

## 食品饮料

2017年06月05日

## 双汇发展 (000895)

—— 估值位处底部，盈利逐步改善：从猪价波动下历史业绩演绎看未来盈利趋势

报告原因：有新的信息需要补充

增持 (维持)

市场数据： 2017年06月02日	
收盘价(元)	21.44
一年内最高/最低(元)	25.74/19.55
市净率	4.7
息率(分红/股价)	9.79
流通A股市值(百万元)	70731
上证指数/深证成指	3105.54/9794.89

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日	
每股净资产(元)	4.57
资产负债率%	30.04
总股本/流通A股(百万)	3300/3299
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《双汇发展(000895)点评：业绩符合预期 高分红延续 具备配置价值》  
2017/03/24

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

## 联系人

吕昌  
(8621)23297818×010-66500561  
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **投资评级与估值：**横向看，公司是食品饮料板块中估值最低的白马龙头，纵向看，公司估值水平已处于历史低点，存在修复空间。一季度受高价库存及高基数影响利润下滑，二季度之后随着猪价下降，鸡价低位，肉制品销量改善，公司盈利能力望逐季改善，估值水平有望逐步上修，当前时点已具备配置价值。考虑到17Q1归母净利润同比下降18.2%，业绩增速不及预期，并且预计成本下降因素今年下半年开始体现，我们小幅下调盈利预测，预测17-19年EPS为1.41元、1.57元、1.69元（前次为1.49、1.64、1.75元），同比增长5.5%、11.8%、7.6%，目前股价对应PE分别为15x、14x、13x，维持增持评级。
- **屠宰贡献主要收入，肉制品贡献主要利润。**双汇是我国最大的肉类加工企业，从收入构成来看，16年屠宰与肉制品分别贡献61%和39%的收入，从利润构成来看，16年屠宰与肉制品分别贡献20%和80%的毛利。从毛利率水平来看，毛利率最高的是高温肉制品，最低的是生鲜冻品（屠宰）。17年一季度，公司销售净利率与销售毛利率达到5年来的最低点，而销售成本率则达到5年来的最高点。
- **量价利三维拆解：猪价是影响双汇盈利能力的重要因素。**从收入端和成本端分析来看，收入拐点不易确定，但猪价是影响屠宰收入的重要因素。成本端对双汇盈利能力有着至关重要的影响，影响屠宰成本的主要因素是生猪价格与产能利用率，影响肉制品成本的因素主要在于：1、生猪价格与鸡价；2、猪肉与鸡肉的配比；3、进口肉；4、库存储备；其中，猪价依然是重要影响因素。
- **历史演绎：猪价与盈利能力负向变动，进口肉增加有效提升盈利能力。**对屠宰业务而言，生猪价格下跌，猪肉价格与生猪价格价差扩大、产能利用率提升，头均利和毛利率与生猪价格均呈反向变动。对肉制品业务而言，生猪价格下跌、鸡价下跌、低价进口肉增加直接降低成本，库存储备可有效平抑成本波动，受产品结构调整等因素影响，生猪价格与肉制品吨均利没有明显的反向关系，但与毛利率呈负向变动。整体来看，生猪价格与综合毛利率负向变动，但综合毛利率对生猪价格的敏感性有所降低。
- **猪价下行，盈利能力有望逐步改善。**在生猪存栏环比增加、能繁母猪存栏止跌企稳的情况下，我们判断17年猪价进入趋势性下跌通道，鸡价也将小幅下降。根据我们对双汇毛利率的初步简单测算，在生猪价格下行、鸡价下行的情况下，叠加低价进口肉增加、17年或将消耗部分高价库存肉等因素的影响，双汇盈利能力有望逐步改善。
- **股价上涨的催化剂：**肉制品增长超预期，成本加速下降。
- **核心假设风险：**猪价、鸡价上涨，食品安全事件。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	51,822	12,212	52,655	55,324	58,923
同比增长率(%)	15.94	-4.14	1.61	5.07	6.51
净利润(百万元)	4,405	879	4,646	5,195	5,590
同比增长率(%)	3.51	-18.20	5.47	11.82	7.60
每股收益(元/股)	1.34	0.27	1.41	1.57	1.69
毛利率(%)	18.1	16.9	18.5	19.2	19.3
ROE(%)	31.0	5.8	32.2	34.7	36.3
市盈率	16		15	14	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

横向看，公司是食品饮料板块中估值最低的白马龙头，纵向看，公司估值水平已处于历史低点，存在修复空间。一季度受高价库存及高基数影响利润下滑，二季度之后随着猪价下降，鸡价低位，肉制品销量改善，公司盈利能力望逐季改善，估值水平有望逐步上修，当前时点已具备配置价值。考虑到 17Q1 归母净利润同比下降 18.2%，业绩增速不及预期，并且预计成本下降因素今年下半年开始体现，我们小幅下调盈利预测，预测 17-19 年 EPS 为 1.41 元、1.57 元、1.69 元（前次为 1.49、1.64、1.75 元），同比增长 5.5%、11.8%、7.6%，目前股价对应 PE 分别为 15x、14x、13x，维持增持评级。

### 关键假设点

17 年猪价进入趋势性下行通道，鸡价小幅下降。

### 有别于大众的认识

**屠宰贡献主要收入，肉制品贡献主要利润。**16 年屠宰与肉制品分别贡献 61%和 39% 的收入，16 年屠宰与肉制品分别贡献 20%和 80%的毛利。17 年一季度，公司销售净利率与销售毛利率达到 5 年来的最低点，而销售成本率则达到 5 年来的最高点。

**量价利三维度拆解：猪价是影响双汇盈利能力的重要因素。**从收入端和成本端分析来看，收入拐点不易确定，但猪价是影响屠宰收入的重要因素。成本端对双汇盈利能力有着至关重要的影响，影响屠宰成本的主要因素是生猪价格与产能利用率，影响肉制品成本的因素主要在于：1、生猪价格与鸡价；2、猪肉与鸡肉的配比；3、进口肉；4、库存储备；其中，猪价依然是重要影响因素。

**历史演绎：猪价与盈利能力负向变动，进口肉增加有效提升盈利能力。**对屠宰业务而言，头均利和毛利率与生猪价格均呈反向变动。对肉制品业务而言，生猪价格下跌、鸡价下跌、低价进口肉增加直接降低成本，库存储备可有效平抑成本波动，受产品结构调整等因素影响，生猪价格与肉制品吨均利没有明显的反向关系，但与毛利率呈负向变动。整体来看，生猪价格与综合毛利率负向变动，但综合毛利率对生猪价格的敏感性有所降低。

**猪价下行，盈利能力有望逐步改善。**我们判断 17 年猪价进入趋势性下跌通道，鸡价也将小幅下降，同时叠加低价进口肉增加、17 年或将消耗部分高价库存肉等因素的影响，双汇盈利能力有望逐步改善。

### 股价表现的催化剂

肉制品增长超预期，成本加速下降。

### 核心假设风险

猪价、鸡价上涨，食品安全事件。

## 目录

---

<b>1.业务结构：屠宰贡献主要收入，肉制品贡献主要利润.....</b>	<b>6</b>
<b>2.量价利三维度拆解：猪价是影响双汇盈利能力的重要因素...</b>	<b>7</b>
<b>3.历史演绎：猪价与盈利能力负向变动，进口肉增加有效提升 盈利能力 .....</b>	<b>9</b>
3.1 屠宰：猪价与屠宰头均利和毛利率负向变动 .....	9
3.2 肉制品：猪价、鸡价与肉制品盈利能力负向变动，进口成本优势充分 凸显 .....	10
3.3 综合分析：猪价与综合毛利率负向变动，敏感性有所下降 .....	13
<b>4.猪价下行，盈利能力有望逐步改善 .....</b>	<b>13</b>
4.1 猪价走势：预计 17 年下半年维持下跌趋势 .....	13
4.2 盈利分析：屠宰与肉制品业务毛利率测算 .....	15
<b>5.估值位处底部，存在修复空间 .....</b>	<b>15</b>

## 图表目录

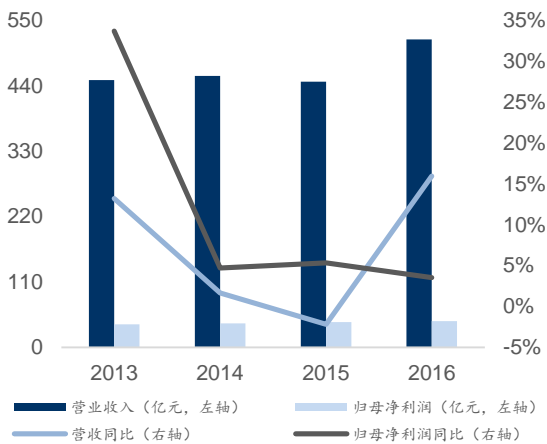
图 1: 2014 年起双汇净利润增速大幅放缓.....	6
图 2: 16 年屠宰收入大幅增加, 肉制品收入小幅下降.....	6
图 3: 屠宰收入贡献高于肉制品.....	6
图 4: 肉制品利润贡献远高于屠宰.....	6
图 5: 16 年毛利率下降 2.66 个百分点.....	7
图 6: 17Q1 净利率与毛利率大幅下降, 成本率大幅上升.....	7
图 7: 量价利三维度拆解:猪价是影响双汇盈利能力的重要变量.....	8
图 8: 盈利能力分析:猪价变动情况下双汇盈利情况的演绎.....	8
图 9: 生猪价格下跌时价差扩大, 生猪价格上涨时价差缩小.....	9
图 10: 屠宰量与生猪价格反向变动.....	9
图 11: 产能利用率与生猪价格反向变动.....	9
图 12: 生猪价格与屠宰头均利反向变动.....	10
图 13: 生猪价格与头均利反向变动.....	10
图 14: 生猪价格与屠宰毛利率反向变动.....	10
图 15: 生猪价格与屠宰毛利率变动的敏感性分析.....	10
图 16: 生猪价格与肉制品吨均利变动情况.....	11
图 17: 生猪价格与肉制品毛利率变动的敏感性分析.....	11
图 18: 鸡价与肉制品毛利率大致呈反向变动.....	11
图 19: 鸡价与肉制品毛利率变动的敏感性分析.....	11
图 20: 美国进口猪肉税后价格大约仅中国猪肉价格一半.....	12
图 21: 进口猪肉量与关联交易金额大幅增长.....	12
图 22: 进口猪肉有效降低成本, 提升毛利率.....	12
图 23: 生猪价格与存货大致呈反向变动.....	13
图 24: 生猪价格与存货大致呈反向变动.....	13
图 25: 生猪价格与综合毛利率负向变动.....	13
图 26: 生猪价格与综合毛利率变动的敏感性分析.....	13
图 27: 生猪存栏量连续两个月环比增加.....	14
图 28: 能繁母猪存栏量连续两个月止跌企稳.....	14

图 29: 17 年 2 月以来生猪价格持续下跌, 跌幅扩大 .....	14
图 30: 17 年 1 月以来猪粮比持续下跌 .....	14
图 31: 双汇发展历史动态估值走势 .....	16
图 32: 双汇发展相对估值 (相对上证综指) 走势 .....	16
表 1: 双汇屠宰业务毛利率测算 .....	15
表 2: 双汇肉制品业务毛利率测算 .....	15
表 2: 食品饮料板块部分重点公司盈利预测与估值 .....	16

## 1.业务结构：屠宰贡献主要收入，肉制品贡献主要利润

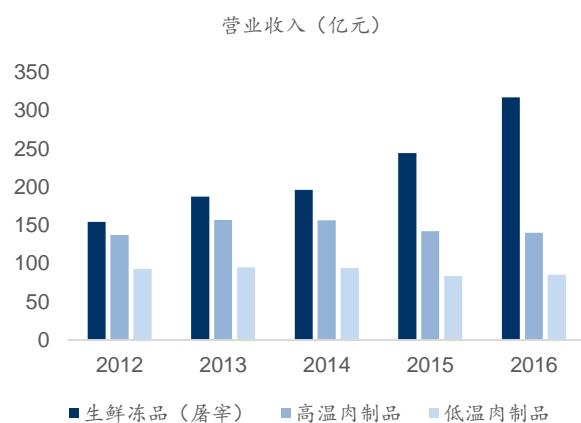
双汇是我国最大的肉类加工企业，业务按行业分为屠宰与肉制品两部分，按产品分为生鲜冻品、高温肉制品、低温肉制品三部分。2012年公司经重大资产重组实现了集团资产的整体上市，净利润大幅提升，而后受国内经济增速放缓、市场消费疲软、公司产品结构调整、上游成本高企等因素影响，净利润增速大幅放缓。从收入构成来看，16年屠宰收入同比增加29.7%，高温肉制品收入同比下降1.5%，低温肉制品收入同比增加1.8%，屠宰与肉制品分别贡献61%和39%的收入，屠宰收入贡献高于肉制品。从利润构成来看，16年屠宰与肉制品分别贡献20%和80%的毛利，肉制品毛利贡献远高于屠宰。从毛利率水平来看，毛利率最高的是高温肉制品，最低的是生鲜冻品（屠宰），16年三类产品毛利率均下降，因此综合毛利率下降了2.66个百分点，盈利能力明显下降。17年一季度，公司销售净利率与销售毛利率达到5年来的最低点，而销售成本率则达到5年来的最高点。

图 1：2014 年起双汇净利润增速大幅放缓



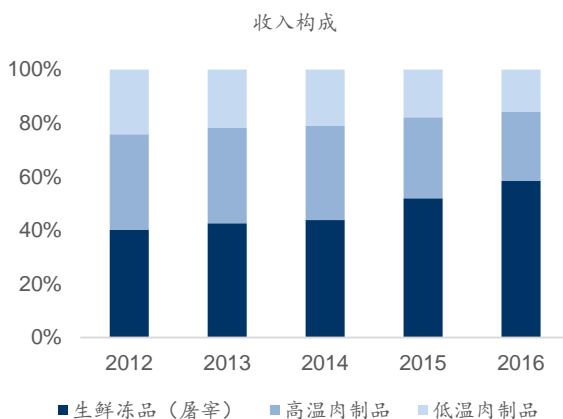
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：16 年屠宰收入大幅增加，肉制品收入小幅下降



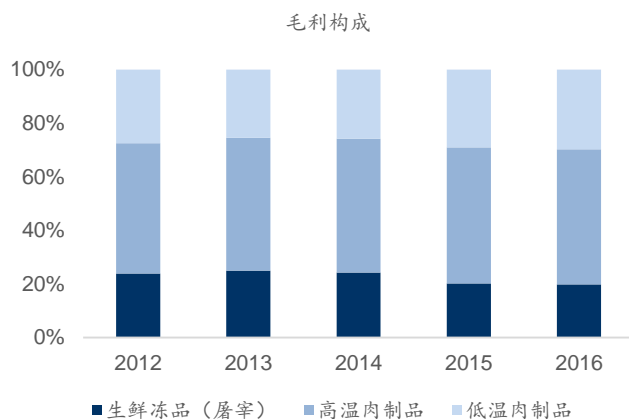
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：屠宰收入贡献高于肉制品



资料来源：公司公告，申万宏源研究

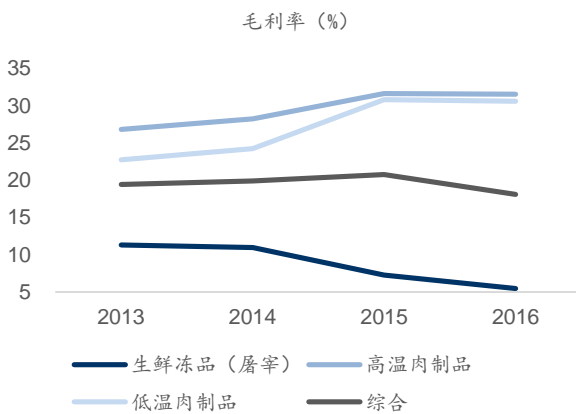
图 4：肉制品利润贡献远高于屠宰



资料来源：公司公告，申万宏源研究

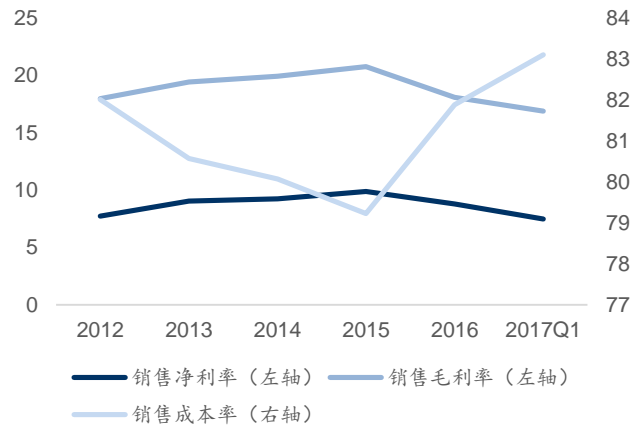


图 5：16 年毛利率下降 2.66 个百分点



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：17Q1 净利率与毛利率大幅下降，成本率大幅上升



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.量价利三维度拆解：猪价是影响双汇盈利能力的 重要因素

我们从量、价、利三维度来拆解影响公司盈利能力的变量，从而构建寻找双汇盈利拐点的逻辑框架。

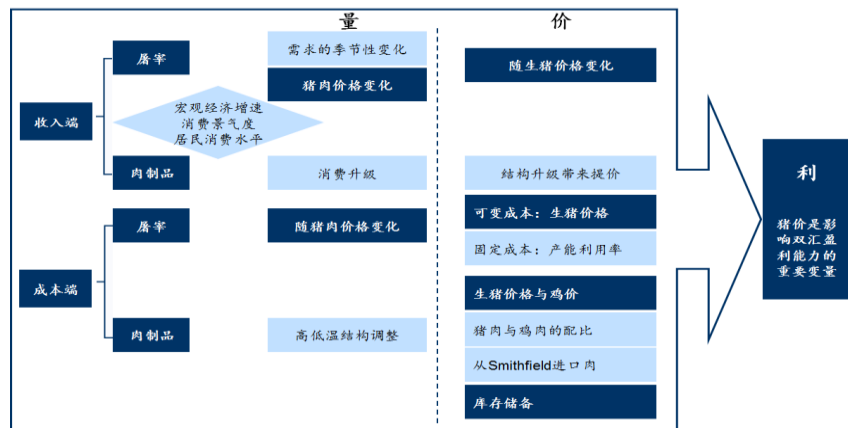
**收入端：销量方面**，屠宰与肉制品的消费需求均受宏观经济增速、消费景气度与居民消费水平影响。屠宰的需求变化存在季节性（例如春节前后是旺季，夏天一般是淡季），此外还会受到猪肉价格变化的影响（猪肉价格的下跌往往会刺激需求）；肉制品的需求变化主要在于消费升级（高温向低温升级）。**价格方面**，猪肉价格随生猪价格变化而变，且由于下游价格变化灵活性不如上游，往往存在时滞；肉制品销价刚性较强，产品价格的变化主要受产品结构升级影响。

**成本端：产量方面**，屠宰量的变化主要受猪肉价格影响，由于猪肉价格的下降会刺激下游消费需求，屠宰量则会相应增加；肉制品量的变化主要在于高温与低温结构的调整。**价格方面**（单位成本），影响屠宰单位成本的因素主要有生猪价格（可变成本）与产能利用率（产能利用率由屠宰量和产能决定，产能利用率越高，单位固定成本越低）。肉制品成本主要由上游原料肉构成，对双汇而言，影响其原料肉价格的因素来源于四个方面，其一是国内猪价与鸡价，其二是原料构成中鸡肉与猪肉的配比，其三是从 Smithfield 获得的低价进口肉，其四是公司通过库存储备来平抑成本波动。

根据上文对收入端和利润端的量价分析，整体而言，收入拐点不易确定，但猪价是影响屠宰收入的重要因素。成本端对双汇盈利能力有着至关重要的影响，影响屠宰成本的主要因素是猪价与产能利用率，影响肉制品成本的因素则更为复杂，但猪价依然是重要影响因素。综上，我们认为，猪价是影响双汇盈利能力的重要因素。

最后，我们从收入端和成本端的量价分析落脚到盈利能力分析，着重推导猪价变动下盈利情况的演绎。观测屠宰业务的盈利指标是头均利润，影响因素在于：1、（猪肉价格-生猪价格）价差；2、产能利用率。当生猪价格上涨，一方面，猪肉价格调整落后仍然维持低位，（猪肉价格-生猪价格）价差缩小；另一方面，猪肉价格上涨后需求下降，屠宰量减少，产能利用率下降，单位固定成本增加；因此头均利下降；当生猪价格下降，一方面，猪肉价格调整落后仍然维持高位，（猪肉价格-生猪价格）价差扩大；另一方面，猪肉价格下跌后需求增加，屠宰量增加，产能利用率提升，单位固定成本下降；因此头均利上升。影响双汇肉制品业务盈利能力的因素主要在于成本：1、若猪价与鸡价下降，成本下降有利于盈利增加；2、由于猪价与鸡价存在价差，通过调整鸡肉的猪肉的配比可以弹性调节成本；3、在猪价上行压力高企时增加进口美国低价猪肉，盈利能力也得以改善；4、在猪价或鸡价下降时，公司往往会相应增加库存储备，并且在猪价或鸡价上涨时增加低价库存肉的使用，从而缓解成本压力。

图 7：量价利三维度拆解：猪价是影响双汇盈利能力的重要变量



资料来源：申万宏源研究

图 8：盈利能力分析：猪价变动情况下双汇盈利情况的演绎



资料来源：申万宏源研究

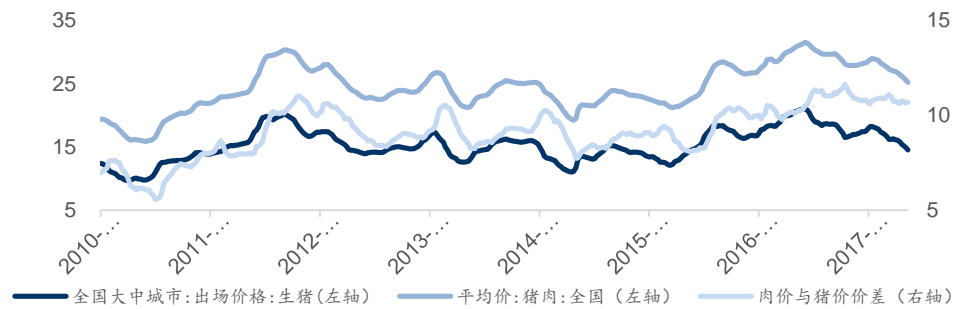


### 3.历史演绎：猪价与盈利能力负向变动，进口肉增加有效提升盈利能力

#### 3.1 屠宰：猪价与屠宰头均利和毛利率负向变动

从生猪价格与猪肉价格的价差看，下游猪肉价格对上游猪价变动十分敏感，二者走势一致，但由于下游对猪肉的消费存在一定刚性，猪肉价格相对于生猪价格的变动存在一定时滞，从而导致生猪价格下跌时猪肉与生猪价差扩大，生猪价格上涨时猪肉与生猪的价差缩小，因此，生猪价格的下跌短期内会促使头均利提升。以 17 年生猪与猪肉价格走势为例，17 年 1 月生猪价格达到高点 18.24 元/千克后逐步下跌，猪肉与生猪的价差从 10.8 元/千克增加到 11.1 元/千克而后逐步回落，从生猪价格拐点到价差拐点大约时隔 2 个月。

图 9：生猪价格下跌时价差扩大，生猪价格上涨时价差缩小

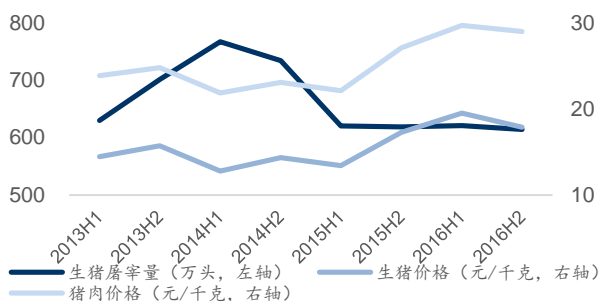


注：本文中猪价均指生猪价格，肉价均指猪肉价格

资料来源：Wind，申万宏源研究

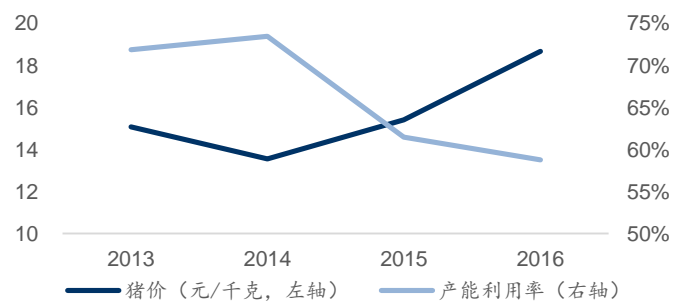
从屠宰量和产能利用率看，二者均与猪价呈反向变动关系。猪价的下行促使肉价下跌，从而刺激对猪肉的消费需求，同时由于猪价下跌头均利提升，屠宰意愿增强，屠宰量则会相应增加，屠宰量的增加使得产能利用率提升，从而降低单位固定成本，进一步提升头均利润。16 年全年猪价上涨 21%，双汇屠宰量减少 4 万头，产能利用率下降 2.7 个百分点。

图 10：屠宰量与生猪价格反向变动



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 11：产能利用率与生猪价格反向变动

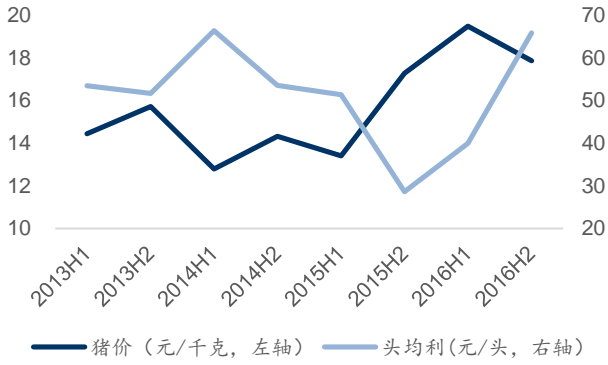


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

综合以上分析，我们得出生猪价格与双汇屠宰业务盈利能力的关系。其一，从\*\*头均利看，猪价与头均利基本呈反向变动，16 年下半年，猪价环比下降 8.3%，头均利大幅上升 65%，由于 16 年下半年猪价下降带来头均利的大幅度提升，导致 16 年全年头均利在猪价上行情

况下提升，但 13-15 年头均利与猪价均呈反向变动。其二，从屠宰业务毛利率看，猪价与屠宰毛利率呈反向变动，取 13H2 至 16H2 七个区间段的弹性均值，猪价上涨 1 个百分点，屠宰毛利率下降 0.11 个百分点。综上，对屠宰业务而言，猪价下跌将提升屠宰盈利能力，猪价上涨将降低屠宰盈利能力。

图 12: 生猪价格与屠宰头均利反向变动



注：头均利=屠宰经营利润/屠宰量

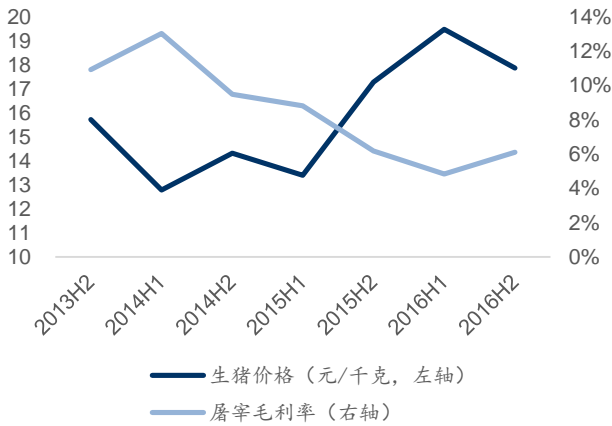
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 13: 生猪价格与头均利反向变动

	生猪价格 (元/千克)	猪肉价格 (元/千克)	价差 (元/千克)	屠宰量 (万头)	产能利用率	头均利 (元/头)
2013	15.09	24.33	9.24	1,331	71.90%	52.55
2014	13.56	22.48	8.92	1,501	73.50%	60.13
2015	15.42	24.69	9.27	1,239	61.50%	40.23
2016	18.69	29.35	10.66	1,235	58.80%	52.68

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 14: 生猪价格与屠宰毛利率反向变动



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 15: 生猪价格与屠宰毛利率变动的敏感性分析

	生猪价格 (元/千克)	屠宰毛利率 (%)	生猪价格变动 (环比)	屠宰毛利率变动 (环比)	弹性
2013H2	15.72	10.92%	8.81%	-1.01%	(0.11)
2014H1	12.79	13.04%	-18.65%	2.11%	(0.11)
2014H2	14.33	9.49%	12.00%	-3.54%	(0.30)
2015H1	13.40	8.81%	-6.43%	-0.68%	0.11
2015H2	17.29	6.18%	28.98%	-2.63%	(0.09)
2016H1	19.49	4.83%	12.73%	-1.35%	(0.11)
2016H2	17.88	6.11%	-8.26%	1.28%	(0.15)

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

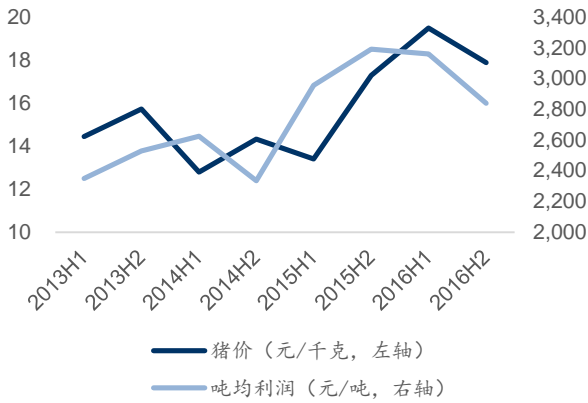
### 3.2 肉制品：猪价、鸡价与肉制品盈利能力负向变动，进口成本优势充分凸显

根据可比公司披露的肉制品原料构成情况，原料肉占肉制品成本比重大约 70%，双汇肉制品所用来源于国内猪肉、国内鸡肉、进口猪肉三个部分，由于猪肉与鸡肉的配比可弹性调节，并且具体配比数据无法得知，我们首先讨论纯猪肉/纯鸡肉成本情况下猪价/鸡价对肉制品毛利率的影响。

猪价与肉制品毛利率大致呈反向变动。

从国内猪价与肉制品吨均利润的走势来看，二者并没有明显的反向关系，其中有产品结构调整升级、公司大量进口低价猪肉、库存储备调节等因素的影响。从生猪价格与肉制品毛利率的关系来看，整体上二者呈负向变动关系，取 13H2 至 16H2 七个区间的弹性均值，生猪价格上涨 1 个百分点，肉制品毛利率下降 0.08 个百分点。

图 16：生猪价格与肉制品吨均利变动情况



注：吨均利=肉制品经营利润/肉制品销量

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 17：生猪价格与肉制品毛利率变动的敏感性分析

	生猪价格 (元/千克)	肉制品毛利率	生猪价格变动 (环比)	肉制品毛利率变动 (环比)	弹性
2013H2	15.72	25.26%	8.81%	-0.11%	(0.01)
2014H1	12.79	27.84%	-18.65%	2.58%	(0.14)
2014H2	14.33	25.71%	12.00%	-2.13%	(0.18)
2015H1	13.40	29.43%	-6.43%	3.72%	(0.58)
2015H2	17.29	33.23%	28.98%	3.80%	0.13
2016H1	19.49	32.40%	12.73%	-0.83%	(0.07)
2016H2	17.88	30.10%	-8.26%	-2.30%	0.28

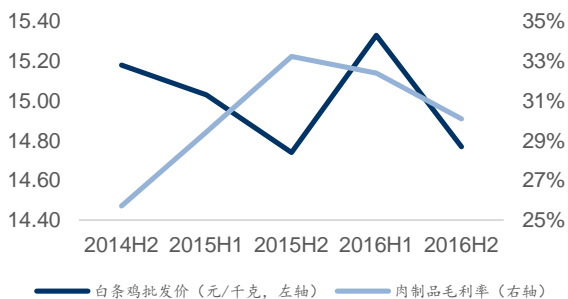
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

**鸡价与肉制品毛利率反向变动，且毛利率弹性高于猪价。**

公司原料肉中除了猪肉，鸡肉也占相当比例，目前我国生猪价格与白条鸡批发价价差虽有缩小但仍为正，若肉制品原料肉中鸡肉配比增加，将有助于肉制品毛利率的提升。从鸡价与肉制品毛利率的关系来看，二者大致呈反向变动关系，取 14H2 至 16H2 五个区间的弹性均值，鸡价上涨 1 个百分点，肉制品毛利率下降 1.13 个百分点。

从弹性来看，对双汇而言，鸡价变动的毛利率弹性远高于猪价变动的毛利率弹性，但由于双汇可以通过以下三种方式化解鸡价上涨对盈利能力的压力：1、库存储备；2、调整鸡肉与猪肉的配比；3、自建养鸡项目提高自营比例（2017 年公司 5000 万只肉鸡养殖项目实现全面投产）；因此，总体上鸡价上涨对公司影响有限。

图 18：鸡价与肉制品毛利率大致呈反向变动



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 19：鸡价与肉制品毛利率变动的敏感性分析

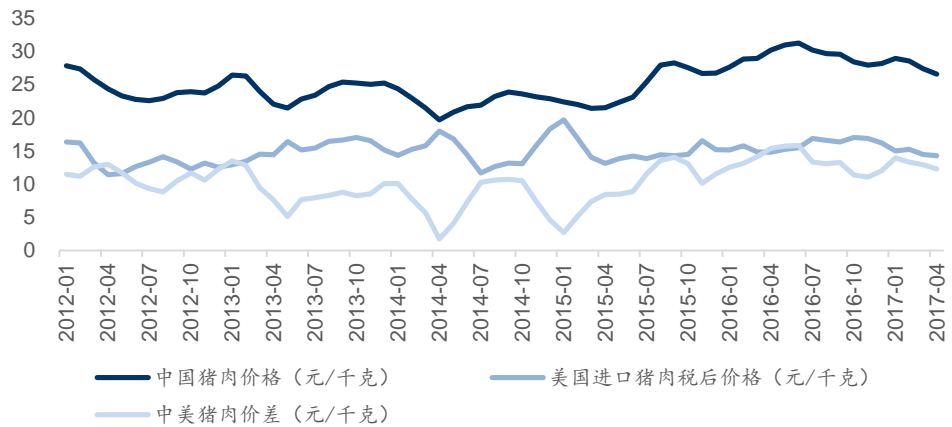
	鸡价 (元/千克)	肉制品毛利率	鸡价变动 (环比)	毛利率变动 (环比)	弹性
2014H2	15.18	25.71%	6.15%	-2.13%	(0.35)
2015H1	15.03	29.43%	-0.99%	3.72%	(3.76)
2015H2	14.74	33.23%	-1.93%	3.80%	(1.97)
2016H1	15.33	32.40%	4.00%	-0.83%	(0.21)
2016H2	14.77	30.10%	-3.65%	-2.30%	0.63

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

**进口肉大幅增加充分发挥协同效应，有效降低成本提升毛利率。**

2013 年双汇母公司万洲国际收购了美国猪肉生产行业龙头，也是世界最大的猪肉出口企业 Smithfield (SFD)，其生猪养殖成本在国际上极具竞争力。收购后，万洲国际中美业务协同效应的发挥主要体现在：1、从美国向中国出口安全、优质、成本具有竞争力的生鲜猪肉，有效降低成本；2、在中国推出符合中国消费者口味的美式高端肉制品。从中美两国猪肉价差来看，由于美国生猪养殖集约化程度高，美国猪价长期低于中国猪价，14 年年底起，随着国内猪价的上涨，中美猪肉价差大幅扩大，目前，美国进口猪肉税后价格大约仅中国猪肉价格一半。

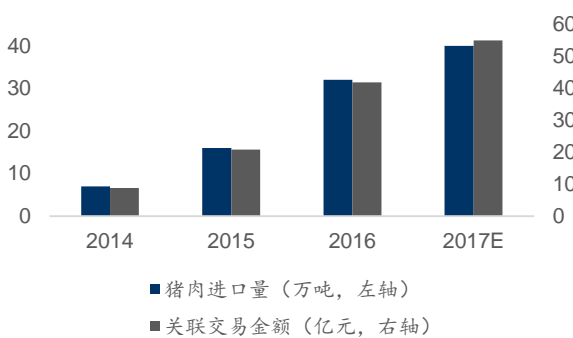
图 20：美国进口猪肉税后价格大约仅中国猪肉价格一半



资料来源：Wind，申万宏源研究

万洲国际收购 SFD 以来，双汇通过罗特克斯或 SFD 从境外采购分割肉、分体肉、骨类及副产品，进口猪肉量和关联交易金额均大幅提升。17 年计划进口猪肉 40 万吨，关联交易金额 55 亿。公司计划 17 年进口肉 40 万吨，十三五（到 2020 年）进口肉 100 万吨，随着公司进口肉的逐年增加，全球成本优势将充分凸显，从而有效提升盈利能力。

图 21：进口猪肉量与关联交易金额大幅增长



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 22：进口猪肉有效降低成本，提升毛利率

	猪肉进口量 (万吨)	关联交易金额 (亿元)	节约成本 (亿元)	占总成本的比	提高综合毛利率
2014	7	8.86	2.1	0.56%	0.45%
2015	16	20.8	5.6	1.58%	1.25%
2016	32	41.91	15.6	3.67%	3.01%
2017E	40	55	17.0	-	-

注：根据公司披露信息，假设进口肉 30% 用于肉制品生产

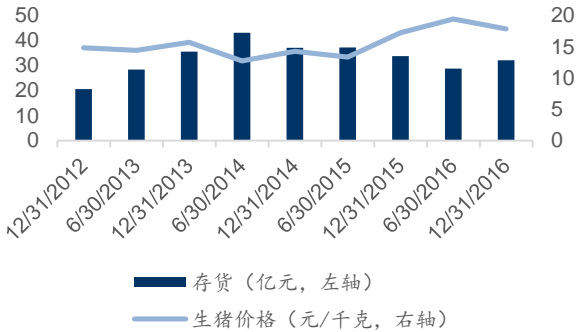
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

**库存储备：价格下跌时储备增加，上涨时储备减少，有效平抑成本波动。**

公司根据猪价和鸡价走势调节库存储备量，在猪价/鸡价下跌时增加库存肉储备，猪价/鸡价上涨时减少库存储备肉。16 年下半年，生猪价格环比下降 8.26%，鸡价环比下降 3.65%，存货账面价值环比增加 11.73%，截止到 16 年年底，双汇存货账面价值 32.2 亿元。整体上，生猪价格与存货大致呈反向变动。一方面，公司通过做库存储备可以平抑成本波动，

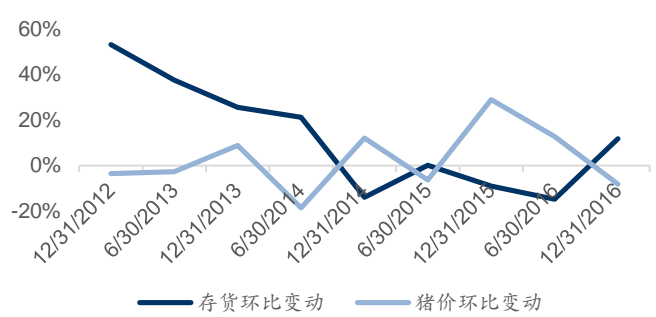
在猪价/鸡价上涨时增加使用低价储备肉，从而缓解成本压力；另一方面，储备肉的使用也使毛利率变动对猪价/鸡价变动有一定的滞后。

图 23：生猪价格与存货大致呈反向变动



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 24：生猪价格与存货大致呈反向变动

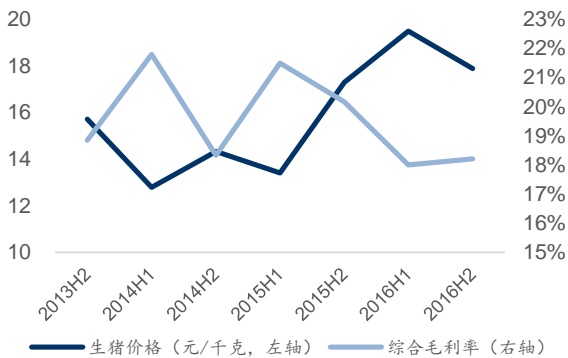


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

### 3.3 综合分析：猪价与综合毛利率负向变动，敏感性有所下降

根据我们在第二部分构建的分析框架，我们认为，生猪价格是影响双汇盈利能力的重要变量，整体来看，13H2 至今，生猪价格与综合毛利率完全呈负向变动，生猪价格的下跌将有效提升公司盈利能力。从弹性来看，取弹性均值，生猪价格上涨 1 个百分点，综合毛利率下降 0.19 个百分点。15H2 起弹性有下降趋势，由于低价进口猪肉的增加、产品结构的调整升级、鸡肉与猪肉配比的调整、库存储备调节等因素都能有效平抑成本波动，因此，公司综合毛利率对猪价的敏感性有所降低。

图 25：生猪价格与综合毛利率负向变动



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 26：生猪价格与综合毛利率变动的敏感性分析

	生猪价格 (元/千克)	综合毛利率 (%)	生猪价格变动 (环比)	综合毛利率变动 (环比)	弹性
2013H2	15.72	18.85	8.81%	-1.30%	(0.15)
2014H1	12.79	21.80	-18.65%	2.95%	(0.16)
2014H2	14.33	18.33	12.00%	-3.46%	(0.29)
2015H1	13.40	21.50	-6.43%	3.16%	(0.49)
2015H2	17.29	20.16	28.98%	-1.34%	(0.05)
2016H1	19.49	18.00	12.73%	-2.17%	(0.17)
2016H2	17.88	18.21	-8.26%	0.21%	(0.03)

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

## 4. 猪价下行，盈利能力有望逐步改善

### 4.1 猪价走势：预计 17 年下半年维持下跌趋势

根据申万农业构建的中国生猪价格分析框架，影响生猪价格波动的核心因素是供给波动，生猪价格与供应量呈现“蛛网模型”特征：供给不足→猪价上涨→养殖规模扩大→供

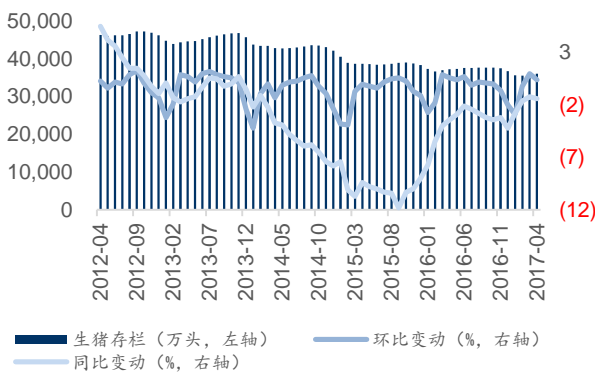


给过剩→猪价下跌→养殖规模缩减→供给不足，造成猪价明显的周期性波动。根据现有可得数据，跟踪养殖业的变化主要通过能繁母猪存栏量、生猪存栏量、猪粮比指标判断猪价走势。

生猪存栏是当前生猪供给的重要判断依据，能繁母猪存栏则是未来生猪供给的重要指标。根据农业部数据，2017年4月全国400个检测县生猪存栏36097万头，环比增长0.4%，同比下降1.4%，能繁母猪存栏3633万头，环比持平，同比下降2.1%。**生猪存栏连续两个月环比增加，能繁母猪存栏量连续两个月止跌企稳，将推动猪价进入趋势性下跌通道。**

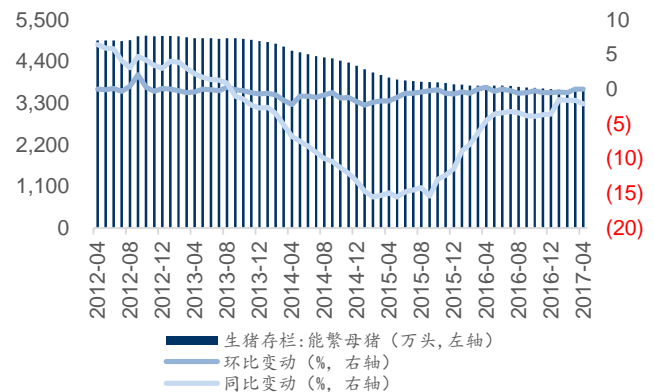
今年2月以来，生猪价格持续下跌，5月17日，仔猪价格39.67元/千克，同比下跌24.7%，环比下跌2.77%；生猪价格14.53元/千克，同比下跌30.91%，环比下跌2.55%；**全国生猪价格并未出现明显的止跌态势，并且跌幅还在扩大。**前期玉米价格上涨后，目前生猪养殖利润持续下滑，在猪价持续下跌的情况下，市场悲观情绪升温，部分养殖户抛售，出栏增加，但猪肉需求仍然较为疲软，将推动猪价的进一步下跌。**由于生猪养殖周期较长，预计今年下半年猪价都将维持下跌趋势。**

图 27：生猪存栏量连续两个月环比增加



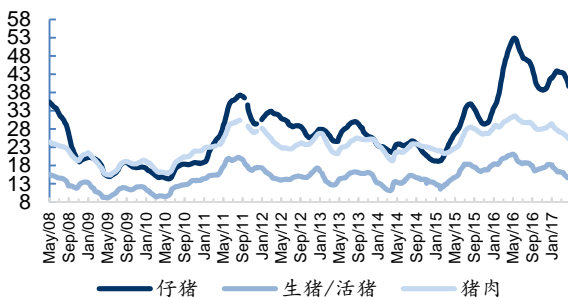
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：能繁母猪存栏量连续两个月止跌企稳



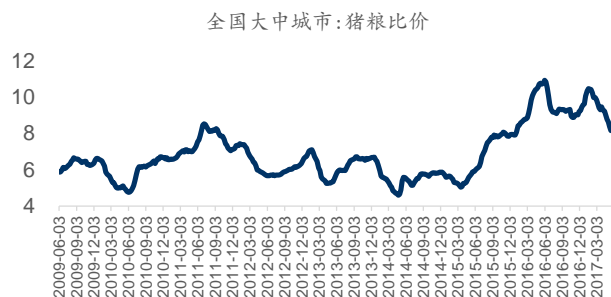
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：17年2月以来生猪价格持续下跌，跌幅扩大



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：17年1月以来猪粮比持续下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究



## 4.2 盈利分析：屠宰与肉制品业务毛利率测算

我们在第三部分的分析中，基于历史数据测算出双汇屠宰毛利率、肉制品毛利率以及综合毛利率对猪价、鸡价、进口肉的弹性，作为我们判断公司盈利能力趋势的依据之一。为了测算未来生猪价格与鸡价变动情况下公司毛利率情况，我们对公司屠宰业务和肉制品业务毛利率情况进行一个简单的测算。由于影响屠宰业务的收入端与成本端往往同步变动，且历史弹性值波动较小，我们基于历史弹性值进行毛利率测算。由于影响肉制品毛利率的因素非常复杂，历史弹性波动较大，使用历史弹性值测算毛利率误差较大，因此，我们通过可比公司肉制品成本构成，结合双汇 2016 年财务数据，对肉制品毛利率进行测算。

截止到 17 年 5 月，猪价、鸡价相比 16 年均价分别下降 17%、8.6%，根据毛利率测算结果，在生猪价格下行、鸡价下行的情况下，叠加低价进口肉增加、17 年或将消耗部分高价库存肉等因素的影响，双汇盈利能力有望逐步改善。

表 1：双汇屠宰业务毛利率测算

弹性假设	猪价假设	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-0.13		8.08%	7.43%	6.78%	6.13%	5.48%	4.83%	4.18%	3.53%	2.88%
-0.11		7.68%	7.13%	6.58%	6.03%	5.48%	4.93%	4.38%	3.83%	3.28%
-0.09		7.28%	6.83%	6.38%	5.93%	5.48%	5.03%	4.58%	4.13%	3.68%

注：基于历史弹性值测算，弹性均值为-0.11

资料来源：申万宏源研究

表 2：双汇肉制品业务毛利率测算

猪肉价格	鸡肉价格	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
-15%		38.54%	37.08%	35.61%	34.14%	32.68%	31.21%	29.75%
-10%		37.57%	36.10%	34.63%	33.17%	31.70%	30.24%	28.77%
-5%		36.59%	35.12%	33.66%	32.19%	30.72%	29.26%	27.79%
0%		35.61%	34.14%	32.68%	31.21%	29.75%	28.28%	26.82%
5%		34.63%	33.17%	31.70%	30.24%	28.77%	27.30%	25.84%
10%		33.66%	32.19%	30.72%	29.26%	27.79%	26.33%	24.86%
15%		32.68%	31.21%	29.75%	28.28%	26.82%	25.35%	23.88%

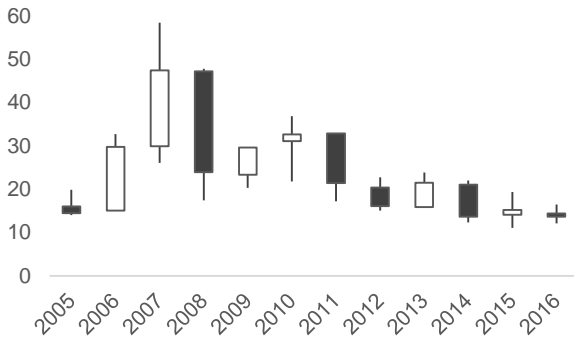
资料来源：申万宏源研究

## 5. 估值位处底部，存在修复空间

目前，公司静态 PE (TTM) 仅 17 倍，动态 PE (未来十二个月预测 PE) 仅 14 倍，横向看，公司是食品饮料板块中估值最低的白马龙头，纵向看，公司估值水平已处于历史低点，存在修复空间。一季度受高价库存及高基数影响利润下滑，二季度之后随着猪价下降，

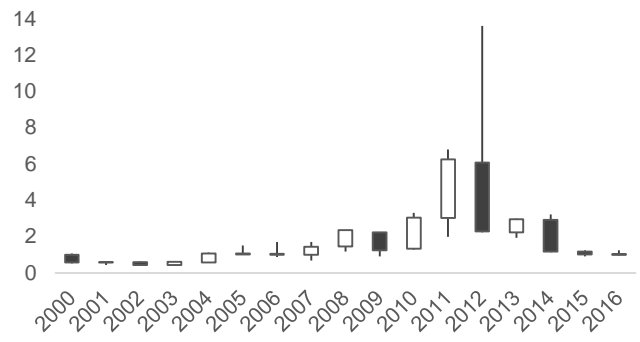
鸡价低位，肉制品销量改善，公司盈利能力望逐季改善，估值水平有望上修，当前时点已具备配置价值。考虑到 17Q1 归母净利润同比下降 18.2%，业绩增速不及预期，并且预计成本下降因素今年下半年开始体现，我们小幅下调盈利预测，预测 17-19 年 EPS 为 1.41 元、1.57 元、1.69 元（前次为 1.49、1.64、1.75 元），同比增长 5.4%、11.8%、7.6%，目前股价对应 PE 分别为 15x、14x、13x，维持增持评级。

图 31：双汇发展历史动态估值走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32：双汇发展相对估值（相对上证综指）走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：食品饮料板块部分重点公司盈利预测与估值

公司简称	股价 (0602)	年初 至今 涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	EPS				增速				估值				
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	TTM	17E	18E	19E	PB
贵州茅台	447.31	33.87	5619	13.31	17.00	21.60	26.61	7.8%	27.7%	27.1%	23.2%	31	26	21	17	7.1
五粮液	47.96	41.98	1821	1.79	2.18	2.69	3.28	9.9%	22.2%	23.2%	22.0%	24	22	18	15	3.9
泸州老窖	47.46	43.82	666	1.37	1.84	2.39	3.02	30.9%	33.7%	30.3%	26.2%	31	26	20	16	5.6
洋河股份	86.23	22.14	1299	3.87	4.33	4.97	5.51	8.6%	12.0%	14.7%	11.0%	21	20	17	16	4.5
伊利股份	19.20	12.76	1167	0.93	1.03	1.15	1.27	22.2%	10.6%	11.7%	10.4%	20	19	17	15	5.5
海天味业	40.15	39.51	1086	1.05	1.29	1.48	1.70	13.3%	22.8%	14.9%	14.7%	36	31	27	24	13.3
汤臣倍健	11.59	-0.63	170	0.36	0.43	0.52	0.60	-15.8%	19.2%	20.7%	14.0%	29	27	22	19	4.0
重庆啤酒	22.00	19.24	106	0.37	0.83	0.98	1.13	-	122.7%	17.6%	15.0%	52	27	22	19	8.3
安琪酵母	22.59	28.39	186	0.65	0.98	1.13	1.29	91.0%	51.0%	15.0%	14.9%	29	23	20	18	5.8
双汇发展	21.44	8.44	707	1.34	1.41	1.57	1.69	3.5%	5.6%	11.3%	7.6%	17	15	14	13	6.4

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	44,697	51,845	52,655	55,324	58,923
生鲜冻肉	24,444	31,710	31,742	32,701	34,022
高温肉制品	14,253	14,044	14,325	15,488	16,894
低温肉制品	8,386	8,533	9,053	9,601	10,473
其他	-2,386	-2,465	-2,465	-2,465	-2,465
营业总成本	39,443	46,387	46,928	48,825	51,880
营业成本	35,413	42,440	42,938	44,708	47,530
生鲜冻肉	22,655	29,973	29,673	30,267	31,490
高温肉制品	9,756	9,609	9,321	10,078	11,102
低温肉制品	5,782	5,921	5,916	6,336	6,911
其他	1,394	1,601	-1,972	-1,972	-1,972
营业税金及附加	190	312	317	333	355
销售费用	2,299	2,272	2,307	2,424	2,582
管理费用	1,435	1,207	1,225	1,288	1,371
财务费用	-4	-18	100	62	32
资产减值损失	109	173	40	10	10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	156	98	160	127	110
营业利润	5,410	5,556	5,887	6,626	7,153
营业外收支	265	306	278	283	289
利润总额	5,675	5,862	6,165	6,909	7,442
所得税	1,259	1,300	1,355	1,530	1,654
净利润	4,416	4,562	4,811	5,380	5,789
少数股东损益	161	156	165	184	199
归属于母公司所有者的净利润	4,256	4,405	4,646	5,195	5,590

资料来源：申万宏源研究

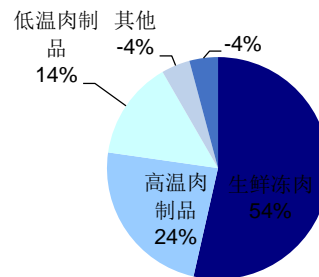
### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,916	7,041	8,366	10,049	11,690
现金及等价物	2,427	3,304	4,531	6,073	7,489
应收款项	296	266	268	273	280
存货净额	3,385	3,220	3,315	3,452	3,670
其他流动资产	2,809	251	251	251	251
长期投资	162	211	211	211	211
固定资产	12,551	12,180	11,404	10,627	9,851
无形资产及其他资产	1,256	1,178	1,178	1,178	1,178
资产总计	22,884	21,352	21,803	22,700	23,554
流动负债	5,119	6,176	6,222	6,385	6,646
短期借款	600	1,055	1,055	1,055	1,055
应付款项	3,912	4,036	4,082	4,246	4,506
其它流动负债	10	8	8	8	8
非流动负债	79	107	107	107	107
负债合计	5,198	6,283	6,329	6,492	6,753
股本	3,301	3,300	3,300	3,300	3,300
资本公积	1,730	1,831	1,831	1,831	1,831
盈余公积	1,832	1,832	1,832	1,832	1,832
未分配利润	9,929	7,240	7,481	8,030	8,425
少数股东权益	894	866	1,031	1,215	1,414
股东权益	17,687	15,069	15,475	16,208	16,802
负债和股东权益合计	22,884	21,352	21,803	22,700	23,554

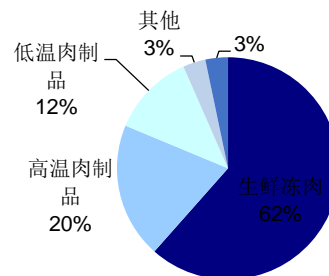
### 关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
生鲜冻肉	0.30	-	0.03	0.04
yoy%				
高温肉制品	-0.01	0.02	0.08	0.09
yoy%				
低温肉制品	0.02	0.06	0.06	0.09
yoy%				
其他 yoy%	0.03	-	-	-

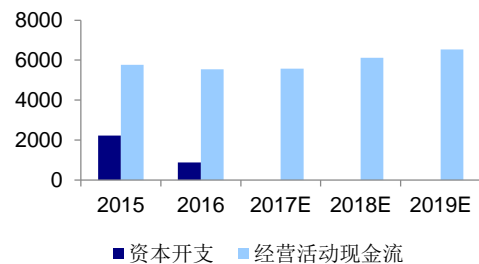
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



资料来源：申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,416	4,562	4,811	5,380	5,789
加：折旧摊销减值	989	1,119	816	786	786
财务费用	28	12	100	62	32
非经营损失	-179	-68	-160	-127	-110
营运资本变动	334	-202	6	22	36
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	5,766	5,546	5,573	6,122	6,532
资本开支	2,233	881	0	0	0
其它投资现金流	-1,056	2,645	160	127	110
投资活动现金流	-3,289	1,764	160	127	110
吸收投资	30	205	0	0	0
负债净变化	271	426	0	0	0
支付股利、利息	3,290	7,351	4,505	4,708	5,227
其它融资现金流	19	-22	0	0	0
融资活动现金流	-2,970	-6,741	-4,505	-4,708	-5,227
净现金流	-483	581	1,228	1,542	1,415

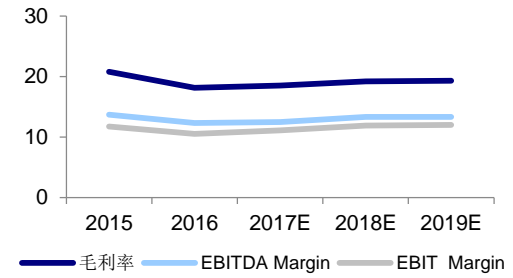
资料来源：申万宏源研究

### 重要财务指标

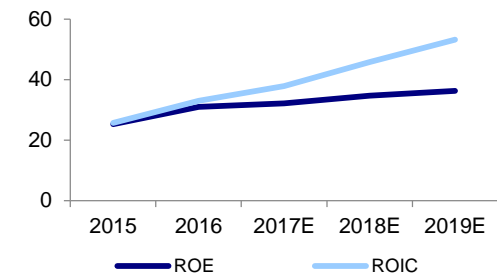
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	1.29	1.34	1.41	1.57	1.69
每股经营现金流	1.75	1.68	1.69	1.86	1.98
每股红利	-	-	1.34	1.41	1.57
每股净资产	5.09	4.30	4.38	4.54	4.66
关键运营指标(%)					
ROIC	25.7	33.1	37.9	45.8	53.2
ROE	25.3	31.0	32.2	34.7	36.3
毛利率	20.8	18.1	18.5	19.2	19.3
EBITDA Margin	13.7	12.3	12.5	13.3	13.3
EBIT Margin	11.8	10.5	11.1	11.9	12.0
收入同比增长	-2.2	16.0	1.6	5.1	6.5
净利润同比增长	5.3	3.6	5.4	11.8	7.6
资产负债率	22.7	29.4	29.0	28.6	28.7
净资产周转率	2.66	3.65	3.65	3.69	3.83
总资产周转率	1.95	2.43	2.42	2.44	2.50
有效税率	22.8	22.6	22.6	22.6	22.6
股息率	-	-	6.2	6.6	7.3
估值指标(倍)					
P/E	16.6	16.1	15.2	13.6	12.7
P/B	4.2	5.0	4.9	4.7	4.6
EV/Sale	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.4	10.9	10.3	9.1	8.4

资料来源：申万宏源研究

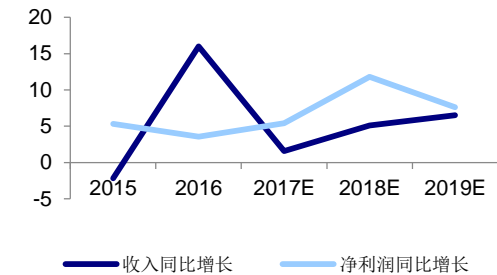
### 经营利润率(%)



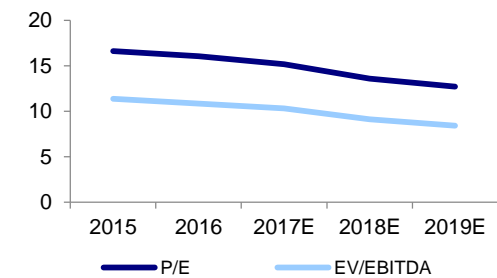
### 投资回报率趋势(%)



### 收入与利润增长趋势(%)



### 相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。