

双汇发展 (000895)

肉制品弹性来自于鸡价+猪价共振，盈利或将进入复苏周期

2017年07月03日

投资评级：买入（维持）

投资要点：

■ **摘要：**肉制品业务占双汇收入 43%，毛利 75%，成本波动将带来业绩较大变化，是公司利润主要来源。报告通过分析猪肉与鸡肉价格变化与配比情况、进口肉与国产肉替代关系，以及库存肉影响三个因素，分析原料肉价变动对于肉制品利润的影响。

■ **肉制品成本变化来自于鸡价与猪肉共振：**猪肉与鸡肉存在替代关系，公司根据二者差价来调配使用比例：考虑成本收益情况，二者价差扩大时，鸡肉占比将提升；考虑产品品质，价差缩小时，猪肉占比将提升。展望 17 年，引种量持续下行，供给收缩背景下，预计鸡肉价格可能同比+5%。生猪存栏企稳猪价进入下降通道，预计猪价下降 15%-20%，利于利润率回升。由于猪价跌、鸡价可能上涨，猪肉使用占比有望提升，综合考虑，预计 17 年肉制品毛利率提升约 1.7pct，猪价下跌已成定局，具体毛利率变化需要紧跟鸡价走势。

■ **中美猪肉价差约 50%，长期存在，进口肉增加提升盈利能力。**美国生猪集约化养殖+饲料成本极低，导致中美猪肉长期存在价差（进口肉含税价格约为国内 50%），价差拉大时倾向于增加进口数量。限制进口肉高增长壁垒在于检疫检验冷库容量以及美国无瘦肉精猪肉产能有限。双汇进口肉部分用于肉制品生产，利润表现为成本的抵减；其余外销，利润表现为进口成本与国内猪价之间价差。预计 17 年进口肉数量同比增 30%达 40 万吨，将提升公司盈利能力。

■ **原料肉库存将产生减缓肉价波动与时滞两大影响。**公司可通过肉价上涨时使用低价库存肉（库存减少）；肉价下跌时补充低价库存（库存增加），来减缓肉价上涨的负面影响。因此库存的影响在于：一是减缓肉价上涨幅度；二是使得毛利率对原料肉价格的变化有一个季度的滞后。

■ **盈利预测与投资建议：**展望 17 年，肉制品销量低个位数增长，猪价大概率下行推动利润率回升，但鸡价可能的上行将抑制肉制品毛利率过快上涨。中美猪肉价差长期存在，进口肉增加将提升利润水平。预计 17-19 年 EPS 分别为 1.43、1.57、1.70 元，同比增 7%、10%、8%，最新 PE 为 17、15、14 倍。近期股价上涨较多，可能是由于双汇二季度具有合理预期，且被纳入 MSCI 指数，带来估值修复。考虑到双汇龙头地位突出，估值低，股息收益率高，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全风险，猪价下跌和产品升级不达预期。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

zhangyg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 收盘价（元） | 23.70 |
| 一年最低价/最高价 | 18.64/23.90 |
| 市净率 | 7.02 |
| 流通市值（亿） | 782 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产 | 3.38 |
| 资产负债率 | 30.04 |
| 总股本（百万股） | 3299.6 |
| 流通股 A 股（百万股） | 3299.0 |

相关研究

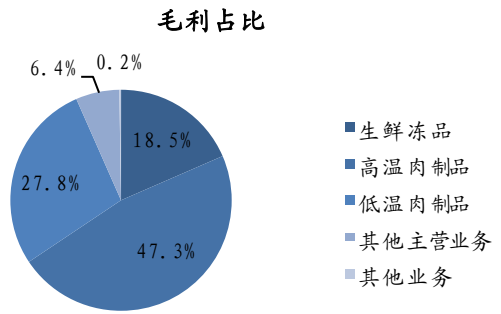
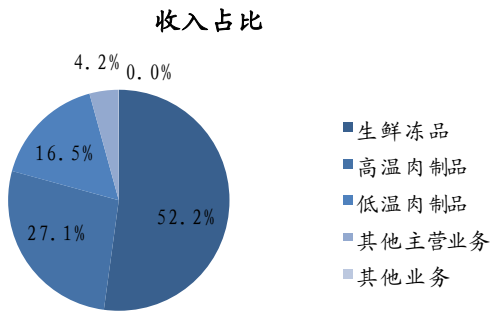
1. 双汇发展：16 年猪价高企导致盈利下降，17 年利润前低后高，高分红估值低，值得关注
——20170329

1. 肉制品是主要利润来源，寻找利润影响关键因素

双汇发展为肉制品行业龙头，主要包括屠宰与肉制品（包括高温与低温）两大业务，16 年二者分别占营收的 52%与 43%，占毛利的 19%与 75%，肉制品业务收入弹性不高，是公司利润主要来源，成本波动将带来较大业绩变化。

图表 1: 16 年肉制品（高温+低温）营收占比约 43%

图表 2: 16 年肉制品毛利占比约 75%

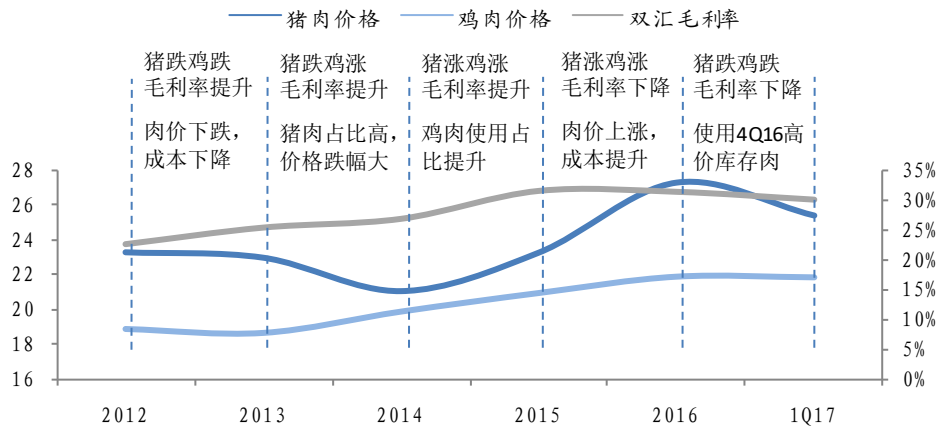


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

以史为鉴：看懂双汇肉制品毛利率变化规律。观察 2012-1Q17 双汇肉制品毛利率数据，我们发现，毛利率波动并没有与原料肉呈明显反向关系，而是鸡价、猪价变化的综合反应，具体因果关系说明如下：

图表 3: 双汇肉制品毛利率是猪价与鸡价综合作用结果



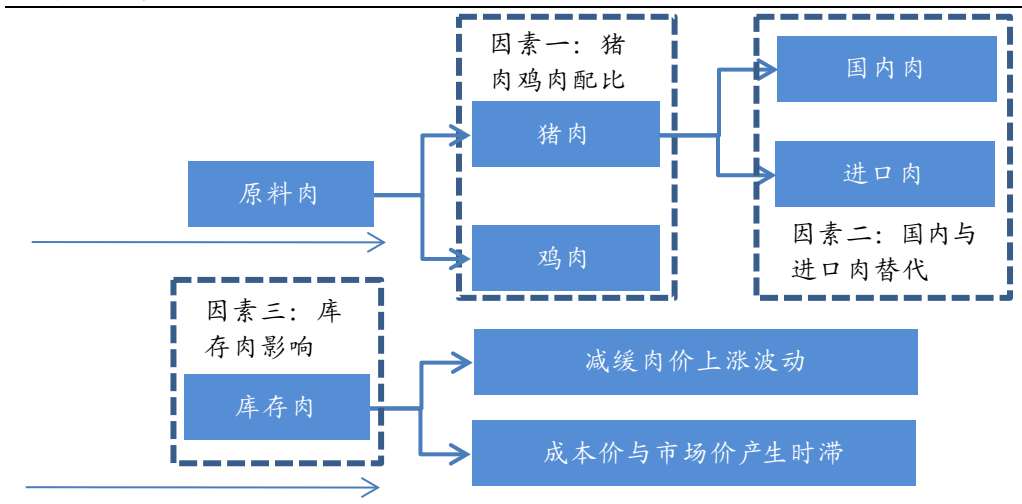
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- 13 年猪跌鸡跌，成本降低，推动肉制品毛利率提升
- 14 年猪跌鸡涨，公司使用猪肉用量占比高，且猪价跌幅大，毛利率总体提升
- 15 年猪涨鸡涨，但由于公司大量使用价格更便宜的鸡肉替代猪肉，导致毛利率不跌反升

- 16 年猪涨鸡涨，成本提升导致毛利率下降
- 1Q17 猪跌鸡跌，由于公司使用高价库存肉，毛利率下滑

肉制品利润关键因素在于原料肉配比、进口肉替代与库存扰动：肉制品毛利率之所以与原料肉价格走势不完全匹配，核心原因在于存在三个扰动因素，也是研究难点：一是猪肉与鸡肉的替代；二是国产肉与进口肉之间的替代；三是库存的变化。其中前两者影响不同种类原料肉用量比例，后者使得猪肉市场价格与会计处理的成本价格之间产生时滞。

图表 4：影响肉制品利润的三个关键因素



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 17 年猪鸡肉价差缩小，猪肉占比可能提升

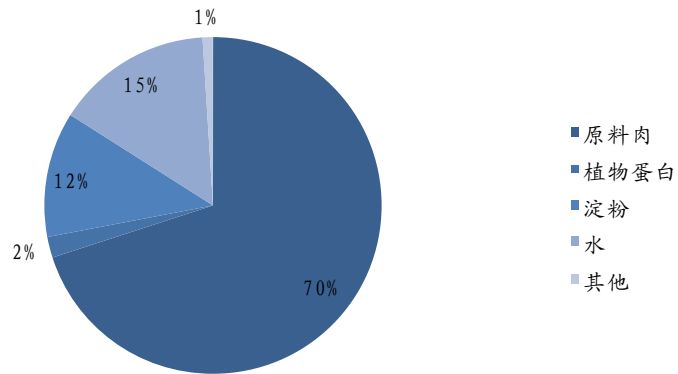
■ 猪肉与鸡肉存在替代关系，差价决定二者用量比例

公司原料肉占原料成本比重 70%，包括鸡肉与猪肉，二者存在替代关系，因此可调节彼此用量搭配来平滑肉价波动，具体来说：

➤ **成本利润考量：**猪鸡价差增大时，鸡肉使用占比将提升。本着利润最大化原则，公司通常在可调节的范围内，尽可能多的使用便宜原料肉。当猪价上行或鸡价下行导致二者价差拉大时，公司倾向于使用价格较低的鸡肉，以达到降低成本目的。

➤ **产成品品质影响：**猪鸡价差缩小时，猪肉使用占比将提升。两种原料肉生产出的成品并非完全一致，猪肉生产出的肉制品口感更好，高品质产品利于提升消费者满意度，提高终端销量。因此从品质角度出发，当猪鸡价差缩小时，公司将倾向于提高猪肉使用占比。

图表 5: 估算原料肉在肉制品成本中占比约 70%



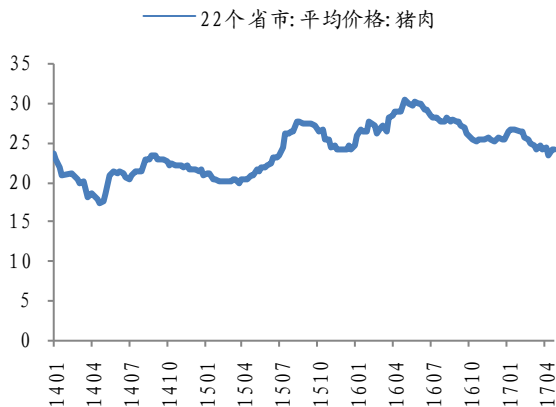
资料来源: 公司公告, 渠道调研, 东吴证券研究所

■ 预计 17 年猪跌鸡涨, 猪肉用量占比将提升

生猪存栏企稳, 猪肉价格将进入下行通道。生猪存栏量影响短期供给, 能繁母猪存栏量影响长期供给。饲料成本下降, 猪粮比提升, 推动养殖利润增加, 母猪存栏量企稳, 猪价或开始一轮长下降周期, 预计 17 年全年猪价同比下滑 15%-20%。

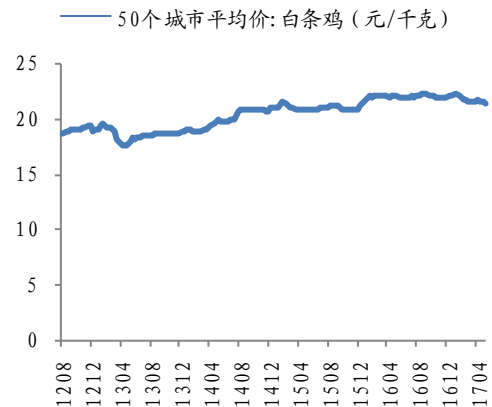
供给量处于低位, 鸡价可能小幅反弹。16 年国内祖代白羽肉鸡约 60 万套, 较引种量高点下降约 60%, 预计 17 年引种量持续下行。供给收缩背景下, 按禽链传导规律, 将逐步传导至父母代种鸡、商品代鸡苗, 我们预计全年鸡肉价格可能小幅反弹, 预计全年鸡价同比增约 5%。

图表 6: 预计 17 年猪肉价格有同比下降趋势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 预计 17 年鸡价同比小幅反弹



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

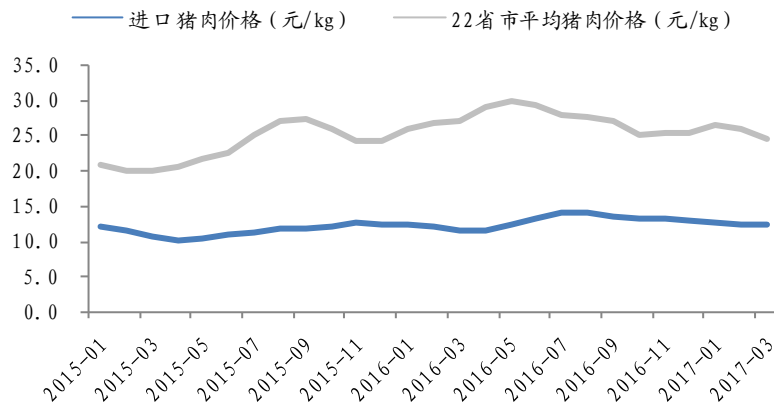
17 年猪鸡价差缩小, 猪肉用量占比有望提升, 预计毛利率提升 1.7pct。预计 17 年猪跌鸡涨, 二者价差缩小, 猪肉用量占比将提升, 其正面影响在于提高肉制品口感, 提升消费者满意度; 负面影响在于将抬高生产成本 (猪价下跌后仍高于鸡价)。猪价大幅下降对肉制品利润带来正面贡献, 但考虑到鸡价上涨, 猪肉占比提升, 均抑制利润率过快上行。综合考虑

价格与使用比例变化等因素，我们预计 17 年公司肉制品毛利率将提升 1.7pct。

3. 中美猪肉价差长期存在，进口肉增加提升盈利能力

中美猪肉价差长期存在。由于美国生猪集约化养殖，成本大幅低于国内，因此中美猪肉长期存在价差，进口猪肉到岸价格大概为国内肉价一半。双汇母公司万州国际收购世界最大猪肉出口企业史密斯菲尔德，可从美国进口具有成本优势的生鲜猪肉，具有降低肉制品成本作用。

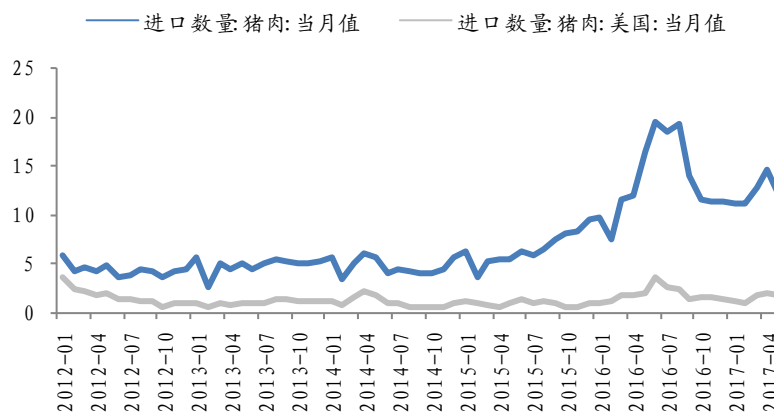
图表 8: 中美猪肉价差长期存在



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

冷库规模与产能限制是行业壁垒，中美猪肉价差拉大时倾向于增加进口肉数量。进口肉壁垒在于：一方面我国商检局备案的冷库容量有限难以形成规模；另一方面美国无瘦肉精猪肉产能有限。当中美猪肉价差加大时，国家倾向于加大进口肉力度，经历 16 年猪价上涨后，目前进口肉数量整体仍处于高位。从美国进口猪肉数量波动相对较小。

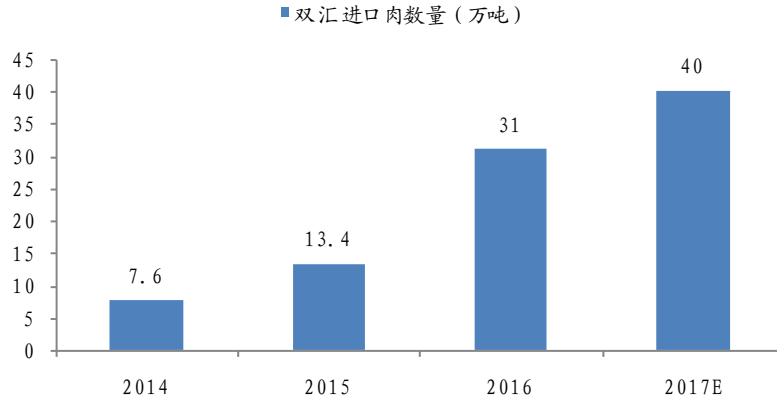
图表 9: 进口猪肉数量整体处于高位



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

双汇进口猪肉数量逐年增长。自收购史密斯菲尔德后，双汇进口肉数量始终保持高速增长。16 年公司进口肉 31 万吨，2017 年公司继续加强美国和欧洲猪肉进口，计划关联交易 55 亿，进口猪肉约 40 万吨。

图表 10: 双汇进口猪肉数量



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

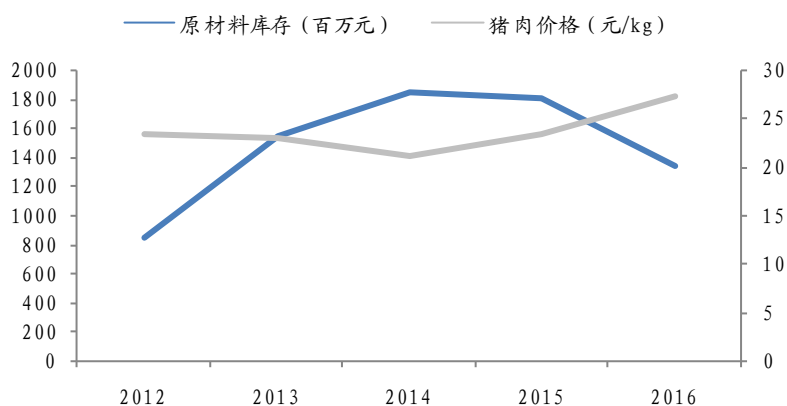
进口肉利润大多反映在屠宰事业部中，肉制品表现为成本的抵减。对于双汇公司而言，进口肉利润首先计入屠宰事业部，营业利润主要表现为进口成本价格+运输解冻等费用，与国内市场价格之间差额。进口肉结构较分散，包括猪肉与下脚料等多种形式，其中猪肉可用于肉制品生产，以平价供给肉制品事业部。因此进口肉利润大多体现在屠宰事业部中，在肉制品事业部中主要表现为成本的抵减。

进口肉数量增加将利于提升公司盈利能力。17 年伴随国内猪价下行，预计中美猪肉价差将收窄，但进口肉数量同比增约 30%，数量增幅可能高于价差降幅，综合来看进口肉仍将为公司贡献利润增量，提升盈利能力。

4. 库存肉：平滑肉价波动，带来时滞影响

公司大概有一个季度左右的原料肉库存，也是公司平滑成本的重要手段：通过肉价上涨时使用低价库存肉（库存减少）；肉价下跌时补充低价库存（库存增加），来减缓肉价上涨的负面影响。因此库存的影响在于：一是减缓肉价上涨幅度；二是使得猪肉市场价格波动与毛利率形成一个季度的时滞，这也是 1Q17 肉价下行背景下公司毛利率同比下降的重要原因。

图表 11: 双汇原材料库存与猪肉价格呈反方向变化



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

展望全年, 营收方面: 屠宰受益猪价下行得以提升, 肉制品销量增长仍然缓慢, 但双汇身为行业最大玩家, 仍有足够空间来进行新品布局, 16 年新建 8 家研发中心, 静待新品突破带来销量提升。利润方面: 预计 17 年猪价步入下行空间, 鸡价可能小幅反弹; 价差缩小猪肉占比提升; 进口肉数量增多, 利于推动利润增长。

预计 17-19 年 EPS 分别为 1.43、1.57、1.70 元, 同比增 7%、10%、8%, 最新 PE 为 17、15、14 倍。近期股价上涨较多, 可能是由于双汇二季度具有合理预期, 且被纳入 MSCI 指数, 带来估值修复。考虑到双汇龙头地位突出, 估值低, 股息收益率高, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

食品安全风险, 猪价下跌和产品升级不达预期。

图表 12: 双汇发展三年预测财务报表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 7041.1 | 7614.6 | 8432.8 | 9552.1 | 营业收入 | 51845.1 | 54272.0 | 56252.3 | 58465.6 |
| 现金 | 3303.7 | 3500.0 | 4199.2 | 5171.6 | 营业成本 | 42439.5 | 44200.7 | 45403.4 | 46930.6 |
| 应收款项 | 208.8 | 218.5 | 226.5 | 235.4 | 营业税金及附加 | 312.3 | 379.9 | 393.8 | 409.3 |
| 存货 | 3219.7 | 3353.3 | 3444.6 | 3560.4 | 营业费用 | 2271.7 | 2496.5 | 2587.6 | 2660.2 |
| 其他 | 308.9 | 542.7 | 562.5 | 584.7 | 管理费用 | 1206.6 | 1356.8 | 1406.3 | 1461.6 |
| 非流动资产 | 14310.9 | 14691.5 | 14944.3 | 15132.6 | 财务费用 | -17.8 | 3.6 | 34.0 | 27.0 |
| 长期股权投资 | 176.7 | 186.7 | 196.7 | 206.7 | 投资净收益 | 98.1 | 98.1 | 98.1 | 98.1 |
| 固定资产 | 12109.1 | 12514.5 | 12790.9 | 13001.7 | 其他 | -174.5 | -36.0 | -20.0 | -10.0 |
| 无形资产 | 1042.6 | 1007.8 | 974.2 | 941.8 | 营业利润 | 5556.3 | 5896.6 | 6505.3 | 7065.0 |
| 其他 | 982.5 | 982.5 | 982.5 | 982.5 | 营业外净收支 | 305.7 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 资产总计 | 21351.9 | 22306.0 | 23377.1 | 24684.8 | 利润总额 | 5862.0 | 6046.6 | 6655.3 | 7215.0 |
| 流动负债 | 6176.4 | 6179.5 | 6204.7 | 6379.4 | 所得税费用 | 1300.5 | 1341.1 | 1476.1 | 1600.3 |
| 短期借款 | 1055.3 | 1114.5 | 1000.0 | 1000.0 | 少数股东损益 | 156.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款 | 2308.8 | 2422.0 | 2487.9 | 2571.5 | 归属母公司净利润 | 4405.1 | 4705.5 | 5179.2 | 5614.7 |
| 其他 | 2812.3 | 2643.0 | 2716.9 | 2807.9 | EBIT | 5614.9 | 5838.1 | 6461.2 | 7003.9 |
| 非流动负债 | 106.7 | 106.7 | 106.7 | 106.7 | EBITDA | 6540.3 | 7091.8 | 7802.6 | 8433.7 |
| 长期借款 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 重要财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 其他 | 100.9 | 100.9 | 100.9 | 100.9 | 每股收益(元) | 1.34 | 1.43 | 1.57 | 1.70 |
| 负债总计 | 6283.2 | 6286.2 | 6311.4 | 6486.2 | 每股净资产(元) | 4.30 | 4.59 | 4.90 | 5.24 |
| 少数股东权益 | 866.0 | 866.0 | 866.0 | 866.0 | 发行在外股份(百万股) | 3299.6 | 3299.6 | 3299.6 | 3299.6 |
| 归属母公司股东权益 | 14202.8 | 15143.9 | 16179.7 | 17302.7 | ROIC(%) | 25.6% | 27.6% | 29.9% | 32.5% |
| 负债和股东权益总计 | 21351.9 | 22306.0 | 23377.1 | 24684.8 | ROE(%) | 31.0% | 31.1% | 32.0% | 32.5% |
| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 毛利率(%) | 18.1% | 18.6% | 19.3% | 19.7% |
| 经营活动现金流 | 5546.0 | 5386.5 | 6561.3 | 7082.3 | EBIT Margin(%) | 10.8% | 10.8% | 11.5% | 12.0% |
| 投资活动现金流 | 1764.1 | -1485.0 | -1604.2 | -1618.1 | 销售净利率(%) | 8.5% | 8.7% | 9.2% | 9.6% |
| 筹资活动现金流 | -6741.4 | -3705.2 | -4257.9 | -4491.8 | 资产负债率(%) | 29.4% | 28.2% | 27.0% | 26.3% |
| 现金净增加额 | 581.1 | 196.3 | 699.2 | 972.4 | 收入增长率(%) | 16.0% | 4.7% | 3.6% | 3.9% |
| 企业自由现金流 | 8812.1 | 3700.9 | 4786.0 | 5289.9 | 净利润增长率(%) | 3.5% | 6.8% | 10.1% | 8.4% |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>