

双汇发展 (000895)

猪价下行迎来盈利拐点，绝对优势下静待肉制品蝶变

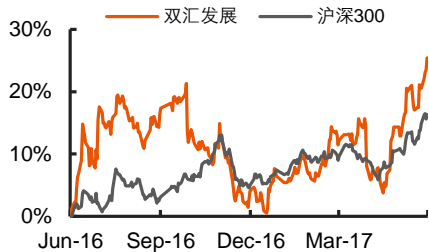
强烈推荐 (上调)

现价: 23.82 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.shuanghui.net
大股东/持股	双汇实业/59.27%
实际控制人/持股	Rise Grand Group Ltd. (兴泰集团) /%
总股本(百万股)	3,300
流通 A 股(百万股)	3,299
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	785.95
流通 A 股市值(亿元)	785.83
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	30.04

行情走势图



相关研究报告

- 《双汇发展*000895*业绩低于预期,看好全年盈利恢复》 2017-04-28
- 《双汇发展*000895*稳字当头、股息诱人》 2016-10-27
- 《双汇发展*000895*高股息、稳健增长龙头,维持“推荐”评级》 2016-08-16

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

刘彪 一般从业资格编号
S1060117050002
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **摘要:** 猪价下行推动肉制品吨利+屠宰头利上升,双汇单季净利增速 1Q17 触底后将明显回升,持续至少 4 个季度且或可达双位数。玉米价跌降成本+规模猪场占比升后养殖效率升,猪价或持续降,双汇 18 年净利或双位数增长。双汇肉制品产品结构转换仍慢,短期效果暂难明显,但休闲转向餐桌是大风口,绝对领先下双汇有充足时间积累量变直至质变。进口冻肉替代+猪价持续大涨抑制后,双汇屠宰量 17 年或回正增长,虽行业集中度提升仍慢,但双汇以价换量策略推动份额增速超行业。参照历年高分红,90%分红假设下,双汇 17 年股息率达 5.4%,行业结构转换大风口+双汇绝对领先+净利增速 1Q17 见底持续回升,17 年 PE 仅 16.8 倍,中长期回报率近双位数,上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。

■ **中国肉类龙头,成长穿越周期,高分红“现金奶牛”。**公司是万洲国际旗下中国业务平台,中国领先肉类供应商,以屠宰和肉类加工业为核心,形成覆盖全产业链的战略布局。公司成长于变革中,发展引擎多次切换,持续的业务延展强化综合竞争力,实现穿越猪周期的稳定盈利。公司经营长期稳健,屠宰拉动收入,肉制品贡献利润,期间费用率逐年下降。16 年实现收入 518 亿元,净利润 44 亿元。13 年-16 年,公司年分红比例均在 75%以上,高分红属性凸显,股息率跃居行业第一。机构持股正处于低点,持续变化或改变超预期,纳入 MSCI 或带来外部资金流入。

■ **屠宰:猪价下行利于盈利恢复,冷鲜肉潜力保障长期成长,竞争格局走向单寡头。**参考猪周期、生猪存栏等数据,猪价已进入下行周期,预计 17 年呈现前高后低走势。且玉米价跌降低成本+规模猪场占比提升改善养殖效率,猪周期有望延长,猪价或 18-19 年持续降。猪价下行利于屠宰放量、盈利恢复,公司屠宰量 17 年或回正增长,全年头利或提升至 45 元上方。长期看,冷鲜肉具有较高天花板,随着渠道变革推动&传统观念改变,冷鲜肉将加速替代热鲜肉。15 年,冷鲜肉占比仅 24.6%,成长空间巨大。公司屠宰产品以冷鲜肉为主,且正开拓商超、特约店等现代渠道,预计 2020 年形成 100 万家销售网络,保障长期成长性。公司以价换量策略推动份额加速提升,肉类升级也将逐步提升行业壁垒,且行业格局正逐步走向双汇单寡头,规模效应下公司综合竞争力提升。

■ **肉制品:绝对优势下静待蝶变,高温仍不悲观,低温厚积薄发。**近年,公司产品老化致使肉制品呈现“销量增长乏力,吨价逐年下滑”态势。短期看,成本受益于猪价下行、鸡价低点,全年吨利或改善至 2300 元以上,18 年或继

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	44,697	51,845	51,532	54,288	57,757
YoY(%)	-2.2	16.0	-0.6	5.3	6.4
净利润(百万元)	4,256	4,405	4,675	5,167	5,583
YoY(%)	5.3	3.5	6.1	10.5	8.0
毛利率(%)	20.8	18.1	19.2	20.2	20.5
净利率(%)	9.5	8.5	9.1	9.5	9.7
ROE(%)	26.4	28.4	37.4	44.9	41.8
EPS(摊薄/元)	1.29	1.33	1.42	1.57	1.69
P/E(倍)	18.5	17.8	16.8	15.2	14.1
P/B(倍)	4.68	5.54	7.27	6.44	5.41

续受益成本红利。肉制品结构调整仍慢，但公司绝对领先优势下，有充足时间积累量变直至质变。高温业务或临天花板，但龙头受益挤压式增长及存在提价潜力，仍不悲观。低温是未来发展趋势，市场空间足够广阔，公司无论是布局美式、西式高端产品，还是深耕餐饮食材，都符合行业发展大方向。目前，前期新品仍处于培育期，结合公司新品渠道铺货速度和近期研发中心调整、电商休闲等新渠道开发动作，18 年或有更好表现。

■ **盈利预测与估值：**基于猪价快降，我们调整公司盈利预测，预计 17-19 年归母净利润从 44、51、57 亿元提高至 47、52、56 亿元，同比增长 6.1%、10.5%、8.0%，预计 17-19 年 EPS 从 1.34、1.54、1.74 元提高至 1.42、1.57、1.69 元，对应 PE 分别为 16.8X、15.2X、14.1X。

■ **风险提示：**需求放缓、食品安全事故、原料价格波动、消费者偏好变化。

正文目录

一、中国肉类龙头，屠宰+肉制品双轮驱动	6
1.1 中国领先肉类供应商，万洲国际旗下中国业务平台	6
1.2 在变革中成长，盈利穿越行业周期	6
1.3 经营长期稳健，屠宰+肉制品双轮驱动	8
1.4 高分红“现金奶牛”，机构持股比例较低，纳入 MSCI 指数或受益	10
二、屠宰：猪价下行利于盈利恢复，冷鲜肉潜力保障长期成长，竞争格局走向单寡头 ..	12
2.1 猪价下行&周期延长，利于屠宰放量、利润恢复	12
2.2 冷鲜肉具有较高天花板，保证公司长期成长性	15
2.3 广维度资源配置提升竞争力，卓越管理层实现价值最大化	17
2.4 行业集中度存巨大提升潜力，竞争格局走向双汇单寡头	20
三、肉制品：绝对优势下静待蝶变，高温仍不悲观，低温厚积薄发	21
3.1 产品老化导致增长乏力，成本下降利好盈利改善	21
3.2 高温：龙头受益挤压式增长，仍有较大提价空间	23
3.3 低温：行业前景广阔，高端化、餐饮化加速结构转变	24
四、投资建议	26
五、风险提示	27

图表目录

图表 1	公司母公司是全球最大猪肉企业万洲国际.....	6
图表 2	双汇集团发展历程.....	7
图表 3	1991-2011 年生猪价走势.....	7
图表 4	2011-2017 年生猪价走势.....	7
图表 5	公司营收、净利增速变化.....	8
图表 6	公司毛利率、净利率、ROE 走势.....	8
图表 7	公司营业收入增长稳定.....	8
图表 8	公司业绩长期稳步提升.....	8
图表 9	屠宰业务拉动收入增长.....	9
图表 10	高低温肉制品贡献多数毛利.....	9
图表 11	公司各业务毛利率水平.....	9
图表 12	公司各业务营业利润率水平.....	9
图表 13	公司销售、管理费用率呈下降趋势.....	10
图表 14	销售费用结构变化.....	10
图表 15	13 年以来公司分红比例处于高位.....	10
图表 16	公司股息率领跑食品板块.....	10
图表 17	万洲国际债务情况.....	11
图表 18	公司历年资本开支情况.....	11
图表 19	机构持股处于低位.....	11
图表 20	沪股通、深股通前十个股统计.....	11
图表 21	猪价滞后生猪价变动，并幅度较小.....	12
图表 22	定点屠宰企业屠宰量与猪肉价反向变动.....	12
图表 23	近十年猪价经历 3 个周期，3-4 年为一个周期.....	13
图表 24	生猪生长周期需要 170 天.....	13
图表 25	生猪存栏&能繁母猪存栏触底.....	13
图表 26	15 年至今，原粮价格大幅下降.....	14
图表 27	猪粮比价处于高位.....	14
图表 28	公司历年屠宰量变化.....	14
图表 29	1Q17 屠宰量同比-17%.....	14
图表 30	估计 17 年全年头利或达到 46 元.....	15
图表 31	屠宰毛利率与产能利用率关系密切.....	15
图表 32	中国冷鲜猪肉占比呈上升趋势.....	16
图表 33	2015 年中美猪肉品类比重对比.....	16
图表 34	农贸市场在猪肉渠道占比趋于下降.....	16
图表 35	2016 年中国农产品市场份额.....	16
图表 36	公司生鲜渠道构成(2015 年).....	17

图表 37	预计 2020 年终端网点超过 10 万家	17
图表 38	双汇屠宰业务毛利率远远领先其他上市公司屠宰毛利率	17
图表 39	公司生产基地布局全国	18
图表 40	历史上约 20%生鲜猪肉由内部消化	18
图表 41	生猪屠宰产品分割比例	18
图表 42	万洲国际业务范围囊括中美欧	19
图表 43	中国猪肉价格远远高于美国价格	19
图表 44	14-16 年双汇进口规模大幅增长	19
图表 45	进口肉的预估数量变化与猪价走势较为相近	20
图表 46	屠宰企业产能利用率处于低位(2015 年)	20
图表 47	定点屠宰场逐年压缩数量	20
图表 48	定点屠宰占总屠宰量比重有所下降	21
图表 49	美国生猪屠宰 CR4 高达 67%	21
图表 50	生鲜猪肉产量 TOP9 市场份额(2013)	21
图表 51	雨润屠宰量持续大幅下滑	21
图表 52	公司肉制品消费特点	22
图表 53	高温肉制品收入情况	22
图表 54	低温肉制品收入情况	22
图表 55	肉制品销量增长乏力	22
图表 56	肉制品吨价逐年下滑	22
图表 57	17 年猪价下降明显, 鸡价处于低位	23
图表 58	吨利变化滞后猪价 1-2 个季度	23
图表 59	以 16 年吨利为基数, 静态分析吨利对鸡价、猪价敏感性(税前)	23
图表 60	高温肉制品有望保持低速增长	24
图表 61	方便面零售单价稳步提升	24
图表 62	18 岁以上火腿肠购买人群月收入结构	24
图表 63	消费者火腿肠选择的影响因素	24
图表 64	低温肉制品仍将保持较好增长	25
图表 65	中美肉制品结构对比	25
图表 66	培根、香肠、火腿规模增速领跑肉制品, 且趋势仍会持续	25
图表 67	餐饮渠道一直是肉制品的重要分销渠道	26
图表 68	公司主营业务分项目预测(单位: 百万元)	26

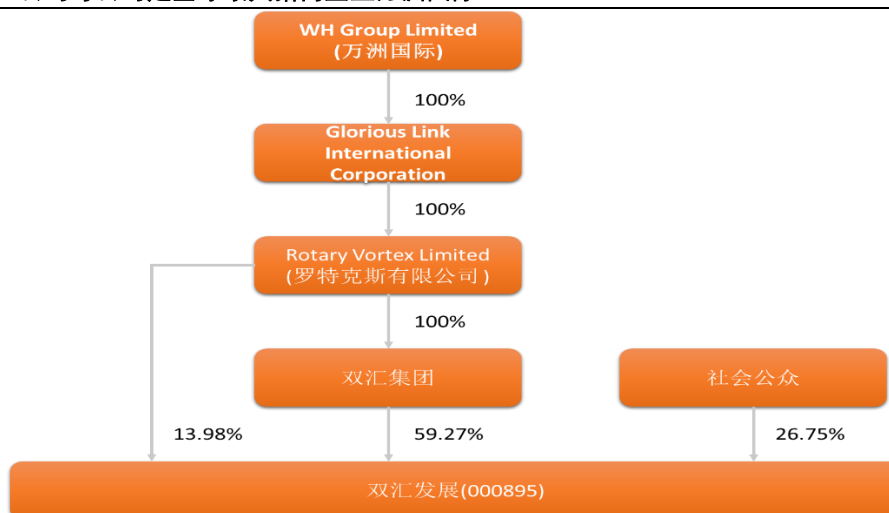
一、 中国肉类龙头，屠宰+肉制品双轮驱动

1.1 中国领先肉类供应商，万洲国际旗下中国业务平台

公司前身为漯河市肉类联合加工厂，1989 年创立“双汇”品牌，股票于 1998 年在深交所上市。发展至今，公司已成为国内最大的肉类供应商，形成以屠宰和肉类加工业为核心，囊括养殖、饲料、屠宰、肉制品加工、新材料包装、冷链物流、连锁商业的产业链布局。公司在全国 18 个省市建有 30 多个现代化的肉类加工基地和配套产业，年产销肉类产品 300 多万吨，拥有近百万个销售终端，连续 20 多年居中国肉类行业第一位。

公司是万洲国际旗下中国业务平台，万洲国际通过下属全资子公司罗特克斯及公司控股股东双汇集团间接持有公司 73.25% 股权，公司实际控制人兴泰集团，其通过持有雄域投资 100% 的股权间接持有万洲国际 32.09% 股权。母公司万洲国际是全球规模最大、布局最广、产业链最完善、最具竞争力的猪肉企业，业务辐射全球 20 多个国家，拥有中国“双汇”、美国“史密斯菲尔德”等众多备受市场青睐的产品和品牌，在肉制品、生鲜品和生猪养殖三大领域均排名全球第一。

图表1 公司母公司是全球最大猪肉企业万洲国际

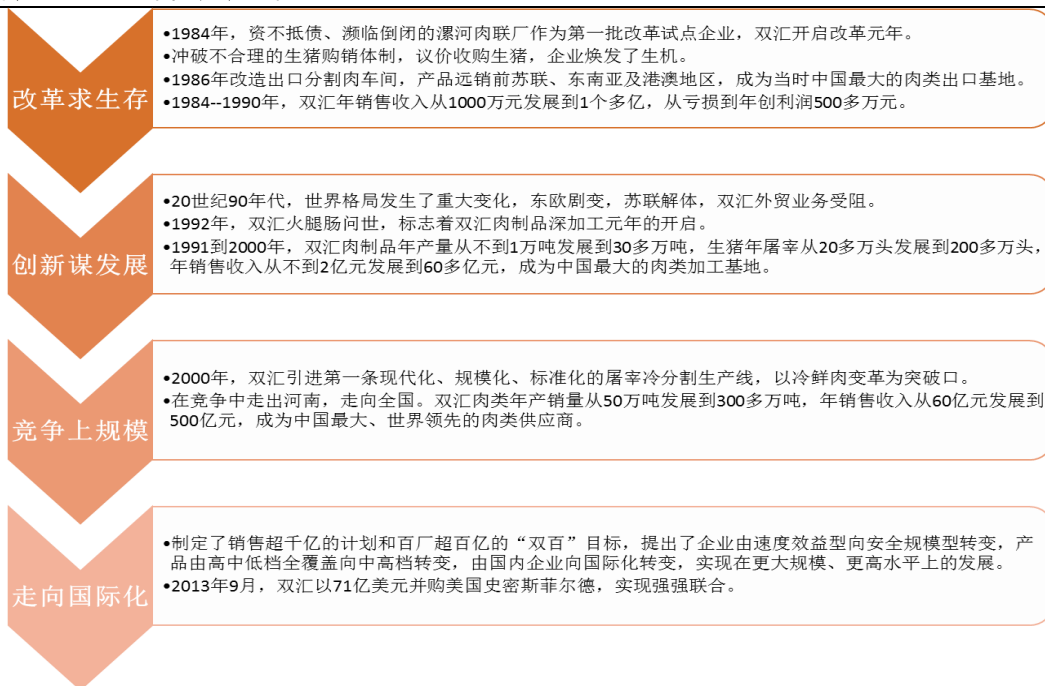


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 在变革中成长，盈利穿越行业周期

公司发展历程与万洲国际紧密相连，在变革中成长，发展引擎多次切换。1984 年，资不抵债的漯河肉联厂开始改革求生存，5 年时间内通过发展外贸出口成为中国最大的肉类出口基地。90 年代世界格局变化导致外贸业务受阻，公司大胆进入肉制品领域，实现双汇肉类产业结构调整转型升级。新世纪以来，双汇以冷鲜肉变革为突破口，发挥肉类联合加工的优势，在竞争中走出河南，走向全国。2010 年以来，万洲国际加快了国际化步伐，2013 年以 71 亿美元并购美国史密斯菲尔德，实现在更大规模、更高水平上的发展。

图表2 双汇集团发展历程



资料来源：公司网站，平安证券研究所

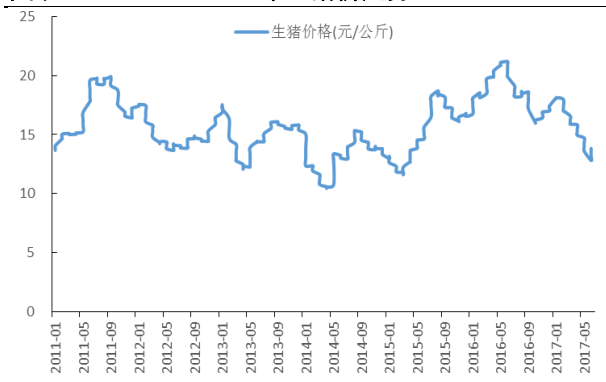
持续的业务延展强化综合竞争力，实现穿越周期的稳定盈利。在过去几十年中，公司主业逐渐从屠宰向肉制品以及养殖、饲料、新材料包装、冷链物流、连锁商业的全产业链延伸，业务范围从河南走向全国并开始国际化进程。凭借产业链协同效应、规模效应以及网络效应，公司构筑了很宽的护城河，通过内部资源整合平滑成本影响，在循环的猪周期中仍保持盈利的稳步增长。从财务数据来看，公司营收随猪价涨跌而明显波动，但净利润长期保持较好增长，排除12年重组影响后，毛利率、净利率基本保持在稳定范围，ROE 稳中有升。

图表3 1991-2011 年生猪价走势



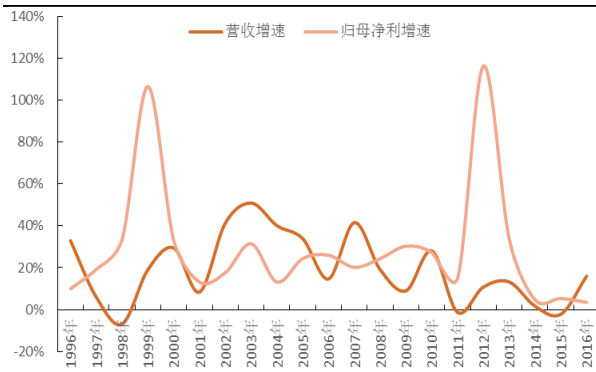
资料来源：全国畜牧总站，平安证券研究所

图表4 2011-2017 年生猪价走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

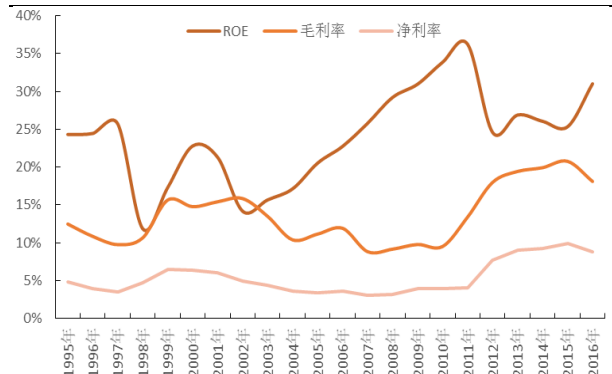
图表5 公司营收、净利增速变化



注：12 年受资产重组影响而净利增速偏高

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 公司毛利率、净利率、ROE 走势



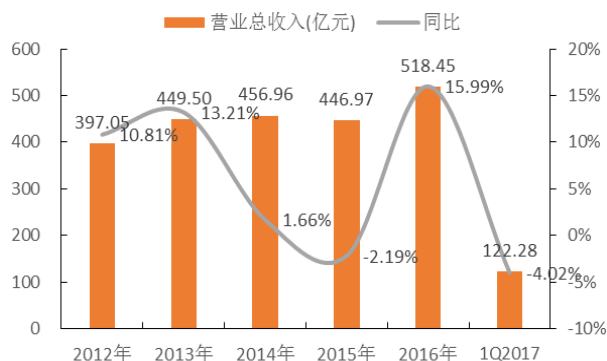
注：12 年资产重组导致毛利率、净利率、ROE 出现变化

资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 经营长期稳健，屠宰+肉制品双轮驱动

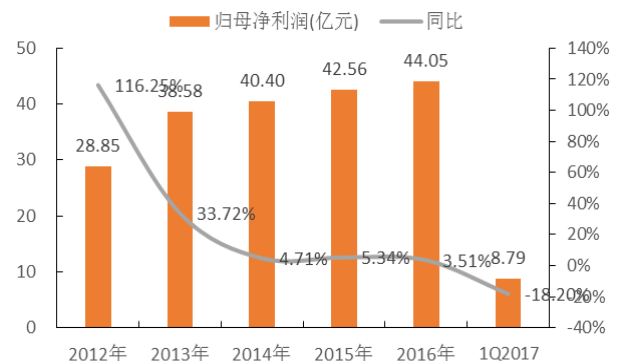
过去几年，公司营业收入受猪价影响存在波动性，但长期保持较好增长，13-16 年复合增长率 4.87%。1Q17 受春节前移拖累，导致营收同比下滑 4.02%至 122.28 亿元。公司业绩长期保持低速增长态势，14-16 年分别实现净利润 40.4、42.56、44.05 亿元，同比增长 4.71%、5.34%、3.51%。1Q17 高价库存导致肉制品营业利润率下滑，实现净利润 8.79 亿元，同比下滑 18.2%。

图表7 公司营业收入增长稳定



资料来源：Wind，平安证券研究所

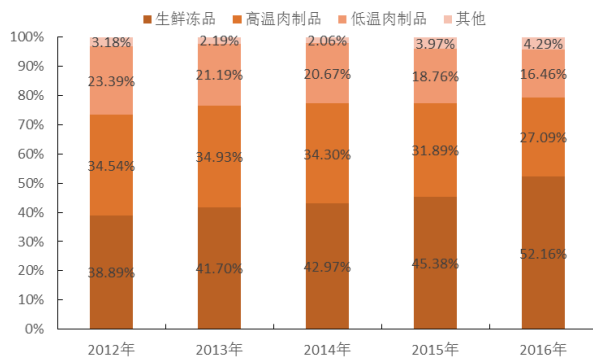
图表8 公司业绩长期稳步提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

屠宰拉动收入，肉制品贡献利润。公司主营业务由屠宰和肉制品两部分组成，屠宰业务即宰杀生猪并售卖鲜肉及冻肉，肉制品业务则是以畜禽肉为主要原料，加工制作并销售熟肉制品或半成品，具体可分为高温肉制品及低温肉制品。15-16 年，受益于猪价上涨，屠宰业务(生鲜冻品)收入增速分别为 24.5%、29.7%，提升屠宰收入占比的同比也拉动整体收入增长，肉制品整体平淡，高温及低温肉制品收入均出现增长乏力。2016 年，公司屠宰、肉制品收入占比分别为 52.16%、43.55%。从毛利构成来看，屠宰增收不增利，毛利贡献逐年下降。肉制品仍是利润主要来源，16 年高温及低温肉制品分别贡献 47.15%、27.77%的毛利。

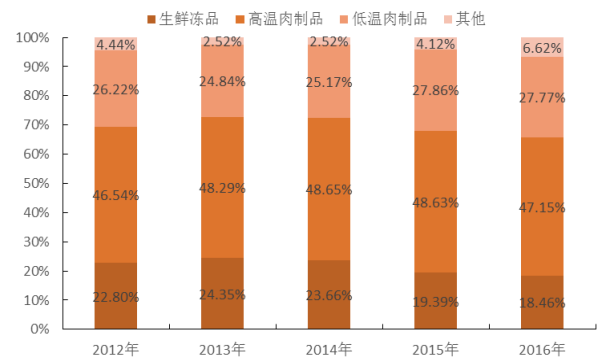
图表9 屠宰业务拉动收入增长



注：内部抵销扣减在生鲜冻品

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 高低温肉制品贡献多数毛利

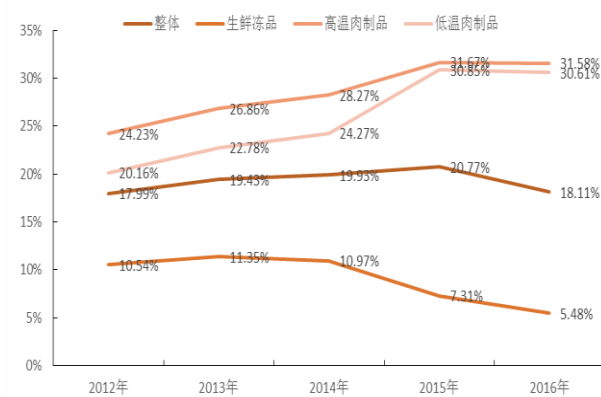


注：内部抵销扣减在生鲜冻品

资料来源：Wind，平安证券研究所

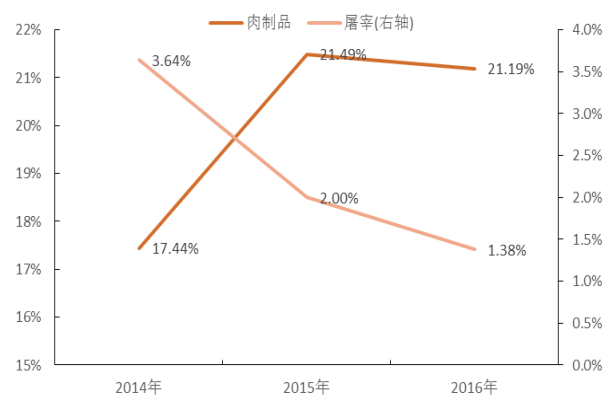
高猪价冲击生鲜冻品盈利能力，高低温肉制品毛利率稳步提升。过去几年，受高猪价冲击，生鲜冻品盈利能力大幅下滑，毛利率从14年的10.97%逐年降至16年5.48%，营业利润率从14年3.64%降至16年1.38%。高低温肉制品受益于管理提效和进口肉降低成本，毛利率出现较大幅度提升，营业利润率也有所改善，营业利润率从14年17.44%提升至16年21.19%，高温肉制品毛利率从14年的28.3%提升至16年31.6%，低温肉制品从14年24.3%提升至16年30.6%。

图表11 公司各业务毛利率水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

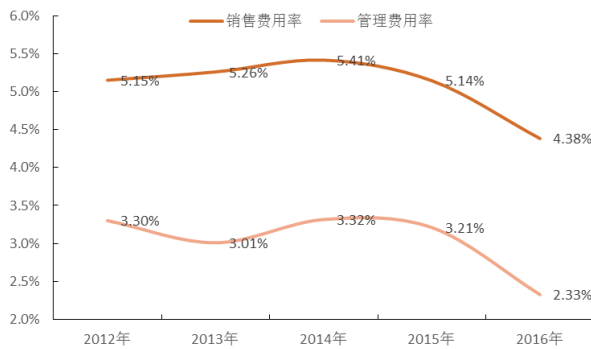
图表12 公司各业务营业利润率水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

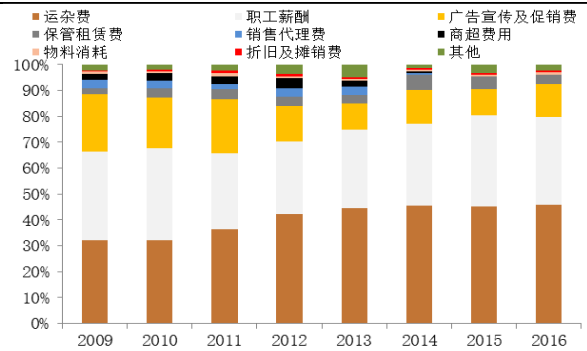
控费能力突出，销售+管理费用率逐年下降。近年来，公司在费用控制方面展现出极强的掌控力，从而通过经营提效来保障业绩增长。2014年以来，公司销售费用率和管理费用率呈下降趋势，销售费用率从14年5.41%降至16年4.38%，运杂费、职工薪酬、广告宣传及促销费占比压缩明显；管理费用率从14年3.32%降至16年2.33%，主要由员工奖励计划费用、职工薪酬、维修费占比下降推动。

图表13 公司销售、管理费用率呈下降趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 销售费用结构变化



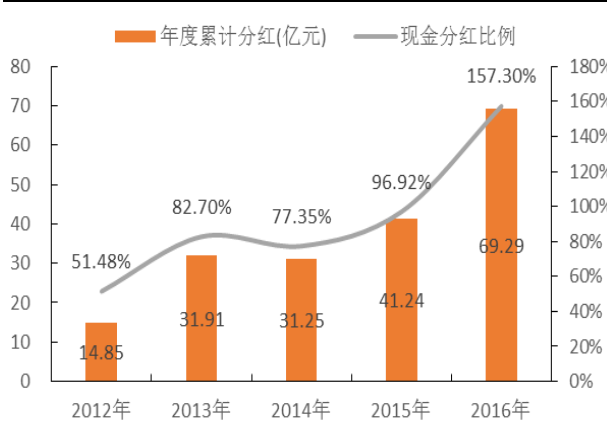
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 高分红“现金奶牛”，机构持股比例较低，纳入 MSCI 指数或受益

高分红属性突出，股息率跃居行业第一。2013年，万洲国际以71亿美元的对价收购美国食品巨头史密斯菲尔德食品公司，其中47亿美元现金收购股份和承担24亿美元债务。公司作为万洲国际主要资产，担负起向母公司输血偿还债务的责任。2013年开始，公司现金分红比例一直处于高位，13-16年分红比例分别为82.70%、77.35%、96.92%、157.30%。从6月13日股息率来看，公司16年股息率高达9.14%，远高于行业内其他上市公司，即使考虑16年分红比例过高，以80%分红比例估算，股息率也有4.65%，也仅次于梅花生物5.37%的水平。

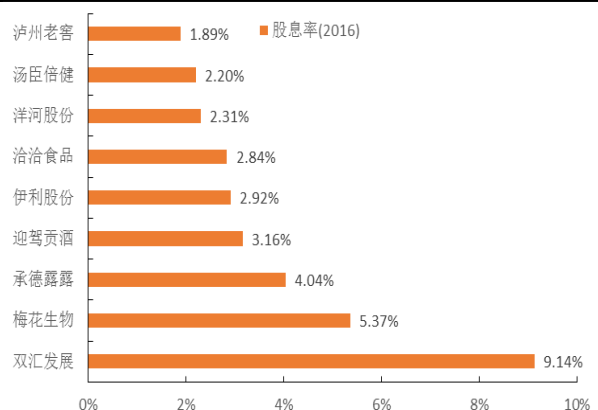
站在目前来看，万洲国际长期借贷已经从13年67亿美元高点降至16年19亿美元，且债务结构也从高成本向低成本替换，17-18年需偿还借款本金10.02亿美元和5.73亿美元。虽然母公司未来偿债压力减小，但考虑公司经营业绩提升、现金流强劲且无较大资本开支迹象，未来分红比例或将继续保持较好水平。

图表15 13年以来公司分红比例处于高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

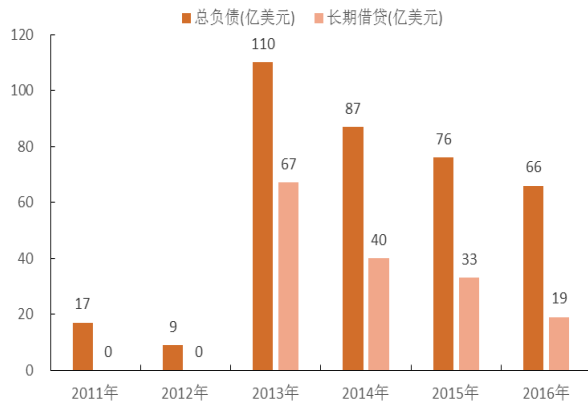
图表16 公司股息率领跑食品板块



数据截至6月13日收盘价

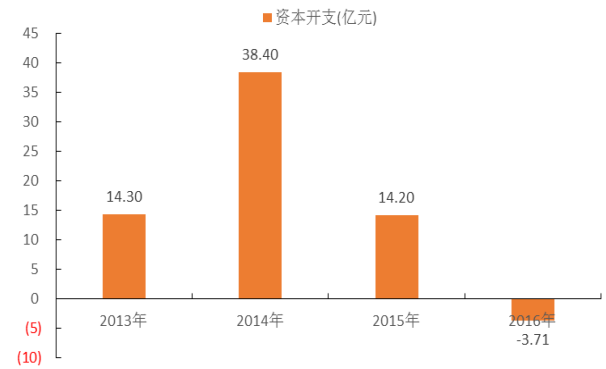
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 万洲国际债务情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

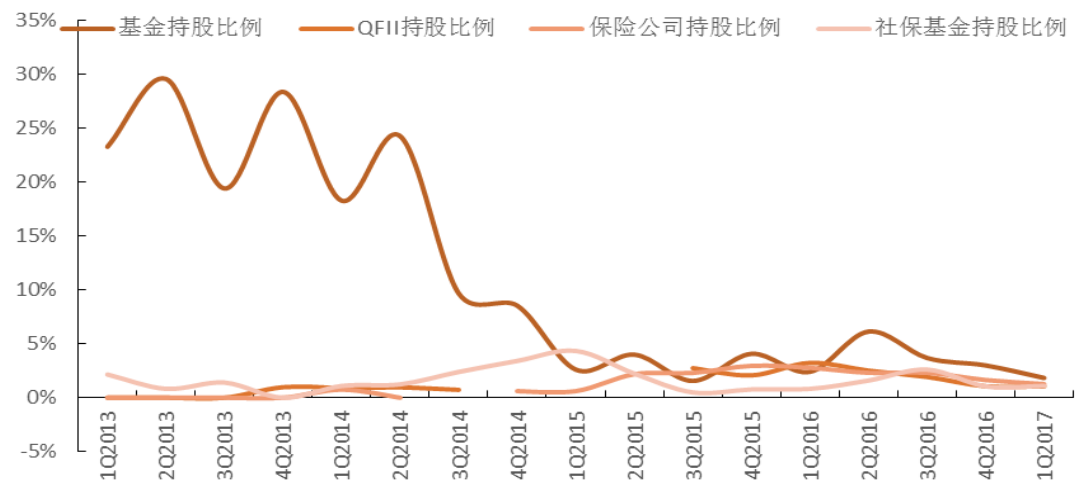
图表18 公司历年资本开支情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

机构持股处于低点, 持续变化或改变超低预期。由于 14 年以来公司营收、净利增速大幅放缓降低预期以及市场风格偏向中小创, 基金持股比例持续下降, 从 13 年 20% 以上的高点降至 1Q17 仅 1.83%, 处于历史低点。叠加估值来看, 超低的持股或说明市场的预期较低。我们认为公司 15 年以来的持续的变化已经对公司基本面带来向好影响, 且母公司偿债压力减轻将使公司经营更具冲劲, 或改变超低的预期。叠加低估蓝筹大行情持续, 公司估值有望提升。

图表19 机构持股处于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

外资钟爱蓝筹龙头, 公司纳入 MSCI 指数或受益。分析沪股通、深股通持股, 发现港股更偏爱于大盘蓝筹, 且消费领域的公司更受关注, 伊利、口子窖、茅台沪深港通持股居于前列。双汇深港通持股比例 0.7%, 持股在 913 家深股通标的中居于 54 名。明晟宣布中国 A 股正式纳入 MSCI 指数, 计划初始纳入中国 A 股的 222 只大盘股, 双汇名列其中。后续, 全球跟踪 MSCI 指数的被动投资基金将相应调整权重配置, 且外资也会相应更聚焦 A 股大盘股, 公司或迎来外部资金流入。

图表20 沪股通、深股通前十个股统计

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
沪股通	上海机场	方正证券	宇通汽车	福耀玻璃	恒瑞医药	伊利股份	青岛海尔	口子窖	长江电力	贵州茅台
占 A 股	27.95%	18.38%	12.74%	11.14%	10.97%	8.30%	7.41%	7.34%	6.16%	5.95%

比例										
深股通	海康威视	美的集团	格力电器	东阿阿胶	鲁泰 A	索菲亚	云南白药	老板电器	科华生物	大族激光
占 A 股比例	7.00%	5.76%	5.24%	4.70%	4.05%	3.62%	3.60%	3.55%	3.49%	3.19%

数据截至 6 月 26 日

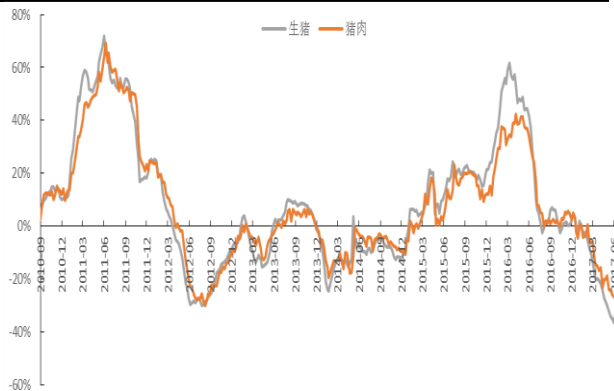
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 屠宰：猪价下行利于盈利恢复，冷鲜肉潜力保障长期成长，竞争格局走向单寡头

2.1 猪价下行&周期延长，利于屠宰放量、利润恢复

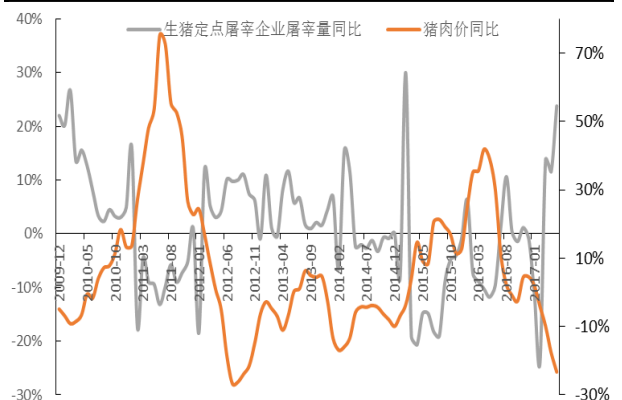
猪价走势影响屠宰，决定行业“量、利”变化。屠宰企业赚的钱实际上是生猪-猪价之间的价差，当猪价上涨时，生猪价先上涨，猪肉价滞后上涨，且由于终端需求稳定&畜禽肉替代，猪价上涨幅度将低于生猪价幅度。因此，当猪价进入上行区间，生猪-猪价之间的价差会缩小，降低屠宰企业的利润空间。同时，出于利润的考虑，屠宰企业在猪价上涨阶段一般会在屠宰量上做出妥协，呈现出“价涨量跌”的态势。当猪价下行时，屠宰企业屠宰量和盈利能力将有与猪价上涨时完全相反的表现，呈现屠宰放量、盈利恢复的态势。

图表21 猪价滞后生猪价变动，并幅度较小



资料来源: Wind, 平安证券研究所

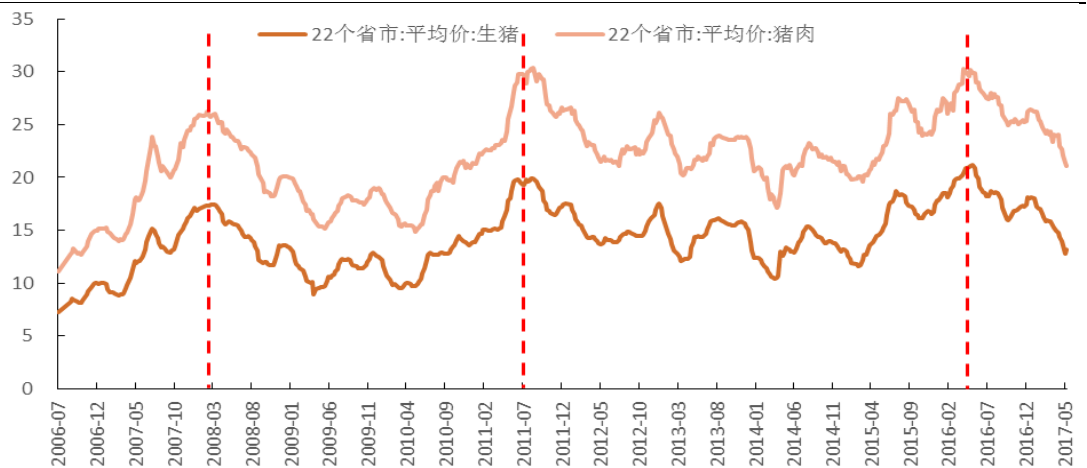
图表22 定点屠宰企业屠宰量与猪肉价反向变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

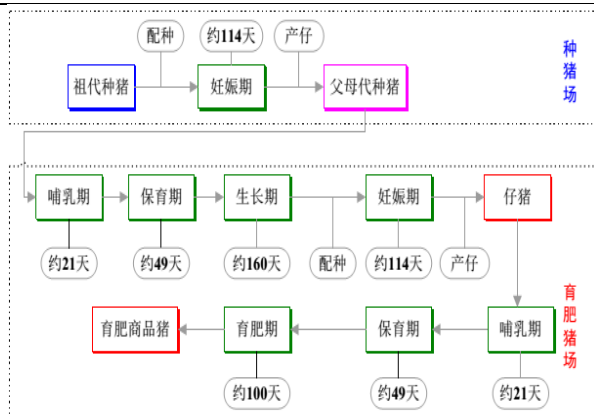
猪价进入下行区间，17 年前高后低。猪价涨跌具有明显的周期性，基本是按照 3 年至 4 年一个周期运行。近年来看，猪价自 11 年达到波峰后持续下跌，在自 15 年 3 月触底后进入新一轮上涨，并于 16 年 5 月达到顶峰。参考猪周期来看，目前猪价已经进入下行周期。结合生猪存栏、能繁母猪存栏数据，生猪供给已有改善趋势，2H17 猪价大概率继续下调，17 年全年猪价将呈现前高后低走势。

图表23 近十年猪价经历 3 个周期，3-4 年为一个周期



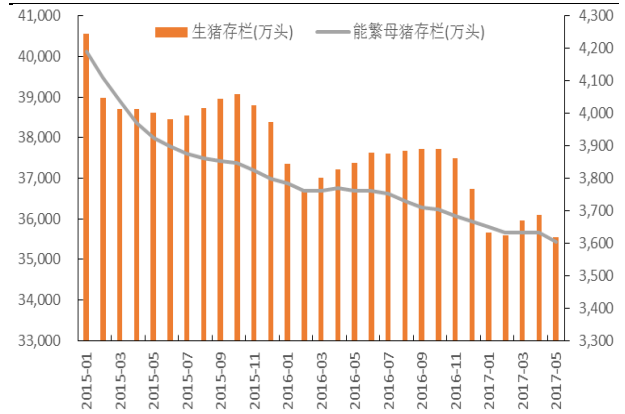
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 生猪生长周期需要 170 天



资料来源: 龙大肉食招股说明书, 平安证券研究所

图表25 生猪存栏&能繁母猪存栏触底

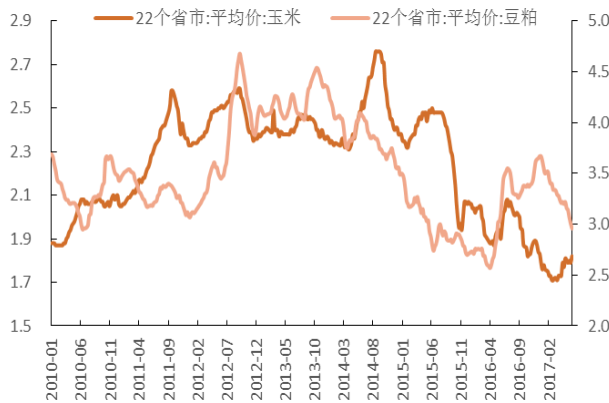


资料来源: Wind, 平安证券研究所

玉米价跌降低成本+规模猪场占比提升改善养殖效率，猪周期延长，猪价或 18-19 年持续降。饲料成本约占生猪成本的 70%-80%，而玉米、豆粕分别占据饲料成本 50%、25%以上，当猪粮比在 6:1，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。相比 11 年猪价上涨，16 年猪价上涨更多的源自供给短缺，饲料成本却随原粮价格大幅下降而降低。站在目前时点，猪粮比仍高达 7.56，全球大豆丰产以及 16 年玉米收储政策市场化的背景下，原粮价格短期难有大幅上涨，按照猪粮比 5:1 的猪周期底部测算，猪价长期下降空间巨大。

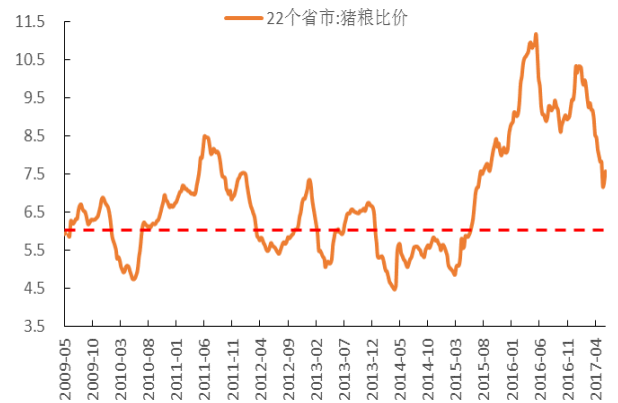
此外，国内生猪规模化养殖仍处于较低水平，生猪生产“十三五”规划提出，2020 年出栏 500 头以上的规模养殖比例要从 14 年的 42%提升至 52%，持续环保风暴正加速养殖规模化进程，不仅使得猪周期进一步延长，还改善养殖效率以降低成本，18-19 年猪价有望持续下降。

图表26 15年至今，原粮价格大幅下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 猪粮比价处于高位

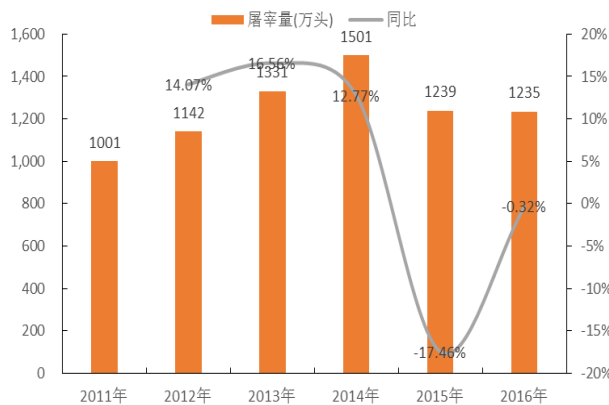


资料来源: Wind, 平安证券研究所

公司屠宰量 17 年或回正增长，头利大概率提升至 45 元上方。自 15 年以来，受猪价上涨&进口冻肉替代影响，公司屠宰量从 14 年 1501 万头的高点降至 16 年 1235 万头。1Q17 公司屠宰量虽延续下滑趋势，但核心原因是春节前移导致需求转移。展望全年，屠宰上规模战略未变、进口肉冲击减弱，叠加猪价下降利好，公司 2-4Q 屠宰量有望出现双位数增长，全年屠宰量有望高个位数甚至双位数增长。

参考公司历史头利变化，猪价走势和头利呈反向变化，这源于两个因素，其一是猪价变动影响生猪-猪肉价差，其二是猪价变动影响屠宰企业屠宰量的诉求，导致单位生猪分摊的固定成本变化。借鉴处于猪价下行期的 1Q15、2Q16，头均利润分别为 56 元、54 元。对比来看，1Q17 公司头均利润约 36 元，虽然同比+128%，但较猪价下行期 50 元以上水平偏低，我们预计头利仍将持续提升，全年或提升至 46 元，往后看，进口肉增厚利润、单猪头重增加，18-19 年头利或在 50 元以上。

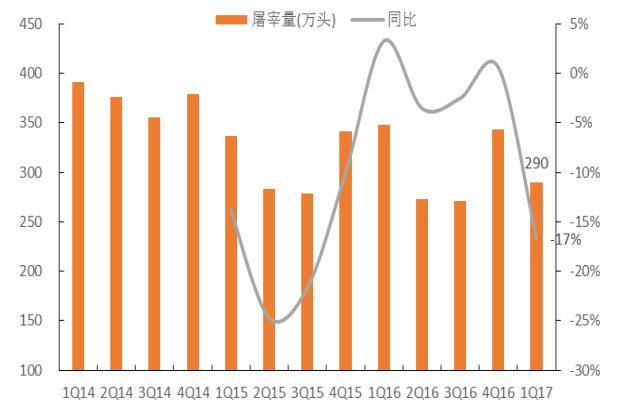
图表28 公司历年屠宰量变化



注: 2011年为重组拟合数据

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表29 1Q17 屠宰量同比-17%



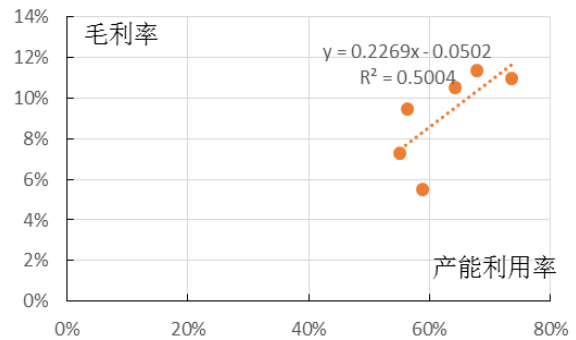
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表30 估计 17 年全年头利或达到 46 元

	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016
生猪价	12.40	14.07	17.86	16.57	18.28
走势	↓	↑	↑	↓	↑
头利	56.02	47.07	30.38	24.34	15.65
	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	
生猪价	20.50	18.42	16.79	17.01	
走势	↑	↓	↓	↑	
头利	37.02	54.11	39.50	35.63	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 屠宰毛利率与产能利用率关系密切



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 冷鲜肉具有较高天花板，保证公司长期成长性

国内主要有热鲜肉、冷冻肉和冷鲜肉三种生肉制品。热鲜肉是最传统的市售猪肉，是半夜屠宰、清晨供应上市的新鲜肉，其生产简单易行，但口感和风味较差，食品安全难以保证。冷鲜肉又称排酸肉，在冷链环境下经历了较充分的解僵成熟过程，微生物繁殖受到抑制，肉质细嫩，滋味鲜美。冷冻肉是屠宰后的胴体经过冷冻而成，其优点是保存期较长，但低温环境下导致营养物质流失，且口感不佳。

对比三种生肉制品，热鲜肉、冷鲜肉主要供应居民日常餐饮，存在较强的替代关系，长期趋势是质嫩味美、营养价值高的冷鲜肉取代没经过冷却排酸、易污染的热鲜肉。冷冻肉则主要用于肉类食品加工，少部分用于居民消费，主要是屠宰企业在淡旺季之间调节。

图表32 生鲜猪肉主要分类

类型	释义	价格	形态	主要渠道
热鲜肉	宰杀后未经冷却处理直接上市销售的生猪肉	中	白条肉、分体肉	农贸市场
冷鲜肉	将严格检疫合格的畜禽经科学工艺屠宰后，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畜禽肉	高	分割肉	农贸市场、加盟店、商超
冷冻肉	屠宰后的胴体经过冷冻，其肌肉中心温度低于-15℃的生肉	低	分体肉	食品加工企业、农贸市场、加盟店

资料来源：wind，平安证券研究所

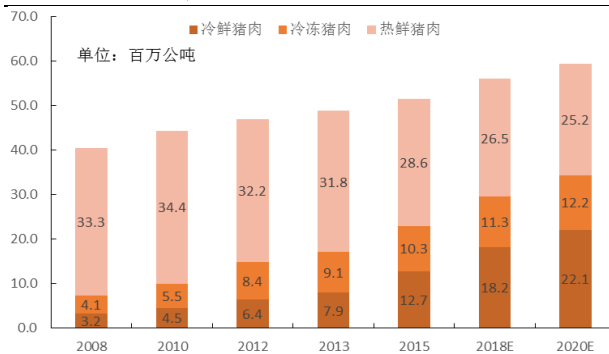
渠道变革推动&传统观念改变，冷鲜肉仍有巨大潜力，低基数下年释放空间可观。2000 年以来，双汇、金锣等屠宰龙头企业率先推出冷鲜肉，并逐步在市场推广。近年冷鲜肉占比正逐步提升，15 年冷鲜肉占比提升至 24.6%，但较发达国家 90%的比重仍明显偏低。冷鲜肉取代热鲜肉是长期发展趋势，我们判断这一过程需要较长时间完成，未来得益于渠道变革推动&传统观念改变，冷鲜肉需求有望加速释放，且冷鲜肉较低的基数下，年转换空间仍然可观：

1) **从农贸市场向现代流通渠道转变。**热鲜肉加工简单、价格便宜，适合在农贸市场销售；冷鲜肉基本为品牌猪肉，售价较热鲜肉高 5%~8%，商超及专卖店等现代渠道更能体现出品牌溢价，且产品需要全程冷链，农贸市场冷藏配套远不如商超&专卖店完善，因此现代渠道成为冷鲜肉的主渠道。目前，农贸市场仍是猪肉售卖的主要渠道，15 年农贸市场占渠道份额高达 56.1%。但长期来看，随着城市化不断推进，农贸市场日益退出市民生活的舞台，而超市、专卖店为代表的

现代渠道凭借贴近社区的天然优势，将逐步承接猪肉消费需求，渠道的转变将加速冷鲜肉对热鲜肉的替代。

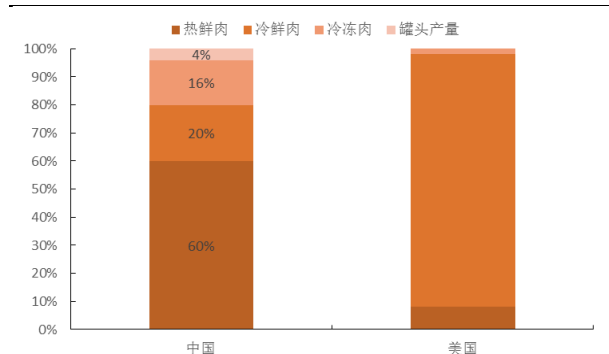
2) **改变传统观念，走出认识误区。**由于传统习惯，消费者认为刚屠宰的热鲜肉最为新鲜，并难以区分冷鲜肉和冷冻肉，认为冷冻过的肉就会变得不新鲜，失去肉的营养和质感，偏向购买热鲜肉。因此，消费者对冷鲜肉认可度低源自冷鲜肉优点宣传不到位，随着国家和领先企业加强宣传推广&消费升级激发需求，预计消费者将逐步建立消费冷鲜肉的习惯。

图表33 中国冷鲜肉猪肉占比呈上升趋势



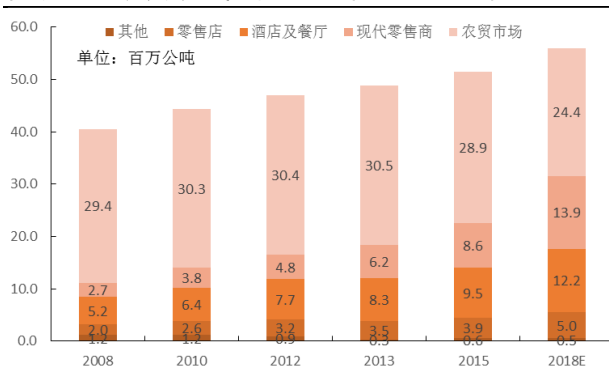
资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表34 2015年中美猪肉品类比重对比



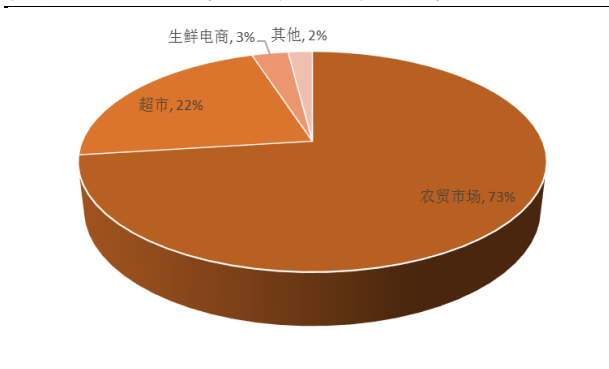
资料来源: 猪e网, 平安证券研究所

图表35 农贸市场在猪肉渠道占比趋于下降



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表36 2016年中国农产品市场份额

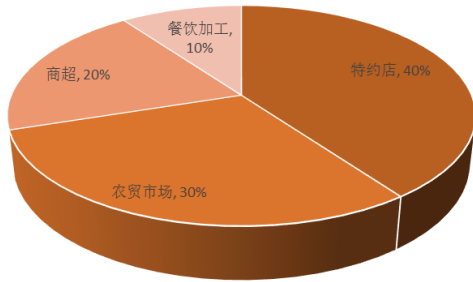


资料来源: 易观智库, 平安证券研究所

渠道调整&开拓释放发展空间，屠宰业务深具成长性。公司屠宰产品以冷鲜肉为主，配备部分冷冻肉，受益冷鲜肉巨大提升空间，公司屠宰业务前景广阔。公司屠宰渠道主要包括农贸市场、商超、特约店以及学校、餐饮等渠道。农贸市场是传统流通渠道，需求量大，但价格要求敏感，难以获得产品、品牌溢价，适合走量来降低公司整体运行费用。特约店、商超作为现代流通渠道，不仅未来发展潜力最大，且体现公司议价能力，利润更为丰厚。

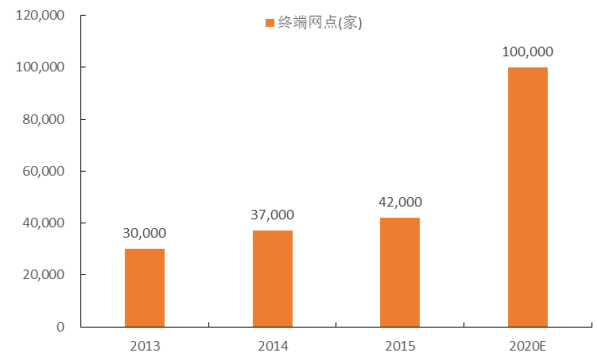
自2012年以来，公司将冷鲜肉销售从农贸为主的定位调整为主攻特约店和商超渠道，以此提升盈利能力。截至2015年末，生鲜猪肉销售网点4.2万家，特约店、农贸市场、商超、餐饮加工的渠道比例约为40%:30%:20%:10%。展望未来，公司仍将以特约店&商超为开拓重点，以基础网点作为开发方向，每年增加网点1万家以上，到2020年底形成总数超过10万家的销售网络，终端开拓有望进一步打开冷鲜肉销量。

图表37 公司生鲜渠道构成(2015年)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表38 预计2020年终端网点超过10万家

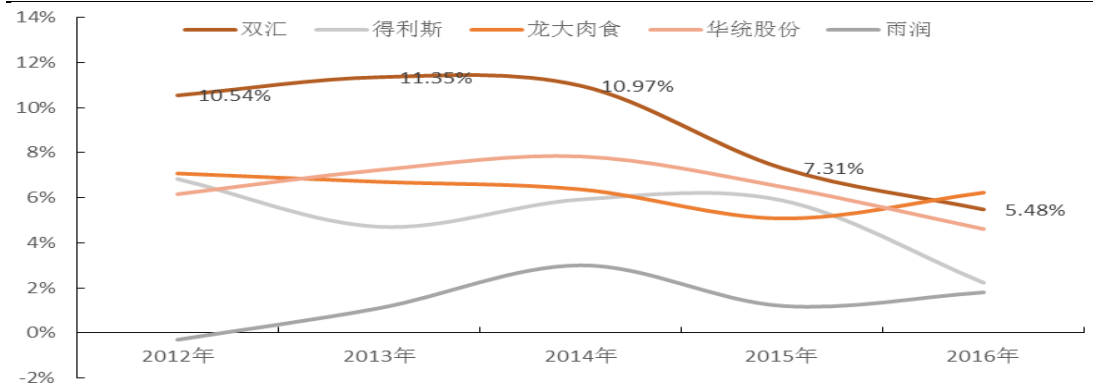


资料来源:公司公告,平安证券研究所

2.3 广维度资源配置提升竞争力,卓越管理层实现价值最大化

对比过去5年屠宰行业毛利率水平,公司的屠宰盈利能力显著较强,毛利率水平长期处于行业领先地位。2016年,公司屠宰毛利率5.48%,仅次于部分屠宰生猪自养的龙大肉食(6.23%),领先雨润、得利斯、华统股份1.80%、2.23%、4.61%的水平。我们认为公司强于同业的盈利能力来源于更广维度的资源配置能力和管理层对市场的前瞻性判断,且未来优势仍将持续。

图表39 双汇屠宰业务毛利率远远领先其他上市公司屠宰毛利率



资料来源:Wind,平安证券研究所

全国资源优化配置:公司屠宰最大的优势是能在广阔的生鲜猪肉市场配置资源,无论是在收猪还是销售层面。一般而言,屠宰厂的收猪半径约为100-300公里,销售半径约在300-500公里以内。公司在全国17个省市建有现代化屠宰基地,通过区域价差指挥,在旺销区和不旺销区之间调度,降低收猪成本,提升经济效益。此外,凭借近百万个销售终端,公司灵活调配不同肉类,利用南北差异、鲜冻差异、渠道差异满足消费者不同的喜好。

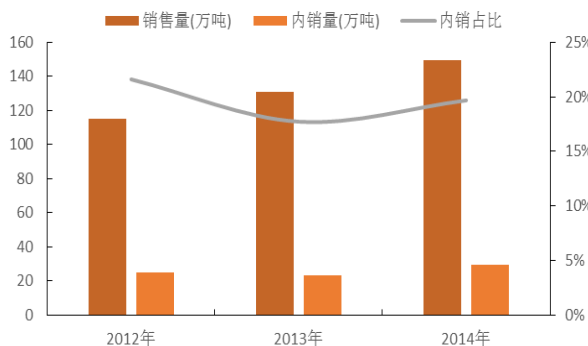
图表40 公司生产基地布局全国



资料来源：公司官网，平安证券研究所

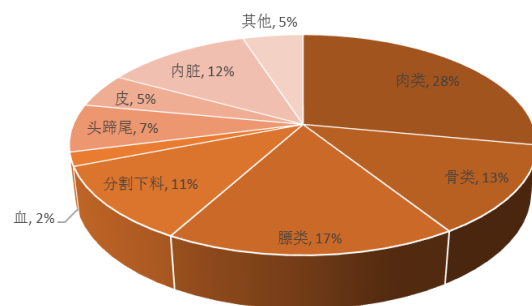
产业链资源配置：公司具有全产业链优势，不仅布局屠宰产业，还延伸至下游肉制品行业。凭借行业最佳的肉制品加工能力，可以更好的利用猪肉中的下料(猪血、内脏、油脂)，而其他屠宰企业利用程度相对偏低，且无足够的肉制品体量消化下料。根据历史情况，公司生鲜冻肉总销量中约有 20% 的销量来自内部肉制品采购，较高的猪肉开发程度提升了屠宰经济效益。

图表41 历史上约 20%生鲜猪肉由内部消化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 生猪屠宰产品分割比例



资料来源：互联网，平安证券研究所

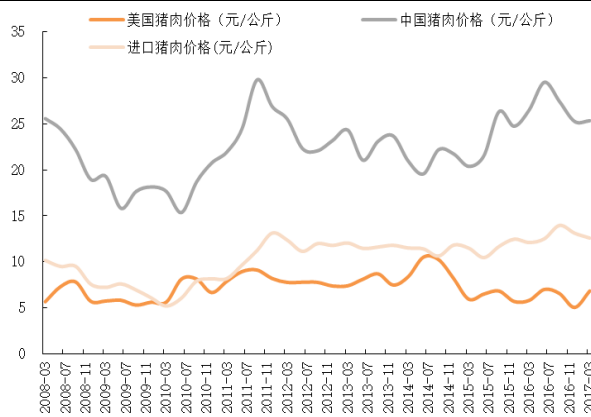
中美协同效应：长期以来，由于国内外玉米价格差异以及规模化养殖程度不同，国内猪价远远高于海外。对比美国猪价来看，1Q17 美国平均猪价 6.8 元/公斤，而同期中国猪价高达 25.3 元/公斤。2013 年母公司万洲国际收购美国最大屠宰企业史密斯菲尔德，集团内部中美协同效应逐步显现，2014 年 1 月，史密斯菲尔德首次向公司交付生鲜猪肉并通过公司分销网络销售。此后，公司进口规模持续放大，2016 年进口量高达 31 万吨。廉价的美国猪肉一方面用于肉制品生产，另一方面用于向市场出售，增厚屠宰利润。

图表43 万洲国际业务范围囊括中美欧



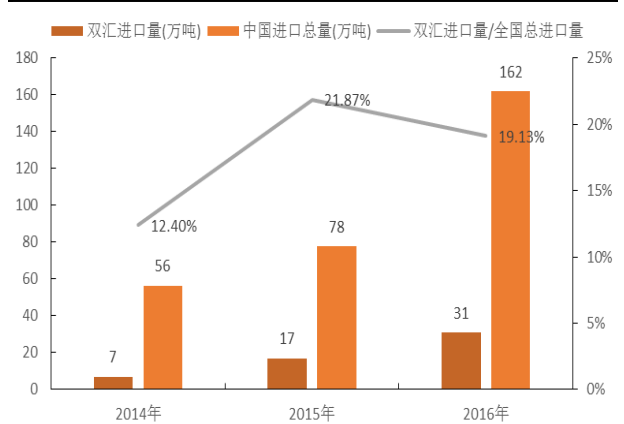
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表44 中国猪肉价格远远高于美国价格



资料来源：Wind，平安证券研究所

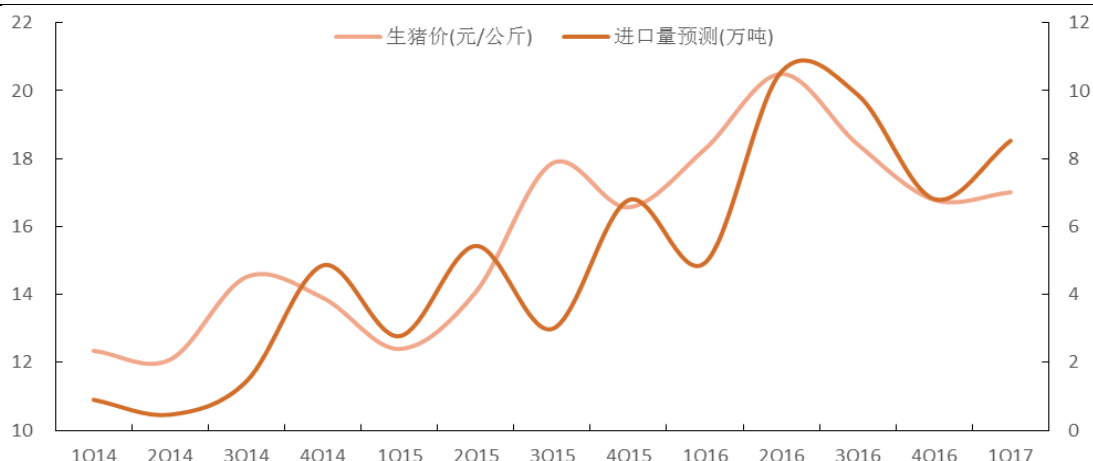
图表45 14-16年双汇进口规模大幅增长



资料来源：Wind，公司调研，平安证券研究所

管理层对市场具有较强的预判能力。公司管理层均是行业经验丰富的资深人士，凭借公司全国布点的价格监控体系，历史猪价预判基本与实际走势相符，从而实现价值最大化。从近年进口猪肉量的变化来看，可以佐证公司对猪价的判断能力。进口猪肉从美国发至中国，航运+清关时间差不多在两个月。因此，当期进口的数量是提前 2 个月做出的判断。从历史单季度进口量来看，进口肉的数量变化与生猪价走势较为相近，若考虑进口肉业务前期基数较小，将时间周期缩短至 1Q16 之后，走势的吻合将更为明显。

图表46 进口肉的预估数量变化与生猪价走势较为相近



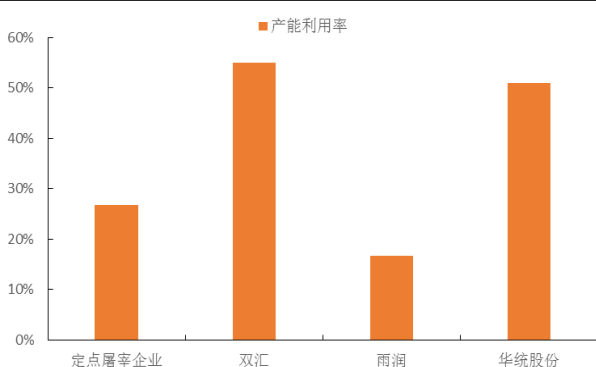
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

2.4 行业集中度存巨大提升潜力，竞争格局走向双汇单寡头

行业产能严重过剩，集中度低位徘徊。长期以来，中国生猪屠宰行业存在着严重的产能过剩。为提高食品安全和生产效率，政府部门通过行政干预使屠宰行业适度集中和减少定点屠宰数量，但最终效果并不突出。2015年，定点屠宰企业开工率不到30%，产能过剩并未较过去有明显改善，且定点屠宰占总屠宰量的比重也未出现提升趋势，16年定点屠宰占总屠宰比重30.47%，较10年34.11%有所下降。

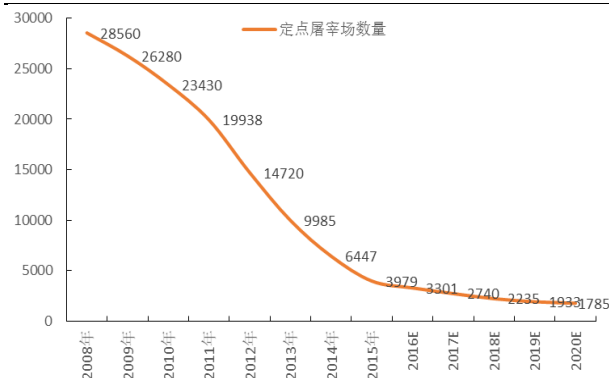
集中度提升缓慢源自行业门槛低，肉类升级铸就行业壁垒。由于地方保护主义及卫生、环保标准较宽松，优势企业较难淘汰行业中的散户。此外，热鲜肉为主的品类结构下，肉品生产技术含量低，且散户固定资产投入少并规避各项费用，较低的进入壁垒导致散户进出行业十分灵活，市场份额难以迅速向领先企业集中。展望未来，热鲜肉逐步被冷鲜肉所替代，行业对冷链技术和产业链整合能力提出更高的要求，叠加政策支持淘汰落后产能，领先屠宰企业的优势将更为凸显。参考美国生猪屠宰CR4 67%的水平，国内行业集中度仍有较大提升空间。

图表47 屠宰企业产能利用率处于低位(2015年)



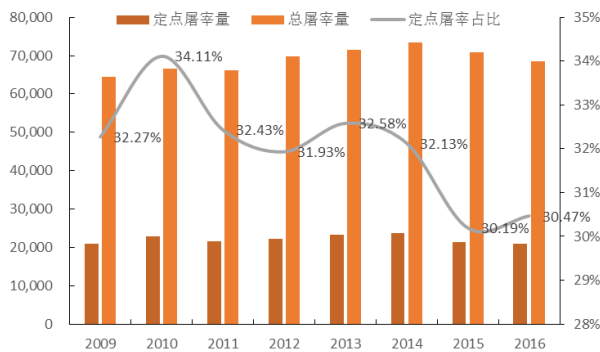
资料来源: 我国生猪屠宰市场 SCP 分析, 公司公告, 平安证券研究所

图表48 定点屠宰场逐年压缩数量



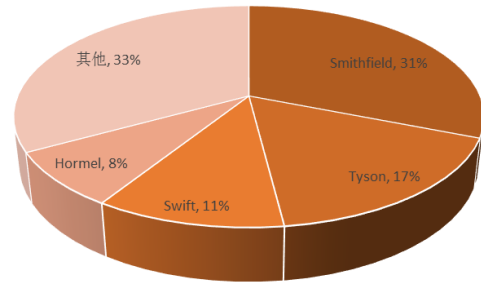
资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表49 定点屠宰占总屠宰量比重有所下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

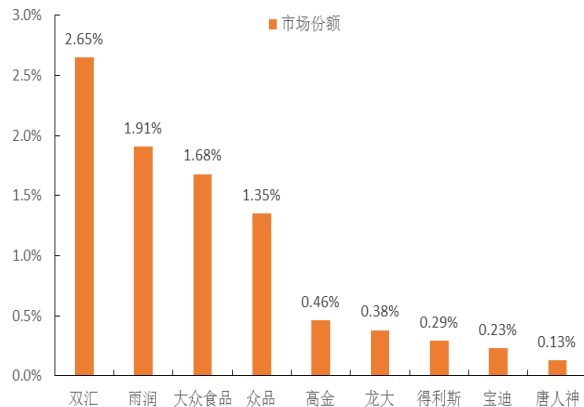
图表50 美国生猪屠宰 CR4 高达 67%



资料来源: 中国产业信息网, 平安证券研究所

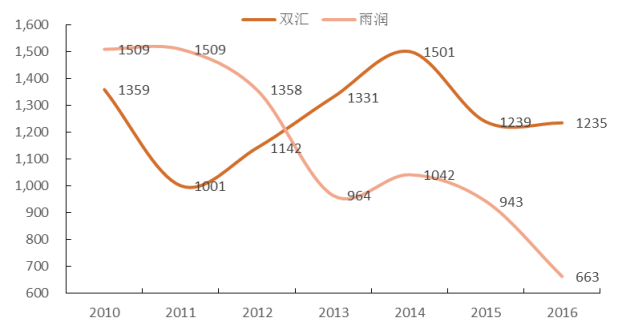
以价换量策略推动公司份额提升，两强争霸走向双汇单寡头。15年以来，公司通过以价换量推动屠宰上规模，且未来仍将作为核心战略，将推动公司份额提升。行业长期处于双汇、雨润两强争霸的格局。近年来，雨润受产能大扩张以及集团多元化战略的拖累，屠宰量自2012年出现下降趋势，并一直延续至今。2013年双汇超过雨润跃居行业第一，领先优势逐步扩大。目前，雨润已陷入债务泥潭，短期或难有起色，行业两强格局正逐步走向双汇单寡头。屠宰行业规模经济较为明显，公司产业链整合能力及议价能力有望进一步提升。

图表51 生鲜猪肉产量 TOP9 市场份额(2013)



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表52 雨润屠宰量持续大幅下滑



注: 双汇 2011-2012 为重组拟合数据

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

三、肉制品：绝对优势下静待蝶变，高温仍不悲观，低温厚积薄发

3.1 产品老化导致增长乏力，成本下降利好盈利改善

肉制品主要包括火腿肠、火腿和灌肠肉制品等，是以鲜或冻畜肉、禽肉等为主要原料，经腌制、搅拌、斩拌、乳化、充填、烘烤、蒸煮等工艺制作而得的肉类制品。公司肉制品具体可分为高温肉制品和低温肉制品，高温肉制品是指经过 121℃ 高温蒸煮的包装肉制产品，主要为火腿肠和猪肉罐头；低温肉制品是指使肉制品处于较低温度（0-4℃）环境下抑制微生物生长，使肉制品最大限度的保持原有风味和品质的肉类制品，主要包括火腿、香肠及培根。

公司肉制品的主要消费群体包括城市家庭、学生、餐饮消费者及农村消费者，按消费特点可分为餐饮类、休闲类、方便类。产品基本为经销制，已深入到县乡级市场，实现全国覆盖，终端以超市为主，批发为辅。2015年，CD类终端商超占销量的40%；批发农贸占销量的20%；AB类大商超占销量的15%；学校渠道占销量的10%；其它自建渠道占销量的15%。

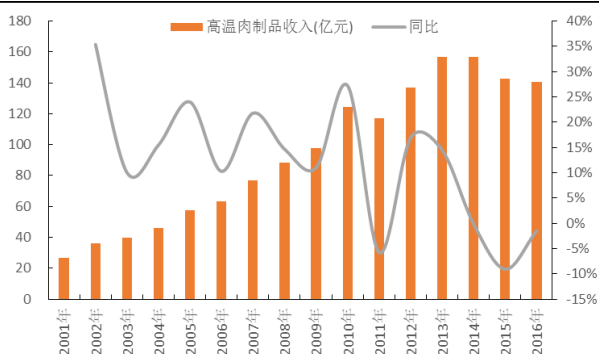
图表53 公司肉制品消费特点

产品分类	类型	消费主体	消费特点
餐饮类	低温肉制品	城市家庭、中高档餐饮场所	对产品的营养价值和产品质量要求较为严格
休闲类	高、低温肉制品	学生和游客	消费行为较感性、消费频率高
方便类	高、低温肉制品	农村消费者、游客和商务人士	对食品的营养、方便、健康方面有较高的要求

资料来源：公司公告，平安证券研究所

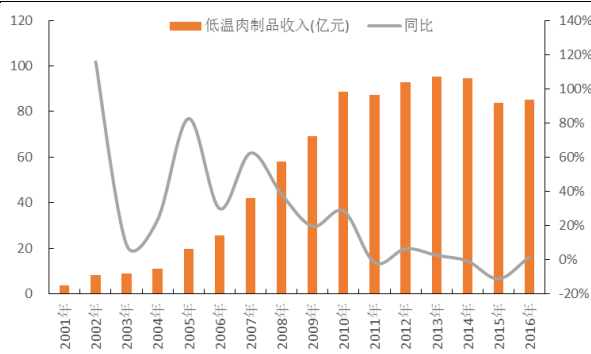
产品老化致使肉制品呈现“销量增长乏力，吨价逐年下滑”态势。从历史来看，公司高、低温肉制品均经历了一轮高增长的黄金时期。2011年可谓是公司发展的转折点，一方面瘦肉精事件对公司品牌形象造成巨大损害；另一方面，消费升级激发消费者健康化、个性化诉求，对公司主力产品的偏好度下降。同时，万洲国际管理层更多地将精力用于收购史密斯菲尔德及后续上市事宜，导致公司产品老化问题没有得到很好的解决。从近3年来看，公司肉制品业务出现“销量增长乏力，吨价逐年下滑”的趋势，销量从14年173万吨降至16年161万吨，吨价从14年1.46万元/吨降至1.41万元/吨。

图表54 高温肉制品收入情况



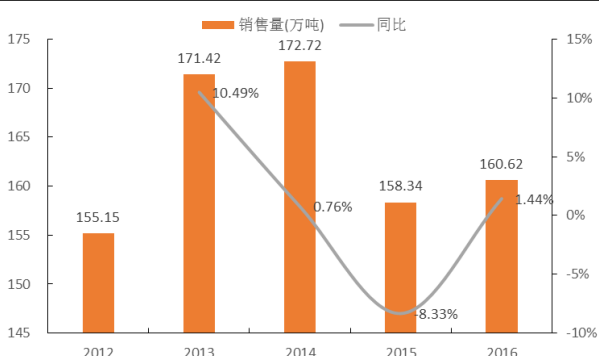
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表55 低温肉制品收入情况



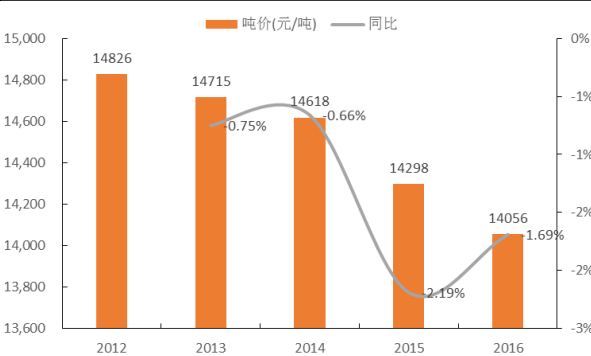
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表56 肉制品销量增长乏力



资料来源：公司公告，平安证券研究所

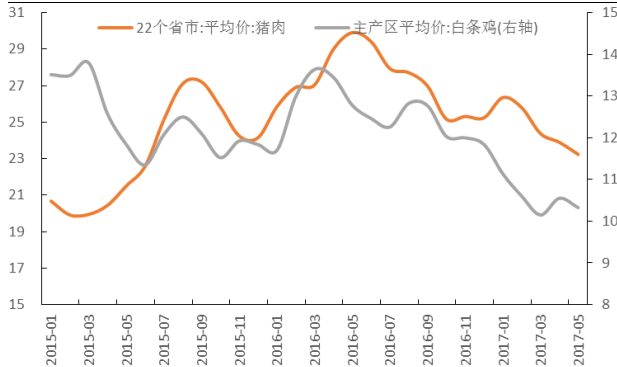
图表57 肉制品吨价逐年下滑



资料来源：公司公告，平安证券研究所

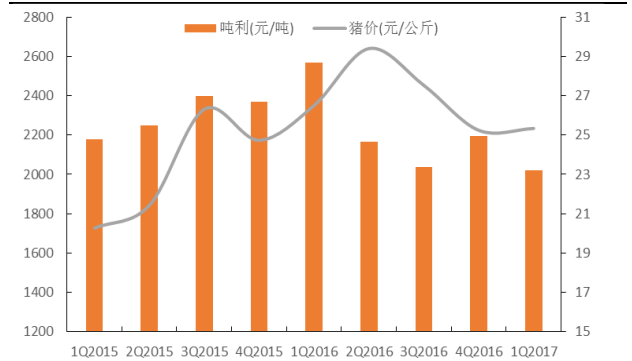
肉价下行降低成本，吨利有望改善。肉制品主要成本在于畜禽肉等原料，对比 16 年来看，猪肉价格持续下行，较 16 年同期有较大降幅，且考虑猪周期&猪粮比，全年猪价大概率前高后低走势，且 18-19 年猪价或继续下降。同时，白条鸡价格也继续回落，处于近年低点，祖代鸡存栏处在低点，但父母代鸡存栏仍在去产能，预计 2Q17-3Q17 鸡价仍将保持较低水平，18 年或在低位向上修复。此外，公司向上游布局养殖，年出栏 30 万头猪及 5000 万只鸡，小幅平滑成本波动。考虑原料储备，一般上游价格变化传导至肉制品需要 1-2 个季度，16 年高价库存已经用完，预计 2-4Q17 吨利逐步提升，全年吨利(税后)或在 2300 元以上，18-19 年或继续受益成本下降和产品升级，吨利有望继续提升。

图表58 17 年猪价下降明显，鸡价处于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表59 吨利变化滞后猪价 1-2 个季度



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表60 以 16 年吨利为基数，静态分析吨利对鸡价、猪价敏感性(税前)

吨利	鸡价									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
猪价	-20%	4196	3970	3743	3517	3290	3064	2837	2611	2384
	-15%	4118	3892	3665	3439	3212	2986	2759	2533	2306
	-10%	4040	3814	3587	3361	3134	2908	2681	2455	2228
	-5%	3962	3736	3509	3283	3056	2830	2603	2377	2150
	0%	3884	3658	3431	3205	2978	2752	2525	2299	2072
	5%	3806	3580	3353	3127	2900	2674	2447	2221	1994
	10%	3728	3502	3275	3049	2822	2596	2369	2143	1916
	15%	3650	3424	3197	2971	2744	2518	2291	2065	1838
	20%	3572	3346	3119	2893	2666	2440	2213	1987	1760

注: 不考虑进口肉变动、原料储备影响、鸡猪比例调整、产能利用率变化、产品均价变化、上游养殖变化及其他原料人工能源等影响

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 高温: 龙头受益挤压式增长, 仍有较大提价空间

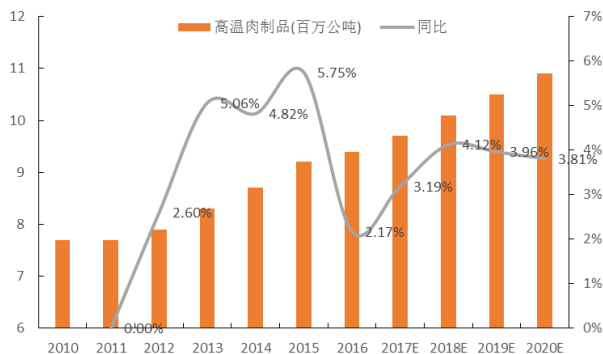
一直以来, 市场对高温肉制品的前景抱有疑虑, 结合近 3 年来高温肉制品收入的持续负增长, 导致市场预期偏悲观。我们认为火腿肠行业或许离天花板已经不远, 但随着竞争格局变化、产品升级和直接提价, 作为行业绝对龙头的公司高温肉制品业务仍能保持低速增长。

火腿肠虽低端化, 但仍有较大提价空间。市场认为火腿肠的定位低端, 难以通过提价来提升盈利能力, 我们认为火腿肠仍然有较大的提价空间。从火腿肠消费人群来看, 虽然产品低端但客群并不低端, 月收入 3000-12000 元的购买者占比高达 60%, 说明中产阶级仍是购买的主力。而从影响消费

者选择火腿肠的因素分析，口味、品种、品牌是前三的影响因素，说明价格的敏感性并不突出。此外，方便面零售单价从 2012 年 1.83 元/份稳步提升至 16 年 2.18 元/份也说明方便食品也存在直接提价、产品升级的潜力。因此，我们认为火腿肠提价空间客观存在，公司短期吨价下滑或因老产品促销和新品效果不显，后续随着新品逐渐成熟，高温肉制品产品单价有望逐步提升。

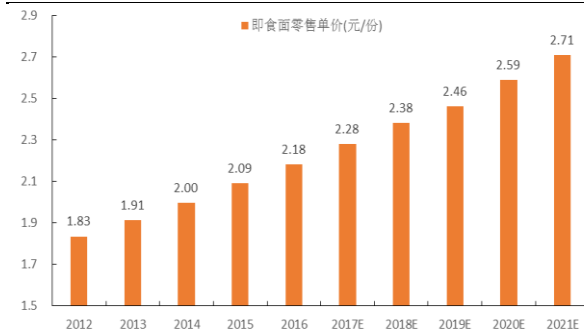
行业绝对龙头，份额或加速向龙头集中。目前，我们估算公司火腿肠市占率在 50%-60%，且竞争对手体量均远远小于公司，竞争格局明朗。展望未来，公司超强市场地位赢得超额利润，在行业增速放缓背景下综合竞争力进一步凸显，市场份额有望加速向龙头集中。

图表61 高温肉制品有望保持低速增长



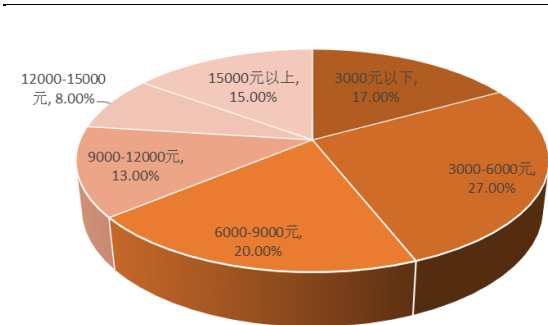
资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表62 方便面零售单价稳步提升



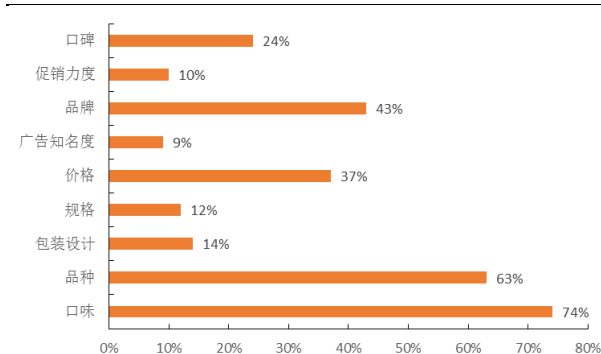
资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表63 18 岁以上火腿肠购买人群月收入结构



资料来源: 2016年中国火腿肠品牌消费市场格局现状及发展趋势研究报告、平安证券研究所

图表64 消费者火腿肠选择的影响因素



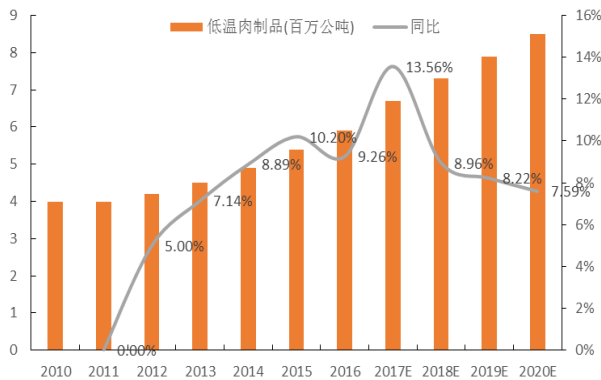
资料来源: 2016年中国火腿肠品牌消费市场格局现状及发展趋势研究报告、平安证券研究所

3.3 低温：行业前景广阔，高端化、餐饮化加速结构转变

低温肉制品是未来发展趋势。低温肉制品的加工工艺可以最大限度保留原有营养，具有鲜嫩、脆软、可口、风味佳的特点，在品质上明显优于高温肉制品。在西方国家，低温肉制品已经成为肉制品行业的绝对主导力量，而国内仍以高温肉制品为主。目前，国内低温肉制品占比仅 39%，较美国 92% 的占比水平明显偏低，随着消费升级，低温肉制品具有广阔的发展空间。

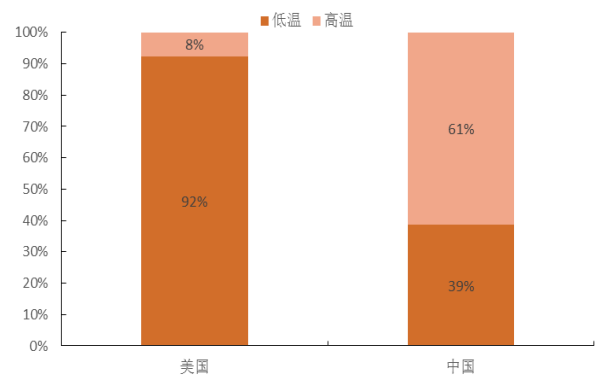
中温休闲产品拖累整体表现，纯低温仍有较好增长。公司低温产品可分为休闲类中温产品和餐饮类纯低温产品，中温产品占主导地位。近年来，公司低温产品发展增速有所放缓，主要原因在于产品结构分化，中温产品受到越来越丰富的休闲食品的冲击，而餐饮食材的纯低温产品仍有较高增速。

图表65 低温肉制品仍将保持较好增长



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

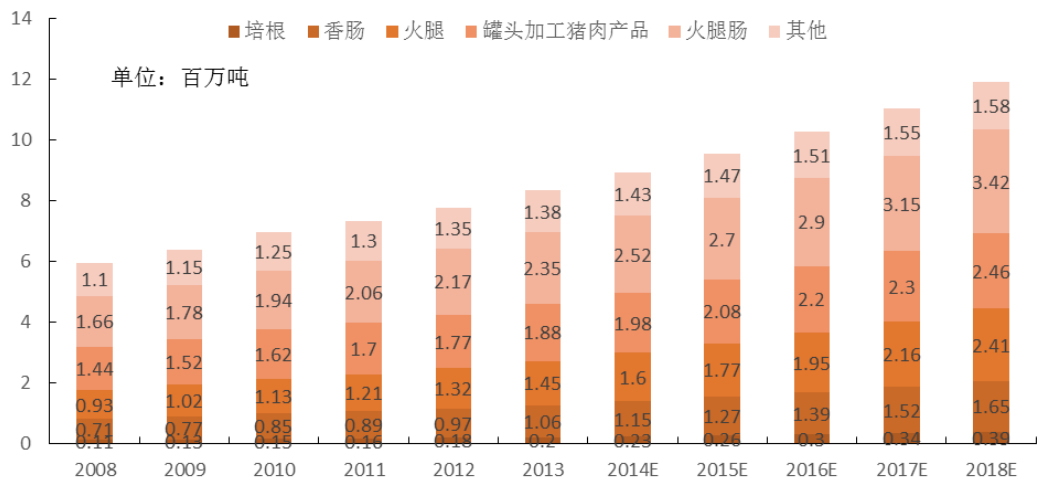
图表66 中美肉制品结构对比



资料来源: Frost & Sullivan, 欧睿, 平安证券研究所

引入史密斯菲尔德, 填补高端低温市场空白。伴随消费升级, 培根、火腿、香肠等低温肉制品的需求正迅速扩大, 追求“健康、营养、安全”的高端需求也日益增长。目前, 低温产品多集中在中低端, 高端市场仍是市场空白。母公司万洲国际收购史密斯菲尔德后, 公司引入史密斯菲尔德高端美式产品(不添加食用香精、不添加着色剂、不添加淀粉)抢占国内高端市场。2015年12月, 郑州双汇美式工厂正式投产, 主要生产美式培根、美式火腿、美式香肠。2016年, 美式产品开始推向市场, 率先在北上深等经济发达地区铺货。截至16年11月, 实现了全国3855家AB商超、6325家便利/社区店等高端渠道的进店销售。

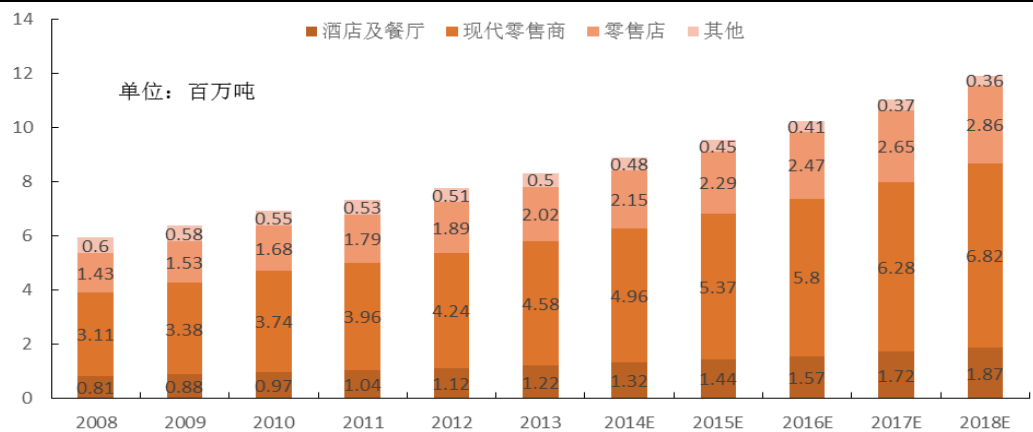
图表67 培根、香肠、火腿规模增速领跑肉制品, 且趋势仍会持续



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

休闲转向餐桌, 食材化拓展发展空间。餐饮市场一直是肉制品的重要销售渠道之一, 渠道占比约15%, 若仅论低温市场, 占比将更高。长期以来, 餐饮食材产品很难实现标准化、工业化生产, 所以少有巨头涉足。但餐饮连锁企业的高速发展带动生产流程的标准化和规范化, 中式产品工业化生产条件基本具备, 使得半成品食材和标准化原料的需求持续扩张。公司近年加大餐饮投入, 随着餐饮食材、中式产品的结构逐步完善以及规模基数上升, 有望抵消中温产品下滑后拉动低温肉制品增长。

图表68 餐饮渠道一直是肉制品的重要分销渠道



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

综合来看, 低温肉制品是行业发展的必然趋势, 市场空间足够广阔。目前, 虽然公司低温业务仍发展乏力, 但无论是推出美式、西式高端产品, 还是深耕餐饮食材, 都符合行业发展大方向。目前, 前期新品仍处于培育期, 短期效果暂难显现。但绝对领先优势下公司有充足时间积累量变直至质变, 结合公司新品渠道铺货和近期研发中心调整、电商休闲等新渠道开拓等动作, 18年或有更好表现。

四、投资建议

基于猪价快降, 我们调整公司盈利预测, 预计 17-19 年归母净利润从 44、51、57 亿元提高至 47、52、56 亿元, 同比增长 6.1%、10.5%、8.0%, 预计 17-19 年 EPS 从 1.34、1.54、1.74 元提高至 1.42、1.57、1.69 元, 对应 PE 分别为 16.8X、15.2X、14.1X。

猪价下行周期, 肉制品吨利+屠宰头利上升, 双汇单季净利增速 1Q17 触底后将明显回升, 至少 4 个季度或可达双位数。玉米价跌降成本+规模猪场占比升后养殖效率升, 猪价或持续降, 双汇 18 年净利或增双位数。长期看, 冷鲜肉市场空间巨大, 奠定屠宰长期成长性, 且竞争格局正向有利于双汇的方向发展。肉制品结构转换仍慢, 但绝对领先下双汇有充足时间积累量变直至质变, 高温受益挤压式增长&提价潜力, 仍不悲观; 低温前景广阔, 发力高端、休闲转向餐桌均迎上行业风口, 值得期待。参照历年高分红, 90%分红假设下, 双汇 17 年股息率达 5.4%, 行业结构转换大风口+双汇绝对领先+净利增速 1Q17 见底持续回升, 17 年 PE 仅 16.8 倍, 中长期回报率近双位数, 上调评级至“**强烈推荐**”。

图表69 公司主营业务分项目预测(单位: 百万元)

业务	项目	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
生鲜冻品	销售收入	21146.2	28029.5	27417.6	29473.2	31774.5
	销售成本	18481.7	25308.5	24987.0	26298.2	28033.9
	毛利率	7.3%	5.5%	8.9%	10.8%	11.8%
高温肉制品	销售收入	14252.9	14043.8	13894.9	14034.2	14316.3
	销售成本	9738.7	9609.1	9448.6	9501.2	9735.1
	毛利率	31.7%	31.6%	32.0%	32.3%	32.0%
低温肉制品	销售收入	8386.2	8533.4	8960.9	9484.1	10304.5
	销售成本	5799.4	5921.0	6156.1	6477.7	7058.6
	毛利率	30.8%	30.6%	31.3%	31.7%	31.5%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

五、 风险提示

需求放缓、食品安全事故、原料价格波动、消费者偏好变化。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,041	8,563	8,378	9,317	营业收入	51,845	51,532	54,288	57,757
现金	3,304	2,863	2,373	2,230	营业成本	42,440	41,624	43,340	45,944
应收账款	101	126	119	134	营业税金及附加	310	327	348	348
其他应收款	48	69	76	79	营业费用	2,272	2,384	2,510	2,655
预付账款	58	83	91	94	管理费用	1,207	1,390	1,478	1,569
存货	3,220	3,829	3,944	4,135	财务费用	-18	-15	25	0
其他流动资产	312	1,592	1,775	2,645	资产减值损失	173	100	100	110
非流动资产	14,311	14,978	15,637	16,301	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	177	177	177	177	投资净收益	98	77	61	64
固定资产	12,107	12,707	13,307	13,907	营业利润	5,556	5,816	6,570	7,195
无形资产	1,043	1,106	1,164	1,229	营业外收入	345	285	300	320
其他非流动资产	985	989	989	989	营业外支出	40	26	65	70
资产总计	21,352	23,541	24,015	25,618	利润总额	5,861	6,075	6,805	7,445
流动负债	6,176	11,577	10,458	9,518	所得税	1,300	1,220	1,437	1,646
短期借款	1,055	2,055	1,055	355	净利润	4,562	4,856	5,368	5,799
应付账款	2,309	2,914	3,034	3,124	少数股东损益	156	180	200	217
其他流动负债	2,813	6,608	6,370	6,039	归属母公司净利润	4,405	4,675	5,167	5,583
非流动负债	107	107	107	101	EBITDA	5,594	6,452	7,287	7,929
长期借款	6	6	6	0	EPS (元)	1.33	1.42	1.57	1.69
其他非流动负债	101	101	101	101					
负债合计	6,283	11,684	10,565	9,619					
少数股东权益	866	1,046	1,247	1,463	主要财务比率				
股本	3,300	3,300	3,300	3,300	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	1,831	1,931	2,031	2,131	成长能力				
留存收益	9,072	5,580	6,872	9,105	营业收入(%)	16.0	-0.6	5.3	6.4
归属母公司股东权益	14,203	10,811	12,203	14,536	营业利润(%)	2.7	4.7	13.0	9.5
负债和股东权益	21,352	23,541	24,015	25,618	归属于母公司净利润(%)	3.5	6.1	10.5	8.0
					获利能力				
					毛利率(%)	18.1	19.2	20.2	20.5
					净利率(%)	8.5	9.1	9.5	9.7
					ROE(%)	28.4	37.4	44.9	41.8
					ROIC(%)	27.0	29.3	29.9	30.1
					偿债能力				
					资产负债率(%)	29.4	49.6	44.0	37.5
					净负债比率(%)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
					流动比率	1.1	0.7	0.8	1.0
					速动比率	0.6	0.4	0.4	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
					应收账款周转率	445.8	454.2	442.7	456.1
					应付账款周转率	18.4	15.9	14.6	14.9
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.33	1.42	1.57	1.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.16	1.85	1.77
					每股净资产(最新摊薄)	4.30	3.28	3.70	4.40
					估值比率				
					P/E	17.85	16.82	15.22	14.08
					P/B	5.54	7.27	6.44	5.41
					EV/EBITDA	14.32	12.60	11.05	10.09

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033