

强烈推荐-A (维持)

双汇发展 000895.SZ

目标估值: 27.50-27.50 元

当前股价: 22.89 元

2017 年 06 月 25 日

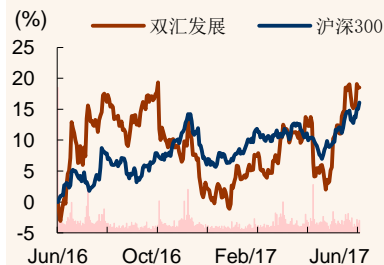
进入业绩逐步改善窗口期

基础数据

上证综指	3158
总股本 (万股)	329956
已上市流通股 (万股)	329902
总市值 (亿元)	755
流通市值 (亿元)	755
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	27.9
资产负债率	30.0%
主要股东	河南省漯河市双汇实
主要股东持股比例	59.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	16	17
相对表现	6	7	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报: 风格真的切换了?》2017-6-19
- 2、《2017 年中期投资策略: 掘金消费升级, 紧盯业绩成长》2017-6-6

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

研究助理

李晓峥

lixiaozheng@cmschina.com.cn

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn

我们近期公司调研, 猪周期下行阶段对公司屠宰和肉制品业务均形成利好, 公司进入业绩触底回升期, 业绩环比将不断好转。成本端利好也给公司肉制品转型带来契机, 有望给公司打开更大成长空间。公司高分红政策预计将延续, 当前股价安全边际充足。上下游业务分部估值, 公司目标总市值 906 亿元, 对应每股 27.5 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **屠宰业务: 猪价下跌屠宰放量, 收入受肉价下跌对冲, 较大价差利好业绩。** 17Q2 猪价快速下降, 公司屠宰产能已经开始放量, 预计屠宰量全年实现两位数增长, 但屠宰增量基本被猪肉价格下跌对冲, 中性预期下屠宰业务收入同比持平。利润端方面, 猪肉价格下降幅度小于生猪价格下降幅度, 且公司在 Q2 价差较大时加大屠宰产能, 对屠宰业务业绩形成利好。但需关注的是, 公司营业利润仅约 10% 来自于屠宰业务, 整体业绩增速取决于肉制品业务。
- **肉制品业务: 转型期收入缓增, 业绩 17-18 年持续受益成本下行。** 双汇肉制品业务收入规模已经较大, 结合当前行业连续下滑后现状, 产品结构转型期下收入端增幅预计小个位数。但业绩端将明显受益猪价周期性下跌带来的成本下降, 17Q2 猪价大幅下跌, 预计全年同比跌幅 20% 左右, 此外鸡价未明显回升及国际采购成本优势明显, 均将促进成本进一步节约, 17 年全年业绩在弥补 Q1 两位数的下滑后, 预计仍可个位数增长。18 年猪周期或将进入筑底阶段, 由于 17Q1 猪价仍处于高位, 来年仍有明显同比下降空间, 中性预期下 18 全年猪价仍有 10% 的降幅, 成本端利好仍将延续, 利好业绩不断改善。
- **公司发展长逻辑: 肉制品转型乃真章, 把握猪价周期下行带来的转型机遇。** 猪价下行带来的业绩利好仅是周期性的, 公司成长空间上限由肉制品转型带来的新动能决定。由于公司约 90% 业绩由肉制品贡献, 肉制品业务的增长带来的业绩增厚效应更明显。公司转型战略已具备很好国际视野, 我们认为仍需重点突出以下几点, 首先, 公司开创了肉品休闲化 1.0 时代, 作为行业导师, 更需要在当前消费趋势下重焕休闲化创新动力; 其次, 公司可沿动物蛋白方向对产品品类进行延伸; 同时, 营销端更贴近新兴消费主力, 增强双汇品牌活力。肉制品业务若能顺利转型, 将助推公司二次升级, 业务结构上消费属性更强, 成长更稳定, 也将获得在资本市场对消费品公司较高估值。
- **公司股价安全边际足, 业绩逐步改善, 一年目标价 27.5 元, 维持“强烈推荐-A”评级。** 在猪周期下行阶段, 公司进入业绩触底回升期, 业绩环比不断好转, 18 年猪价仍有下行空间, 业绩改善延续。成本端利好也给公司肉制品转型带来契机, 若肉制品业务增长给公司业绩带来更大成长空间, 估值则有望看高。公司高分红政策预计也将延续, 高股息率下当前股价安全边际充足。预计 17-18 年归母净利润为 46.9 和 51.7 亿元, 增长 6% 和 10%。公司业绩约 90% 来自于肉制品业务, 17 年业绩对应约 42.2 亿元, 肉制品业务可给予 20 倍左右 PE, 目标 850 亿元市值; 剩余 10% 业绩 4.7 亿元由屠宰等上游业务贡献, 该部分给予 12 倍 PE, 对应市值 56 亿元, 公司目标总市值 906 亿元, 每股对应 27.5 元。17-18 年 EPS 为 1.42、1.57 元, 目标股价对应 17 年 19.3 倍 PE, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 生猪价格高于预期, 肉制品转型不及预期。**

## 正文目录

一、屠宰业务：猪价下行有望量利双升.....	4
1、猪价加速下跌，屠宰产能已经加大释放.....	4
2、猪价下行利好屠宰业务业绩.....	5
二、肉制品业务：转型期收入缓增，业绩受益成本下行.....	8
1、成本分析：猪价 17 年大幅下降已确立，18 年仍有下降空间.....	8
2、肉制品转型期：收入预计增幅较缓，成本下降促业绩增长.....	11
三、公司发展长逻辑：期待肉制品转型带来新动能.....	13
四、估值讨论.....	15

## 图表目录

图 1：生猪当年均价与双汇屠宰量走势.....	4
图 2：13 年以来生猪当期均价与双汇屠宰量走势.....	4
图 3：生猪、猪肉及历史价差平均价.....	6
图 4：双汇头均毛利与生猪价格总体呈相反走势.....	7
图 5：双汇头均经营利润与生猪价格呈相反走势.....	7
图 6：双汇收入构成：屠宰业务贡献过半.....	7
图 7：双汇经营利润构成：肉制品贡献 90%.....	7
图 8：进口猪肉价格较国内生猪价格更低.....	8
图 9：双汇自罗特克斯进口额每年大幅增长.....	8
图 10：能繁母猪存栏走势.....	9
图 11：生猪存栏走势.....	9
图 12：全价猪饲料产量走势.....	9
图 13：肉鸡价格走势.....	11
图 14：国内加工肉制品市场规模呈下滑后企稳.....	11
图 15：公司肉制品收入规模及结构（亿元）.....	11
图 16：双汇全国产能分布.....	12
图 17：双汇玉米热狗肠等产品开创肉制品 1.0 时代.....	14
图 18：双汇收入在 00 年代保持高增速.....	14
图 19：中国猪肉消费量占肉类消费比.....	14
图 20：双汇推出的牛肉产品.....	14

图 21: 双汇发展历史 PE Band.....	16
图 22: 双汇发展历史 PB Band.....	16
表 1: 双汇发展 17 年 Q2-4 屠宰头数增长情况讨论 (万头) .....	4
表 2: 双汇发展 17Q2-Q4 屠宰业务收入情况讨论 .....	5
表 3: 猪周期下降阶段生猪和猪肉价格跌幅 .....	6
表 4: 生猪价格中期走势及降幅推演 (单位: 元/kg) .....	10
表 5: 07 年以来各季度及年度生猪均价 .....	10
表 6: 公司营业利润主要由肉制品业务贡献 (单位: 百万元) .....	13
附: 财务预测表 .....	17

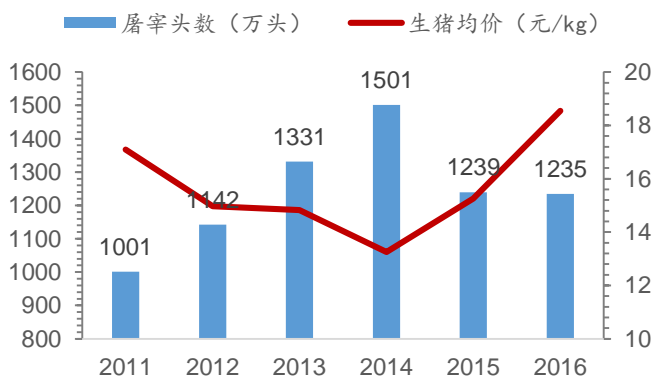
## 一、屠宰业务：猪价下行有望量利双升

### 1、猪价加速下跌，屠宰产能已经加大释放

公司屠宰量与猪价呈反向相关，猪价低位利好屠宰放量。猪价下跌对猪肉消费形成一定拉动，同时由于猪肉价格相对生猪价格弹性更小，猪价下跌阶段对屠宰商利润形成一定利好。自公司 12 年重大资产重组以后，在猪周期下跌过程中，公司屠宰产能均大幅放大，14 年为上一猪周期低位，双汇的屠宰头数达到历史最高值 1501 万头，其中 14H1 猪价底部位置时，半年屠宰高达 767 万头。而在猪周期的猪价上涨阶段，双汇的屠宰量均有所下降。总体而言，公司屠宰量与猪价反向变动。

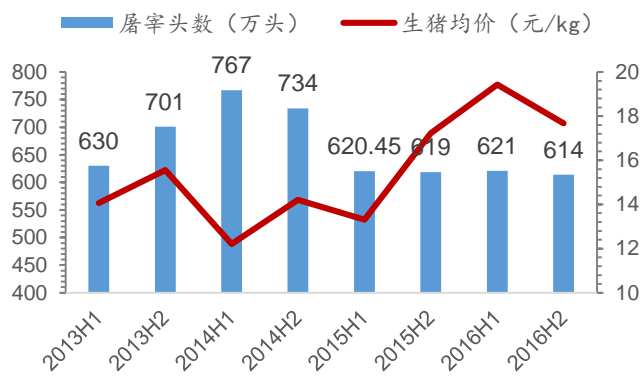
**17Q2 猪价快速下降，公司屠宰产能已经开始放量。**17Q1 公司屠宰量仅为 290 万头，同比下降 16.7%，一方面原因在于春节提前，屠宰产能开工天数减少；更重要在于，公司判断 Q1 时时猪价仍有降幅空间，所以还未放量。根据草根调研，公司在 Q1 猪价 17-18 元时并未放大屠宰量，在养殖户 16 年不愿卖猪，大猪越来越多的情况下，养殖户今年大概率降价卖猪，所以直到 Q2 猪价加速下跌至 16 元甚至以下时，公司屠宰产能才开始放量。

图 1：生猪当年均价与双汇屠宰量走势



资料来源：公司公告、wind、招商证券（注：此处 11 年数据采用 12 年重大资产重组后同口径可比数据。11 年年报披露股份公司屠宰量数据应为 248 万头，同比 10 年猪价低位时下降 29.7%）

图 2：13 年以来生猪当期均价与双汇屠宰量走势



资料来源：公司公告、wind、招商证券（注：由于 2012 年半年报仅披露重大资产重组前数据，故此处仅取 13 年后半年数据分析）

**17Q2-Q4 屠宰量同比有望增长 20%以上。**公司 17 年屠宰量（生鲜冻品销量）目标实现两位数增长，参照上一轮猪周期下跌年份（11 年 9 月-14 年 4 月），公司 12、13 年屠宰头数分别同比增长 14.1%和 16.5%。以公司全年屠宰头数 10%-15%测算，考虑公司 Q1 屠宰量同比下降 16.7%的情况下，若要实现测算目标，公司 17Q2-Q4 屠宰量同比增长区间应在 20%-27%。同时考虑今年头均出肉量有望提升，从屠宰业务销量角度而言，17Q2-14 屠宰销量增幅则应会比屠宰头数增幅更高。所以综合考虑，17Q2-Q4 屠宰量同比上升可达 20%以上。

表 1：双汇发展 17 年 Q2-4 屠宰头数增长情况讨论（万头）

2016Q1	2017Q1	2016Q2-4	2016
348	290	887	1235

Case1: 假设全年屠宰头数提升 10%		
2017E	2017Q2-4E	Q2-4 同比增长
1359	1069	20.5%
Case2: 假设全年屠宰头数提升 15%		
2017E	2017Q2-4E	Q2-4 同比增长
1420	1130	27.4%

资料来源：公司公告、招商证券

肉价下跌对冲屠宰增量，中性预期下，公司屠宰业务收入 17 全年同比持平。16Q1 平均猪肉价格为 26.5 元，17Q1 为 25.3 元，在猪肉价格同比变化幅度不大的情况下，17Q1 屠宰量虽两位数下跌，但考虑大猪增多，单位出肉量增加明显，所以 Q1 屠宰业务收入保持 0.8% 的同比增长。展望屠宰业务后第三季度的收入同比变动，猪肉价格方面，16 年同期猪肉平均价格为 27.5 元，17Q2 至今的猪肉均价为 23.0 元，预计今年猪价 Q3 旺季会有所反弹，之后继续下降，若反弹幅度大且后续下跌幅度小，17Q2-Q4 均价料与单 Q2 相近，在 23 元左右，则猪肉均价同比下降 16% 左右；但若猪价反弹幅度较小且后续下跌幅度较大，17Q2-Q4 猪肉均价则更低，同比跌幅更大（若 Q2-Q4 平均猪价 22 元，同比下跌 20%；若为 21 元，同比下跌 24%）。根据屠宰头数按全年 10%-15% 测算，Q2-Q4 屠宰头增量大部分被猪肉价格下跌对冲，若猪肉价格下跌过多，屠宰业务收入有可能小幅下降。但公司也可通过提高屠宰产能利用率加大放量，保持屠宰业务收入端的增长。结合 Q1 屠宰情况，中性预期下，预计屠宰业务收入全年持平。

表 2: 双汇发展 17Q2-Q4 屠宰业务收入情况讨论

		Q2-Q4 猪肉均价		
		-24%	-20%	-16%
		(均价 21 元情况)	(均价 22 元情况)	(均价 23 元情况)
Q2-Q4 屠宰量同比涨幅	20.5%	-8.4%	-3.6%	1.2%
	27.4%	-3.2%	1.9%	7.0%

资料来源：招商证券（注：本表假设屠宰销量增幅等于屠宰头数增幅，但考虑今年头均出肉量有望提升，销量增长有望比屠宰数增长更高。）

## 2、猪价下行利好屠宰业务业绩

**猪周期下降阶段：猪肉下跌幅度小于生猪下跌幅度。**参照猪周期历史，在猪周期下降阶段，下游消费端鲜冻肉价格波动幅度均小于上游的生猪价格波动浮动，在前两个猪周期下降阶段的各年份，猪肉价格的年内波动幅度均小于生猪价格波动幅度（以最高和最低价变动幅度衡量）；就双汇而言，双汇自有冷鲜肉店对价格掌控力更强，肉价的跌幅也应小于猪价的跌幅。所以，在今年生猪价格大幅快速下跌时，由于猪肉-生猪价差的维持，公司屠宰业务业绩将受正面拉动。

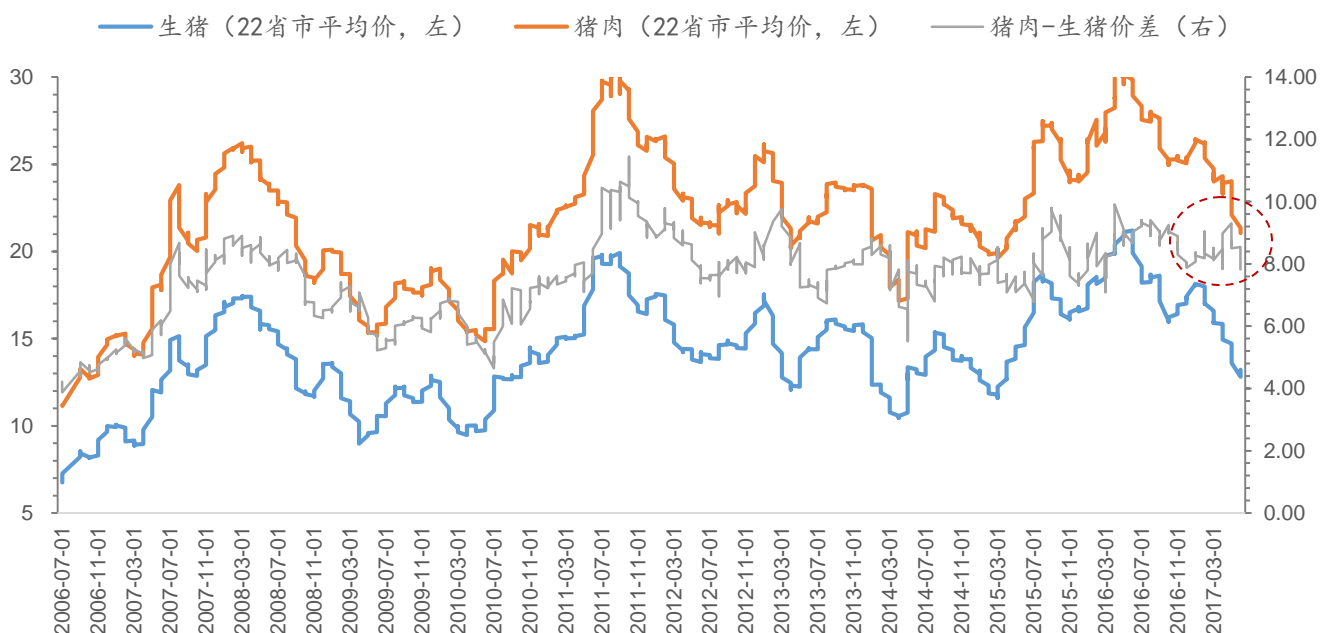
**价差较大时加大屠宰产能，利好公司屠宰业务业绩。**公司 17Q1 在猪价相对较高位置时并未放大屠宰量，而在 Q2 生猪价格明显下跌，而猪价相对反应滞后的时间点加大屠宰量，虽猪价下跌随后根据 3 月中旬生猪价格跌至 16 元/kg 以下以来，肉价-猪价价差至今保持在 8.4 元的相对较高位置，在价差较大点收获屠宰的业绩收益。

表 3: 猪周期下降阶段生猪和猪肉价格跌幅

	年内生猪 价格低点	年内生猪 价格高点	年内生猪 价格降幅	年内猪肉 价格低点	年内猪肉 价格高点	年内猪肉 价格降幅
08 年 (1 月周期高点后)	11.68	17.45	-33.0%	18.22	26.21	-30.5%
09 年	8.98	13.61	-34.0%	15.18	20.10	-24.5%
11 年 (9 月周期高点后)	16.42	19.92	-17.6%	25.77	30.41	-15.3%
12 年	13.66	17.56	-22.2%	21.04	26.60	-20.9%
13 年	12.07	17.54	-31.2%	20.22	26.15	-22.7%
16 年 (5 月周期高点后)	15.97	21.20	-24.7%	24.96	30.32	-17.7%
17 年	12.82	18.14	-29.3%	21.05	26.43	-20.4%

资料来源: wind、招商证券

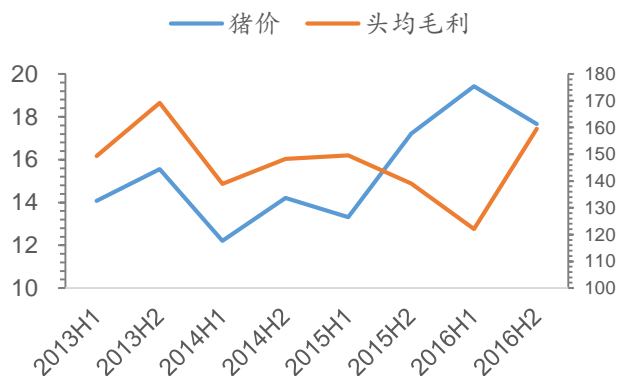
图 3: 生猪、猪肉及历史价差平均价



资料来源: wind、招商证券

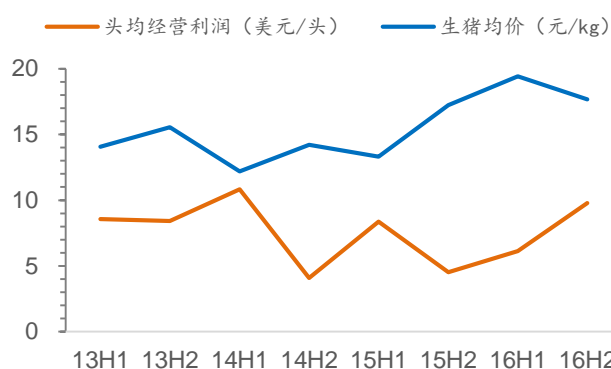
公司屠宰业务盈利能力与猪价总体呈负相关走势。观察公司屠宰业务毛利与经营业务历史, 总体而言, 双汇头均毛利与猪价呈相反走势; 而头均经营利润与自 13 年以来与生猪也呈明显的相反走势。在猪价周期性下行阶段, 双汇屠宰业务盈利将会更加受益。叠加前期生猪压栏显现, 大猪越来越多的情况下, 预计今年屠宰业务头均收益将会明显增加。

图 4: 双汇头均毛利与生猪价格总体呈相反走势



资料来源: 公司公告、wind、招商证券

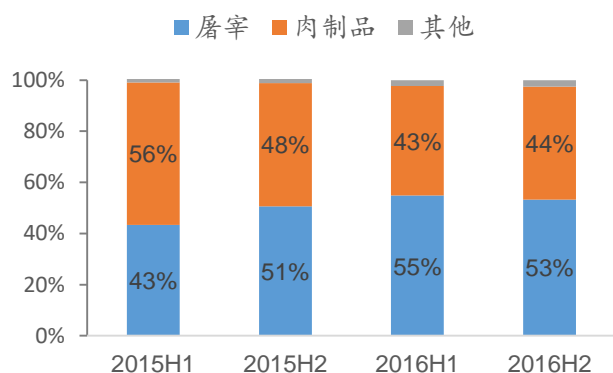
图 5: 双汇头均经营利润与生猪价格呈相反走势



资料来源: 万洲国际公告、wind、招商证券

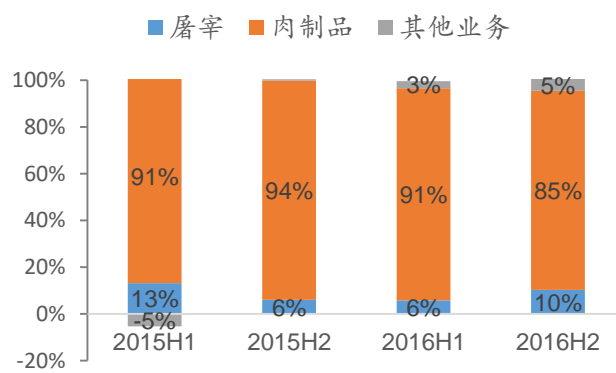
屠宰业务收入量虽较大,但利润贡献仅约 10%,利润端约 90%部分由肉制品业务贡献。虽然猪价下跌过程中,公司在价差较大时加大屠宰产能释放,但从利润贡献角度而言,屠宰业务对公司营业利润贡献仅 10%左右,猪价较低是超 10% (但上游贡献幅度还需考虑生猪养殖的影响),猪价较高位时不足 10%。值得一提的是,由于屠宰业务免缴所得税,屠宰业务净利润贡献较营业利润将略有提升,所以综合来看,屠宰业务对利润端的贡献仅 10%,而公司 90%的利润贡献来自于肉制品业务。

图 6: 双汇收入构成: 屠宰业务贡献过半



资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 此处采用对外收入额,其他业务主要指生猪养殖业务)

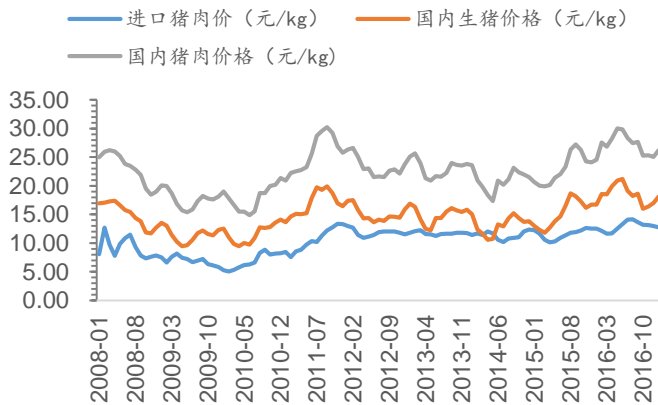
图 7: 双汇经营利润构成: 肉制品贡献 90%



资料来源: 公司公告、招商证券

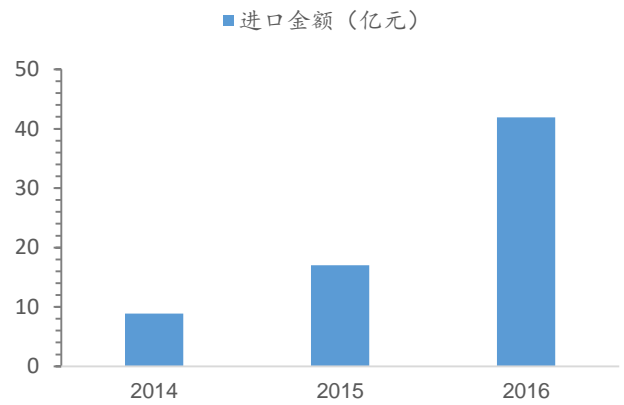
进口贸易不断增加,国际采购成本优势明显。美国猪肉价格较国内猪肉价格明显更低,在 15 年国内猪价进入上涨阶段后,甚至相对国内生猪价格也更低。自万洲国际收购 Smithfield 以来,双汇每年从关联方罗特克斯进口额均大幅上升。通过国外进口低价猪肉,在屠宰业务上有利于获得更大价差。17 年国内外猪肉价差虽有所缩窄,但公司通过增加进口量的方式,进口贸易业绩规模仍有望保持。另外,进口猪肉价格不仅用于对外贸易,也用于肉制品生产原材料,对肉制品原材料成本也起到节约成本的作用。

图 8: 进口猪肉价格较国内生猪价格更低



资料来源: wind、招商证券 (注: 进口猪肉单价使用当前月均汇率换算成人民币)

图 9: 双汇自罗特克斯进口额每年大幅增长



资料来源: 公司公告、wind、招商证券

## 二、肉制品业务：转型期收入缓增，业绩受益成本下行

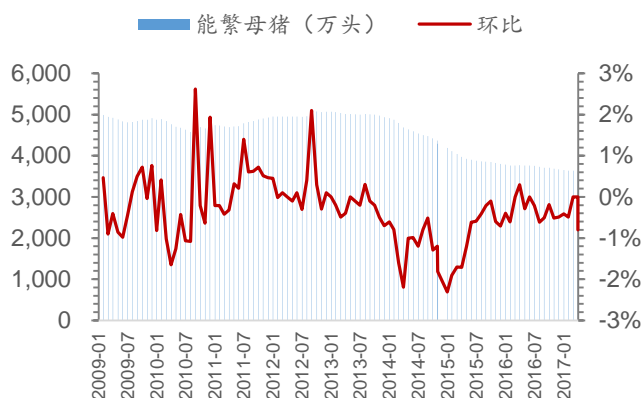
### 1、成本分析：猪价 17 年大幅下降已确立，18 年仍有下降空间

由于生猪成本是双汇肉制品的主要原材料成本之一，在分析双汇肉制品业务收入和业绩预测前，无可避免讨论猪价的中期走势。下文将根据生猪价格中期走势讨论，进而分析双汇 17-18 年原材料成本下降弹性。

**猪价周期下行难逆，猪价或将在 18 年跌至周期底部。**根据官方统计数据，能繁母猪存栏数据已经从 17 年 3 月-4 月开始环比止跌企稳，而生猪存栏数量也已开始回升，5 月两项最新数据虽有所下跌，但猪周期下行阶段预计将难以逆转。另据饲料端产量统计，猪饲料产量 17 年开始已经全面扩产，因饲料转换率较为稳定，饲料端产量的大幅增加也从一定程度上说明生猪产肉量增加，进而预示猪价继续向下。此外，根据草根调研反馈，母猪补栏 16 年明显，考虑母猪生殖周期约在 2 年，预计 18 年生猪存栏数量将大幅提升，同时考虑上游规模化养殖占比不断提升，猪周期已经从 3 年半一周期拉长到 4-5 年，猪价在 17 年预计仅为阶段性探底，18 年才开始周期性筑底。所以，若不发生大规模疫病情况，预计生猪价格周期底部将在 18 年大概率实现。当然，猪价未来一年走势受多方面因素影响，也不排除猪价于 18 年出现反弹，周期性底部位置往后推延的可能。

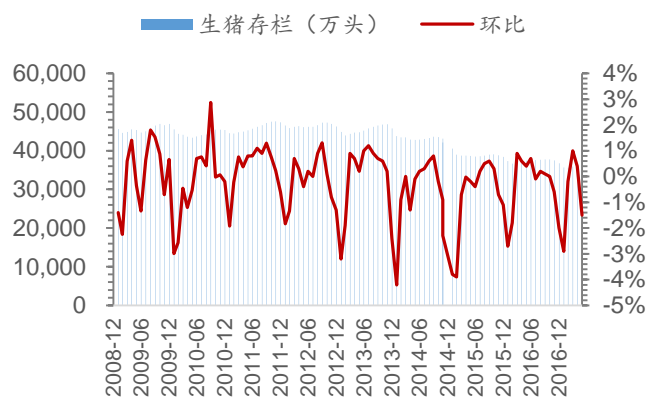


图 10: 能繁母猪存栏走势



资料来源: wind、招商证券

图 11: 生猪存栏走势



资料来源: wind、招商证券

图 12: 全价猪饲料产量走势



资料来源: wind、招商证券

**生猪价格中期走势推演: 17 年猪价跌幅主要由 Q2-Q4 猪价走势决定, 预计全年跌幅 20%左右; 18 年关注 Q1 猪价跌幅, 中性预期下 18 年仍将有 10%左右同比下跌空间。**短期而言, 生猪价格 17Q3 受旺季需求拉动, 预计会出现一定幅度反弹, 但考虑存栏情况, 反弹幅度料将有限, 整个 17Q2-Q4 的生猪平均价格判断应在 13.5-14.5 元/kg 区间 (考虑 Q2 猪价一度跌破 13 元/kg, Q2 至今平均价仅 14.4 元/kg), 17 年全年猪价中性预期下在 15 元/kg 左右, 同比下降约 20%。展望 18 年猪价走势, 在猪价周期性见底的预期下, 全年整体猪价料将仍可有同比下行幅度, 分阶段而言, 18Q1 春节旺季的猪价属年内高位, 假设保持 17Q2-Q4 的整体水平, 在 13.5-14.5 元/kg, 则单季同比仍有 15%-21% 的明显下降区间。之后预计延续周期性下行趋势, 中性预期下 (取 17Q2-Q4 猪价中性预期 14 元/kg, 18Q2-Q4 猪价中性假设 13 元/kg 情况), 同比仍有 7.1% 降幅。若猪周期在 18 年见底, 参考猪周期历史底部价位可达 12 元/kg 甚至更低, 同时由于目前规模化养殖商抗亏损能力更强, 则 18 年全年跌幅甚至有望更低。不过中性预期下 18

年整体来看，全年猪价中性预期测算下也可达 13.3 元/kg，同比仍有约 10%跌幅，需重点关注 18Q1 的同比跌幅，同时关于 18 年周期底部出现可能带来的全年更大跌幅。

表 4: 生猪价格中期走势及降幅推演 (单位: 元/kg)

16Q1			16Q2-14				
18.28			18.61				
17Q1			17Q2-Q4E				
17.01			13.5 (情况 1)		14 (情况 2)		14.5 (情况 3)
-6.9%			-28%		-25%		-23%
18Q1E			18Q2-Q4E				
13.5 (情况 1)	14 (情况 2)	14.5 (情况 3)	11 (情况 1)	12 (情况 2)	13 (情况 3)	14 (情况 4)	15 (情况 5)
-20.6%	-17.7%	-14.8%	-18.5%	-11.1%	-3.7%	3.7%	11.1%
			-21.4%	-14.3%	-7.1%	0.0%	7.1%
			-24.1%	-17.2%	-10.3%	-3.4%	3.4%
16A		17E (中性预期)			18E (中性预期)		
18.7		14.8			13.3		
-		-21.0%			-10.2%		

资料来源: wind、招商证券 (注: 本表分析 17Q2-Q4 以及 18 年猪价走势情况, 考虑当前猪价已经开始反弹, 预计 17Q2-Q4 均价与 17Q2 单季均价或大致相当, 在 13.5-14.5 元/kg 水平区间; 18Q1 处于春节旺季, 整体价格区间预计与 17Q2-Q4 均价相当, 旺季结束后延续猪价周期性下行趋势, 但价格幅度难以准确预测, 故本表给出较宽泛价格走势区间, 中性预期下 18Q2-Q4 仍有明显下降空间。17 和 18 年全年中性预期价格采用当年各季度算术平均价)

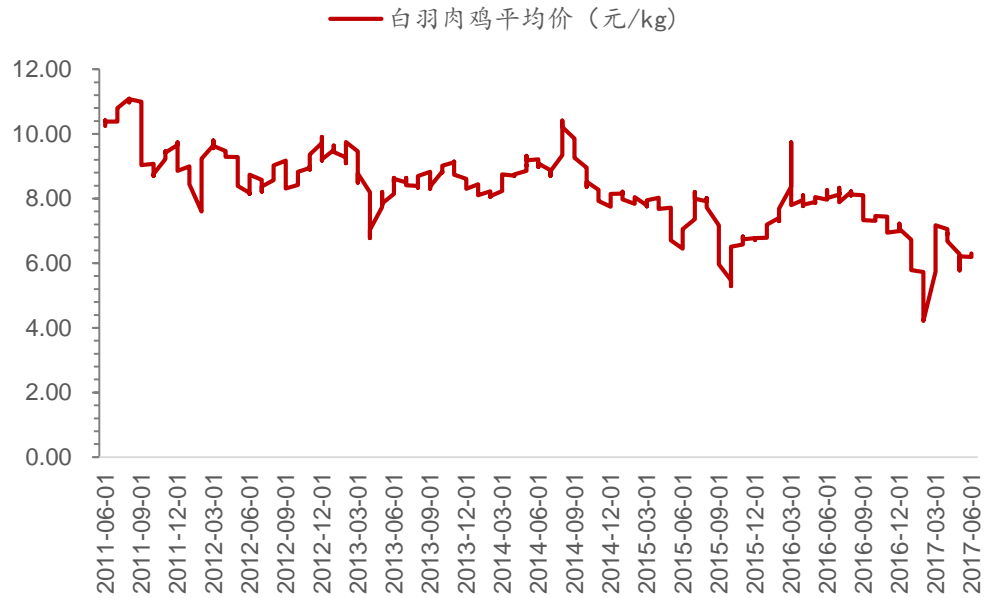
表 5: 07 年以来各季度及年度生猪均价

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Q1	9.45	17.14	12.34	10.92	14.55	16.37	15.16	12.34	12.40	18.28	17.01
Q2	11.02	16.20	9.83	9.84	16.46	14.11	13.15	12.08	14.07	20.50	14.37
Q3	14.03	14.19	11.65	12.46	19.63	14.35	15.52	14.52	17.86	18.42	
Q4	14.80	12.33	12.02	13.63	17.11	15.17	15.61	13.90	16.57	16.79	
全年	<b>12.27</b>	14.93	<b>11.42</b>	<b>11.78</b>	17.09	14.97	14.83	<b>13.25</b>	15.26	18.53	

资料来源: wind、招商证券

公司 17-18 年将持续受益成本下行。生猪成本是双汇的重要原材料成本, 如上段推演分析, 17-18 年生猪价格的下跌将直接利好双汇采购成本的节约, 在 17 年生猪价格中性预期同比下降 20%, 18 年在中性预期下仍有 10%空间降幅, 在猪周期下行阶段, 双汇的成本端将大幅受益。另外, 双汇的原料成本中, 鸡肉也占相当比例, 今年以来肉鸡价格并未大幅度反弹。此外, 公司进口猪肉规模不断扩大, 在成本上相较国内生猪更有优势, 也助于原料成本的节约。

图 13: 肉鸡价格走势



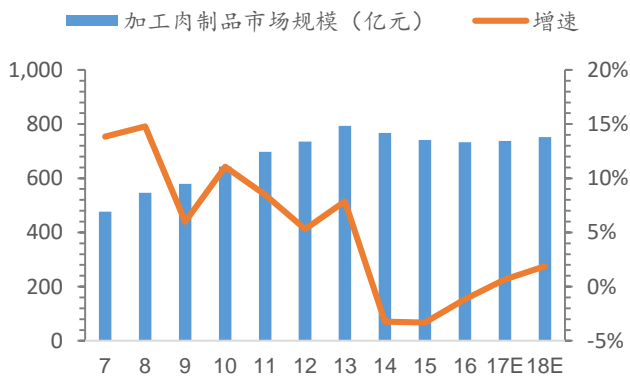
资料来源: wind、招商证券

## 2、肉制品转型期：收入预计增幅较缓，成本下降促业绩增长

**行业现状：肉制品行业规模连续下滑后逐步企稳。**双汇作为中国肉类品牌的开创者，同时也带动行业快速增长。但近年来随着消费者在肉类品类选择上逐渐多样化，以及消费者口感上的变化，休闲肉制品消费被卤制品、海鲜制品等品类不断分流，行业规模呈现出下滑趋势，根据 Euromonitor 数据，16 年肉制品市场规模为 733 亿元，连续三年下滑，预计 17 年开始企稳，保持 0.7% 的增幅。

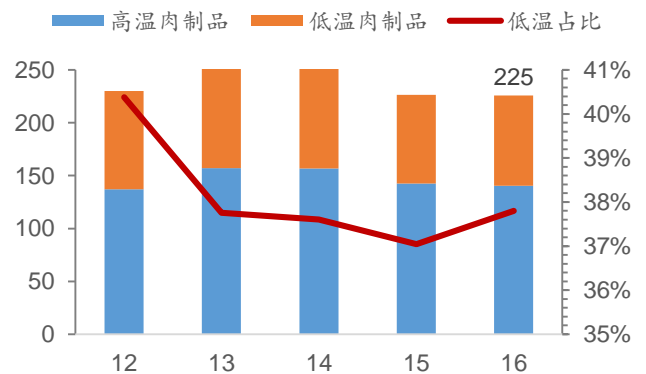
**双汇肉制品业务：收入规模已较大，增长幅度预计缓慢。**双汇作为肉制品行业一家独大企业，肉制品业务规模已经在 16 年达到 225 亿元，收入规模已经较大，结合当前行业增速放缓现状以及公司业务转型期阶段，在基数较大的情况下增长幅度预计有限。

图 14: 国内加工肉制品市场规模呈下滑后企稳



资料来源: Euromonitor、招商证券

图 15: 公司肉制品收入规模及结构 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

**肉制品产品结构调整将继续推进。**产品结构调整 17 年仍是肉制品业务重点，公司通过郑州美式工厂及上海西式工厂的产能不断释放，以逐步向高低温比例 5:5 转型（公司近几年高低温肉制品收入比例均在 6:4 左右），渠道端配合，通过高温向低温转、向美式转以促进产品结构升级。产品研发方面，公司还将 1 个技术中心改为平行的 8 个研发中心（涵盖成都、广州、沈阳、北京和上海等各区域），一方面有利于更贴近市场，开发当地特色产品；另一方面有助于研发中心之间的良性竞争，在产品研发上推进肉制品业务转型。公司肉制品业务围绕六大方向进行结构转型：第一，稳高温，依靠高端常温产品带动；第二，重点促低温；第三，发展猪蹄、鸡翅等中式产品发展；第四，围绕“休闲食品更休闲”开发休闲肉制品；第五，调味食材开发；第六，开发腐皮鱼卷等肉蛋白结合的大健康产品。

图 16: 双汇全国产能分布



资料来源：公司官网、招商证券

**肉制品业务受益 Q2 以来成本明显下降，预计全年业绩个位数增长。**由于肉制品业务毛利率明显高于屠宰业务，虽然收入结构中肉制品业务贡献与屠宰业务相近，但公司营业利润将近 90%由肉制品业务贡献。在公司肉制品业务收入端增速相对偏慢的情况下，公司短期业绩增长预计主要受益原材料成本下降贡献。由于 17Q1 在猪价成本同比相比比较高（16Q1 使用 15 年低价猪肉库存），公司整体单季业绩下滑 18%，而所以在 17Q2 开始成本端明显改善的情况下，业绩将进入逐步回升的窗口期。17Q2-Q4 业绩将明显受益成本下降，而公司费用率控制历来稳定，预计 17Q2-Q4 整体将可享受成本下降带来的 15%-20%同比增长，弥补 17Q1 两位数的下滑后，全年业绩预计仍可有个位数增长。

表 6: 公司营业利润主要由肉制品业务贡献 (单位: 百万元)

		2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2015A	2016A
对外营业收入	屠宰	8821	12325	13998	14031	21146	28029
	占比	43%	51%	55%	53%	47%	54%
	肉制品	11141	11498	10954	11623	22639	22577
	占比	56%	48%	43%	44%	52%	44%
	其他	392	519	577	661	911	1238
	占比	2%	2%	2%	3%	2%	2%
	分部合计	20354	24343	25529	26316	44697	51845
营业利润	屠宰	322	168	156	282	490	438
	占比	13%	6%	6%	10%	9%	8%
	肉制品	2226	2639	2455	2329	4865	4784
	占比	91%	94%	91%	85%	93%	88%
	其他	-129	13	83	137	-116	220
	占比	-5%	0%	3%	5%	-2%	4%
	分部合计	2440	2810	2705	2735	5250	5440

资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 总营业利润中包含小部分分部间抵消, 本表未作列示; 另本表列示各分部营业利润合计与报表营业利润差异来自于财务费用和投资收益项目)

### 三、公司发展长逻辑: 期待肉制品转型带来新动能

我们认为, 猪价下行带来的业绩利好仅是周期性的, 公司的成长空间在于肉制品转型带来的新动能。公司当前战略已具备很好国际视野, 在西式、美式肉制品发展上参照国际肉制品巨头企业发展路径, 但结合中国当前消费发展趋势, 我们认为公司肉制品转型还可关注以下三大方向:

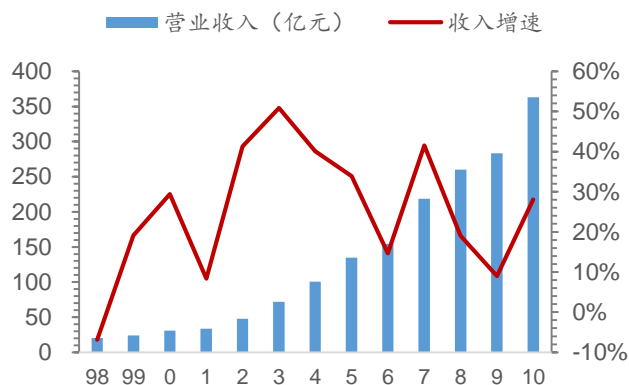
肉品休闲化行业导师需重焕休闲化创新活力。双汇在 98 年推出王中王产品, 引领中国肉制品行业高端化进程, 05 年前后, 双汇又开发推出玉米热狗肠、香辣香脆肠等产品, 将餐桌化的肉制品休闲化创新, 迅速获得消费者的青睐, 均成为 10 万吨级产品, 带动公司收入规模快速发展, 在 10 年成为 300 亿收入量级的“肉制品航母”, 04-10 年 6 年 CAGR 达到 24%。但近年来, 随着肉制品休闲消费的选择品类越来越多, 以休闲卤制品为代表的新兴品类以口味更过瘾、新鲜度更高等产品元素取代热狗肠等产品, 可谓开创休闲肉制品的 2.0 时代, 而相较之下, 双汇休闲肉制品品类面临产品老化问题。公司当前主推的低温产品主要还是以餐桌消费为主, 消费场景上相对受限。在休闲品类上, 公司可关注从猪肉向猪附件等内容休闲化延伸, 在产品定位上迎合当前消费者健康化 (产品保质期缩短)、品质化 (产品设计更精致)、便利性 (小而美) 的趋势, 同时在产品细节上 (包装时尚感等) 更符合休闲化应用场景, 抓住休闲消费机遇, 重焕休闲化创新青春。

图 17: 双汇玉米热狗肠等产品开创肉制品 1.0 时代



资料来源: 网络公开资料、招商证券

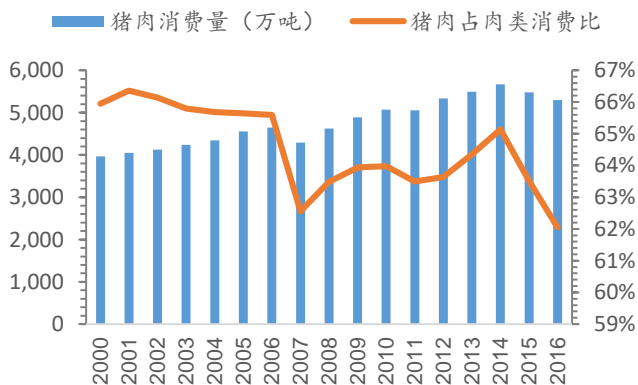
图 18: 双汇收入在 00 年代保持高增速



资料来源: wind、招商证券

**沿动物蛋白方向进行品类延伸。**在中国动物蛋白的消费结构中，猪肉消费占比达 60% 多，但随着消费者向牛肉、鸡肉、鱼肉等脂肪含量更低的品类转移，猪肉 15、16 年占比开始逐步下滑。在肉制品领域，往猪肉以外的产品进行产品品类延伸也将是一大趋势。双汇依托猪肉（虽在原料中加入鸡肉、鱼肉等成分）成为肉制品单一龙头，在猪肉之外进行品类延伸也将是方向之一。双汇产品中目前已有卤味牛肉产品，但未进行休闲化推广，结合公司国际化的优势，在动物蛋白领域进行延伸也可为公司带来收入上的增量。

图 19: 中国猪肉消费量占肉类消费比



资料来源: wind、招商证券

图 20: 双汇推出的牛肉产品



资料来源: 公司官网、招商证券

**营销端配合发力，增强品牌活力。**以周黑鸭、绝味为代表的肉制品品牌新兴代表在品牌营销可谓卖点十足，周黑鸭的宣传语更是以“会娱乐，更快乐”吸引眼球，拉近与新兴消费主力的距离感。而作为乳制品龙头的伊利，近年来通过与市场营销的专业国际咨询公司合作，品牌代言人也紧抓热点，不断贴近市场，并拉近与消费者之间距离，品牌力得以不断提升。双汇在营销端也可参照伊利的模式，在市场推广与品牌营销上更加迎合当前消费者的需求，增强双汇品牌活力，在新兴消费主力群体中获得更多的品牌溢价。

**把握猪价低位带来的肉制品转型期机遇，肉制品转型助推公司二次升级。**当前猪价进入下行周期后，业绩直接受益情况下，更给公司在肉制品转型期带来良好契机，基于公司已有六大方向肉制品转型战略，结合以上提出的三方面建议，我们希望公司在肉制品业务增长上能顺利转型，助推公司二次升级。同时公司业务结构消费品属性更强，在资本

市场获得消费品公司较高估值。

## 四、估值讨论

业绩拐点窗口期已经确立，环比不断好转。公司 16 年经历超长猪周期，屠宰业务量受高猪价压制，肉制品业务业绩也受高成本影响明显，而 17Q1 由于猪价仍处于高位，且受高价库存影响，单季业绩下滑明显。17Q2 开始猪价大幅下跌，屠宰业务产能已大幅增加，在价差最大时加大屠宰业务利好屠宰业务业绩，同时肉制品业务盈利成本端也将明显受益成本端的大幅下跌，5 月猪价跌破 13 元/kg 更将利好肉制品下半年成本端节约，业绩环比不断好转。

肉制品转型乃真章，公司成长空间取决肉制品业务带来的新动能。公司主要业绩贡献来自于肉制品板块，猪价下行对公司业绩促进仅是周期性利好，打开公司成长空间仍需依靠肉制品转型带来的新动能。猪价周期下行给肉制品业务转型带来机遇，若公司能够把握好转型良好契机，通过新品发力带动整个肉制品业务增长，业绩增厚效应将会更明显，成长性也将更稳定。在资本市场获得消费品公司较高估值。

公司股价安全边际足，业绩逐步改善，一年目标价 27.5 元，维持“强烈推荐-A”评级。在猪周期下行阶段，公司进入业绩触底回升期，业绩环比不断好转，18 年猪价成本端在 Q1 高基数下仍有下行空间，成本端优势料将延续，业绩改善延续。成本端利好也给公司肉制品转型带来契机，若肉制品业务转型良好，将给公司业绩带来更大成长空间，估值则有望看高。公司高分红政策预计也将延续，高股息率下当前股价安全边际充足。预计 17-18 年归母净利为 46.90 和 51.72 亿元，增长 6% 和 10%。公司业绩约 90% 来自于肉制品业务，17 年业绩对应约 42.2 亿元，肉制品业务可给予 20 倍左右 PE，目标 850 亿元市值；剩余 10% 业绩 4.7 亿元由屠宰等上游业务贡献，该部分给予 12 倍 PE，对应市值 56 亿元，公司目标总市值 906 亿元，每股对应 27.5 元。17-18 年 EPS 为 1.42、1.57 元，目标股价对应 17 年 19.3 倍 PE，维持“强烈推荐-A”评级。

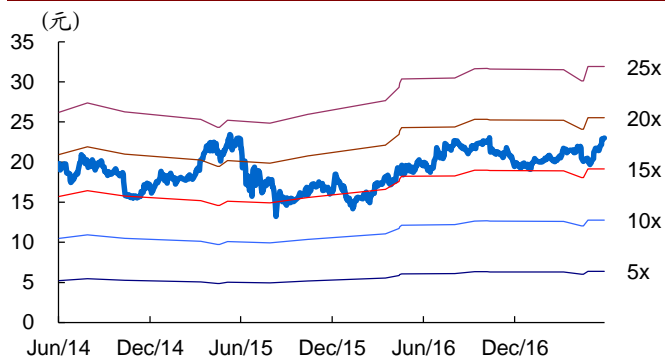
表 7、双汇发展单季度利润表

单位：百万元	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	15A	16A
一、营业总收入	10423	11850	12492	12740	12789	12834	13482	12228	44697	51845
二、营业总成本	9102	10427	11113	11377	11434	11474	12101	11135	39443	46387
其中：营业成本	8116	9359	10077	10424	10509	10432	11075	10149	35413	42440
营业税金及附加	47	53	48	54	46	43	169	80	190	312
营业费用	603	620	573	567	532	606	566	559	2299	2272
管理费用	367	357	353	313	319	331	243	272	1435	1207
财务费用	-8	17	-10	-5	-8	2	-6	15	-4	-18
资产减值损失	-23	20	73	25	36	59	53	58	109	175
三、其他经营收益	44	31	31	43	27	20	8	13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	44	31	31	43	27	20	8	13	156	98
四、营业利润	1365	1455	1409	1406	1383	1381	1389	1106	5410	5556
加：营业外收入	75	75	117	41	70	115	119	75	289	345
减：营业外支出	4	6	13	4	8	7	20	3	24	40
五、利润总额	1436	1525	1513	1443	1444	1488	1488	1178	5675	5862
减：所得税	331	343	333	334	325	322	319	265	1259	1300

六、净利润	1105	1182	1180	1109	1119	1166	1168	913	4416	4562
减：少数股东损益	43	45	44	35	42	40	40	34	161	156
七、归属母公司净利润	1062	1136	1136	1074	1077	1126	1129	879	4256	4405
EPS	0.32	0.34	0.34	0.33	0.33	0.34	0.34	0.27	1.29	1.33
<b>主要比率</b>										
毛利率	22.1%	21.0%	19.3%	18.2%	17.8%	18.7%	17.9%	17.0%	20.8%	18.1%
主营税金率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	1.3%	0.7%	0.4%	0.6%
营业费率	5.8%	5.2%	4.6%	4.5%	4.2%	4.7%	4.2%	4.6%	5.1%	4.4%
管理费	3.5%	3.0%	2.8%	2.5%	2.5%	2.6%	1.8%	2.2%	3.2%	2.3%
营业利润率	13.1%	12.3%	11.3%	11.0%	10.8%	10.8%	10.3%	9.0%	12.1%	10.7%
实际税率	23.1%	22.5%	22.0%	23.2%	22.5%	21.6%	21.5%	22.5%	22.2%	22.2%
净利率	10.2%	9.6%	9.1%	8.4%	8.4%	8.8%	8.4%	7.2%	9.5%	8.5%
<b>YoY</b>										
收入增长率	-3.5%	-2.1%	-0.4%	28.3%	22.7%	8.3%	7.9%	-4.0%	-2.2%	1.7%
营业利润增长率	-1.6%	14.8%	24.8%	19.1%	1.3%	-5.1%	-1.5%	-21.3%	5.9%	3.7%
净利润增长率	-5.1%	17.7%	29.5%	16.7%	1.4%	-0.9%	-0.7%	-18.2%	5.3%	4.7%

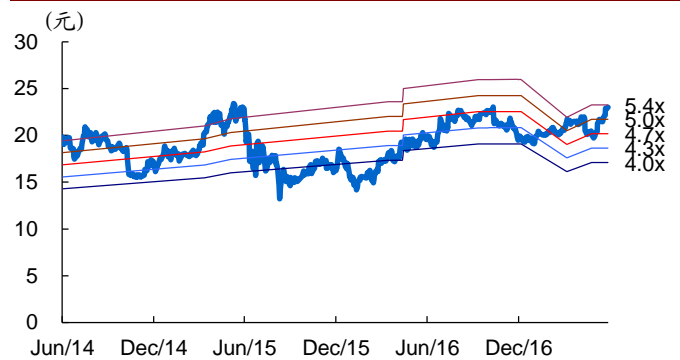
资料来源：公司报表

图 21：双汇发展历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 22：双汇发展历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《食品饮料行业周报：风格真的切换了？》2017-6-19
- 2、《食品饮料行业周报：逃不开的估值切换》2017-6-12
- 3、《2017 年中期投资策略：掘金消费升级，紧盯业绩成长》2017-6-6
- 4、《双汇发展（000895）—Q1 业绩超预期，各项业务恢复正增长》2016-04-29
- 5、《双汇发展（000895）—业绩加速恢复，股息率提升至 6%》2016-03-30
- 6、《双汇发展（000895）—新品新气象，巨龙渐苏醒》2015-12-21



附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	8916	7041	8149	9556	11054
现金	2427	3304	4452	5537	6606
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	34	60	62	64	67
应收款项	132	101	86	89	94
其它应收款	53	48	49	50	53
存货	3385	3220	3186	3490	3891
其他	2885	309	315	325	342
<b>非流动资产</b>	13969	14311	14111	13931	13768
长期股权投资	162	177	177	177	177
固定资产	11776	11574	11491	11415	11344
无形资产	1074	1043	938	844	760
其他	957	1517	1505	1495	1487
<b>资产总计</b>	<b>22884</b>	<b>21352</b>	<b>22260</b>	<b>23487</b>	<b>24821</b>
<b>流动负债</b>	5119	6176	6188	6279	6450
短期借款	600	1055	1055	1055	1055
应付账款	2314	2309	2317	2380	2496
预收账款	636	712	715	734	770
其他	1569	2100	2101	2110	2128
<b>长期负债</b>	79	107	107	107	107
长期借款	6	6	6	6	6
其他	73	101	101	101	101
<b>负债合计</b>	<b>5198</b>	<b>6283</b>	<b>6294</b>	<b>6386</b>	<b>6556</b>
股本	3301	3300	3300	3300	3300
资本公积金	1730	1831	1831	1831	1831
留存收益	11761	9072	9802	10754	11718
少数股东权益	894	866	1033	1216	1416
归属于母公司所有者权益	16792	14203	14933	15884	16849
<b>负债及权益合计</b>	<b>22884</b>	<b>21352</b>	<b>22260</b>	<b>23487</b>	<b>24821</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	5766	5546	5832	6032	6441
净利润	4256	4405	4690	5172	5619
折旧摊销	880	946	1000	981	963
财务费用	28	12	22	24	15
投资收益	(156)	(98)	(98)	(98)	(98)
营运资金变动	621	94	55	(232)	(260)
其它	138	187	164	185	201
<b>投资活动现金流</b>	(3289)	1764	(800)	(800)	(800)
资本支出	(2256)	(896)	(800)	(800)	(800)
其他投资	(1033)	2660	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(2970)	(6741)	(3884)	(4146)	(4572)
借款变动	(1771)	144	(0)	0	0
普通股增加	1100	(1)	0	0	0
资本公积增加	(942)	101	0	0	0
股利分配	(1540)	(7096)	(3959)	(4221)	(4655)
其他	183	111	76	74	83
<b>现金净增加额</b>	<b>(493)</b>	<b>569</b>	<b>1148</b>	<b>1085</b>	<b>1070</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	44697	51845	53009	54865	57789
营业成本	35413	42440	42584	43741	45890
营业税金及附加	190	312	319	330	348
营业费用	2299	2272	2608	2644	2728
管理费用	1435	1207	1537	1591	1676
财务费用	(4)	(18)	22	24	15
资产减值损失	109	175	100	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	156	98	98	98	98
<b>营业利润</b>	5410	5556	5937	6582	7180
营业外收入	289	345	345	345	345
营业外支出	24	40	40	40	40
<b>利润总额</b>	5675	5862	6243	6888	7486
所得税	1259	1300	1386	1532	1667
<b>净利润</b>	4416	4561	4856	5356	5819
少数股东损益	161	156	167	184	200
<b>归属于母公司净利润</b>	4256	4405	4690	5172	5619
<b>EPS (元)</b>	1.29	1.33	1.42	1.57	1.70

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-2%	16%	2%	3%	5%
营业利润	6%	3%	7%	11%	9%
净利润	5%	4%	6%	10%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.8%	18.1%	19.7%	20.3%	20.6%
净利率	9.5%	8.5%	8.8%	9.4%	9.7%
ROE	25.3%	31.0%	31.4%	32.6%	33.4%
ROIC	22.8%	26.6%	27.1%	28.2%	28.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.7%	29.4%	28.3%	27.2%	26.4%
净负债比率	2.6%	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%
流动比率	1.7	1.1	1.3	1.5	1.7
速动比率	1.1	0.6	0.8	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.0	2.4	2.4	2.3	2.3
存货周转率	10.0	12.9	13.3	13.1	12.4
应收帐款周转率	342.4	445.8	567.1	626.1	631.5
应付帐款周转率	12.5	18.4	18.4	18.6	18.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.29	1.33	1.42	1.57	1.70
每股经营现金	1.75	1.68	1.77	1.83	1.95
每股净资产	5.09	4.30	4.53	4.81	5.11
每股股利	1.25	2.10	1.28	1.41	1.53
<b>估值比率</b>					
PE	17.8	17.1	16.1	14.6	13.4
PB	4.5	5.3	5.1	4.8	4.5
EV/EBITDA	10.7	10.4	9.6	8.8	8.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董广阳：**食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

**杨勇胜：**食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峰：**数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

**欧阳予：**浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。