

双汇发展 (000895)

猪价暴涨带来 1Q16 业绩拐点 +16PE14x 历史底部+万洲国际港股大 涨+机构持仓极低

投资评级：买入（首次）

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	45,696	45,262	52,295	54,387
同比（%）	1.7%	-0.9%	15.5%	4.0%
净利润（百万元）	4040	4002	4410	4845
同比（%）	4.7%	-0.9%	10.2%	9.9%
毛利率（%）	19.9%	19.6%	19.2%	20.0%
ROE（%）	26.1%	21.1%	19.4%	18.0%
每股收益（元）	1.84	1.21	1.34	1.47
P/E	10.32	15.62	14.18	12.90
P/B	2.69	2.20	1.83	1.55

投资要点

- **收入拐点：高猪价*高屠宰量=高收入，1Q 收入我们预计超过 20%+。**对比 15 年毛猪价变动，我们预测 16 年全年生猪波动区间为 14-20 元/kg。15 年屠宰量约 1450 万头，市占率仅为 2%，双汇加速整合雨润在内的其他屠宰场概率加大。公司目前降低屠宰单头利润换取市场规模，屠宰规模效益不会减少单头利润。16 年我们预计屠宰在公司收入占比 52%，公司收入受到屠宰影响巨大，预计 4Q15-16 双汇收入拐点确定。
- **利润拐点：肉制品结构升级+中美猪肉价差超 15 元/kg+低迷的鸡价，1Q 利润我们预计超过 10%+。**目前公司高温向低温产品结构转移，新品吨价 6 万（14-15 年产品吨均价 2 万），16 预计新品收入占比超过 10%。肉制品的主要原料猪+鸡肉为主，库存足以支撑 16 年全年低成本原料使用。中美常年存在猪肉价差，在猪价高涨时候，公司收购的 SFD 优势更加明显。我们预计 16 年海外进口低价猪肉 30-50 万吨，到岸价差约 15 元/kg，进口低价猪肉可以自用也可外销，外销吨净利超 3000 元/吨。
- **新模式：全球生鲜跨境电商+社区生鲜门店。**海外大量的生鲜资源+国内自有的生鲜配送物流+2B（企业工厂等）2C（300 万家公司冷鲜肉门店）的大量渠道。未来中国是公司全球战略中的销售平台，全球资源对接中国市场，国内外农业资源禀赋差距较大，尤其是当生猪、肉牛、羊之类的农产品价格大幅波动优势更加明显，预计公司 16 年将会启动全球生鲜肉类跨境电商战略。
- **盈利预测与投资建议：股息率达 4%以上，分红率高达 80%，**由于中美猪价拉大，SFD 盈利能力提升，港股万洲国际股价逆市大涨。大股东占比 60.24%，机构投资者占比仅 1.34%，我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 1.21 元/1.34 元/1.47 元，对应 16 年 PE 仅为 14X，给予 20XPE，目标价为 26.8 元，“买入”评级。
- **风险提示：食品安全风险，猪肉价格大幅波动**

2016 年 3 月 8 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

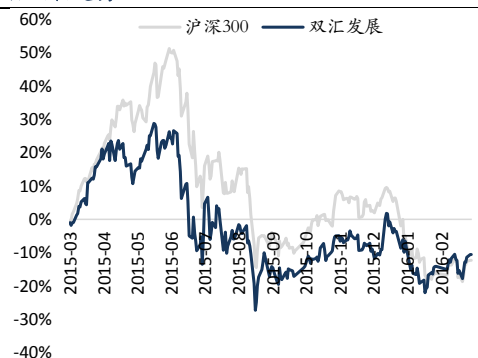
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.94
一年最低价/最高价	16.25/24.21
市净率	4.00
流通市值（亿）	344.22

基础数据

每股净资产	4.735
资产负债率%	26.78
总股本（百万股）	3300.867
流通股 A 股（百万股）	1817.43

目录

1. 收入拐点：高猪价*高屠宰量=高收入，1Q 收入我们预计超过 20%.....	4
1.1. 猪肉价格高位震荡.....	4
1.2. 屠宰放量，公司 16 年降低屠宰单头利润换取市场规模，高猪价*高屠宰量=高收入，收入拐点确定.....	5
2. 利润拐点：肉制品结构升级+中美猪肉价差超 15 元/kg+低迷的鸡价，1Q 利润我们预计超过 10%+.....	7
2.1. 肉制品结构升级，盈利空间大.....	7
2.2. 中美猪肉价差超 15 元/kg+低迷的鸡价，1Q 利润我们预计超过 10%+.....	8
3. 新模式：公司全球生鲜跨境电商+社区生鲜门店....	9
4. 投资建议：拐点将至，买入巨头.....	10
5. 风险提示.....	10

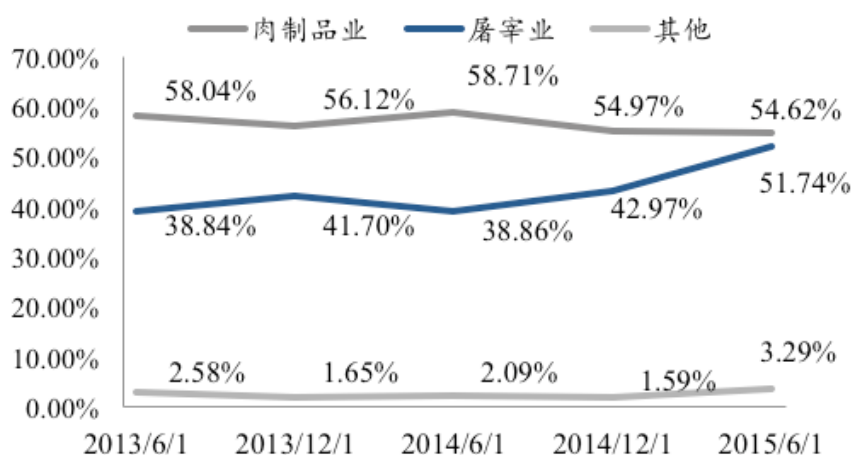
图表目录

图表 1: 屠宰业主营收入占比走势.....	4
图表 2: 生猪价格与猪肉价格.....	4
图表 3: 生猪和能繁殖母猪存栏量 (万头)	4
图表 4: 中国市场集中度分散.....	5
图表 5: 2013 年中国鲜肉市场份额排名.....	5
图表 6: 生猪价格与公司毛利率.....	6
图表 7 : 2015 年 6 月双汇市占率.....	6
图表 8 : 2015 年 9 月双汇市占率.....	6
图表 9: 培根消费量 (低温肉代表, 百万吨)	7
图表 10: 低温肉制品市场集中度低.....	7
图表 11: 肉制品结构毛利率变化.....	8
图表 12: 肉制品结构营业收入占比变化.....	8
图表 13: 中美猪肉价差超过 15 元/kg	8
图表 14: 历年祖代鸡引种量.....	9
图表 15: 2016 年毛鸡价格逐步上涨.....	9
图表 16: 公司未来商业模式.....	9
图表 17: 未来三年预测财务报表.....	11

1. 收入拐点：高猪价*高屠宰量=高收入，1Q 收入我们预计超过 20%

预计 2016 年猪价高位震荡，全年生猪波动区间为 14~20 元/kg 左右，带动公司产品价格维持高位。屠宰行业集中度低，加之雨润逐渐退出市场，不排除双汇加速整合行业，提升市场占有率。近年来双汇屠宰业务占比不断提升，2015 年收入占比高达 52%，公司收入受屠宰业务影响巨大。双汇 2016 年的策略是降低屠宰单头利润换取市场规模，预计 4Q15-16 公司收入拐点确定。

图表 1：屠宰业主营收入占比走势



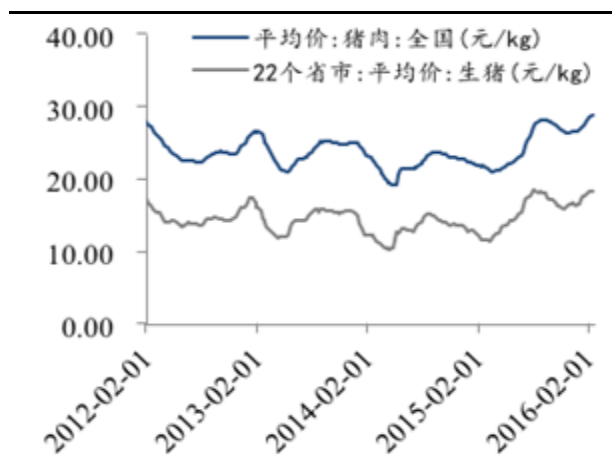
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

1.1. 猪肉价格高位震荡

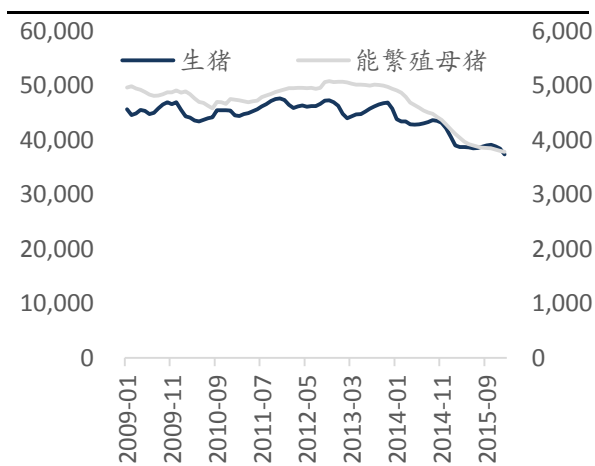
猪肉价格高位震荡。受春节因素影响，国内猪价再次冲高至历史高位，2016 年 1 月份生猪价格同比上涨 43.42%，猪肉价格同比上涨 56.66%。春节过后，需求回落，猪价开始短暂下降。但是生猪存栏量持续下滑，2016 年供应整体偏紧，我们预计 2016 年生猪价格位于高位，带动猪肉价格维持高位。

图表 2：生猪价格与猪肉价格

图表 3：生猪和能繁殖母猪存栏量（万头）



资料来源: 农业部, 东吴证券研究所

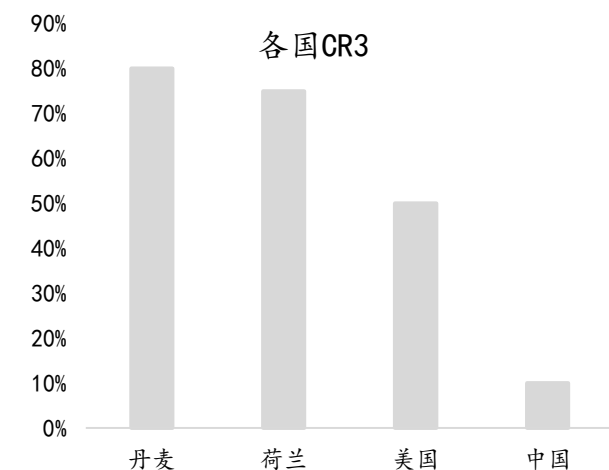


资料来源: 农业部, 东吴证券研究所

1.2. 屠宰放量, 公司 16 年降低屠宰单头利润换取市场规模, 高猪价*高屠宰量=高收入, 收入拐点确定

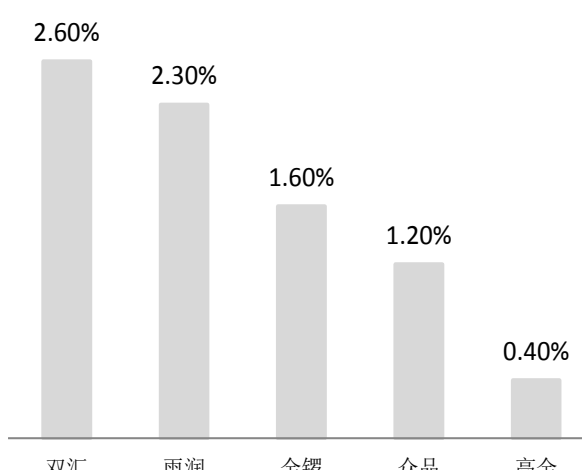
中国屠宰行业极度分散, 议价能力弱。产业链源头的分散化导致了我国屠宰及肉制品加工业的集中度较低, 在国外, 规模屠宰企业占据绝对市场份额, 美国、荷兰、丹麦呈寡头垄断局面, 美国、荷兰前三强生猪屠宰企业市场份额分别约占 50% 和 75%, 丹麦最大的屠宰企业就占到 80%。而我国屠宰行业依旧处于分散竞争型阶段, 目前我国屠宰企业前三强(双汇、雨润、金锣)的市场份额仅为 7.5% 左右。分散的行业结构导致屠宰企业对上游议价能力薄弱, 在生猪价格上涨时, 屠宰企业通常处于亏损境地。

图表 4: 中国市场集中度分散



资料来源: 农业部, 东吴证券研究所

图表 5: 2013 年中国鲜肉市场份额排名

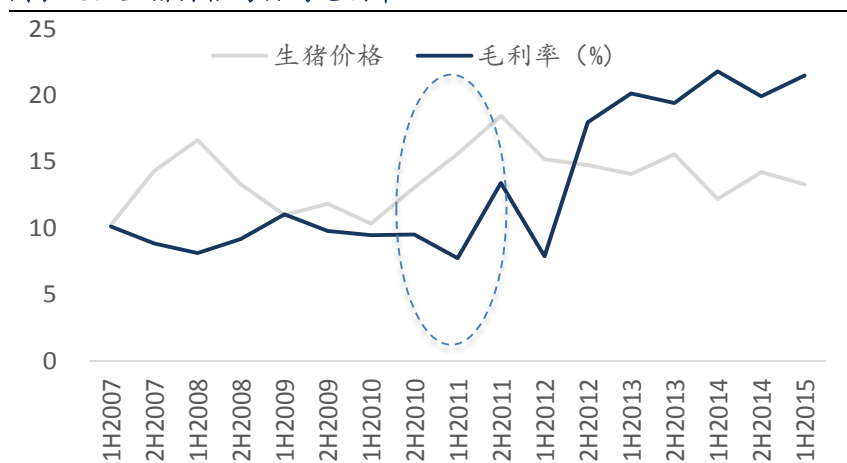


资料来源: 农业部, 东吴证券研究所

双汇全产业链优势下不惧猪价波动, 猪价高位时是抢占屠宰市场份额最好时机。猪价的大幅上涨, 对于公司的屠宰业务而言, 虽然为利空, 但是对于品牌分割肉企业, 终端价格易涨难跌, 有利于其提高毛利率水平。此外, 双汇肉制品加工能力行业最佳, 可以最大程度消化猪肉中的下料, 这对无加工业务的企业为成本, 但是对双汇而言为纯净利。从历史经验看,

猪肉价格上升时，公司的毛利率仍然可以稳中向上。在猪价处于高位时，大部分屠宰企业亏损，而对双汇来仍然可以扩大屠宰量保持公司整体盈利稳定提升。因此，猪价上升通道中是双汇扩大屠宰量，抢占市场份额的最好时机。

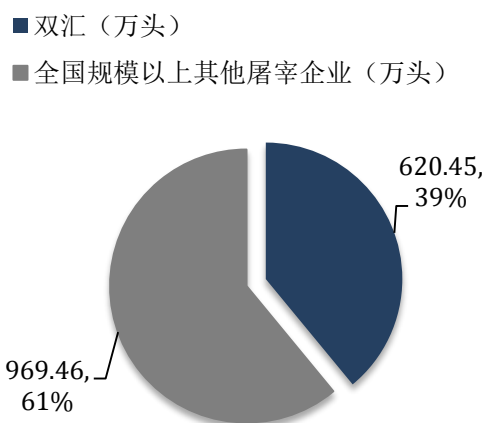
图表 6：生猪价格与公司毛利率



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

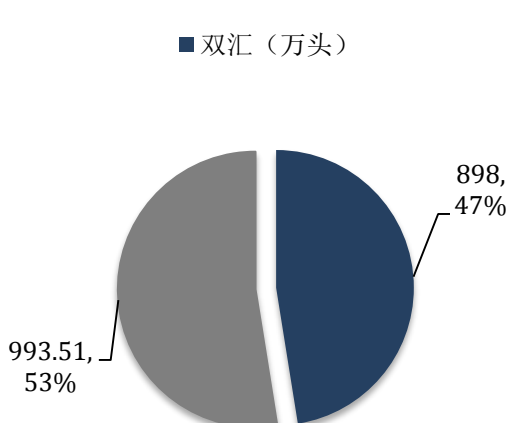
16 年屠宰量有望大幅上升。2015 年生猪价格持续上涨，大量屠宰企业亏损。从 2015 年 1 月至 2016 年 2 月，国内已有 31 家规模屠宰被淘汰，淘汰产能达 1500 万头。但是双汇屠宰市场份额逆势增长，2015 年 9 月，双汇在全国规模以上生猪屠宰企业的屠宰量占比由 39% 提高到 47%，而到 11 月份占比提升至约 63%。虽然国内生猪屠宰业低迷，但是公司屠宰量不降反升，市场占有率大幅提高近 20%。16 年公司是策略以降低屠宰单头利润换取市场规模，我们预计 2016 年公司屠宰量大幅上升。

图表 7：2015 年 6 月双汇市占率



资料来源：农业部，东吴证券研究所

图表 8：2015 年 9 月双汇市占率



资料来源：农业部，东吴证券研究所

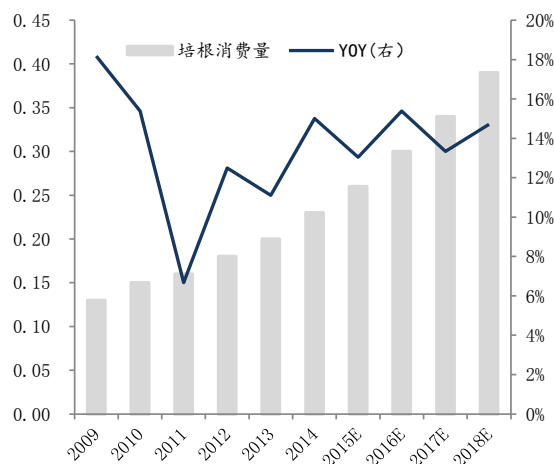
2. 利润拐点：肉制品结构升级+中美猪肉价差超 15 元/kg+低迷的鸡价，1Q 利润我们预计超过 10%+

目前公司高温向毛利率更高的低温产品结构转移，16 预计新品收入占比超过 10%。16 年公司成本控制良好：鸡肉方面，预计 2016 年鸡肉价格稳步上涨，而双汇鸡肉库存足以支撑 16 年全年低成本原料使用；猪肉方面，中美常年存在猪肉价差，在猪价高涨时候，公司收购的 SFD 提供海外低成本猪肉。通过产品结构升级以及成本降低，我们预计公司 2016 年利润可实现正增长，1Q 利润超过 10%。

2.1. 肉制品结构升级，盈利空间大

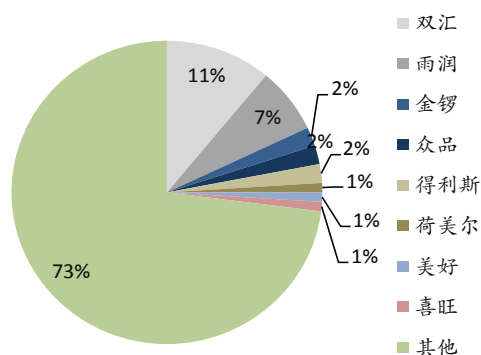
低温肉制品营养价值高，口感佳，是未来发展方向。我国低温肉制品消费占比为 30%，远低于发达国家的 80%。未来国家大力发展冷链物流建设，到 2015 年冷藏运输率提高到 50% 左右。冷链物流的发展将促进低温肉制品较快增长，根据 Frost & Sullivan 预测，我国低温肉制品 2013-2018 年的复合增长大致为 10.79%。目前低温肉制品市场高度分散，CR5 不足 25%。低温肉制品由于冷链运输限制，区域性较强，中小企业众多。其中双汇和雨润市场份额居首两位，分别为 11.2%、6.4%。

图表 9：培根消费量（低温肉代表，百万吨）



资料来源：Euromonitor

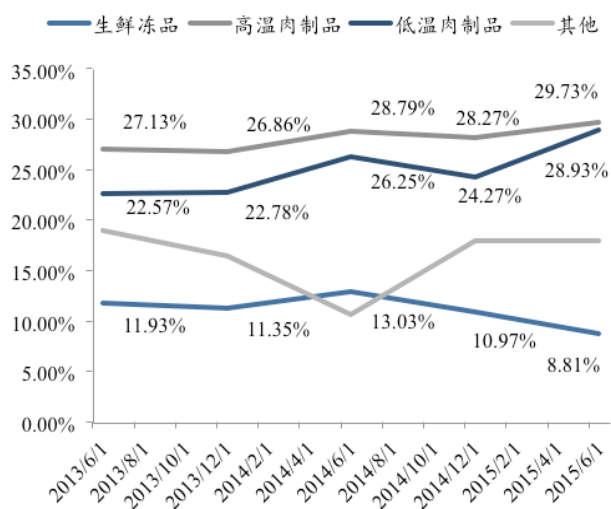
图表 10：低温肉制品市场集中度低



资料来源：Euromonitor

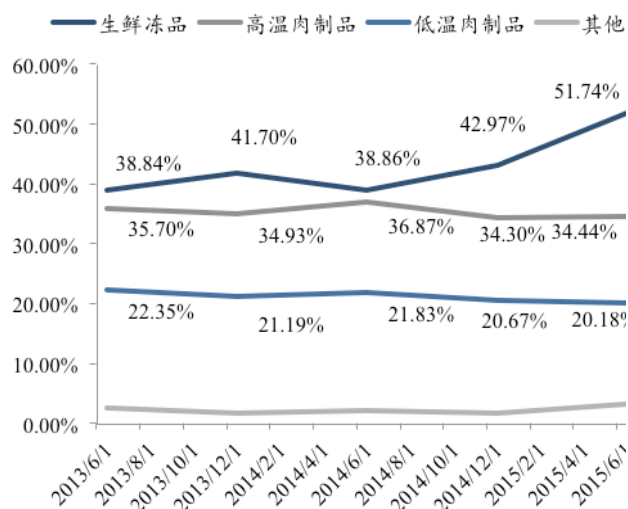
打开低温肉制品瓶颈，盈利能力再上一个台阶。从 2013 年开始，冻品、高温肉制品毛利率增长缓慢甚至下滑，而低温肉制品毛利率大幅上升，已经逐步显示超越高温肉制品毛利率的态势。公司积极调整产品结构，2015 年 12 月公司郑州美式工厂正式投产，并发布三大美式新品。美式新品投放有利于改变和提升双汇品牌形象，打开公司低温肉制品瓶颈（低温肉制品销售占比稳步不前）。随着新品的逐步放量，预计可以达到肉制品销量的 10%。目前公司新品 6 万/吨（14-15 年产品均价 2 万元/吨），新品全年有望贡献毛利 5-10 亿元，提升公司综合毛利率 0.4pct-1.5pct。

图表 11: 肉制品结构毛利率变化



资料来源: 公司半年报, 东吴证券研究所

图表 12: 肉制品结构营业收入占比变化



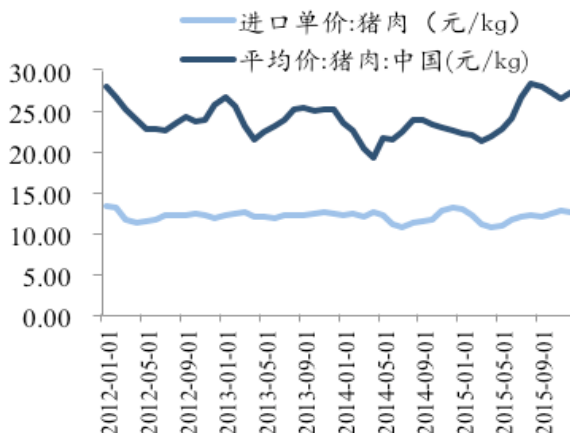
资料来源: 公司半年报, 东吴证券研究所

2.2. 中美猪肉价差超 15 元/kg+低迷的鸡价, 1Q 利润我们预计超过 10%+

公司成本优势明显, 有望进一步提高盈利能力。肉制品的主要原料是猪肉+鸡肉。在猪肉价格高位以及, 以及鸡价稳步向上的背景下, 公司通过进口猪肉及低价储备鸡肉降低成本:

1) 通过低价进口猪肉降低成本。中美常年存在猪肉价差, 美国生猪价约 6 元/kg, 到岸价格 11 元, 而目前国内毛猪价格 18 元, 猪肉价格 27 元, 猪肉价差巨大, 且近年来, 中美猪肉价差有扩大趋势。公司充分发挥中美协同效应平抑成本, 收购的 SFD 优势更加明显。我们预计 16 年海外进口低价猪肉 50 万吨, 在中美猪肉价差较为明显的情况下, 公司成本将进一步降低。同时进口低价猪肉可以自用也可以外销批发, 外销吨净利超过 2000 元/吨, 促进公司利润提升。

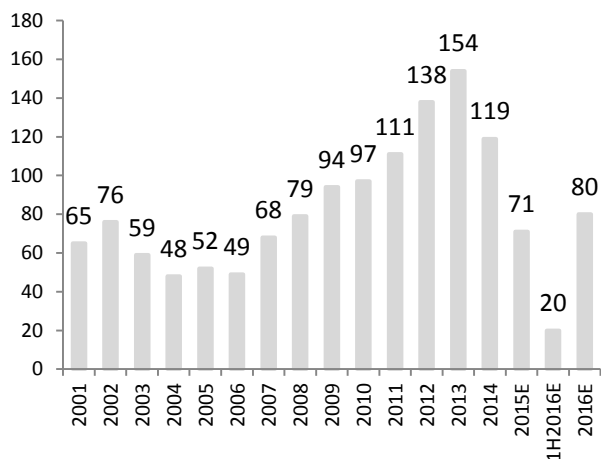
图表 13: 中美猪肉价差超过 15 元/kg



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2) 储备大量低价鸡肉, 实现 16 年低成本生产。2015 年鸡肉和其他大宗原材料价格都处于低点, 公司利用淡旺季季节差做储备(肉制品原料储备和参与国家储备肉招标等)。2016 年 2 月份开始, 祖代鸡供给端加速去化, 有望催化鸡肉价格稳步上涨。而目前双汇大量的鸡肉库存足以支撑 16 年全年低成本使用原料。

图表 14: 历年祖代鸡引种量



资料来源: 东吴证券研究所

图表 15: 2016 年毛鸡价格逐步上涨

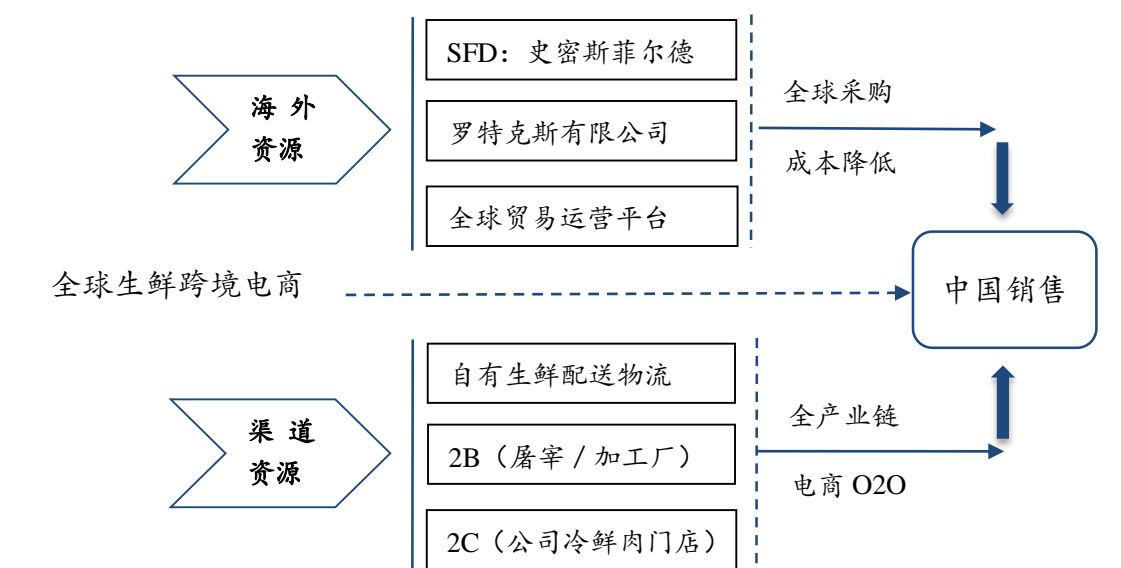


资料来源: 东吴证券研究所

3. 新模式: 公司全球生鲜跨境电商+社区生鲜门店

公司积极实施全球化战略, 发展全球生鲜肉类跨境电商+社区生鲜门店的新模式, 采用全球采购中国销售策略, 加快全球贸易运营平台布局战略, 拥有海外大量的肉类资源+国内自有的生鲜配送物流+2B(企业工厂等) 2C(300 万家公司冷鲜肉门店) 的大量渠道。我们预计公司 16 年将会启动建立全球生鲜肉类跨境电商战略, 未来成长空间巨大。

图表 16: 公司未来商业模式



资料来源: 东吴证券研究所

1) 强大的海外资源，公司有望未来成为全球生鲜跨境电商。双汇国际选择港股上市，收购史密斯菲尔德，核心在于便于全球化收购和融资。我们判断公司整合战略计划包括增加由美国向亚洲的出口，加快建立全球贸易运营平台布局。依托公司在全球的上游资源整合能力，可以控制欧洲猪肉和牛肉资源，更好的支持国内肉制品和销售渠道建设。

2) 公司开始逐步布局电商渠道，计划建立线上旗舰店，利用现有的社区生鲜门店网点、冷链优势实现 O2O，扩大公司渠道，进一步做强终端。公司目前已在各省市建立了 300 万家连锁店，冷鲜肉进入全国数百家大型超市。公司未来生猪屠宰业围绕“控两端、建网络、上鲜销”，即通过把控采购、销售两端价格，增加市场投入大力开发特约店、农贸市场、商超、餐饮加工厂等渠道，利用国内自有的生鲜配送物流，快速提高鲜销率，扩大产销规模。

4. 投资建议：拐点将至，买入巨头

公司被市场遗忘太久，基本无机构持仓。公司前十大股东占比 80.65%，第一大股东占比 60.24%，机构投资者占比仅 1.34%。我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 1.21 元/1.34 元/1.47 元，对应 16 年 PE 仅为 14X，给予 20XPE，目标价为 26.8 元，“买入”评级。

5. 风险提示

食品安全风险，猪肉价格大幅波动

图表 17：未来三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	8530.8	11034.6	14727.1	18440.9	营业收入	45695.7	45261.9	52295.2	54387.0
现金	2928.6	5940.3	8821.1	12340.5	营业成本	36588.7	36379.4	42242.6	43495.4
应收款项	233.7	248.0	286.5	298.0	营业税金及附加	189.5	190.1	219.6	277.4
存货	3720.0	3488.4	4050.7	4170.8	营业费用	2474.2	2398.9	2823.9	2991.3
其他	1648.5	1357.9	1568.9	1631.6	管理费用	1515.3	1498.2	1725.7	1849.2
非流动资产	13451.6	14196.9	15184.5	15905.3	财务费用	-39.5	-47.8	-18.5	-34.5
长期股权投资	162.0	162.0	162.0	162.0	投资净收益	150.0	125.0	100.0	100.0
固定资产	11937.7	12737.1	13778.9	14553.9	其他	-8.9	154.1	199.6	267.4
无形资产	1083.3	1029.2	975.0	920.8	营业利润	5108.5	5122.3	5601.5	6175.7
其他	268.6	268.6	268.6	268.6	营业外净收支	264.2	161.0	220.0	220.0
资产总计	21982.4	25231.4	29911.6	34346.3	利润总额	5372.7	5283.3	5821.5	6395.7
流动负债	5569.4	5303.9	6111.6	6291.8	所得税费用	1157.3	1135.9	1251.6	1375.1
短期借款	309.9	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	175.6	145.2	159.9	175.7
应付账款	3367.1	2990.1	3472.0	3575.0	归属母公司净利润	4039.9	4002.2	4409.9	4844.9
其他	1892.3	2013.8	2339.6	2416.8	EBIT	5117.5	4985.5	5502.9	6051.1
非流动负债	52.2	52.2	52.2	52.2	EBITDA	5768.0	5850.6	6498.8	7177.8
长期借款	5.7	5.7	5.7	5.7	重要财务与估值指标				
其他	46.5	46.5	46.5	46.5		2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	5621.6	5356.1	6163.8	6343.9	每股收益(元)	1.84	1.21	1.34	1.47
少数股东权益	857.7	930.3	1010.2	1098.1	每股净资产(元)	7.05	5.74	6.89	8.15
归属母公司股东权益	15503.1	18945.1	22737.6	26904.2	发行在外股份(百万股)	2200.6	3300.9	3300.9	3300.9
负债和股东权益总计	21982.4	25231.4	29911.6	34346.3	ROIC(%)	24.6%	22.8%	24.3%	25.3%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	26.1%	21.1%	19.4%	18.0%
	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	19.9%	19.6%	19.2%	20.0%
经营活动现金流	4712.0	5273.9	5512.1	6063.6	EBIT Margin(%)	11.2%	11.0%	10.5%	11.1%
投资活动现金流	-2241.3	-1692.1	-2013.9	-1865.9	销售净利率(%)	8.8%	8.8%	8.4%	8.9%
筹资活动现金流	-3385.2	-570.3	-617.4	-678.3	资产负债率(%)	25.6%	21.2%	20.6%	18.5%
现金净增加额	-914.3	3011.6	2880.8	3519.4	收入增长率(%)	1.7%	-0.9%	15.5%	4.0%
折旧和摊销	650.5	865.1	995.8	1126.6	净利润增长率(%)	4.7%	-0.9%	10.2%	9.9%
资本开支	-3547.3	-1760.2	-2013.9	-1865.9	P/E	10.32	15.62	14.18	12.90
营运资本变动	792.2	297.9	6.3	-5.8	P/B	2.69	2.20	1.83	1.55
企业自由现金流	2991.6	3316.4	3308.1	4005.1	EV/EBITDA	8.20	8.04	7.36	6.69

资料来源：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>

