提升空间很大，我们认为其可以保持 40%左右的增速。

图 17 肉类深加工比例不断上升



资料来源：2009 年肉类工业发展概况、中投证券研究所

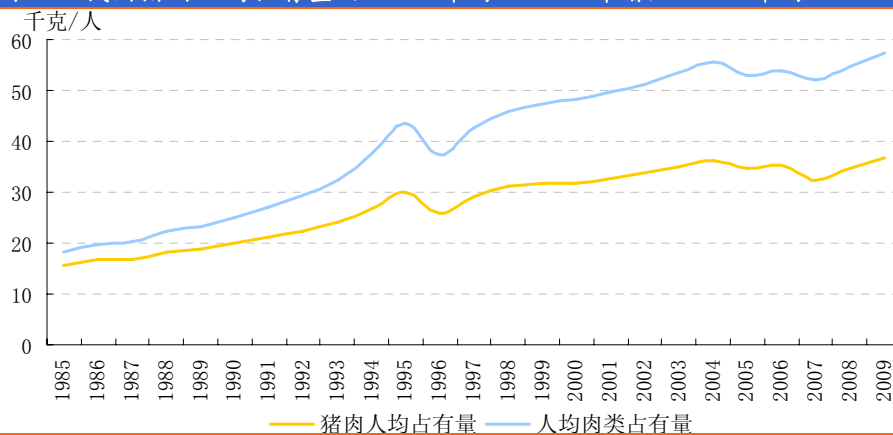
### 3.我国猪肉消费现状：冷鲜肉、低温肉制品消费快速增长

#### 3.1 我国人均肉类消费落后于大部分发达国家，以猪肉消费为主

虽然我国猪肉消费已经和世界领先水平拉近差距，但肉类消费与发达国家和地区还有较大差距，是香港、美国、台湾的 38%、45%和 75%。而肉类消费差距更大，至 2009 年我国肉类人均占有量达到 50 公斤，低于西方发达国家人均 70-120 公斤的占有量，特别是相比世界排名前 10 的国家还有很大的差距，如丹麦的肉类人均占有量居世界第一，1998 年已达 417 公斤。

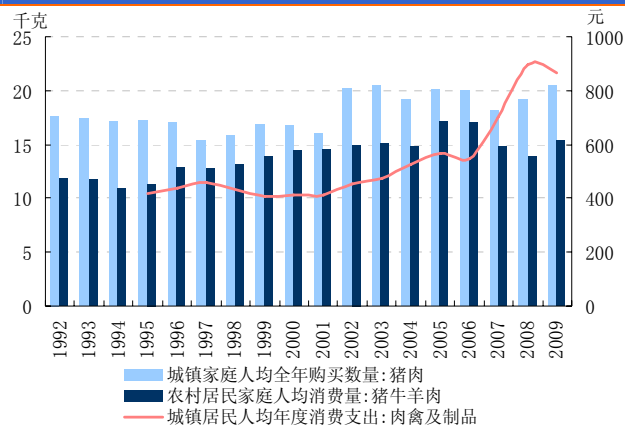
由于饮食习惯的问题，我国肉类生产和消费以猪肉为主，牛、羊、禽肉为辅。1986 年，猪肉产量占肉类产量的 85.0%，所占比例非常大，随后这一比例下降较为明显，并逐步趋于稳定，1999 年猪肉占比降至 67.3%，此后猪肉占肉类产量比例基本上维持在 65%左右。我们认为继续下降的空间不大，消费水平较高的香港、台湾地区，猪肉消费占比也有 55%以上。而且农村市场目前猪肉消费还有很大提升空间，这将支撑猪肉产量保持稳定的增长。目前城镇人均猪肉购买量约为 20 公斤，农村人均肉类消费量约为 15 公斤。

图 18 我国猪肉人均占有量由 1985 年的 15.6 公斤增至 2009 年的 36.6 公斤



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 19 城镇居民猪肉消费量 2003 年后趋于稳定



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 20 猪肉占肉类产量比重基本稳定在 65% 左右

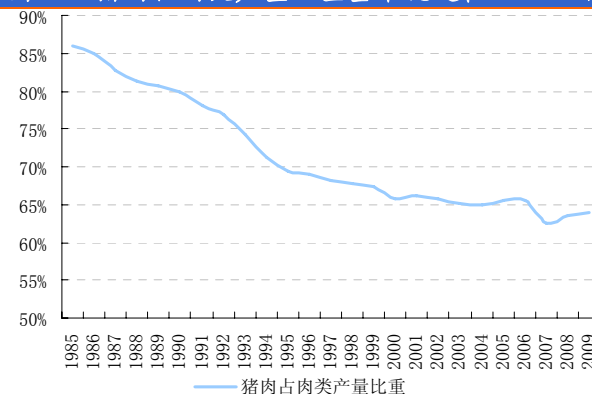
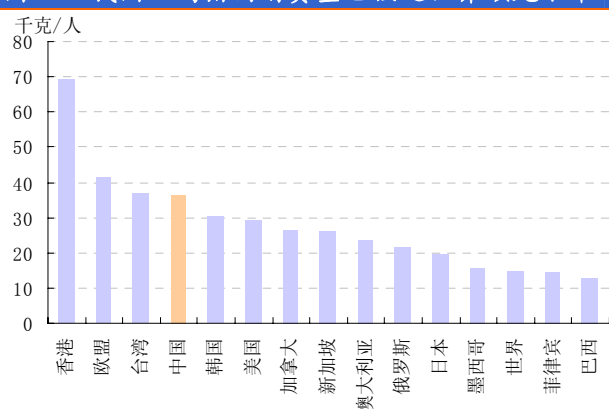
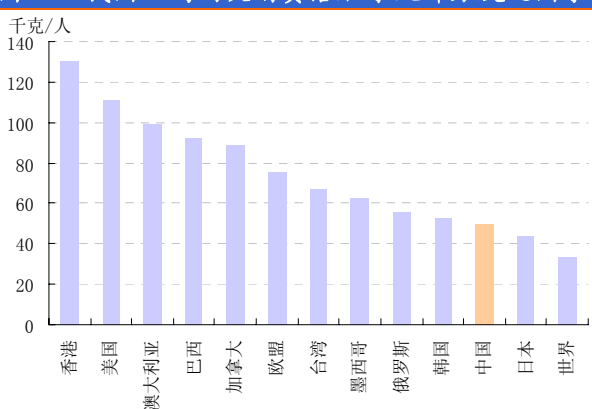


图 21 我国人均猪肉消费量已接近世界领先水平



资料来源：USDA、国家统计局、中投证券研究所

图 22 我国人均肉类消费落后于大部分发达国家



### 3.2 肉制品增长更快，冷却肉、低温肉制品是升级方向，健康的消费模式与产业升级良性循环

我国肉类食品市场的现状是：白条肉多、分割肉少；热鲜肉多，冷鲜肉少；散售裸肉多，包装肉少；高温制品多，低温制品少。

室温猪肉一直占中国猪肉市场的最大份额，但是过去几年，冷鲜肉在消费水平较高的城市增长很快。冷鲜肉一般在超市销售，因为其需要 0-4 度冷藏。随着超市的鲜肉销售额市场占有率逐步增加，超市的数目迅速增加，而且大型超市一般对其供货商所提供的产品质量要求较高，这些都推动冷鲜肉和冷冻肉以及肉制品大规模供货商增长。

目前国内冷鲜肉市场份额占比在 10% 左右，部分一线城市份额达到 30%。而欧美、日本等发达国家上世纪二三十年代开始推广，现在冷鲜肉市场份额 90% 以上。与内地具类似消费习惯的香港其冷鲜和冷藏猪肉消费比重在从 1982 年 27% 提升至 2002 年的 57%，同期冷鲜和冷藏牛肉的比重也从 42% 提升 78%。目前全国县城以上区域冷鲜肉比例为约为 10%，发达地区冷鲜肉占比较高，一线城市一般在 15-30%，个别地区（如杭州市区）已经达到 50-60%。根据按照香港的发展轨迹，冷鲜肉市场将迎来快速发展时期，而政策的推动将成为冷鲜肉市场快速发展的催化剂。



表 7 冷鲜肉、低温肉制品是未来发展方向

		分类	工艺	优缺点
生肉		热鲜肉/室温猪肉	已分割但未进行冷却处理加工的鲜肉，通常于传统街市以室温供应，保质期 1-2 天	优点：肉品新鲜、膘白肉红、味道鲜美；缺点：未经冷却排酸处理，易污染、易腐化变质、露天销售不卫生
		冷鲜肉/冷却肉	屠宰后的胴体置于-18℃的环境下持续 1-2 小时，后转入 0-4℃的环境中脱酸 16-24 小时，并在后续加工、流通和零售过程中始终保持在温度范围内的鲜肉，保质期约 7 天	吸收了热鲜肉和冷冻肉的优点，肉品新鲜、质嫩味美、营养价值高；有效避免消费者因食用被沙门氏菌、大肠杆菌等适温细菌污染的肉类引起食物中毒；按食用特点呈现分割肉状态，满足消费者多种需求；集安全、卫生、美味、营养、方便于一体的优质“鲜肉”
		冷冻肉	屠宰后的胴体经过冷冻工艺过程，其肌肉中心温度低于-15℃的生肉，保质期约1年	优点：肉品安全卫生、便于冷藏运输；缺点：食用前需要解冻，会导致大量营养物质流失
肉制品	西式	高温肉制品	高温高压加工的肉制品，在恒定压力下，加热杀菌温度在 115℃—121℃加工而成	优点：保质期长，无需冷链运输；缺点：淀粉含量多，高温加工导致营养价值流失多。如铁听罐头、PVDC 灌制火腿肠
		中温肉制品	加热杀菌温度在 99℃—115℃加工而成的肉类制品	优点：保质期长，无需冷链运输；缺点：淀粉含量较多，高温加工导致营养流失较多
		低温肉制品	在常压下通过蒸煮熏烤加工过程，在最高约摄氏85-99度之间（等效中心温度达到约摄氏70-85度）热制而成的深加工肉制品，在包装、贮存、流通销售过程中始终保持低温	具有鲜嫩、脆软、可口、风味佳的特点；因其加工技术先进，营养损失少，可基本保留肉类蛋白质、氨基酸、维生素、矿物质等营养成分以及肉类完整的纤维组织，最大限度保持原有营养和固有的风味，在品质上明显优于高温肉制品。如火腿、培根、热狗肠。
	中式	传统风味肉制品	采用干燥法、盐腌法、熏烟法等传统方法制作的肉制品。	西式肉制品风味缺乏变化，传统风味肉制品种类繁多，色泽、香气、味道、造型独特；包括腌腊肉制品、酱卤肉制品、熏烧烤肉制品、干肉制品、油炸肉制品、肠制品等

资料来源：中投证券研究所

图 23 香港新鲜冰鲜和冷藏猪肉食用量



资料来源：香港政府统计处、中投证券研究所

图 24 香港新鲜冰鲜和冷藏牛肉食用量



根据《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015 年）》，目前冷鲜肉销量约为 500 万吨，按照 2013 年 20%、2015 年 30% 的规划目标，



2013 和 2015 年的冷鲜肉销量约为 1120 万吨和 1770 万吨,即 2010-2015 冷鲜肉年均增速约为 24%。政策的支持和冷链物流的建设将使冷鲜肉增长持续快速增长。随着我国对冷鲜肉消费的提高,这种更加健康、营养、方便的消费模式将为规模化的屠宰及加工企业带来广阔的发展空间,实现良性循环。

对于肉制品消费,我国生产的深加工肉制品主要集中于高温肉制品及基本的深加工肉制品。中式肉制品主要品种有腌腊、酱卤、熏烤、干制、油炸、灌肠和中式火腿等,基本上以生肉制品或高温肉制品为主。西式肉制品以培根、火腿和灌肠为主,其中高温制品约占 40%,低温制品约占 60%,估算中目前国内低温肉制品总产量约为 370 万吨,占肉类制品产量的 33%,占肉类总产量的 4.8%。发达国家肉制品占肉类总销量的比重一般在 40%,其中又以低温肉制品为主角,这与目前我国低温肉制品不足 5% 的占比相距甚远。可估计随着人们生活水平的提高及健康饮食观念的强化,低温肉类制品在肉类制品的比例将从目前的 33%提升至 50%以上。

图 25 肉制品消费结构低温占比较少

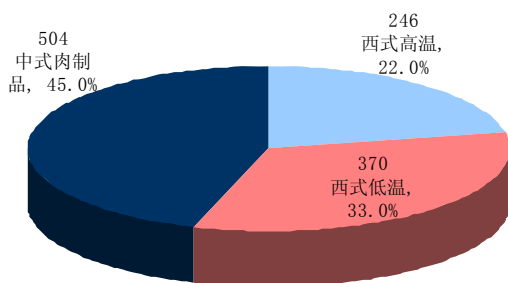
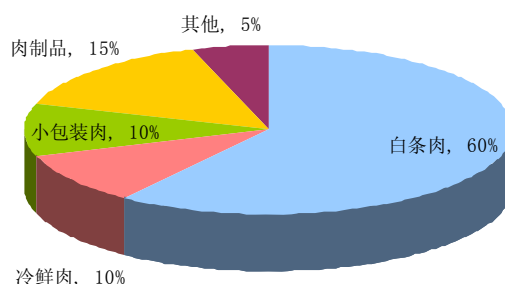


图 26 猪肉消费结构



资料来源：2009 肉类工业发展概况、中投证券研究所

## 二、美国屠宰及肉制品加工龙头企业的成功案例

美国是世界第二大猪肉及制品产地、消费地。2009 年猪肉消费量占国内肉类消费 26%，生猪存栏大约在 1.15 亿头，2009 年猪肉产量达到 901 万吨，人均肉类消费 111 千克，其中人均猪肉消费大约 30 千克。下面我们试图通过回顾美国肉类行业企业在发展过程中的产业整合路径以及其在资本市场上的表现，探寻对中国屠宰及肉制品加工企业的指导意义。

### 1.发展历程：美国肉类业发展历史是纵向整合+横向兼并的历史

国家政策和大型企业加速整合共同作用推动屠宰加工行业经历了垄断—竞争—整合—行业集中度再一次提高的过程。大型企业控制的屠宰加工工业的演变对肉类产业的演变产生了巨大的影响。

19 世纪美国牲畜养殖被 5 大肉类加工企业垄断,分别是 Swift, Armour, Morris, Wilson 和 Cudahy Packing,行业中伴随着罢工、不正当竞争、各种限制性法规。屠宰加工企业对于肉类的价格操纵带来了 1890 年谢尔曼反垄断法案的提出,但是暗中的勾结仍然存在,这些企业控制了美国广大的牲畜养殖场、运输、销售市场。

1921 年美国国会通过了加工和牲畜饲养法案改善竞争环境。法案规定 5 大加工厂必须终止对零售环节的参与，并放弃对公共牲畜牧场、牧区铁路、商业报纸、冷藏设备、销售市场的控制。法案使得加工厂不能再分配控制领域，养殖场必须公布价格以防止代理和经纪人受到区别对待。此外美国农业部下面还成立了加工和牲畜饲养管理局对有关事项进行监管。

生产线从畜牧终端市场分散到养殖基地推动了 60 年代开始的合并浪潮。联邦法案提高了肉类市场的竞争程度，但是 60 年代突然崛起的 IBP 公司使得局面又被打破。这个公司在饲养区域建立屠宰场，廉价出售老式的加工机器。它是第一家将处理厂房设于养殖场的肉制品公司，IBP 把屠宰，切割，细分，以及冷冻盒装等作业生产线化。其他一些新的独立的屠宰加工厂也开始采用集约化的生产系统，产量大幅提高，成本得到降低。这使得前四大企业市场占有率下降到 20%，许多小企业和一些规模虽大但是成本较高或位置不好的企业开始进入了漫长的消亡过程。

激励的竞争环境、低成本的生产方式在塑造了一些富有高度竞争力的大型企业。随着竞争逐渐激烈，肉制品加工企业只有靠降低价格来竞争，这鼓励企业采用大型的工厂设备达到规模化。先前，小企业的工人由于没有工会，工资比大企业低很多，因而得以与大企业竞争。新的市场环境下，新兴的大企业把生产单位转移到工资水平低的西部各州，这样，他们也能实现无工会的小企业所能实现的低工资水平，于是迅速抢占了市场份额，把一批屠宰厂挤出了市场。到 1983 年，IBP 取代了长期在肉制品行业占统治地位的 Swift，成为全美销售量最大的工厂。那些原来排名前五的老一代的企业在降低成本方面的压力很大。80 年代时，许多原先由五大企业拥有的大型屠宰厂要么关闭，要么卖给了其它新的肉类加工厂，如 IBP。Cargill 收购了 MBPXL 和 Spencer 牛肉业务，并将其改名为 EXCEL。这些企业，再加上 Tyson，后者收购了 IBP，是当今最大的几家肉制品企业。有些老牌的企业仍然留在肉品行业，但他们已经放弃了屠宰业，转向利润更高的品牌高附加值深加工产品。80 年代，屠宰企业的数量下降了 40%。由于技术的改进，屠宰企业的平均规模翻一翻。肉制品深加工企业没有遭遇倒闭的情况，主要是因为深加工肉制品的人均消费保持稳健增长，而且专业性更强，不易采用屠宰行业低成本的生产方式。

肉类加工企业规模壮大，通过协议采购或通过纵向一体化自控猪源的比重大幅上升，养猪厂地位被削弱，养殖户利润下降，养猪厂数目大幅减少，80 年代后半期开始养殖行业集中度不断提高。美国在上世纪 60-80 年代，养殖的规模化并不是非常高。随着肉类加工企业规模不断扩大，地位逐步增强，独立的牲畜养殖场的影响力逐渐被削弱，牲畜出栏价格不断下降。从 90 年代开始，牲畜出厂价和肉制品终端零售价之间的价差不断提高，原材料采购商较为集中，商品采购垄断能力的提高促使价差升高。养殖户在产业链上的利润分配从 1990 年的 46% 下降到 2000 年的 30%，加工企业集中度提高以及牲畜出栏价格走低使得大量的牲畜养殖场离开这个行业。生猪养殖场从 1986 年的 34.61 万家下降至 2002 年的 7.54 万家，下降了 78%。通过协议采购原材料的比重从 1994 年的 38% 上升到 2002 年的 83%，协议会规定交货的数量、质量和日期，价格会根据签订协议的价格和市价进行调节。这使得肉制品加工厂控制了原材料供给的数量，降低了养殖厂的独立性，这造成了加工企业对肉类市场的操纵以及封闭的不公平的市场环境，养殖厂没有定价权，而大规模养殖厂能够享受比小规模养殖厂更高的售价。很多屠宰加工企业还通过纵向一体化来加大自身养殖基地的投入，很大一部分原材料从公司自身控制的养猪场采购。这些共同作用使得养殖场的规模不断扩大，存栏量大于 50000 头的养猪场屠宰量占比从 1988 年的 7% 上升到 2006 年的 65%，短期内规模化发展速度很快。

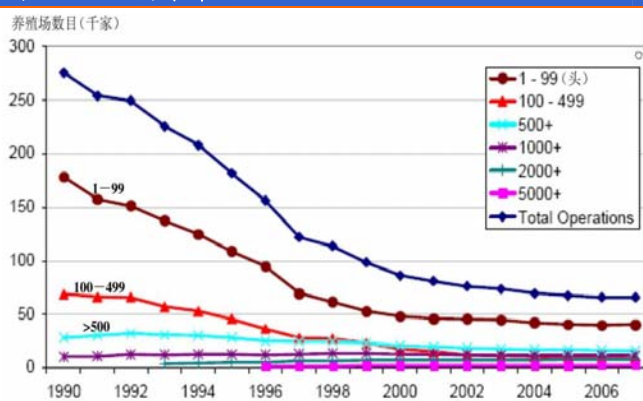
猪肉屠宰及制品行业自 80 年代末开始进入加速整合期，在需求保持稳定和技术不断改进的背景下，经过 20 多年的纵向延伸和横向兼并，屠宰及肉制品行业集中度大幅提高。猪肉生产加工行业的集中度提升主要归功于 Smithfield 不间断的扩张，同时接管了许多大规模肉类加工厂先进的设备。前四大屠宰加工企业市场占有率从 1989 年的 34% 上升至 2009 年的 68.8%。行业集中度的提高造就了 Smithfield、Hormel 等优秀的大型肉制品加工企业，下面我们通过分析他们的发展历程分析把握中国肉制品龙头企业未来的发展趋势。

表 8 美国猪场经营模式以公司猪场和合同生产为主

公司猪场（大规模）	公司拥有猪场和猪	大多数种猪都是公司猪
	公司提供饲料、药物、员工、技术和运输	
合同生产	猪属于合同公司	大多数保育育肥猪都是合同生产
	公司提供饲料药物、运输和技术服务	
	合同农户提供劳动力和猪场设备	
独立农场（小规模）	农场主购买提供建筑、劳动力、技术服务、饲料和猪的运输	

资料来源：中投证券研究所

图 27 生猪集中度变化



资料来源：USDA Hogs&Pigs Report、中投证券研究所

图 28 美国生猪养殖集中度变迁

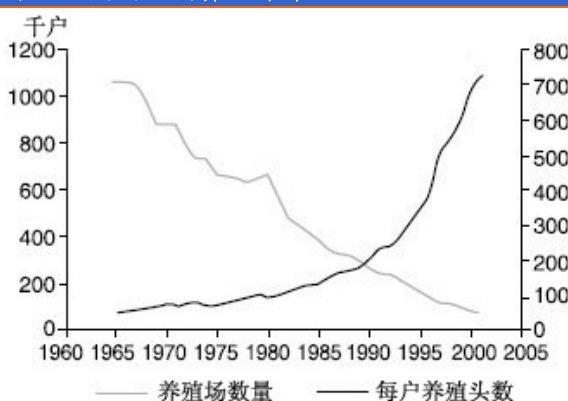
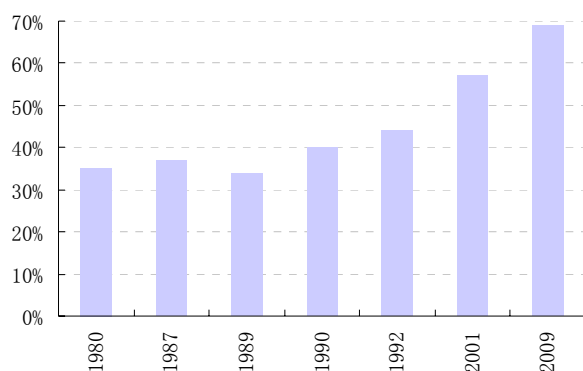


图 29 美国猪肉屠宰加工业 CR4 集中度



资料来源：USDA、中投证券研究所

图 30 美国不同规模的养猪厂年生猪屠宰占比

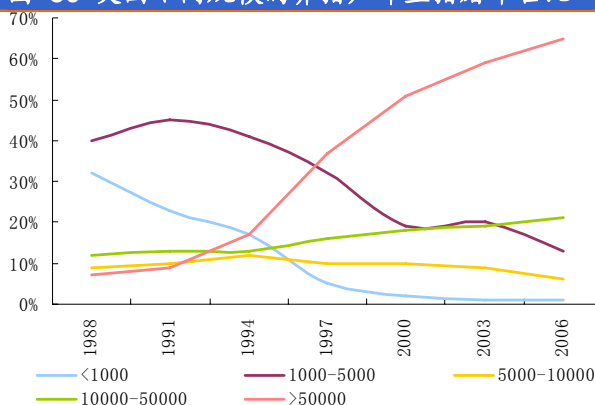


表 9 2009 年美国前 5 大猪肉屠宰企业规模比较

公司	日屠宰能力（头）	养殖基地数目	占有率	收入（亿美元）
smithfield	126300	8	30.4%	112
tyson	74550	6	17.9%	284
swift	47000	3	11.3%	84
excel	38500	2	9.3%	125
hormel	37000	2	8.9%	72
other	92650	665	22.3%	22.3%

资料来源：USDA Livestock Slaughter Annual Summary、Meat & Poultry、中投证券研究所

图 31 2009 年美国前十大猪肉屠宰企业日屠宰能力

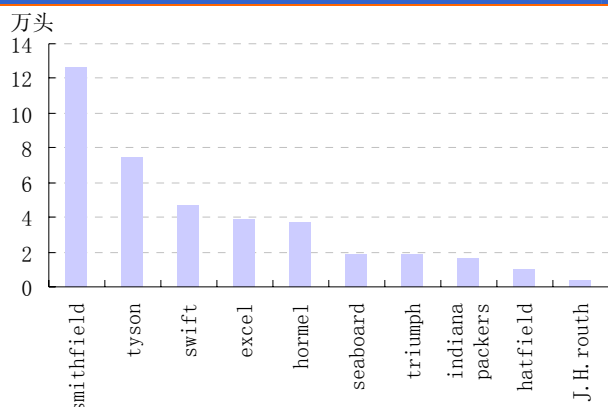
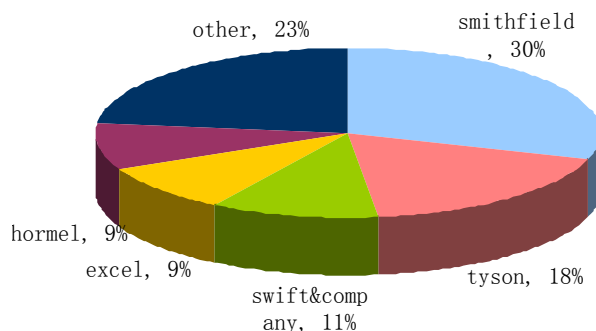


图 32 美国前 5 家屠宰企业市场份额已达到 77%



资料来源：USDA Livestock Slaughter Annual Summary、Meat & Poultry、中投证券研究所

## 2. 产业链整合的赢家：Hormel&Smithfield

企业的规模扩张使得行业竞争压力日益加大，企业开始寻求产业链的纵向整合以控制成本、保证品质，同时继续通过横向收购兼并以提高市场份额、实现规模效应。一些企业还出现了跨行业整合，开始多样化进程，生产多种肉类蛋白，充分利用已有资源，分散经营的风险，减少疫病对生产和消费的影响，满足客户多样化需求。

在禽畜产业整合的过程中，大型综合畜禽生产加工企业 Smithfield、Hormel、Tyson 等迅速崛起，虽然他们的发展路径和产品结构各有不同，但其获得成功的重要关键都是相同的：产业链纵向一体化、靠近原料产地、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的趋势、开发高附加值新产品的能力强。他们都是美国禽畜加工行业经过二十多年兼并整合后的胜利者，都是通过纵向一体化拥有自己的养殖基地或和养殖公司签订协议、拥有屠宰场、肉制品加工厂。并且这些持续增长的一体化、规模化肉制品企业在资本市场上也给投资者带来了回报。

### 2.1 Smithfield：世界最大的生猪养殖、猪肉加工和销售企业，1987 年进入整合期，收入增长 10 倍，市值增长 45 倍

Smithfield 是全美第二大肉制品生产商，世界第一大猪肉产品生产商，目前占有 30% 的美国猪肉市场份额。公司拥有 30 多个猪肉生产基地、8 个生猪养殖基地，生猪屠宰能力达到 12.63 万头/日，生鲜肉和肉制品销量都超过了 140 万吨，公司有意识的加大猪肉制品的销售，可以看出从 1997 年开始公司猪肉制品收入占比在逐年上升，也是公司战略性的发展方向。



图 33 Smithfield 在美国生产基地分布



图 34 Smithfield 收入增长



资料来源：SFD 公司公告、bloomberg、中投证券研究所

表 10 Smithfield 发展历程

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 BeefGroupInc. 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

资料来源：SFD 公司公告、中投证券研究所

表 11 Smithfield 收购兼并的过程

生猪养殖部门历年收购兼并的过程		
财年	收购公司	
1999	科罗拉多生猪养殖户	拥有 1.2 万头母猪，以前向 John Morrell 供应
2000	Murphy farms	拥有母猪 34.5 万头，之前长期为公司提供生猪
2000	Carroll's foods	拥有 18 万头母猪，也是全国最大的火鸡加工企业
2001	Land O'Lakes, Inc.	拥有 8000 头母猪
2003	Vall, inc.	生猪养殖企业，拥有母猪 1.9 万头，年产生猪 35 万头
猪肉生产部门历年收购兼并的过程（不包括海外收购）		
1982	Gwaltney of Smithfield	消灭了竞争对手，增加了一倍猪肉产能，取得多个名优的产品品牌
1985	Patrick Cudahy	此收购使公司新增了一条香肠的生产线
1986	Esskay, Inc	在华盛顿大都会地区的熟食店拥有较强的渠道优势和品牌忠诚度
1991	收购 Mash	品牌和一家生产火腿工厂
1993	收购 Valleydale/Reelfoot	品牌和一个加工厂
1995	John Morrell	消灭了中西部的的主要竞争者，取得了美国中西部、东北部和西部的主要市场，使公司猪肉产能再次翻倍，成为全国性的猪肉生产企业
1996	Lykes Meat Group, Inc	取得南部和东南部主要市场，提高公司肉制品产能
1998	North Side Foods	该公司是麦当劳美国市场的主要香肠供应商
2001	The Smithfield Companies	公司主要在弗吉尼亚生产火腿及其他特种食品
2001	Gorges/Quik-to-Fix Foods	为零售业和餐饮业生产、经销畜禽制品



2002	Stadler's 和 RMH Foods	两家主要生产销售肉制品
2003	Stefano Foods 80%股权	主要销售意大利方便食品
2004	Farmland Foods, Inc.	美国第六大猪肉加工企业，年产 10 亿磅新鲜猪肉和 5 亿磅肉制品
2004	Cumberland Gap Provision	生产猪肉制品
2006	Cook's Hams, Inc. (Cook's)	生产肉制品
2007	Armour-Eckric	生产肉制品，在热狗、正餐香肠和午餐肉市场占有较大的市场份额

资料来源：SFD 公司公告、中投证券研究所

从 80 年代开始公司进行的一系列的横向收购兼并推动公司进入高速增长期，公司通过收购区域性的中小公司，在壮大自己的同时，减少了竞争者，同时通过自身的纵向产业链整合，1998 年成长为全球最大的生猪养殖和猪肉生产企业，实现了 74.6 万头能繁母猪存栏量，1310 万头生猪存栏量，猪肉制品中 46% 的原材料是由公司自己的养殖基地提供。之后仍继续通过并购的方式扩大猪肉及牛肉生产基地覆盖的深度和广度。

Smithfield 的生猪养殖部门自己培育优质的种猪，以规模化生产成本较低的优质商品猪。其中 70% 生猪都是通过农场的承包制完成。公司与农场签订长期合同，公司提供种猪以及相关服务，而农场提供养猪场设备的初始投资、必要的劳动及日常管理，这种方式可以减少公司成本，同时保证生猪的稳定品质。Smithfield 的生猪养殖部门有 88.8 万头母猪，年产商品猪 1390 万头。另外，该部门还通过联营的方式，拥有大约 11.4 万头母猪，年产商品猪 150 万头。在美国市场，公司生猪养殖部门提供了猪肉加工部门 52% 的生猪需求，海外市场这一比例也已经接近 50%。

图 32 Smithfield 分产品收入

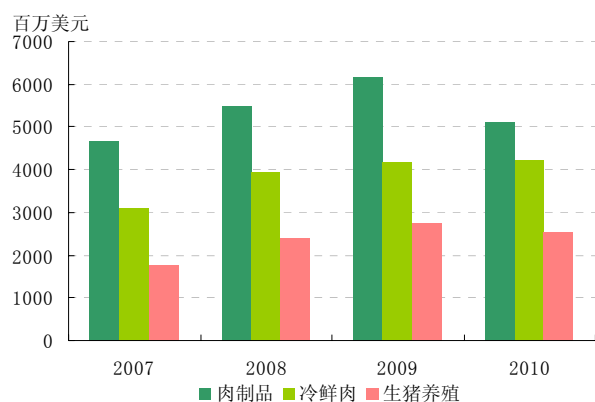
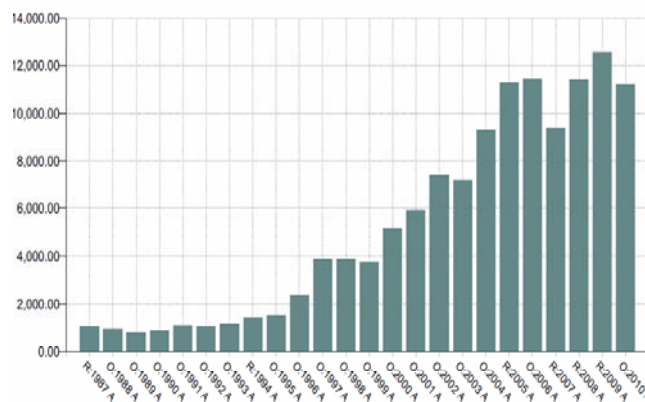


图 33 Smithfield 收入增长



资料来源：SFD 公司公告、bloomberg、中投证券研究所，注：图中为财政季度前一年 4 月 31 日至当年 4 月 31 日

Smithfield 拥有生猪养殖到肉制品销售的完整产业链，生猪供应与质量的稳定保证了猪肉初产品和深加工产品的品质，受到了经销商和消费者的肯定。但是由于公司上游业务占比较高，生猪养殖业务经营风险较大，在饲料价格大幅上涨的同时不利于保持利润稳定。

2010 年 Smithfield 营业收入 117 亿美元（770 亿人民币），自 80 年代末加速整合以来，公司收入保持了高速的增长，20 年复合增长率 15%。近两年市场供给过剩，新鲜猪肉产品出现滞销，加之玉米被大量用于乙醇生产，饲料价格连续上涨。公司养殖规模较大，在生猪养殖业务的拖累下，2008 年三季度开始出现亏损，随后 2009 年出现的甲流以及高昂的饲料成本和生猪供过于求使亏损状态一直持续到 2010 年第一季度，在生猪屠宰水平下降、包装肉类业务的需求强劲、以及海外销售额的增长的带动下，

公司在 1 月 31 日的财政季度实现扭亏。2010 年美国市场供应量下降了 13%，但出口依然保持增长，因此公司的猪肉需求增长推动了利润上升，猪肉销售大幅改善，价格提升也抵消了饲料的上涨，鲜猪肉利润大幅提升。

图 37 Smithfield 收入结构

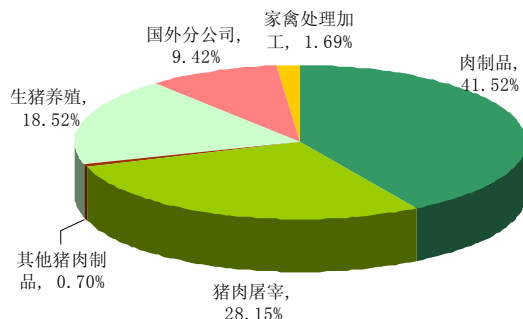
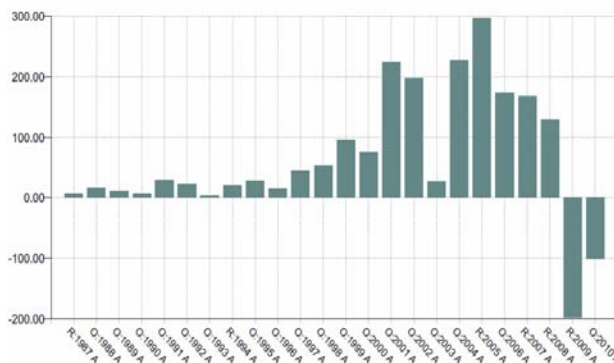


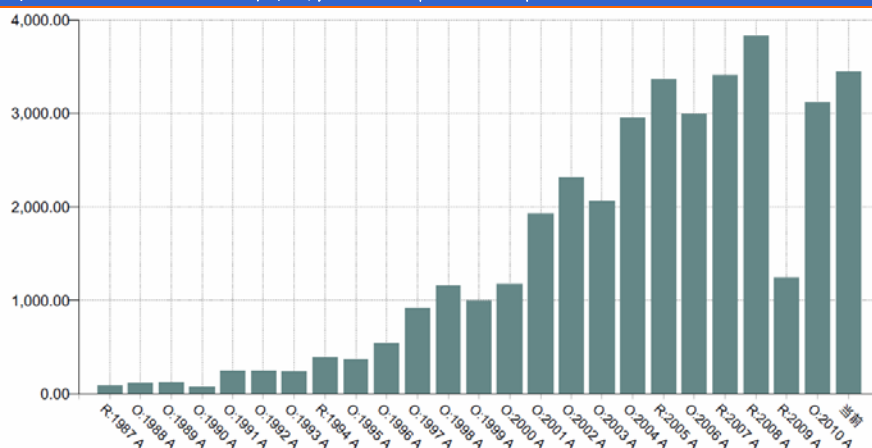
图 38 Smithfield 净利润水平



资料来源：SFD 公司公告、bloomberg、中投证券研究所

自 80 年代末猪肉行业整合后一直到 2008 年，Smithfield 的收入增长了 10 倍，市值增长了 45 倍，随后由于公司养殖业务亏损拖累整体业绩，市值有所回落，目前稳定在 34 亿美元左右。在借鉴 Smithfield 成功经验的同时，国内龙头企业应注意把握上游养殖的风险，适时向上游延伸。

图 39 Smithfield 市值自 1987 年-2008 年翻了 45 倍



资料来源：SFD 公司公告、bloomberg、中投证券研究所

## 2.2 Hormel: 美国独立猪肉加工企业，聚焦主业、发展优势产业、适时向产业链上游延伸，收入增长 100%带动市值增长 400%

Hormel 是目前美国第五大品牌肉类加工企业，经营产品主要包括火腿、培根、午餐肉、火鸡产品等肉制品以及炖肉、肉末、微波用初加工分割肉等。Hormel 在 1891 年成立时只是一家生产加工猪肉的小工厂，主要产品是罐装猪肉制品和路边手推车销售的香肠。Hormel 一开始就致力于发展品牌产品、注重服务质量、发展猪肉产品出口。目前，Hormel 拥有 13 个生产基地，其中 2 个生猪养殖基地，日屠宰量 37000 头，在全美拥有 27 个销售网点，公司拥有 10600 种产品，产品销往 60 个国家，利润实现连年增长。公司还是全美最大的火鸡产品供应商，拥有 4 个孵卵所、140 个火鸡养猪繁育农场、9 个屠宰场、8 个饲料厂，每年供应超过 45 万吨火鸡。

表 12 Hormel 百年发展历程

1891-1920 创立之初	创始人 George A. Hormel 于 1887 年用 500 美金开了一家猪肉屠宰加工零售店, 后于 1981 年将废弃的奶酪厂改造成猪肉屠宰加工厂, 成立了公司, 出售屠宰和熏制肉品。1893 年公司屠宰量为 1532 头。在低利润和竞争日趋激烈的背景下, 公司进行大规模固定资产投资, 改造生产设备, 改进产品。90 年代鲜肉销售快速增长, 公司在 8 个城市建立了销售部。
1921-1947 勇于创新	出口占收入 1/3, 屠宰超过 100 万头, 建立了 16 个配送中心, 推出了许多受欢迎的新产品。1926 年开发了世界上第一罐火腿, 新品品类覆盖炖牛肉、冷藏肉、猪肉肠、动物胶, 罐装火腿产量突破 10 亿罐, 开发全新销售模式 (荷美尔女孩) 和配送方式 (香肠卡车) 1928 年上市, 1933 年公司为员工引入分红制对员工进行激励。
1948-1979 加速整合	收购美国最大的私人火鸡产品制造商 Jennie-O, 1975 年投资更新先进设备, 建立了业内最大、生产率最高、最先进的加工基地, 塑造提供多品牌增值产品公司形象, 更加注重创新性、便利性和新鲜度, 产品类别突破 700 种, 屠宰量达到 200 万头/年, 产量 10 万吨/年。
1980-1992 崭新篇章	80 年代行业达到饱和, 美国食肉量出现下降, 猪肉价格大幅上涨, 公司通过内部消化并很快调整产品结构, 由原来的传统猪肉初加工产品转变为符合消费者新需求的健康方便的深加工肉类食品, 一年推出 134 种新产品, 开发出了能放 18 个月的肉制品, 继续扩大鸡肉和鱼肉制品生产能力, 开拓具有健康意识的新市场, 还开发符合多元化需求的外国风味食品, 满足多元化需求, 净利润从 1984 年的 2940 万美元大幅提升至 1988 年的 6010 万美元。
1993-2006 全球化	继续调整产品结构, 向健康方便食品转型, 但仍然将猪肉制品作为公司的主要产品, 午餐肉市场份额仍保持在 80% 以上。1993-1995 年进行大规模固定资产投资更新和扩充设备, 新设 180 万头生猪屠宰基地。1994 年开始海外扩张, 在墨西哥、香港、丹麦、西班牙、菲律宾、日本、中国建立工厂, 同时在国内加快收购步伐, 实现市场份额的提升。2000 年公司开始生产保健食品成为新的增长点,
2007-今 厚积薄发	加速收购, 拥有 13 个生产基地, 其中 2 个生猪养殖基地, 日屠宰量 37000 头, 在全美拥有 27 个销售网点, 公司拥有 10600 种产品, 产品销往 60 个国家, 连续 37 年股东红利的增长, 收入、利润增速加快。公司还是全美最大的火鸡产品供应商, 拥有 4 个孵卵所、140 个火鸡养猪繁育农场、9 个屠宰场、8 个饲料厂, 每年供应超过 45 万吨火鸡。

资料来源: 中投证券研究所

表 13 Hermol 扩张过程

1905	1 个生产基地、8 个分销中心
1915	买下 Alderson's Mill
1929	总部基地规模扩充了 3 倍, 新建 8 个分销中心
1933	建立 1 个生猪屠宰场和 1 个牛屠宰场
1947	收购 Fremont Packing Company
1953	收购 the Tobin Packing Company, 新建 3 个分销中心和 1 个生产基地, 出口至 4 个国家
1962	建立香肠生产基地
1963	收购 Queen City Packing Company 和 Ottawa Meat Packing Company, 新建 2 个生产基地
1965	新建 1 个生产基地和 3 个分销中心
1970	建立 1 个生产基地和 2 个分销基地
1971	建立 2 个深加工生产基地和 2 个分销基地,
1972	建立了 2 个分销基地, 1 个食品服务中心
1973	建立了 1 个食品生产基地
1974	建立了一个冷冻食品生产基地
1976	建立了 1 个屠宰及深加工基地, 1 个分销中心, 1 个香肠生产基地, 1 个食品生产基地

1979	建立了一个动物胶生产基地，1 个分销中心
1980	在总部新建大型生产基地
1986	收购 Jennie-O Foods
2003	收购 Century Foods International
2004	收购 Clougherty Packing
2005	收购 Lloyd' s Barbeque 、Mark-Lynn Foods 以及 Arriba Foods
2006	收购 Provena Foods
2007	收购 Burke Foods

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 40 Hormel 收入增长表现

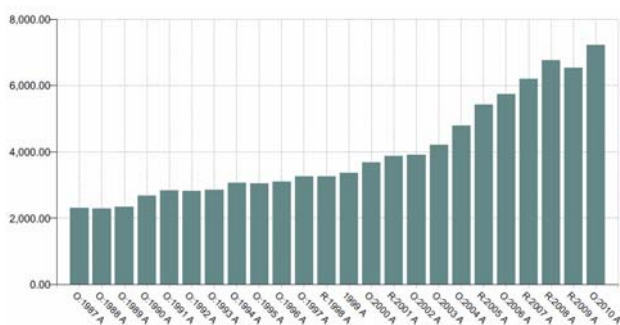
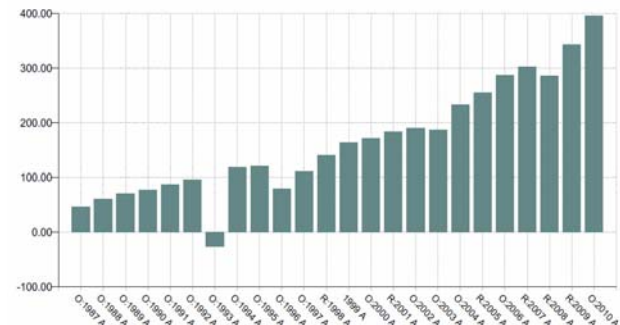


图 41 Hormel 净利润增长表现



资料来源：HRL 公司公告、bloomberg、中投证券研究所

图 42 Hormel 收入结构

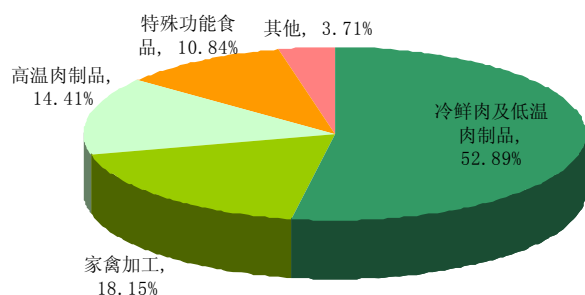
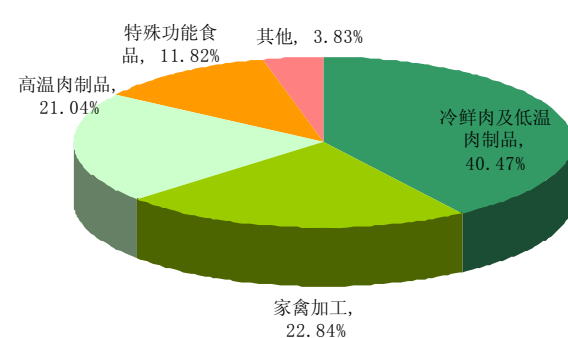


图 43 Hormel 利润结构



资料来源：HRL 公司公告、bloomberg、中投证券研究所

图 44 Hormel 收入结构

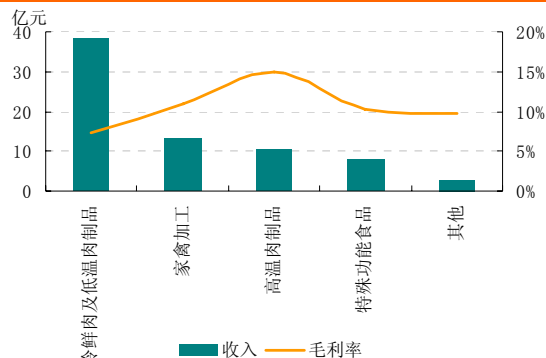
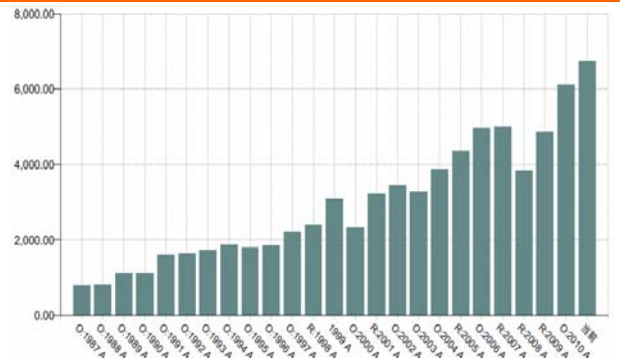


图 45 Hormel 市值变化



资料来源：HRL 公司公告、bloomberg、中投证券研究所

Hormel2010 财年实现收入 72.2 亿美元（475 亿人民币），实现净利润 4.0 亿美元（25.5 亿人民币）。2008 年开始饲料价格大幅上涨，但是公



司仍然保持净利润稳重有升，主要受益于公司的销售的快速增长和产品结构中上游养殖规模较小，有效规避了上游养殖的风险，而屠宰业务和肉制品可以转嫁部分成本。

Hormel 与 Smithfield 发展战略上略有差异，使得两家公司在遇到风险时业绩和股价的表现出现差异。Smithfield 是全球性企业，在上游养殖、屠宰环节的比重较高，产业链上系统风险没有注意规避，现在屠宰量达到 3000 多万头，自身养殖已达到 2000 多万头，自身养殖规模接近屠宰量，屠宰做大后，深加工利用率下降，综合利用率低；而 Hormel 有自身发展优势，屠宰量较少，产业链较短，调整产品结构上反应很快，抵御风险能力较强，公司主要收入来自冷鲜肉和肉制品，而通常肉制品的毛利高出屠宰和养殖，利润相对稳定。因此，在面临饲料价格上涨，冷鲜肉市场供过于求时，公司能够将利润保持在较高水平。虽然规模和收入上 Hormel 是 Smithfield 的 2/3，但市值是其 2 倍。公司良好的经营业绩在资本市场上也很好的表现，目前市值超过 67 亿美元。

### 3.美国屠宰及肉制品龙头企业资本市场表现出色的原因

美国猪肉产业结构变迁可以概述为以下过程：竞争压力、技术进步、环境法规促进养殖户与肉制品加工厂商日益紧密的结合，行业并购整合使得养猪场数量更少规模更大，屠宰及肉制品加工企业集中度不断提高，纵向一体化、横向并购、跨行业整合不断提高企业的盈利能力。

这些龙头企业在行业整合过程中不仅实现了盈利能力的提升，在资本市场也获得了不错的表现。总结其成功的共同点：

**屠宰及肉制品企业产业链的纵向一体化是大趋势，适度向上游延伸。**生猪收购价格和猪肉价格的急剧波动，使得仅从事生猪屠宰业务、或者虽然具有较完整的产业链，但上下游业务结构不平衡且主要生产初级产品的企业经营业绩出现较大幅度的波动。而产业链完整，以冷鲜肉和低温肉制品等中高端产品业务为主的龙头企业则表现出较强的抵御市场风险的能力，经营业绩继续保持高速增长或只是增长幅度放缓，主要是因为这类企业通过深加工提高猪肉的附加值，有效地消化了成本上升的不利影响，盈利能力较强。近些年，外资产业资本开始进入国内肉制品加工行业，例如 Cargill、Hormel、万威客等，并且参与到上游生产环节。2008 年以来，国内外生猪养殖下游的屠宰及肉制品企业也开始积极进入行业，包括双汇发展、高金食品、雨润食品等。投资养殖领域先期成本会比较高，收益回报期比较长，但长远而言，这有利于公司生猪供应的稳定和产品品质的保证，同时有助于品牌的建设。但是向上游延伸要适度，国外大型肉类加工企业的原材料自给率在 50%左右。企业要控制好自供的比例，把握由于疫情、供过于求等情况对上游业务利润造成的不利影响。

**收购兼并可以快速扩大产能，加速行业整合，同时减少竞争对手。**未来随着国家对农业扶持政策的不断出台、消费升级对肉制品提出更高要求、行业竞争压力加剧，国内屠宰及肉制品加工行业将进入行业整合阶段，整合实力强的大型企业将充分利用低成本优势和对市场更快的反应速度实现迅速壮大，在行业整体容量扩大过程中实现市场份额快速提升，正如美国 90 年代以来的发展路径。

**分割冷鲜肉和低温肉制品符合消费升级趋势，**西方发达国家肉制品销量收入在肉类产品占比一般在 40%-50%，Smithfield、Hormel 的收入和利润结构也充分说明了这点。



**实施品牌经营，生产多种肉类蛋白以及高附加值功能性产品促进企业维持高增长。**美国的屠宰及肉制品行业已经开始由普通商品向高附加值产品转变，产品价格在不断提高，种类也向多样化发展。企业根据客户需求提供多种肉类蛋白，充分利用成本优势，这也是客户导向的结果。此外，近几年来美国消费者对于具有特定功能的肉制品消费增长很快，肉制品公司开始提供例如富含多种蛋白质的肉制品。美国的大型屠宰及肉制品厂商都在加大对特定营养价值产品的投入力度。

### 三、双汇分享行业快速扩张后的第二次盛宴——整

#### 合提升企业价值

通过前面对行业的分析，虽然我国已经经历了肉类产业的高速发展期，但双汇目前面临中国生猪屠宰行业整合的机遇，这将为公司带来行业规模快速扩张后第二次盛宴——整合提升企业价值。公司目前的发展战与美国肉制品大型企业发展战略一致：

- 1， 聚焦屠宰及肉制品主业，适时向上游延伸，注意控制养殖风险；
- 2， 积极参与行业整合，加快新基地建设，肉类联合加工模式快速复制；
- 3， 调整产品结构顺应世界趋势，高温向低温、白条肉向调理制品转变；
- 4， 实施品牌营销，通过不断创新提高产品附加值，盈利能力提升。

未来十年是屠宰和肉制品加工行业发展的黄金十年，伴随行业整合的加速，公司聚焦主业，定位农产品加工，启动十二五计划，我们认为公司在未来在经营和资本市场都会有好的表现。

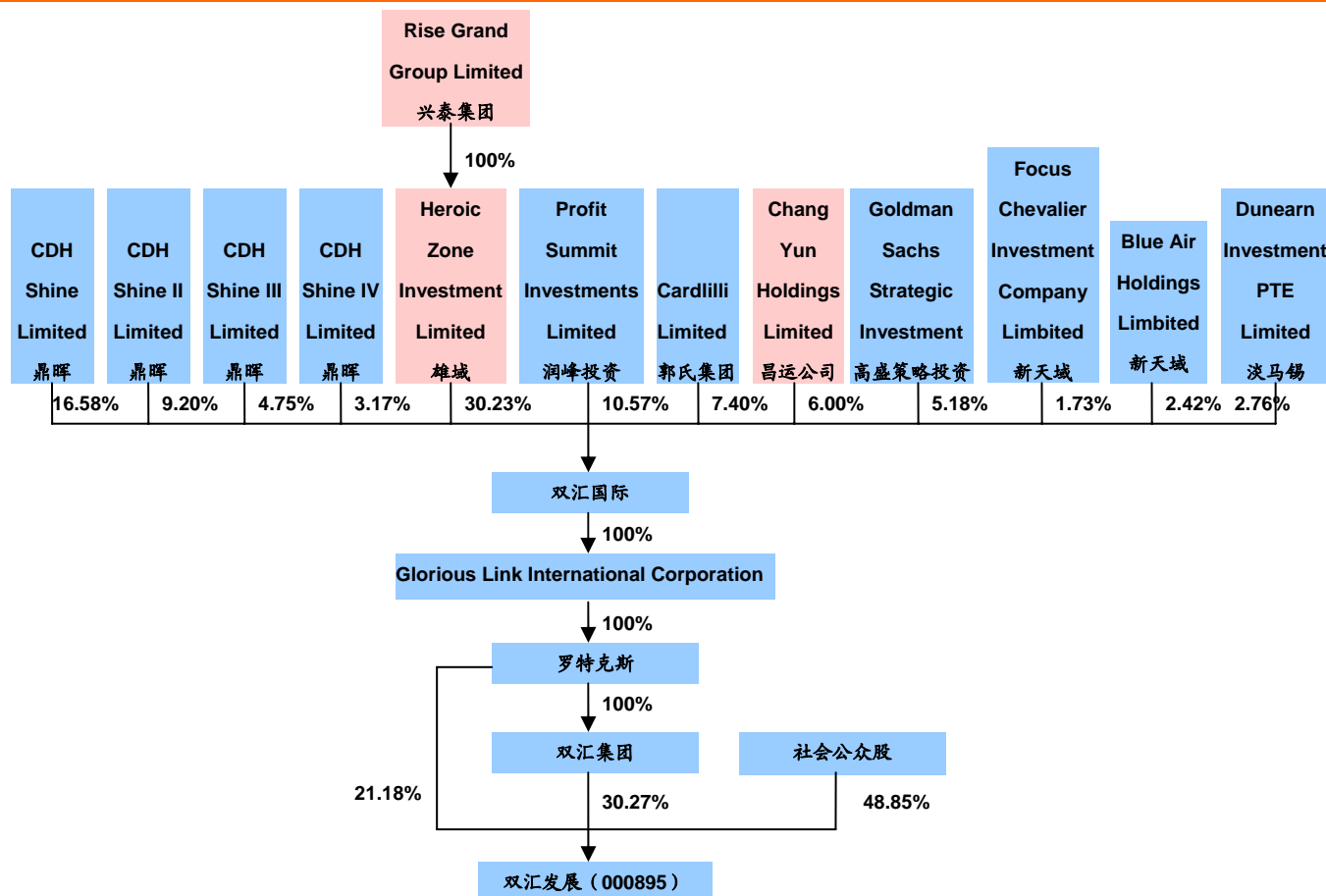
#### 1.公司员工控制了双汇集团 30.23%的股权和 53.19%的表决权，

#### 成为实际控制人

公司的实际控制人是双汇发展及其关联企业的 263 位员工控制的公司兴泰集团，兴泰集团通过其全资子公司雄域公司对双汇国际实施控制，进而成为罗特克斯的实际控制人。而双汇国际的股东决定以运昌公司持有的双汇国际 6%的股份对双汇管理团队实施股权激励。在双汇国际股东会以投票方式表决普通决议时，雄域公司及运昌公司应就其所持每股股份投 2 票，其他股东就其所持每股股份投 1 票，即雄域及运昌拥有双汇国际股东会的股份所对应的表决权比例达到 53.19%。因此，公司的员工是公司的实际控制人。

双汇国际的股东决定以运昌公司持有的双汇国际 6%的股份对双汇管理团队实施一项为期 3 年员工奖励计划，每年合计最高可授予 2%。股权激励计划相关的费用涉及人员所持股份比例为：双汇集团管理人员占比 40%，双汇发展目前管理人员占比 30%，本次重大资产重组拟注入资产目前管理人员占比 30%。双汇国际 6%的股权评估价值为 9.97 亿元。股权激励的具体计划还未制定出来，大体计划为重点奖励销售收入超过 100 亿元子公司的管理层。

图 46 公司的股权结构：公司的员工是公司的实际控制人



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 2. 聚焦主业、完善产业链、适时向上游延伸

公司定位在肉类联合加工企业，开展纵向一体化建设，既要有屠宰也要有肉制品加工，可以优势互补。重组后双汇是以屠宰和肉类深加工为主，向上游发展养殖和饲料，向下游发展副产品深加工、食品添加剂、化工包装、彩色印刷等业务，形成了主业突出、产业配套的完善产业链。产业链向上游延伸是未来屠宰及肉制品企业的发展趋势，也符合发达国家的发展路径。

目前公司拥有 20 个屠宰及肉制品加工基地，2 个生猪养殖基地，公司自产生猪头数由 2007 年的 0.73 万头增长至 2009 年的 3.72 万头，公司所属年产能达 20 万头的叶县双汇于 2009 年逐步投产，公司未来的自产生猪产能将达 21 万头，自产生猪头数将继续高速增长。

双汇下一步的目标是从养殖业、饲料业、屠宰业、肉制品加工业、包装商业等各环节对产业链进行纵向整合。产业链越长，系统风险越大，发展产业的过程中，公司未来仍会积极控制由于系统风险对公司经营带来的问题，始终将重点放在屠宰业和肉制品加工业两大主业。首先做大主业，再做相关上下游产业。养殖业不会和屠宰以及肉制品加工完全匹配，因为养殖业投入大，风险大。根据公司的计划，每新建一个生产基地，设置每日 200 万头的屠宰量、肉制品配套每日产量 100-400 吨，上游配套 50 万头的养殖场。

### 3.大规模投资加速行业整合，未来5年高增速可维持，肉类联合加工模式快速复制，市场占有率将大幅提高

公司在十二五期间计划投资约200亿，发展目标是“四化加双百”。“四化”即产业化、专业化、规模化和现代化；双百方针指“百厂超百亿”：争取在2015年拥有工厂100家，实现税前利润100亿。2010年集团收入520亿左右，计划未来每年增长至少100亿，2014年实现1000亿收入。十三五每年收入保持200亿以上的增长。

公司产能布局以省会城市或地级市等人口密集的大型城市为重点集中建设产能，以屠宰和肉制品加工为主并适度的往上下游产业延伸。公司的经营遵循为先开发市场再建工厂的原则，因此考虑到交通便利性、市场开放程度、原材料供给以及具有一定消费市场后公司才会建立生产基地。此种方式不仅能充分利用产能，而且新厂投产后会很快就能盈利，从公司以往新厂盈利情况来看，投产半年左右就可盈利。

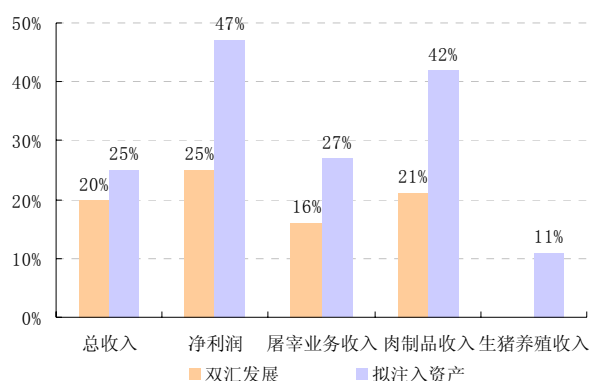
公司2011年要建设的8个项目年屠宰量达到1300万头，产能将增加76%；高温肉制品、低温肉制品的年产能分别可达到33万吨、55万吨，比现有产能皆提高了50%以上。大规模投资加速行业整合，公司每个新厂都是标准配置，肉类联合加工模式（200万头日屠宰量+100-400吨肉制品日产量+上游50万头养殖场）能够在全国快速复制，大幅提升市场份额。

表 13 2010 年新投资产能

		投产时间
南宁	屠宰 200 万头/年、高温肉制品 200 吨/日、低温肉制品 100 吨/日、冷库 1 万吨	2013 年 12 月
芜湖	屠宰 200 万头/年、高温肉制品 200 吨/日、低温肉制品 200 吨/日、冷库 1 万吨	2013 年 12 月
上海	屠宰 100 万头/年、低温肉制品 400 吨/日、冷库 1 万吨	2011 年 10 月
潍坊	屠宰 200 万头/年、低温肉制品 200 吨/日、骨素 25 吨/日、冷库 2 万吨	2011 年 12 月
长春	屠宰 200 万头/年、高温肉制品 200 吨/日、低温肉制品 200 吨/日、冷库 1 万吨、骨素 25 吨/日	2012 年 2 月
沈阳	屠宰 200 万头/年、高温肉制品 200 吨/日、低温肉制品 200 吨/日、冷库 1 万吨	2012 年 2 月
济源	饲料 20 万吨/年、年出栏 3.4 万头种猪场、50 万头商品猪场	2012 年 12 月
金华	屠宰 200 万头/年、低温肉制品 200 吨/日、冷库 5000 吨、20 万只火腿/年	2011 年 10 月

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 47 收入和利润近 5 年复合增长率保持在高位



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 48 屠宰量增长情况



这次重组拟注入的资产多数是近几年投产，因此增长率较快，净利润近 5 年复合增长率 47%，总收入、屠宰、肉制品、养殖的 2005-2009 年复合增长率分别为 25%、27%、42%和 11%。其中，绵阳双汇、德州双汇、广东双汇、武汉双汇和禽业加工在 2010 年投产，而且考虑我国肉类市场空间很大，公司未来 3 年仍会在量上进行投入，公司计划在哈尔滨、长春、沈阳、长沙、昆明、南宁、潍坊、上海、金华等地加大产能布局。考虑到双汇未来几年新建项目将陆续投产，我们认为高增速可以维持。

**预计 2010 年屠宰 1500 万头，2011 年 1800 万头左右，新增屠宰产能有望在 2011 年底陆续投产，每年新增 300 万头，3-5 年达到 3000 万头，**目前公司占市场比重仅 2.3%，屠宰量扩大规模难度不大，因为竞争较激烈，公司的策略是先上规模，产能释放没有问题。集团在今后几年中，计划以每年新增 5 个左右屠宰厂的速度扩张，在全国部分主要城市周边完成一家屠宰厂的布局。今年计划新建屠宰厂的城市包括郑州，南昌，长沙，昆明。

**预计 2010 年肉制品产量约有 174 万吨，2011 年产量可达 200 万吨左右，2015 年可达 300 万吨。**2010 年超出计划 10 万吨，而金锣预计 2010 年产量约 50 万吨，雨润约 30 万吨，中粮约 10 万吨，公司稳居肉制品行业第一位。肉制品全国产量目前 1200 至 1500 万吨，公司占比仅 12%。

**中国市场的二元结构使得高温肉制品在农村能够实现第二轮高速增长，因此，公司的高温肉制品在未来的 5-10 年增长是有保障的。**高温肉制品处在稳定发展期，未来发展的重点是农村市场，公司通过对加工和包装技术进行改进，高温肉制品中温化，高温制品在较低加工温度下也可以保存 6 个月。广阔的市场空间和技术的改进使得公司高温肉制品保持着 20% 以上的增速。2010 年高温肉制品销量 112 万吨，在缺货的背景下，同比增长了 19%，正常情况下增速能达到 25%。高温肉制品以香肠类为主，通常作为零食或小吃，它的非烹调性也就意味着市场容量相对有限。90 年代是高温肉制品发展的黄金时期，已经经历了十几年的高速增长，未来的发展空间主要是农村市场的开拓。近 6 年来，双汇高温肉制品销售收入复合增长率为 16.1%，第二大高温肉制品生产商金锣该类产品的复合增速为 9.3%。90 年代是高温肉制品发展的黄金时期，当时双汇、春都、金锣三足鼎立，春都退出后，市场由双汇和金锣占据。而近几年来，金锣的高温肉制品业务一直停滞不前，造成了目前双汇一支独大的局面。考虑到其极高的品牌认知度和强大的经销网络，未来高温肉制品市场格局不会有大变化。

**低温肉制品 2010 年产量 60 万吨，2011 年计划 72 万吨，2013 年超过 100 万吨，产量增速保持在 20% 以上，**雨润目前低温肉制品产量 17 万吨；公司通过技术改进，实现了低温肉制品走出了冷冻柜，未来高速增长可以维持。低温肉制品处于快速发展期，目前保持着 23% 的增长速度。与高温肉制品爆发性增长不同，低温肉制品的增长是渐进的。因为高温肉制品不需要冷链支持，易于运输保存，而且当时市场是空白的，作为一种方便食品很快发展起来。现在低温肉制品的推广主要依靠人们对营养、健康、品质追求的消费习惯的转变，而这个过程是渐进的。

#### 4. 产品结构调整符合世界肉类消费趋势，冷鲜肉、低温肉制品占比不断提高

根据我们前面对世界肉制品行业的分析，冷鲜肉和低温肉制品是行业发展趋势，将进入快速发展期。

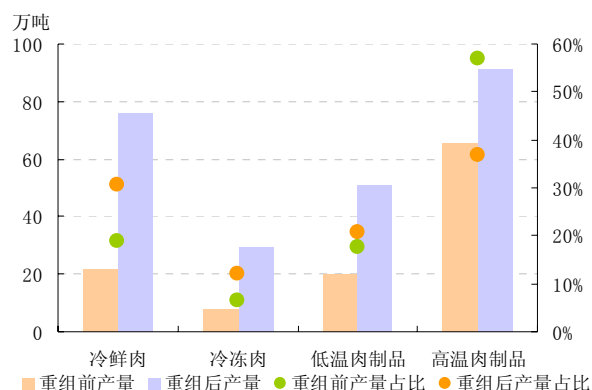
表 14 双汇各个子公司产能分布：拟注入资产及新建投资项目中低温肉制品占比较高

2009 年	子公司	生猪屠宰量（万头）	低温肉制品（万吨）	高温肉制品（万吨）	投产时间
拟注入资产产量	德州双汇	119	4.24		
	绵阳双汇	39	1.68	5.24	
	武汉双汇	128	2.86		
	淮安双汇	87	2.66	2.07	
	唐山双汇	101	3.3		
	济源双汇	26	0.92		
	阜新双汇	103	2.99		
	阜新汇福			1.69	
	望奎双汇	90		3.28	
	哈尔滨双汇		3.7		
	宝泉岭双汇	28			
	双汇肉业		0.52		
	上海双汇		4.89		
	广东双汇	85	2.59	6.27	
	内蒙古双汇		0.27	6.86	
	产量合计	806	30.62	25.41	
	产能合计	893.76	40.36	31.68	
重组前双汇发展产能	包括华懋双汇、宜昌双汇、万东牧业、浙江金华、阜新双汇、舞钢华懋等	329	20	66	
在建	南宁双汇	200	3.65	7.3	2013 年 12 月
	芜湖双汇	200	7.3	7.3	2013 年 12 月
	上海双汇	100	14.6	3.65	2011 年 10 月
	潍坊双汇	200	7.3		2011 年 12 月
	长春双汇	200	7.3	7.3	2012 年 2 月
	沈阳双汇	200	7.3	7.3	2012 年 2 月
	金华双汇	200	7.3		2011 年 10 月
	产能合计	1300	54.75	32.85	
其他肉制品相关业务	双汇牧业	2009 年出栏生猪 37193 头			
	禽业加工	宰鸡 5000 万只/年			
	禽业发展	年出栏商品鸡 5,000 万只/年			
	济源双汇	年产 20 万吨饲料、年出栏 3.4 万头种猪、50 万头商品猪			

资料来源：公司公告、中投证券研究所

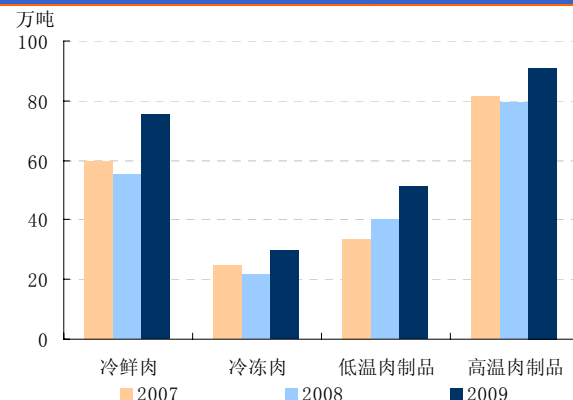


图 49 重组后鲜冻肉和低温肉制品占比提高



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 50 按重组后统一口径测算的产量变化



## 5.积极实施品牌营销、不断通过创新提升产品附加值

公司的销售网络已经覆盖全国，在 33 个省市建有 200 多个销售分公司，采用发达国家“冷链生产、冷链运输、冷链销售、连锁经营”的现代流通模式，3000 多名销售人员和 6000 多家经销商以及几十万个零售终端形成了“纵横国内、辐射海外”的营销网络，形成了对市场的强大掌控能力。

表 15 鲜冻肉和肉制品销售渠道可以共用，但侧重略有不同

鲜冻肉销售渠道			高温肉制品销售渠道	
渠道	家数	销量 (吨/天)	渠道	渠道
肉类连锁店	20000	≥ 1000	超市	5000 平米以上
超市	4800	500-600		5000 平米以下
农贸市场	≥ 600		批发市场	
酒店	3800	200	学校	
肉制品加工厂	≥ 100		自建渠道	
			烤肠机油煎锅铁板烧	

资料来源：中投证券研究所

图 51 低温肉制品销售渠道

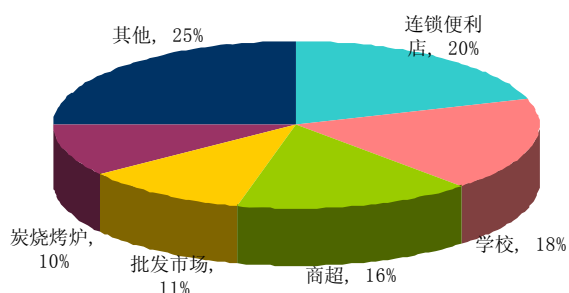
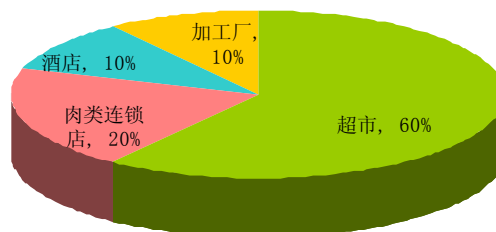


图 52 国外肉类销售渠道



资料来源：公司公告、中投证券研究所

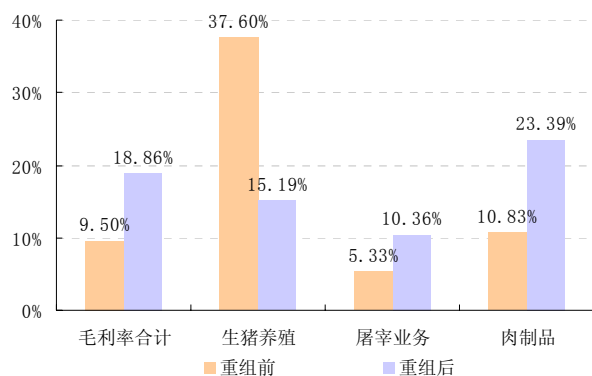
表 16 公司产品销售模式

鲜冻品销售模式	经销	20000 多家特约经销店均由经销商负责二级配送至终端
	地销	主要为猪皮、猪大肠、猪血等猪副产品
	批发	经销商购进产品后再进行二级批发销售
	直营	商场超市、餐饮和加工企业（如沃尔玛、家乐福、大润发等大型卖场，真功夫等餐饮企业，以及三全等食品加工企业）直接运作的终端销售形式
肉制品的销售模式		用经销商分销模式

资料来源：中投证券研究所

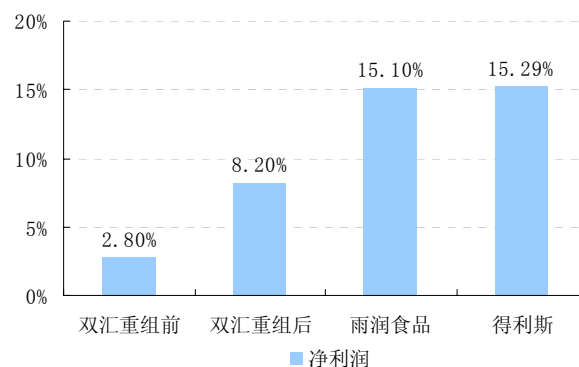
**重组后公司产品的毛利率和净利率大幅提高**，毛利率提升了将近一倍，2010 年净利率预期可达到 8.2%，但相比雨润食品等行业内其他公司 15% 以上的净利率仍有较大提升空间。主要是因为原来营业收入和营业成本已包含了买断式受托销售产品，但毛利额不归属公司；原来化工包装产品实现的毛利不归属于公司；拟注入资产的产品结构优于公司原有结构。因此公司未来相应投资的回报率将大幅提高。而且未来随着产品结构进一步优化，高附加值的低温肉制品和冷鲜肉占比提高，毛利还有上升空间。屠宰业务也将由白条转向分割肉，公司屠宰业务的平均利润已经由 2008 年的 20 元/头上升至目前的 45 元/头，2011 年公司争取实现 50 元/头。

图 53 重组后毛利率大幅提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 54 净利润还有很大提升空间



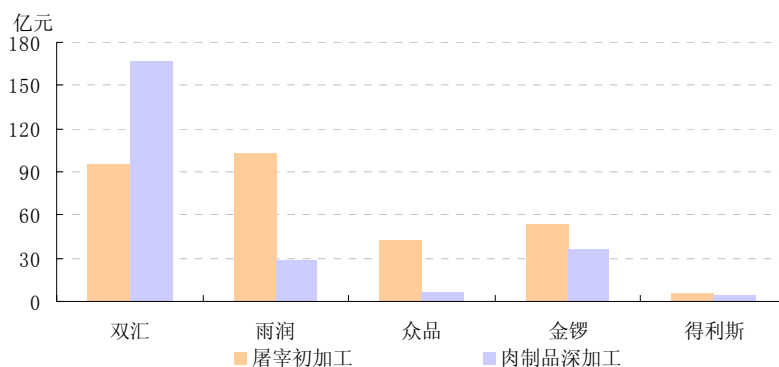
**双汇新产品研发能力强，产品结构不断向高端发展，未来公司对于肉制品发展战略是调结构，增盈利**，提高三高产品开发力度，即肉含量高、创利高、销价高。公司每年可以开发新产品 100 多个品种，每年新产品销量不低于当年肉制品销量的 10%，目前肉制品产品中的特优级产品销售占比约 65%，低温火腿类主要以 Q 趣儿为主，低温速冻类主要以台湾风味烤香肠为主，低温中式灌肠类主要以玉米热狗肠、香辣香脆肠为主。2009 年新推出的产品 9.5 万吨，2010 年达到 17.5 万吨，量价兼具。10 年推出的新产品台式烤香肠销量可达 150 吨/天。2010 年推出了很多热销的新产品，如台式烤香肠，每天销量 150 吨，还有弹脆香肠、肉大排、里脊肉，都是三高产品。在低温肉制品加工技术上的改进和包装材料的深入研究，可使本公司的低温肉制品的货架期延长到 60 天，个别产品可达到 90 天，而行业内一般保质期只有 30 天。

由于公司开发新产品能力强，很快推出高附加值产品，因此猪肉价格上涨对公司盈利能力没有太大影响。公司在 07 年猪肉价格大幅上涨的时候，仍然保持盈利，屠宰的价格随原材料价格同步上调，肉制品盈利能力受成本影响不大，因为公司内部消化能力较强，终端价格适时的随市场价格变动。

## 6.行业竞争格局分析：公司资产注入后各产品市场占有率均第一

屠宰及肉制品加工行业较大的企业包括双汇发展、雨润食品和大众食品、众品集团、得利斯。

图 55 2009 年各大肉制品企业收入比较



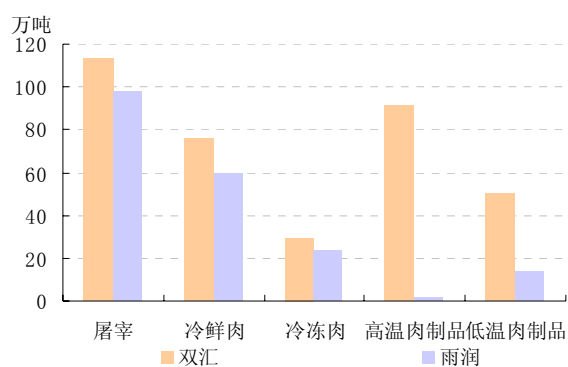
资料来源：公司公告、中投证券研究所

双汇发展是我国最大的生鲜冻肉和肉制品生产企业，高温肉制品是公司的起家产品，仍然是公司重要的收入和利润来源，而后发展出的低温肉制品和冷却肉产品，为公司未来发展的重点产品。

雨润食品自 1993 年成立以来以低温肉制品为主，1997 年进入屠宰行业，2001 年中国出现冷鲜肉，此产品成为公司的重点发展方向。

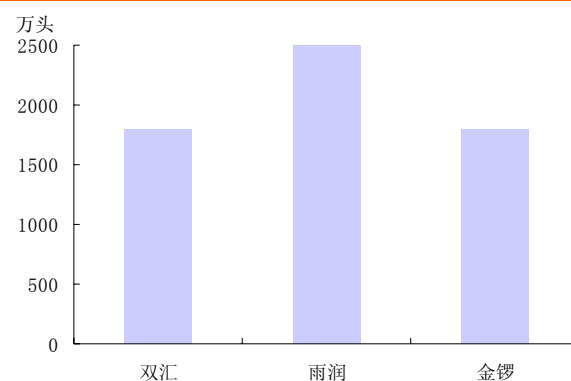
大众食品自 1994 年设立以来，主要从事生猪屠宰及冷冻肉销售，随后逐步开展高低温肉制品的业务。自 2001 年在新加坡上市后，大众食品的销售收入增长较快，但是自 2005 年至今增长速度放缓，期间没有进行过产能投资。

图 56 双汇和雨润产量比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 57 前三大企业屠宰量



以 2009 年为统一口径，资产注入后的双汇在各个肉类业务上皆高于雨润，雨润目前的屠宰产能有 2500 万头/年左右在行业内规模最大，而产能利用率较低，在屠宰量、鲜冻肉方面略低于双汇；而在肉制品深加工方面双汇远高出雨润。

根据《2008 年中国肉类工业发展概况》等资料披露，我国肉类行业位列前三位的企业双汇、金锣、雨润年生猪屠宰量合计约 3,000 万头，仅占全国出栏生猪量的 5% 左右；其肉制品加工量合计约 200 万吨，仅占全国肉类总产量的 3% 左右，占全国肉制品工业加工量的 20% 左右。未来随

着行业整合，各个大型企业的市场份额均会提高，而主要竞争也非大型企业之间的竞争而是大企业 and 不成规模的小作坊等之间的竞争。相比发达国家而言，所占比例仍然较低，如美国前 3 家屠宰企业总体市场份额已超过 65%。因此，留给行业内其他规模以上企业的市场空间还很大。预计十二五末 CR4 将超过 25%。

《2008 年中国消费品市场重点调查报告·火腿肠》，2008 年全国火腿肠销量领先的十大品牌为：双汇、得利斯、雨润、金锣、波尼亚、旺润、龙大、美好、唐人神、荷美尔。这十大品牌的市场份额为 73.4%，其中双汇市场份额为 38.68%，得利斯为 9.54%，雨润为 9.26%，金锣为 6.05%，其余品牌市场占有率均在 5% 以下。全国连锁店超市信息网监测的市场列位可视部分企业肉制品市场分布状态。2009 年在主要肉类消费城市双汇肉制品市场份额均为第一位。

表 17 主要城市各品牌肉制品市场分布

	1	2	3
北京市	双汇	恒慧	得利斯
河北省	双汇	洛杉奇	双鸽
上海市	雨润	双汇	海霸王
江苏省	双汇	雨润	金锣
广东省	双汇	雨润	万威客
河南省	双汇	金锣	美好
湖北省	双汇	金锣	可可
四川省	美好	双汇	老城南
辽宁省	双汇	础明	金百味
陕西省	双汇	得利斯	雨润

资料来源：中投证券研究所

## 7. 从美国肉制品巨头市值变化预测双汇发展未来资本市场表现：

### 进入高速整合期后，收入增长 1 倍带动市值增长 4 倍

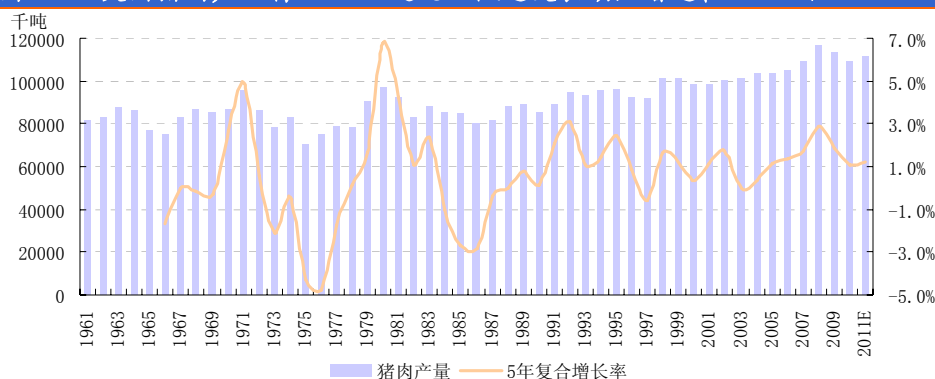
我国猪肉屠宰及加工行业目前正面临整合机遇，行业的高速发展期为屠宰及肉制品企业所带来的第一次盛宴已经结束，但是，优势企业将分享行业快速扩张后的第二次盛宴——整合提升企业价值。

80 年代末是美国猪肉产业发生剧烈产业结构变迁的起点，CR4 由 1989 年的 34% 提高至 2009 年的 69%。同时 Smithfield 和 Hormel 股价也在同一时期开始大幅上涨。中国屠宰及加工行业正面临深刻的结构性变迁，分散的行业结构和消费升级趋势将给优势企业带来市场份额提升的机会。

美国猪肉产业自 1980s 以来增速在 1%-2% 之间，行业增长缓慢，但是，观察美国屠宰及肉制品行业进入整合期后企业收入、利润、市值变化可以发现：企业的利润率和估值不断提高，利润增长加快，其收入增速远高于行业增速，利润增速高于收入增速，市值增幅高于利润增幅。例如 Smithfield 和 Hormel 在 1987 年左右开始进入高速整合，以 1987 为基期，其收入增长对应市值增长的弹性系数约为 4，即收入增长翻一倍可以带动市值翻 4 倍。双汇的经营策略与 Hormel 相似，公司深加工优势明显，定位肉类联合加工，适时做大产业链。因此我们认为双汇能够有效规避养殖风险，在资本市场上有好的表现。

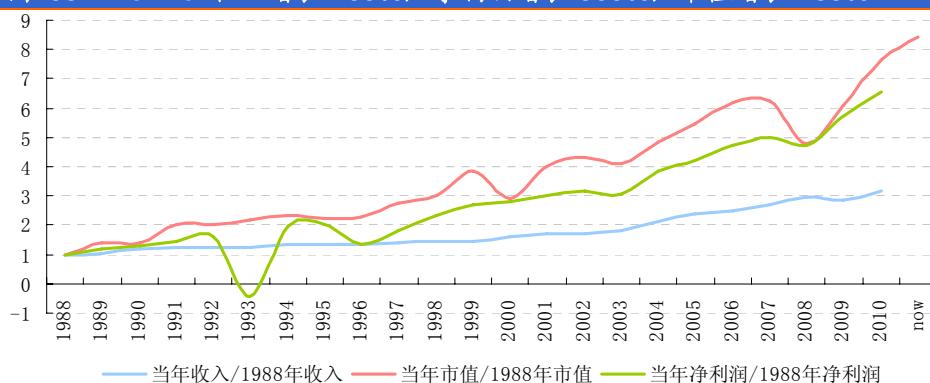


图 58 美国猪肉产业自 1980s 起进入低速发展期，增速在 1% 左右



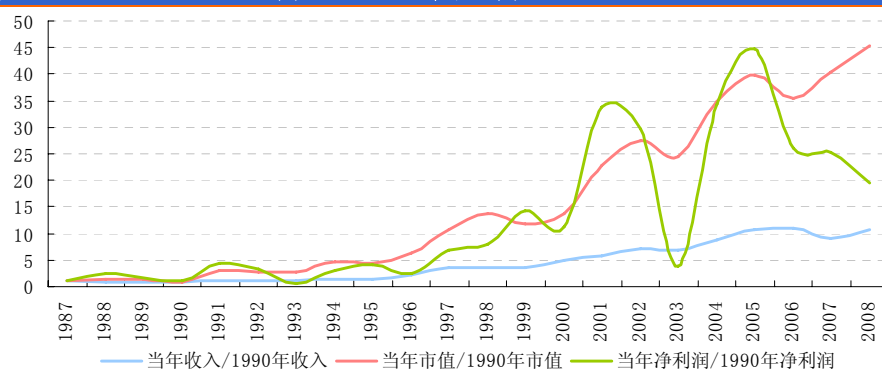
资料来源：USDA、中投证券研究所

图 59 Hormel 收入增长 100%，净利润增长 300%，市值增长 400%



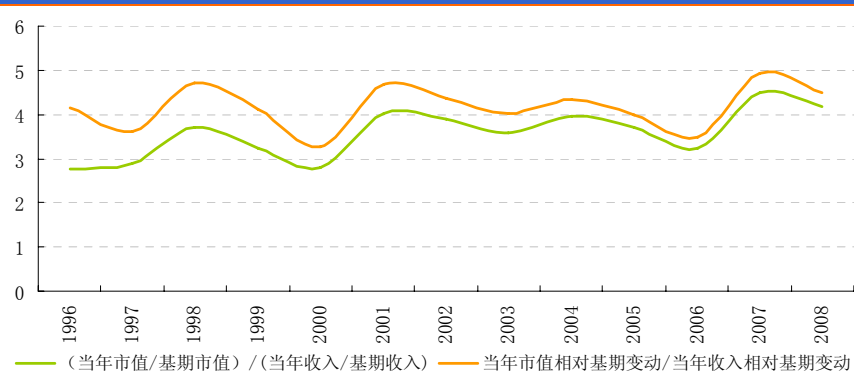
资料来源：中投证券研究所

图 60 Smithfield 收入增长 128%，市值增长 529%



资料来源：中投证券研究所

图 61 收入增长翻一倍可以带动市值翻 4 倍



资料来源：中投证券研究所

表 18 可比公司比较 (单位: 美元)

代码	简称	价格:D-1	P/E	EPS T12M	总市值	收入 T12M	PS
000895 CH	双汇发展	12.14	46.68	0.25	73.6	50.1	1.5
HRL US	HORMEL	50.76	16.85	2.96	67.6	72.2	0.9
TSN US	TYSON	17.25	7.76	2.13	64.3	284.3	0.2
1068 HK	雨润食品	3.36	20.12	0.17	60.9	21.6	2.8
SFD US	SMITHFIELD	20.72	12.08	1.52	33.4	117.0	0.3
PFH SP	大众食品	0.64	21.22	0.03	7.2	18.6	0.4
HOGS US	众品集团	18.90	12.51	1.51	6.6	8.8	0.8
002330 CH	得利斯	2.31	45.34	0.05	5.8	1.6	3.6
002515 CH	金字火腿	6.77	59.44	0.11	5.0	0.2	23

资料来源: 中投证券研究所

目前双汇发展市场按屠宰量计算其市场占有率为 2.3%，与 Hormel 和 Smithfield 在 1980s 的市场占有率相当，根据双汇的规划，未来每年以新建 5 个屠宰场的规模扩张，我们认为 3 年后屠宰量能够实现翻倍。保守预计双汇至少在 3-5 年能够实现收入翻倍，那么十二五期末市值有可能从资产注入后的 1000 亿上升至 4000 亿。

## 8. 盈利预测

根据公司的十二五规划，以及新投资生产基地的投产进程，我们对公司各个业务做出如下假设：

表 19 核心假设

	2009	2010E	2011E	2012E
屠宰 (万头)	1,135.94	1454.00	1861.12	2382.24
yoy(%)		28.00%	28.00%	28.00%
鲜冻品 (万吨/年)	105.21	134.67	172.38	220.64
收入 (亿元)	93.38	136.77	187.11	240.28
成本 (亿元)	86.59	121.73	165.59	211.45
毛利率	7.27%	10.50%	12.00%	13.00%
低温肉制品 (万吨/年)	50.36	60.43	74.33	91.43
yoy(%)		20.00%	20.00%	20.00%
收入 (亿元)	73.53	88.23	111.17	140.08
成本 (亿元)	58.09	68.82	85.60	106.46
毛利率	21.00%	22.00%	23.00%	24.00%
高温肉制品 (万吨/年)	90.93	113.66	130.71	150.32
yoy(%)		25.00%	15.00%	15.00%
收入 (亿元)	97.30	121.62	146.85	177.33
成本 (亿元)	72.97	91.21	108.67	129.45
毛利率	25.00%	25.00%	26.00%	27.00%
肉制品综合毛利率	23.28%	23.74%	24.71%	25.68%
肉制品收入 (亿元)	170.82	209.85	258.03	317.40
主业业务收入 (亿元)	264.20	360.68	473.50	604.24

yoy(%)		36.52%	31.28%	27.61%
主营业务成本（亿元）	217.65	295.48	383.89	485.45
毛利率	17.62%	18.08%	18.92%	19.66%

资料来源：中投证券研究所

此外，公司拟按照罗特克斯收购时的原始受让价格(即合计 6.15 亿元)，通过现金支付的方式回购罗特克斯所持有的 9 家香港华懋系公司的少数股东股权，进一步解决关联交易。回购罗特克斯持有 9 家公司的股权后，预计 2010 年归属股东的净利润可增加 2.2 亿元，EPS 可增厚 0.18 元，约为 10%。

预计 2010-2012 年 EPS 为 2.34，3.31 和 4.46 元，对应的 PE 为 37/26/19 倍，我们认为公司未来业绩增长较为明确，十二五实现 100 亿利润是大概率事件，12 个月目标价 140。我们看好公司未来的发展，考虑到巨大的行业整合空间以及双汇大规模投资加速行业整合，我们认为未来公司的利润增长将超出市场预期，保守预计 3-5 年公司能够实现收入的翻倍，市值可能由资产注入后的 1000 亿上升至 4000 亿，对应十二五末目标价 300 元，给予公司“强烈推荐”的评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	3432	7211	11592	17940	<b>营业收入</b>	28351	36069	47351	60425
现金	1912	3817	7210	12394	营业成本	25578	29548	38390	48546
应收账款	86	124	163	208	营业税金及附加	61	72	95	121
其它应收款	18	110	144	184	营业费用	1100	1764	2273	2900
预付账款	11	47	61	78	管理费用	369	815	1070	1366
存货	1391	3072	3991	5046	财务费用	-20	15	29	16
其他	14	41	24	30	资产减值损失	21	65	60	60
<b>非流动资产</b>	2321	5197	6227	7058	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	380	259	280	300	投资净收益	93	49	50	50
固定资产	1740	4144	4957	5702	<b>营业利润</b>	1335	3838	5484	7465
无形资产	64	90	86	82	营业外收入	23	231	230	230
其他	138	704	905	974	营业外支出	9	56	50	50
<b>资产总计</b>	5753	12407	17820	24997	<b>利润总额</b>	1349	4013	5664	7645
<b>流动负债</b>	2019	5222	6102	7164	所得税	243	803	1133	1529
短期借款	0	1178	1178	1178	<b>净利润</b>	1106	3211	4531	6116
应付账款	677	1699	2207	2791	少数股东损益	195	401	566	765
其他	1342	2344	2717	3194	<b>归属母公司净利润</b>	911	2809	3965	5352
<b>非流动负债</b>	17	271	271	271	EBITDA	1490	4170	6034	8138
长期借款	11	261	261	261	EPS (元)	1.50	2.34	3.31	4.46
其他	6	10	10	10	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	2036	5493	6374	7435	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
少数股东权益	777	1178	1745	2509	<b>成长能力</b>				
股本	606	1199	1199	1199	营业收入	9.0%	27.2%	31.3%	27.6%
资本公积	509	509	509	509	营业利润	28.9%	187.4%	42.9%	36.1%
留存收益	1824	4027	7992	13344	归属于母公司净利润	30.3%	208.5%	41.1%	35.0%
归属母公司股东权益	2940	5737	9701	15053	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	5753	12407	17820	24997	毛利率	9.8%	18.1%	18.9%	19.7%
<b>现金流量表</b>					净利率	3.2%	7.8%	8.4%	8.9%
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROE	31.0%	49.0%	40.9%	35.6%
<b>经营活动现金流</b>	1417	3384	4901	6676	ROIC	80.7%	84.4%	95.0%	108.5%
净利润	1106	3211	4531	6116	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	175	317	520	656	资产负债率	35.4%	44.3%	35.8%	29.7%
财务费用	-20	15	29	16	净负债比率	0.56%	26.21%	22.59	19.36%
投资损失	-93	-49	-50	-50	流动比率	1.70	1.38	1.90	2.50
营运资金变动	193	119	-118	-119	速动比率	1.00	0.79	1.24	1.79
其它	57	-229	-12	56	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-365	-2907	-1453	-1476	总资产周转率	5.55	3.97	3.13	2.82
资本支出	422	3023	1505	1506	应收账款周转率	334	320	307	303
长期投资	-3	-120	20	20	应付账款周转率	44.83	24.87	19.65	19.42
其他	53	-4	73	50	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-422	1428	-56	-16	每股收益(最新摊薄)	0.76	2.34	3.31	4.46
短期借款	0	1178	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.82	4.09	5.57
长期借款	-0	250	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.45	4.78	8.09	12.55
普通股增加	0	593	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	115.19	37.34	26.46	19.60
其他	-421	-593	-56	-16	P/B	35.68	18.29	10.81	6.97
<b>现金净增加额</b>	631	1905	3392	5184	EV/EBITDA	35	12	9	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元



## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张 镭：中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫：中投证券研究所食品行业分析师，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

柯海东：中投证券研究所酒类行业分析师，中山大学财务与投资学硕士，华中科技大学工业设计工学学士，武汉大学营销管理双学士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：（0755）82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：（010）63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：（021）62171434