



食品饮料/必需消费

双汇发展 (000895)

肉制品航母正式启航

——双汇发展调研简报

	胡春霞	张楷滢
	021-38676186	021-38674752
	huchunxia@gtjas.com	zhangkaixi008735@gtjas.com
	S0880208060347	S0880110090037

本报告导读：

农村市场高温肉制品迅速扩展，城镇消费升级驱动低温肉增速较快，产能扩张保证供给，提价、调结构促公司吨肉创利持续上升，重视终端渠道掌控保证产能顺利释放。

事件：

- 我们于 2010 年 12 月 27 日参加了双汇发展举办的“2010 年第三次临时股东大会”，参会期间与公司高管进行了交流沟通。
- 股东大会审议并高票通过了《关于本公司实施重大资产重组暨关联交易的议案》、《关于本公司资产置换和发行股票购买资产暨关联交易的议案》、《关于本公司换股吸收合并五家公司的议案》、《关于提请股东大会批准双汇集团和罗特克斯免于以要约方式增持本公司股份的议案》等议案。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：105.00

上次预测：100.00

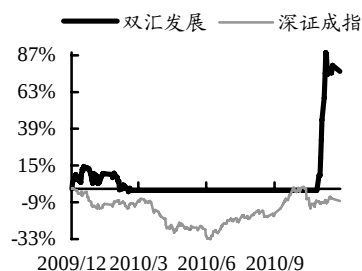
当前价格：88.30

2010.12.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	49.31-96.44
总市值 (百万元)	53,509
总股本/流通 A 股 (百万股)	606/606
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	106

52 周内股价走势图



相关报告

《双汇发展公司 2010-12-27 调研提纲》	2010.12.21
《千呼万唤始出来，行业再见千亿市值公...》	2010.11.29
《低温肉收入快速增长 静待重组方案出...》	2010.08.29
《低温肉是盈利增长点 静待关联交易解...》	2010.04.26
《业绩基本符合预期，盈利能力大幅回升》	2009.04.22

评论：

- **盈利预测：**在不考虑股权激励影响的情况下，预测双汇发展 2010、2011、2012 年实际 Eps 分别为 2.68 元、3.50 元、4.50 元。根据财政部《企业会计准则解释第 4 号》的规定，在集团层面做股权激励需要在上市公司会计报表中计提股份支付费用，同时贷记资本公积，2011 年-2013 年每年计提股份支付费用 1.994 亿元，影响当期 Eps 0.17 元，因此预测 2011、2012 年报表 Eps 为 3.33 元、4.33 元。
- **投资建议：**按照今年备考 40 亿元税前利润，到 2014 年公司计划实现 100 亿税前利润来计算，复合增长率 25%；从公司产能扩张节奏、新产品开发速度、部分事业部利润指标的实际规划等方面来判断，我们认为公司每年保持 30% 以上的复合增长率应该是大概率事件。计提股份支付费用并不影响上市公司实际现金流，所以不考虑此项影响更能反映公司真实经营情况，因此按照公司 2011 年 EPS 3.50 元的业绩预测，给予公司 2011 年 30 倍 PE，半年目标价 105 元；至明年底，预计市场将给予 2012 年业绩的 27-30 倍，给予年底目标价格 120 元，建议在 90 元以下积极配置，对公司维持推荐评级，建议长期重点关注。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

交流纪要:

- 双汇发展将抓住机遇,在顺利实施本次重组的基础上,力争通过三到五年的努力,实现年屠宰生猪 3000 万头以上,年产肉制品 300 万吨以上,成为世界最大的肉制品加工企业之一。公司计划到十二五年末(预计 2014 年达到)实现“311 工程”,3000 亿市值、1000 亿收入、100 亿利润(税前)。

1. 高温肉制品稳定增长,低温肉制品快速发展,新品开发力争做到“量利并举”:

- **高温肉制品稳定增长:** 过去几年双汇高温肉制品总体增速 17%左右,预计今年高温肉制品销售在 114 万吨,在去年 90 多万吨的基础上增长 18-19%。目前县乡一级的高温肉制品增速很快,县乡销售占比近 50%。高温肉制品+低温肉制品在县乡一级销售增速 24%,城市 17%。**高温肉制品增长的主要逻辑:** (1) 随着农村市场开拓以及国家将保民生作为目标,农村需求在增加,高温肉制品作为一种休闲消费品,受益于农村居民收入增加和城镇化所带来的人口流动加大所创造出的需求上升; (2) 以前高温肉制品是 121 度杀菌,营养物质被部分破坏了,现在按照高温肉制品中温化的处理方式,改进了工艺,口味和品质都得到了提升。中国的高温肉制品市场有可能进入到第二轮快速发展期。
- **预计 2010 年低温肉制品销量 60 万吨,2-3 年后力争做到 100 万吨:** 预计双汇今年低温肉制品总量在 60 万吨,今年增速 23%,连续几年的增速都在 20%以上,明年计划 72 万吨,预计 2-3 年后低温肉制品销量可以做到 100 万吨。公司快速成长主要来源于优秀的品牌优势和卓越的产品研发能力,技术创新使得低温肉逐步高温化,走出冷风柜后的低温肉制品由于存放条件放宽可大幅拓展销售渠道。
- **重视新品开发,力争“量利并举”:** 过去为了保证快速发展,公司对产品结构上关注的不是太多,今后肉制品发展的战略是“调结构、争盈利”,公司提出了三高产品的开发方针:“肉含量高、售价高、创利高”。今年计划推广 17.5 万吨的高创利新产品,去年是 9.5 万吨,增速是 40%以上。**努力方向是“量利并举”。**卖的比较好的新产品有:台式烤香肠(6 支子弹装,150 吨/天销量),弹脆香肠(含有大量的胶原蛋白,口感好),切片产品(切片培根、牛肉切片等),今年台式烤香肠和弹脆香肠销售情况非常不错。还有一些新品放在明年 1 月推出,包括肉大排、里脊肉等品种。
- **产品旺销,吨创利不断提高:** 预计公司今年高温肉制品销量 114 万吨,增速 18-19%,明年计划 128 万吨,预计未来保持 10%以上的增速稳定增长,如果这块业务增速较快,则为超预期的因素;预计今年低温肉制品销量 72 万吨,增速 23%,明年计划 72 万吨。通过直接提价、产品结构调整、规模效应带来费用率下降,公司吨肉创利(税前)2007-2009 年分别为 560 元、640 元、960 元/吨,预计今、明两年吨肉创利有望达到 1200 元、1500 元/吨。量价齐升共同推动公司业绩快速增长。

2. 十二五期间加快新产能建设:

- **计划未来加大新产能建设投资力度:** 我们国家的肉类消费市场大、潜力大,公司未来会在产能上继续扩张,力求抓住中国工业化、城镇化和更加关注民生的大趋势。在 2010-2013 年,公司陆续会有新建项目上马:每个项目计划新建约 200 万头的屠宰,年产 3 万、5 万或 10 万吨的肉制品,每个厂销售额在 30-50 亿的规模。2010 年 11 月公告的 8 个项目的全部建设资金在 50 亿左右,预计将于 2011 年下半年陆续投产。公司计划在十二五期间实现新建产能投资额 200 亿,建设“双百工程”:建设 100 个企业、实现 100 亿利润(税前)。
- **雨润与双汇的扩张战略并不一样,区别主要在于:** (1) 雨润主张到县城去,双汇建厂主要选址在省会城市,对于个别需求增速较快的地级市也会上一些产能; (2) 雨润的发展是先圈地,形成很多负商誉但是双汇未来并不会把县城当作建厂选址目标,主要考虑到县里市场很小,厂址选择上倾向于省会和大城市,双汇有个原则“先有市场后建工厂”,工厂一旦建好就可以迅速盈利。比如,武汉每天白条肉销量是 1

万吨，假如双汇拿过来 20%，就有 2000 头，而最终算上武汉的酒店和商超，一个市的销量就能利用武汉双汇 70% 的产能。

- **全产业链，上游养殖并未要求完全匹配，下游坚持把肉制品深加工做大：**十二五期间订出了个四化的方针，产业化、现代化、专业化、规模化，公司未来会把产业链打通、做全，但是产业链越长，系统性风险就越大，因此公司在战略上始终会把屠宰和肉制品业当作主业来做，通过做大主业，再带动相关的上下游产业。考虑到养殖业的投入比较大而且有一定的风险，**公司未来不会把养殖规模做到与屠宰加工完全匹配**，在新建的产能布局上，**屠宰 200 万头**，日产肉制品 100-200 吨，最多 400 吨的量，**上游配一个 50-100 万头的养殖场**。公司未来将**始终坚持把肉制品深加工做大**，以此带动**屠宰、包装、养殖等相关产业**。公司今年肉制品的产量是 174 万吨，明年过 200 万吨。今年金锣 55-58 万吨，雨润 17 万吨，中粮不超过 10 万吨，其他就很小了，**后面的十家企业加起来的总量也没双汇一家大。**

3. 预计明年生猪价格将维持高位，但公司完全有能力继续提升盈利能力：

- **预计明年生猪价格存在季节波动但维持高位运行：**从 11 月中旬，湖南、河南出现一些疫情，以及国家出现一些调控，影响了当前的生猪价格，但临近春节消费拉动会使近期生猪价格基本保持稳定。一般是过了春节之后，受消费抑制，生猪价格会有所下降，但是进入下半年之后伴随需求拉动，生猪价格会有所上升，预计明年 2 月起生猪价格会有所下滑，5-6 月消费启动生猪价格将会进一步上升。**预计明年生猪均价在 12.5 元/kg 左右，跟 10 年相比上涨 5%。**
- **生猪价格上涨对于公司的影响非常有限：**每年生猪价格都在波动，价格最高是在 07 年，17 元多/kg，在价格最高的时候公司盈利依然有保证。在原料价格上涨期，冷鲜肉价格也会水涨船高随行就市，因此盈利几乎不受影响；猪肉价格上涨对于肉制品的成本会有一定影响，但公司通过各种手段会转嫁肉制品成本上涨压力：（1）公司综合利用率很高，消化成本能力较强；（2）公司会实时调整终端产品价格；（3）公司新品开发能力较强，在成本上升期会通过推出新产品推动产品结构上移。

4. 公司重视终端掌控：

- **做市场就是要掌控终端：**双汇的销售渠道主要包括：超市、批发市场、学校（每年销售 20 万吨）、自建渠道、酒店等。肉制品的主渠道是商超，全国 5000 平方米以上的大超市在 5000 家左右，5000 平方米以下的有 10 万家，中国的超市总量在 10-11 万家，双汇进入的 1000 家超市一天可以保证 500-600 吨销量，此外还有 3800 家直营酒店。**明年计划超市专用堆头增长 15%，便利店中的专用货架增长 10%，公司重视对销售终端的掌控。**

5. 关联交易解决、激励机制完善保障公司未来业绩释放，管理层年富力强，利于公司长期发展：

- **资产注入方案通过，长期困扰市场的关联交易基本解决：**按照公司披露的数据，本次重组前双汇发展对双汇集团 2009 年的关联采购额约为 166.81 亿元，根据本次重组后双汇发展的资产范围模拟计算，2009 年关联采购降低为 26.61 亿元，收购资产的关联交易量占总关联交易的 84%。关联销售，重组前双汇发展对双汇集团 2009 年的约为 25.82 亿元，根据本次重组后双汇发展的资产范围模拟计算，2009 年关联销售降低为 13.03 亿元。我们有理由相信在本次资产收购完成后，公司的关联交易大幅下降，财务透明度大幅提升，资本市场形象进一步好转。
- **激励机制完善：**在公司完成集团资产整体上市后，管理层间接持股双汇发展的比例大幅上升至 22.81%，附带双汇国际层面 6% 的股权激励计划，管理层利益与流通股东实现绑定，释放业绩动力较强。此外，公司为了完成十二五期间“百厂超百亿”计划，也有相应的奖励计划。在集团在收入达到 500 亿、1000 亿、2000 亿会给予奖励，各个事业部如果超过 200 亿给奖励，300 亿给奖励等等，**利润过亿的厂会给予奖励。**

- **管理人员年富力强：**公司管理层基本在过去几年中完成了新老更替，目前在双汇发展层面，高层管理人员平均年龄在 40 岁左右，而且多人均是基层技术人员出身，熟悉业务流程，年富力强且干劲充足，我们看好管理层优秀的管理能力和公司长期发展。

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷滢:

武汉大学金融学硕士，2010 年进入国泰君安，现从事食品饮料行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		