

行业最困难时期已过，万亿行业单寡头 市值被低估，2H16 领涨品种

投资评级：买入（维持）

投资要点

■ **屠宰：猪周期进入下降通道是时间问题，屠宰成本回落盈利反转，市占率大幅提升。**近期能繁母猪存栏量有望止跌回升，尽管洪水和疫情会减缓猪价回落时间，长周期看猪价步入下降通道。1) **市占率提升。**屠宰行业是顺价传导，成本加成的行业，毛猪价格大幅急涨严重影响终端消费，压缩屠宰利润，行业陷入全面亏损。反之毛猪价格缓跌时，终端价格有一周以上的延迟并且下降幅度低于毛猪价格，屠宰利润弹性增加。受猪价影响 1H16 规模以上定点屠宰企业屠宰量同比-6.3%，行业陷入全面亏损，大量中小场退出市场。双汇由于屠宰盈利强，下调单头利润后逆市提升集中度，预计双汇 16 年屠宰量约为 1500 万头，同比+21%，市占率可超过 7%。2) **盈利提高。**1H16 双汇屠宰单头屠宰利润下降到 20 (高点 75) 元/头，若 3Q16 猪价回落，单头屠宰利润有望回升到 30-40 元/头，未来三年逐渐恢复到 60-70 元/头，屠宰盈利将显著提升。

■ **肉制品：4000-5000 亿规模行业单寡头格局，市占率提升+结构升级。**1) 根据 Euromonitor 数据统计，万洲（双汇）肉制品的市占率由 14 年的 33.7% 提升至 35.7%。我们草根调研发现，双汇在高温肉市占率超 50%；低温约 30%，主要竞争对手雨润金锣众品合计市占率不超过 16%。2) 未来猪价下降+SFD 低价进口美国猪肉（中美猪肉价差超 15 元）+大量鸡肉库存+终端需求稳定。双汇新设立研发中心 8 个，根据国内不同地域生产不同口味产品，万总亲自负责，新品设计和铺货速度明显加强。3) 2Q16 可能是肉制品年内最低点，去年产品退货+新品 100% 退货承诺，导致 2Q 有一次性费用支出，预计 3Q 肉制品利润重回增长，预计 10-15%。

■ **渠道多样化：双汇全球生鲜跨境电商+社区生鲜门店。**公司积极实施全球化战略，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，加之三四线城市消费空间大，双汇渠道下沉能力强。

■ **3Q16 利润环比改善，屠宰集中度提升，估值低分红率食品板块中最高。**1) 茅台 16PE 接近 22x，伊利达到 19x，双汇仅 14x。2) 双汇分红率超 90%，食品行业排名第一。3) 对标 Hormel 双汇肉制品估值可以给 25xPE，屠宰行业 15x 分开估值，双汇肉制品市值 924 亿，屠宰行业市值 156 亿，合计市值 1080 亿，还有 36% 空间。

■ **盈利预测与投资建议：**1) 屠宰及肉制品行业 1 万亿左右空间，双汇单寡头优势明显，应享受估值溢价。2) 1H16 创新高的索菲亚、中顺、洁柔等无一不是行业增长稳定，龙头优势明显，在当前市场风险偏好低，监管环境趋严的背景下，双汇价值凸显。预计 16-18 年 EPS 为 1.43/1.62/1.79 元，当前 PE 仅 14X，肉制品估值 25xPE，屠宰估值 15x，目标价为 32.7 元，还有 36% 的空间，买入评级。

■ **风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧。

2016 年 7 月 29 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：

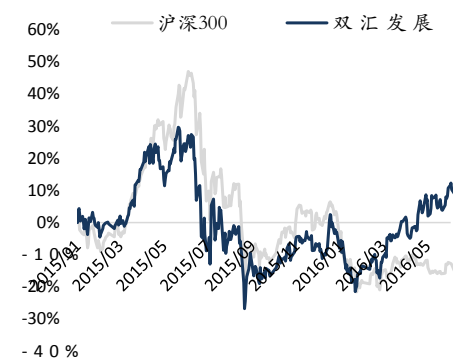
S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

研究助理 汤玮亮

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	24.55
一年最低价/最高价	15.40/40.72
市净率	5.88
流通市值（亿）	446

基础数据

每股净资产	4.73
资产负债率	22.91
总股本（百万股）	3300.87
流通股 A 股（百万股）	1817.41

相关研究

1. 双汇发展深度：1Q16 业绩拐点+16PE14x 历史底部+万洲国际港股大涨+机构持仓低——20160308

目录

1. 屠宰行业曙光已至，双汇有望量利双收.....	4
1.1. 猪周期运行至长周期高点，生猪价格拐点将现	4
1.2. 成本最高时期已过，屠宰行业曙光显现	4
1.3. 双汇屠宰量逆市增长，行业领军地位夯实	6
2. 肉制品：单寡头优势，市占率提升+结构升级，稳量增利，估计 3Q16 利润重回增长+10%-15%.....	8
2.1. 单寡头格局，双汇一家独大，未来空间在低温肉制品	8
2.2. 成本优势+肉制品结构升级，双汇毛利率不断提升	10
2.3. 肉制品 2Q 可能是全年利润最低点，3Q 肉制品利润重回，增长+10-15%。	12
3. 渠道优势：全球生鲜跨境电商+社区生鲜门店.....	13
4. 业绩环比改善+万亿市场单寡头溢价+高股息率带来估值提升	14
4.1. 双汇估值为啥会提升?	14
4.2. 中国未来的荷尔美：业绩和股价还有多少空间?	15
5. 盈利预测和投资建议	17
6. 风险提示	17

图表目录

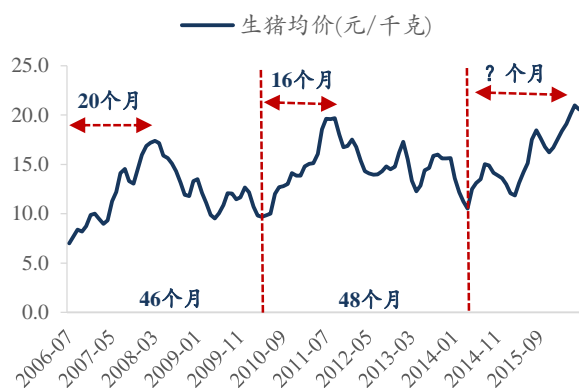
图表 1: 生猪价格呈周期波动, 上涨周期约 20 月	4
图表 2: 能繁母猪增速跌势趋缓预示生猪价格拐点	4
图表 3: 生猪存栏跌速趋缓, 2016 年 6 月同比-2.2%	4
图表 4: 能繁母猪存栏量, 2016 年 6 月同比-3.6%	4
图表 5: 生猪价格上升, 6 月达 20.5 元, 同比+35.9%	5
图表 6: 猪肉价格与生猪价格同向运行, 但波幅较小	5
图表 7: 白条鸡替代优势显著	5
图表 8: 屠宰量下降, 2016 年 6 月, 同比-9.6%	5
图表 9: 双汇屠宰逆市增长, 1Q16 同比+3%	6
图表 10: 鲜冻产品销量同步反弹, 1Q16 同比+19.7%	6
图表 11: 双汇屠宰业务营收占比持续提升	6
图表 12: 2H15 双汇屠宰业务毛利率降至 7.3%	7
图表 13: 2H15 双汇屠宰毛利占比下降至 17.4%	7
图表 14: 屠宰行业市场集中度降低, 提升空间大	7
图表 15: 双汇市占率曲折上升, 预计 16 年超 7%	7
图表 16: 雨润屠宰开工率低, 2015 年仅 16.7%	8
图表 17: 2015 年雨润屠宰市场份额下滑至 4.4%	8
图表 18: 国内肉制品行业市占率 (单位: %)	8
图表 19: 不同品类加工肉市场规模变化 (单位: 百万元)	9
图表 20: 培根消费量 (低温肉代表, 百万吨)	9
图表 21: 低温肉制品市场集中度低	9
图表 22: 中美猪肉价差超过 15 元/kg	10
图表 23: 历年祖代鸡引种量	10
图表 24: 36 个城市平均鸡肉零售价	10
图表 25: 低温主打美式新品	11
图表 26: 双汇产品结构由高温向低温转移	11
图表 27: 低温肉制品毛利率不断提升, 未来将驱动利润更上一层楼	11
图表 28: 肉制品销量增速上行	12
图表 29: 肉制品收入由负转正	12
图表 30: 双汇肉制品吨均利润增速上涨明显	12
图表 31: 公司费用率下行	12
图表 32: 双汇 16 年肉制品销量预测	13
图表 33: 公司未来商业模式	13
图表 34: 双汇 PE 值处于历史低点	14
图表 35: 双汇近 5 年分红率不断提高	14
图表 36: 双汇低于茅台、伊利及板块相对估值水平	15
图表 37: 双汇相对万洲的估值溢价为历史最低	15
图表 38: Hormel 全球并购史: 20 年并购 25 家公司, 仅出售 5 家公司	15
图表 39: 大股东万洲国际全产业链发展, 未来全球并购扩张	16
图表 40: Hormel 与双汇的盈利指标比较 (美元: 百万)	17
图表 41: 荷美尔 PE 接近 30x	17
图表 42: 双汇发展三年预测财务报表	18

1. 屠宰行业曙光已至，双汇有望量利双收

1.1. 猪周期运行至长周期高点，生猪价格拐点将现

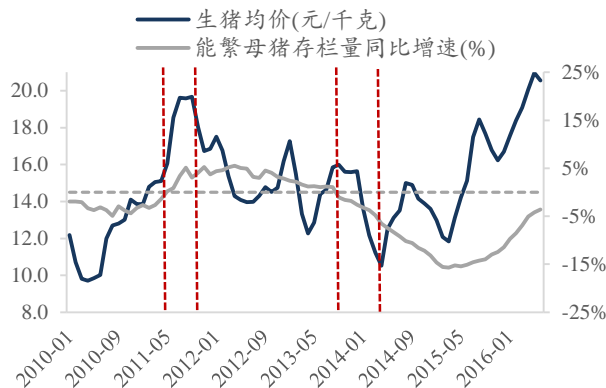
生猪价格拐点将现，未来三年将进入下行通道。生猪存栏量影响短期供给，能繁母猪存栏量影响长期供给。从趋势上看，2016 年 6 月，生猪存栏量为 3.76 亿头，同比-2.2%，生猪短期供给跌速趋缓；能繁母猪存栏量为 3.67 千万头，同比-3.6%，供给虽有缺口，跌势有所遏制。猪肉价格高企抑制消费需求+冷冻猪肉投放等调控措施出台，3Q16 生猪价格继续大幅上行基础有限，大概率略有回落；同时，预计 2H16 生猪、能繁母猪存栏量企稳回升，将带动生猪价格逐步进入长周期下行通道。

图表 1：生猪价格呈周期波动，上涨周期约 20 月



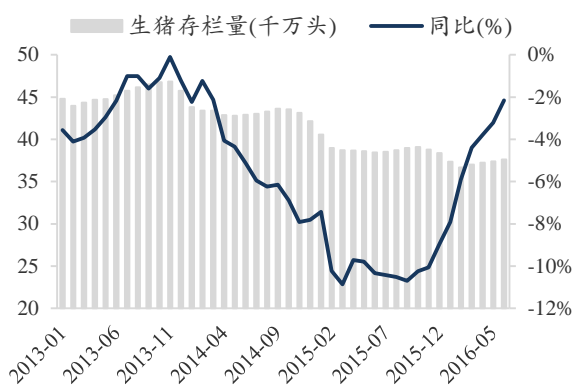
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：能繁母猪增速跌势趋缓预示生猪价格拐点



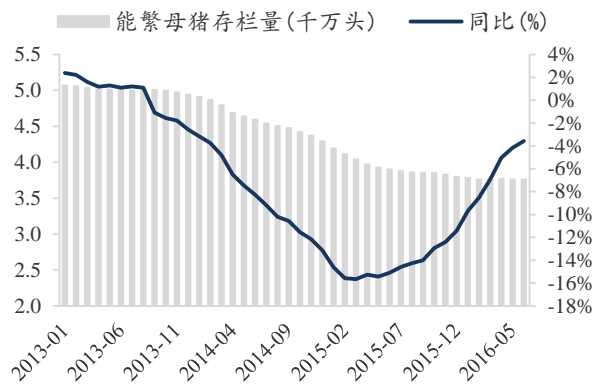
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：生猪存栏跌速趋缓，2016 年 6 月同比-2.2%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：能繁母猪存栏量，2016 年 6 月同比-3.6%



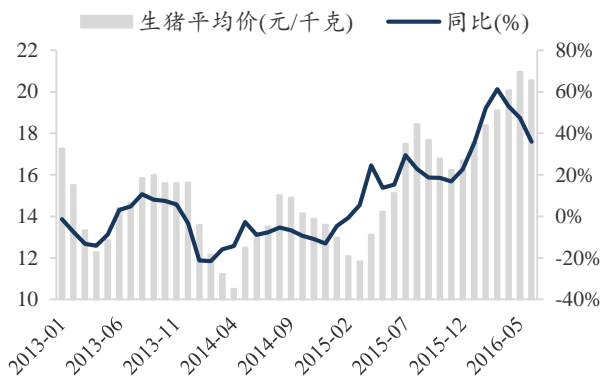
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.2. 成本最高时期已过，屠宰行业曙光显现

生猪价格上涨压缩屠宰行业毛利空间，屠宰量下降推升摊销成本，双重压力降低行业净利；反之，生猪价格下降，利好屠宰行业。屠宰行业是顺价传导，成本加成的行业。分割后的猪肉多数进入零售终端，接近消费品，价格难涨难跌。猪肉价格大幅急涨，消费者会选择替代产品，需求抑制，价格上涨空间收紧；价格降低，受猪肉食用习惯推动，需求增加，

缓冲价格下跌幅度。同时，生猪价格传导至终端有一周延迟。因此，猪肉价格与生猪价格同向运行，但波动幅度相对较小。生猪价格上升，毛利空间收缩，利空屠宰行业；反之，利好屠宰行业。2Q15 以来，生猪价格上行，2016 年 6 月达 20.5 元，同比+35.9%，屠宰行业毛利空间大幅压缩。

图表 5: 生猪价格上升, 6 月达 20.5 元, 同比+35.9%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 猪肉价格与生猪价格同向运行, 但波幅较小

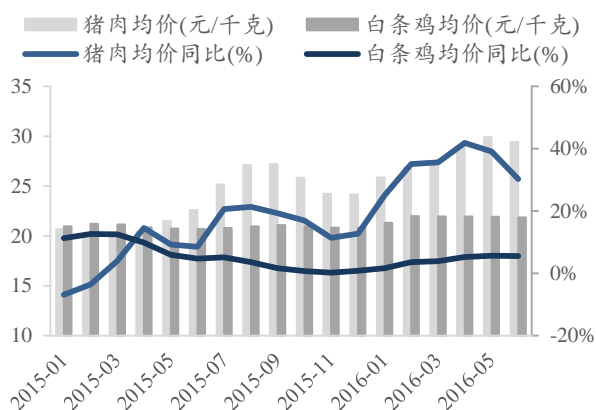


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

相比猪肉价格涨幅大, 鸡肉价格保持稳定, 替代优势明显, 猪肉消费受到抑制, 屠宰量下降。2016 年 6 月, 猪肉均价达 29.4 元/千克, 同比+30.3%; 白条鸡价格达 21.9 元/千克, 同比+5.6%。自 2015 年 3 月以来, 猪肉均价涨幅约 47%; 同期, 白条鸡均价涨幅仅+3.4%。猪肉价格高企, 需求疲软, 屠宰量下降。除 2016 年 1 月, 春节因素释放猪肉消费需求, 屠宰量同比回升, 2015 年 3 月以来, 规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量同比持续大幅下滑。2016 年 6 月, 屠宰量为 1.4 千万头, 同比-9.6%。由于屠宰量减少、开工率低, 屠宰企业头猪摊销费用增加。

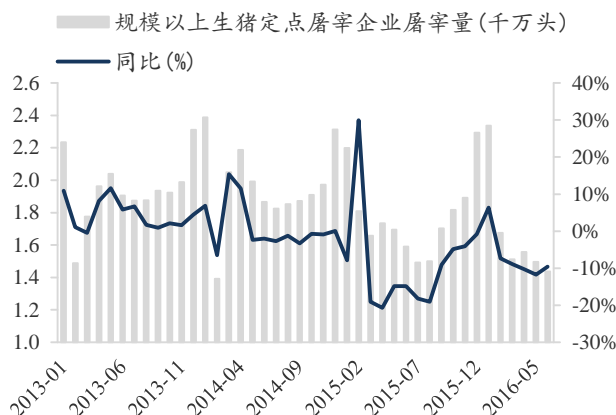
毛利空间压缩+屠宰摊销费用上升, 双重压力, 严重挫伤屠宰企业的盈利能力, 净利大幅下滑, 大量企业面临亏损, 甚至退出市场。2015 年 1 月至 2016 年 2 月, 猪价上涨阶段, 国内已有 31 家规模屠宰企业退出, 淘汰产能达 1500 万头。若 2H16 猪价下行, 屠宰行业有望复苏。

图表 7: 白条鸡替代优势显著



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 8: 屠宰量下降, 2016 年 6 月, 同比-9.6%



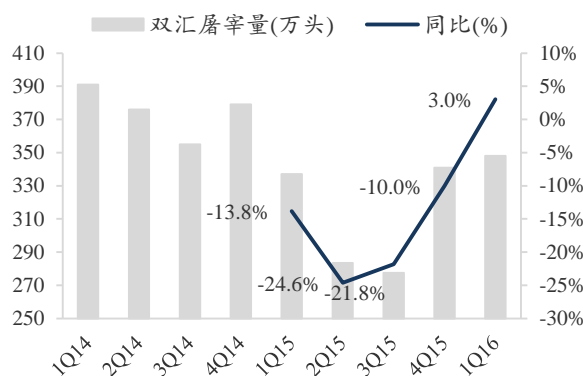
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.3. 双汇屠宰量逆市增长，行业领军地位夯实

双汇逆市提高屠宰量，受益规模效应，生猪价格下行将推动屠宰板块盈利能力显著提升。1H16，双汇屠宰头均净利压缩为去年同期 60% 至 70%，约 20 元/头。“以利润换取市场规模”成效显著，1Q16，生猪屠宰量为 348 万头，同比+3%。猪肉价格、屠宰量双升，推动屠宰业务 1Q16 销售收入达 76.8 亿元，同比+46.9%。鲜冻产品销量也同步反弹，达 34.1 万吨，同比+19.7%（屠宰和生鲜冻品的增速差异在于 1Q16 销售了当期屠宰鲜肉+4Q15 储备肉）。2Q2016 屠宰量增长趋势延续。双汇在屠宰行业最艰难时期，逆市提高屠宰量（1H16 规模以上定点屠宰企业屠宰量同比-6.3%）。同时，1H16 双汇实施降本增效措施（裁撤冗余人员、自动化程度提升），管理效率提升、费用下降，净利润有望增加。

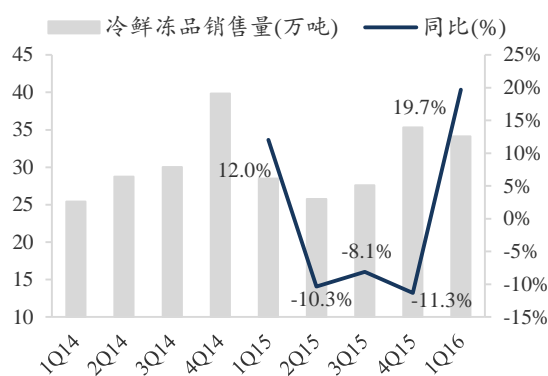
若 3Q16 生猪价格下行，双汇市场屠宰规模将推动屠宰量显著增加，预计全年屠宰量可达 1500 万头。同时，单头屠宰利润有望由 20 元/头回升到 30-40 元/头，未来三年逐渐恢复到 60-70 元/头，屠宰业务盈利将大幅增长。鉴于屠宰业务营收占比逐步提升，2015 年以来，保持在 50% 以上；但毛利率较低，处于 10% 左右，毛利贡献不足 30%。2H15 年，生猪价格高企，毛利率下降至 7.3%，毛利占比降至 17.4%。若 2H16 屠宰板块盈利能力的提升+费用下降，将带动公司整体业绩同步向上。

图表 9：双汇屠宰逆市增长，1Q16 同比+3%



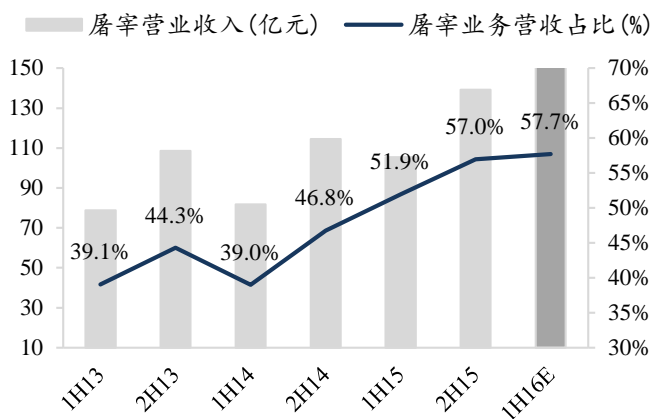
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 10：鲜冻产品销量同步反弹，1Q16 同比+19.7%



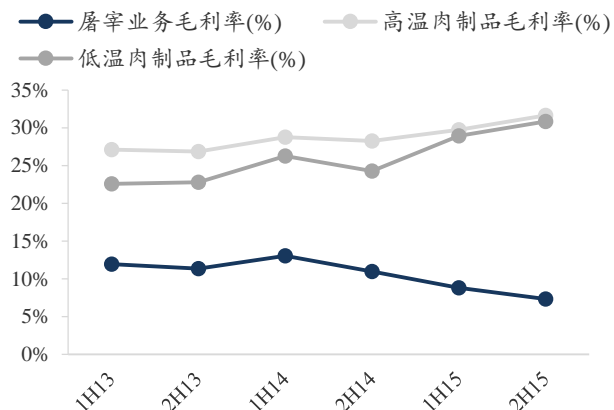
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 11：双汇屠宰业务营收占比持续提升



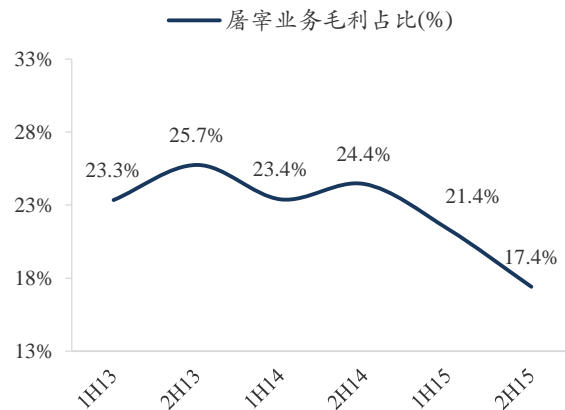
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 12: 2H15 双汇屠宰业务毛利率降至 7.3%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

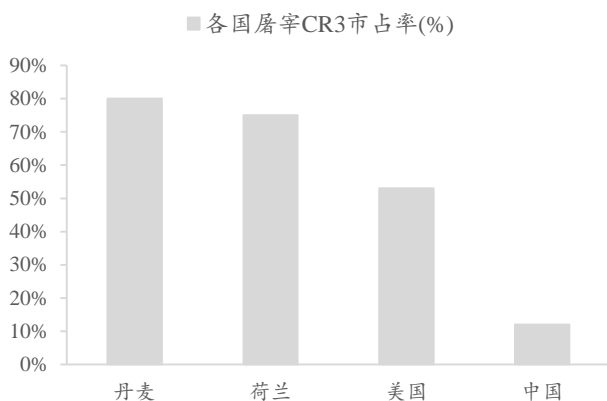
图表 13: 2H15 双汇屠宰毛利占比下降至 17.4%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

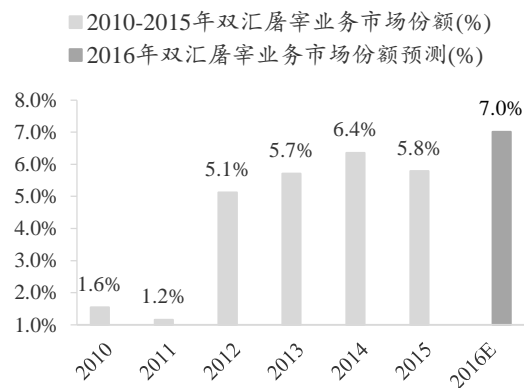
双汇屠宰业务市占率持续提升, 行业领军地位夯实。我国屠宰行业的集中度低, CR3 仅 12% 左右, 长期处于分散竞争型阶段。相比美国、荷兰、丹麦等成熟市场, 其 CR3 市场份额超过 50% 并呈现寡头垄断竞争的格局, 我国屠宰行业集中度有较大提升空间。2012 年以来, 双汇屠宰业务的市场占有率维持在 5% 以上, 并在曲折中持续提升。2016 年, 双汇屠宰量逆市增长, 若全年屠宰量达 1500 万头, 市场占有率有望突破 7%, 行业领军地位夯实。

图表 14: 屠宰行业市场集中度降低, 提升空间大



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

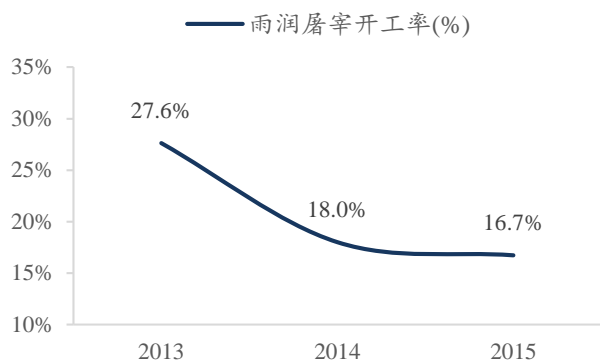
图表 15: 双汇市占率曲折上升, 预计 16 年超 7%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

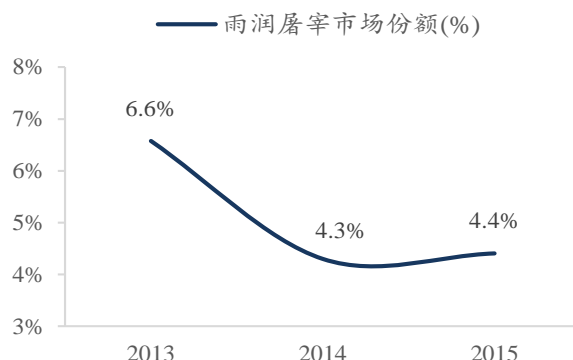
冰火两重天, 行业格局面临变革, 分散竞争有望打破。行业龙头雨润激进扩张, 产能过剩, 2014 年以来, 屠宰开工率不足 20%, 净利率低, 加之猪肉价格上涨导致消费需求疲软, 业绩全面下滑。2015 年, 总营收 203 亿, 净利润为 -30 亿, 净利率为 -14.8%, 面临巨亏; 屠宰量为 943 万头, 市场份额下滑至 4.4%。相比, 双汇屠宰业务稳健进取, 规模扩张有序, 开工率维持 60% 以上, 抗风险能力强, 旗鼓相当对手难寻。行业格局面临重新洗牌, 双汇有望成为行业寡头。

图表 16: 雨润屠宰开工率低, 2015 年仅 16.7%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 17: 2015 年雨润屠宰市场份额下滑至 4.4%



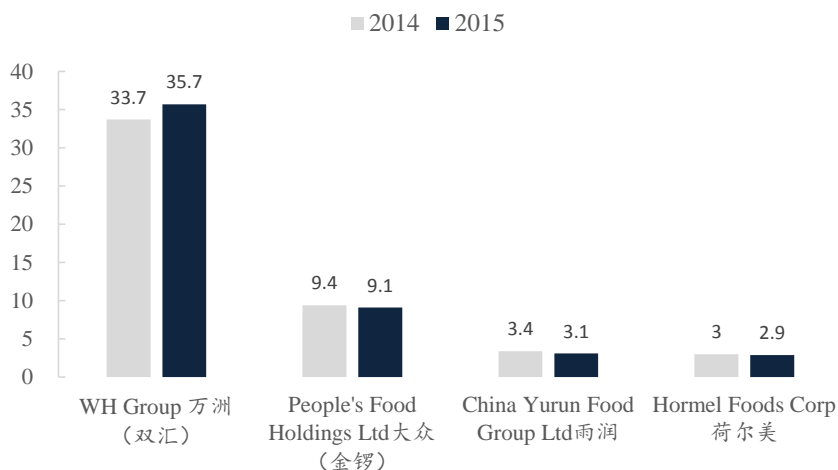
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 肉制品: 单寡头优势, 市占率提升+结构升级, 稳量增利, 估计 3Q16 利润重回增长+10%-15%

2.1. 单寡头格局, 双汇一家独大, 未来空间在低温肉制品

双汇在国内肉制品行业的市占率不断提升, 暗示未来双汇将一家独大, 肉制品行业趋向单寡头格局。根据 Euromonitor 数据统计, 万洲(双汇)肉制品的市占率由 33.7% 提升至 15 年的 35.7%, 金锣、雨润、荷尔美均有不同程度的下滑。

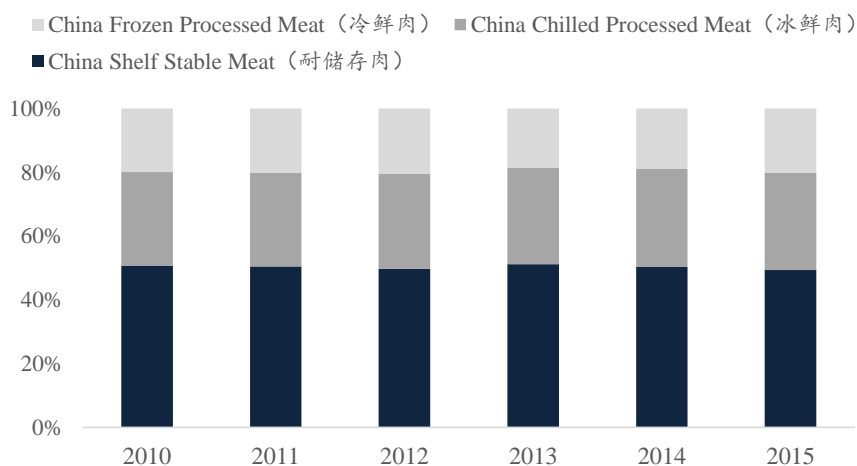
图表 18: 国内肉制品行业市占率 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

目前肉制品行业趋向成熟, 面临产品升级挑战, 传统的高温肉制品 1 趋向饱和, 增速放缓; 我国低温肉制品消费占比为 30%, 远低于发达国家的 80%。低温肉制品满足消费者追求营养价值和口感的需求, 未来发展空间巨大。根据 Frost & Sullivan 预测, 我国低温肉制品 13-18 年复合增长约为 10.79%。由于冷链运输限制, 目前市场高度分散, CR5 不足 45%。

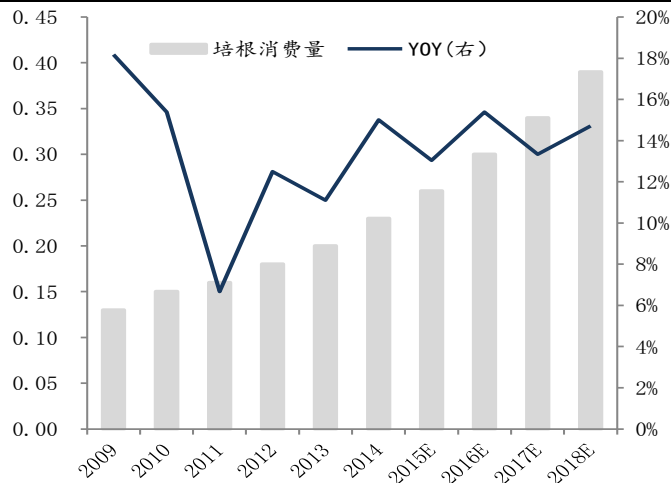
图表 19：不同品类加工肉市场规模变化（单位：百万元）



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

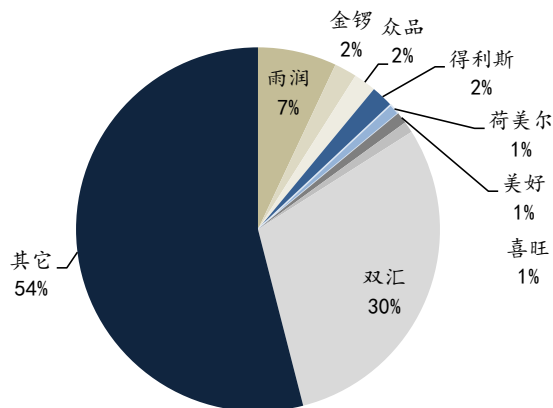
双汇高温肉制品市场占有率超 50%，未来发展主要依托产品创新和渠道下沉。金锣高温产品约 50-60 万吨，目前处于衰退的趋势，且市场集中在东北和山东。预计双汇 2016 年高温肉 110 万吨，市占率增长显著，主要依靠产品创新和渠道下沉：一是高温肉制品通过创新延长产品生命周期，肉制品有向中高端产品升级的空间；二是渠道下沉：农村建设、三四线城市的准市民队伍在扩大，村镇的销售平台在积极搭建。

图表 20：培根消费量（低温肉代表，百万吨）



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图表 21：低温肉制品市场集中度低



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

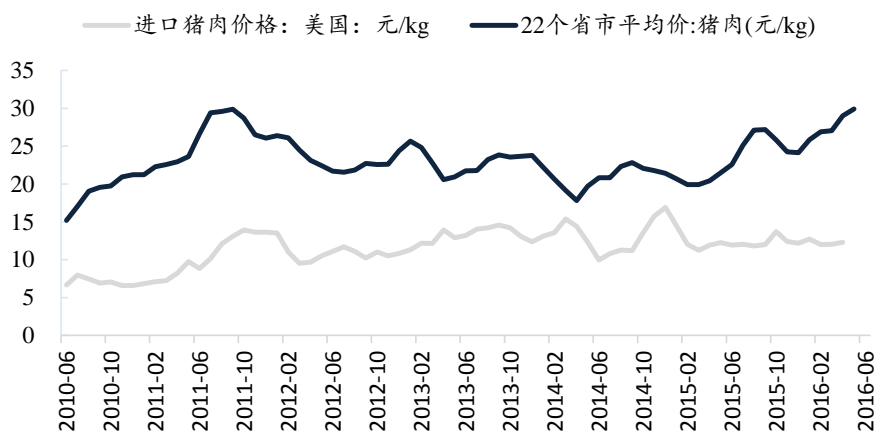
双汇低温肉制品市占率提升显著，主要竞争对手是区域性品牌。我们草根调研发现：目前双汇低温肉制品的市占率约 30%，竞争对手雨润、金锣、众品等合计占比不超过 16%，其他多为地方性品牌。如鹏程、万维柯等。低温肉制品由于冷链运输限制，区域性较强，中小企业众多，双汇渠道优势显著，未来市占率有望进一步提升。1) 未来国家大力发展冷链物流建设，到 2015 年冷藏运输率提高到 50% 左右。冷链物流的发展将促进低温肉制品较快增长，2) 我们草根调研发现区域性品牌市占率在下降，商超渠道下滑，依赖商超渠道的低温肉制品品牌也在下滑。相对而

言，双汇渠道更多，其中包括餐饮、社区便民店、红旗连锁等，公司再造低温销售平台。侵蚀地方性品牌的市场份额，不断提高市占率。

2.2. 成本优势+肉制品结构升级，双汇毛利率不断提升

未来猪价下降+大量进口肉资源（SFD 低价进口美国猪肉+大量鸡肉库存）+终端需求变好，成本优势明显。肉制品的主要原料是猪肉+鸡肉，虽然猪肉价格目前居高不下，但根据猪周期，我们预计未来 3 年猪价会进入下降通道；中美常年存在猪肉价差，在猪价高涨时候，公司收购 SFD 优势更加明显。

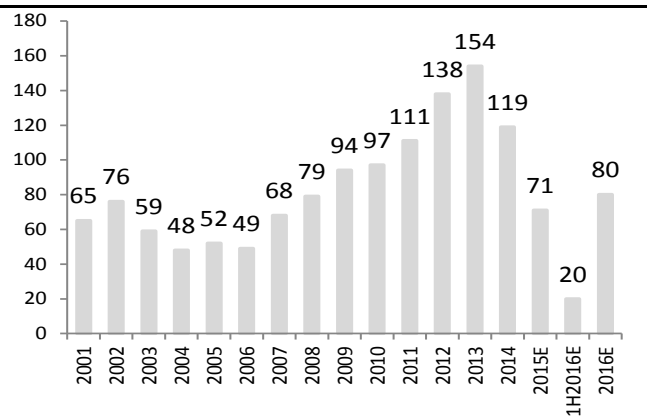
图表 22：中美猪肉价差超过 15 元/kg



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

通过低价进口猪肉降低成本。目前美国猪肉进口价约 12.3 元/kg，而国内猪肉价格 6 月接近 30 元/kg，7 月略有回落，中美猪肉价差已经超过 15 元/kg，自 15 年 2 月以来，价差有明显扩大趋势。双汇充分发挥中美协同效应平抑成本，收购 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 2000 元/吨。公司成本将进一步降低，毛利稳步提升。

图表 23：历年祖代鸡引种量



资料来源：东吴证券研究所

图表 24：36 个城市平均鸡肉零售价



资料来源：东吴证券研究所

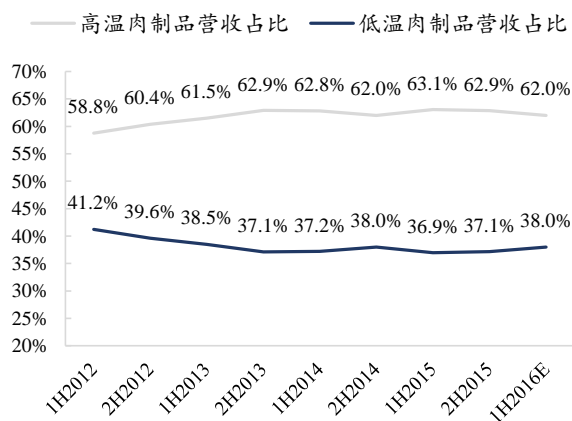
储备大量低价鸡肉，保障 16 年低成本生产。2015 年鸡肉和其他大宗原材料价格都处于低点，公司利用淡旺季季节差做储备(肉制品原料储备和参与国家储备肉招标等)。预计 2016 年鸡肉价格稳步上涨，而双汇鸡肉库存足以支撑 16 年全年低成本原料使用。

图表 25：低温主打美式新品

		
美式香肠	美式火腿	美式培根
营养价值：		
Smithfield 技术工	精选进口美国	完整保留了美式火
艺，营养安全，口感	Smithfield 猪后腿肉	腿鲜嫩、肉香浓郁、
爽脆多汁、肉香浓郁	为主要原料	风味纯正等优点
产品单价		
31.9 元/396g	19.9 元/160g	41.9 元/400g

资料来源：天猫，东吴证券研究所

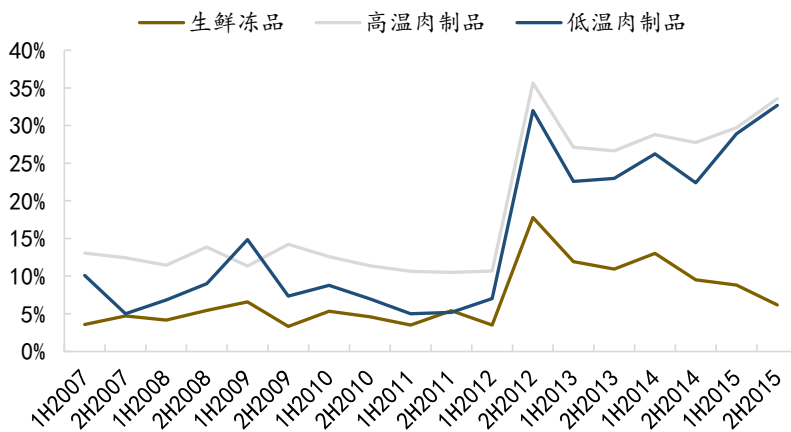
图表 26：双汇产品结构由高温向低温转移



资料来源：草根调研，东吴证券研究所

目前公司高温向低温产品结构转移，低温放量，估计上半年收入占比会提升至 38%左右。公司积极调整产品结构，加快低温产品向中高端趋势发展。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（SFD 美式香肠、火腿和培根）。双汇过去一年新品研发中心 8 个，根据中国不同地域生产不同口味产品，董事长万隆亲自负责，新品设计和铺货速度明显加强。新品打开低温肉制品瓶颈（低温肉制品销售占比稳步不前），盈利能力将再上一个台阶。美式新品投放有利于改变和提升双汇品牌形象同时产品单价高。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。预计双汇新品可以占到肉制品销量的 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 27：低温肉制品毛利率不断提升，未来将驱动利润更上一层楼

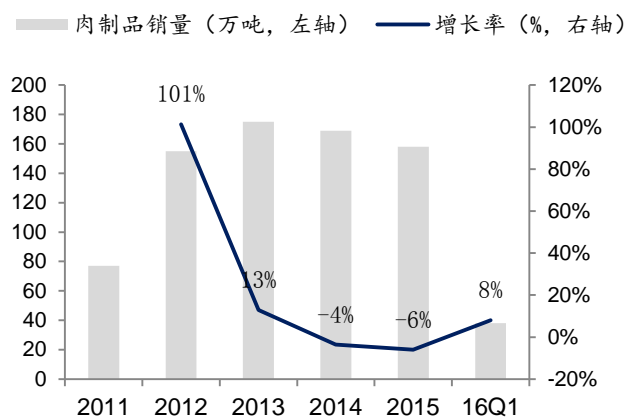


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.3. 预计肉制品利润 2Q16 是全年最低点，3Q16 将 +10-15%

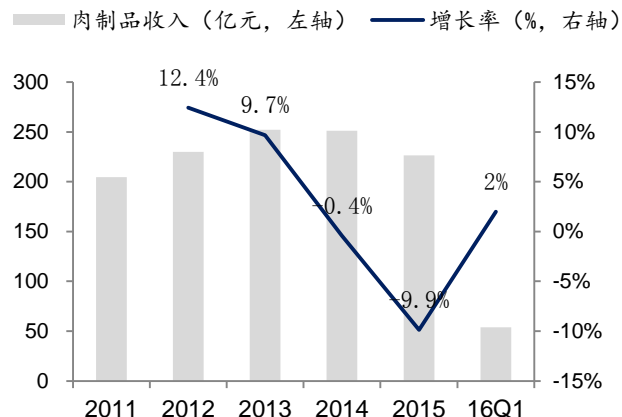
肉制品销量与收入增速由负转正，近期将保持稳定增长。由于高温肉制品行业增长乏力，低温肉制品接受度不高，预计 2016 年的肉制品销量将保持低速增长，但双汇可以做到保营收，稳利润。1Q16 销售高低温肉制品 38 万吨，同比增长 8%。肉制品业务收入 54 亿元，同比增长 2%。吨均利润同比增长 18%。原因在于：1) 公司费用率下降。主要是通过精简人员，提升生产设备自动化效率实现；2) 产品结构变化。公司的吨均利润增速上涨，产品升级效应明显。

图表 28：肉制品销量增速上行



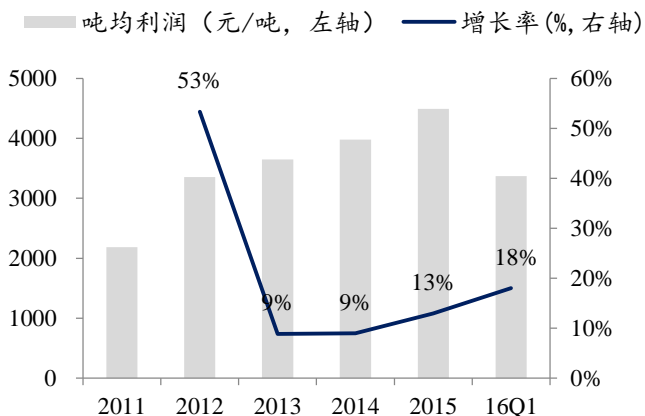
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 29：肉制品收入由负转正



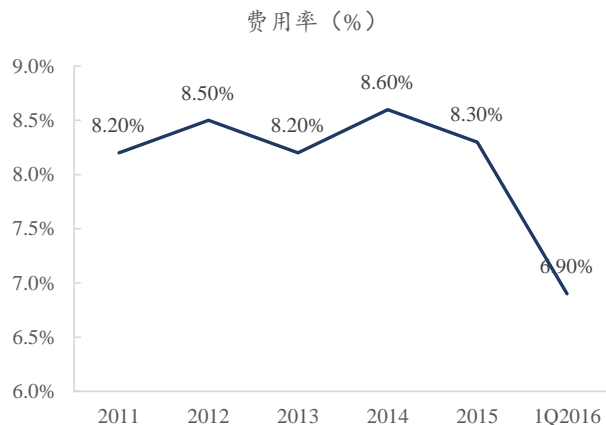
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 30：双汇肉制品吨均利润增速上涨明显



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 31：公司费用率下行



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2Q16 肉制品盈利可能是全年最低点：我们调研推算肉制品 1Q 总体销量增速在 8%，2Q 销量增速在 6%，2Q 增速低于 1Q 的核心原因一是 2Q15 基数比较大（库存大）；二是 2Q 退货同比更严重，主要是新品滞销产生的退货（新产品承诺退货率 100%，保证新产品经销商努力推广，老产品承诺 50%退货，目前退货率接近 4%，导致 2Q 有一次性费用支出）；市场消费疲软，正常产品滞销。肉制品 2Q 可能是全年利润最低点，3Q 肉制品利润重回，增长+10-15%。

图表 32：双汇 16 年肉制品销量预测

	高温肉制品	低温肉制品
目标销量（万吨）	110	63
目标同比	10.00%	8.62%
合计	173	
相比 15 年销量增加（万吨）	15	
预计销量合计	165~168	

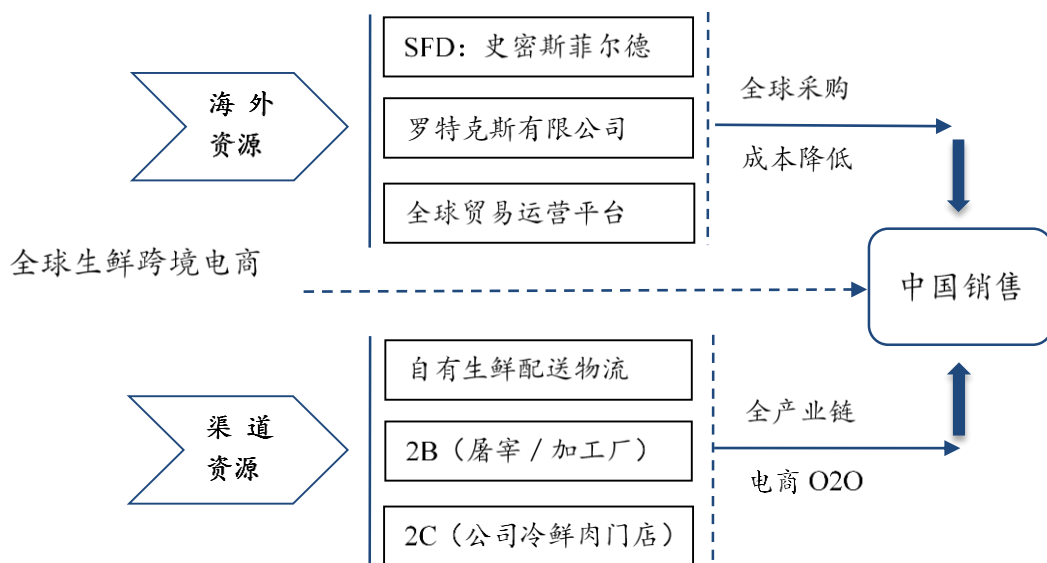
资料来源：草根调研，东吴证券研究所

双汇 2016 年高温肉制品目标 110 万吨，15 年高温 100 万吨，目标同比增长 10%；15 年低温 58 万吨，今年目标增长 5 万吨。高低温目标合计增加 15 万吨，难实现 16 年 170 万吨的目标，预计全年 165 万吨-168 万吨。肉制品增长非常艰难的主要原因：1) 高温肉制品行业增长乏力；2) 低温肉制品在国内多年市场运作，产品档次越来越差，消费者接受度不高（这也是美式产品上市的目的，迎合消费趋势，重塑形象）。双汇优势在于 15 年开始，双汇的管理团队从生产驱动型回归到市场驱动型，对于公司产品回归市场起到了非常积极的作用。

3. 渠道优势：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 33：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。万洲国

际选择港股上市，收购史密斯菲尔德，核心在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。公司目前已建立 300 万家连锁店，冷鲜肉进入全国数百家大型超市。未来围绕“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。未来渠道可进一步下沉，三四线城市和农村还有很大的市场空间。

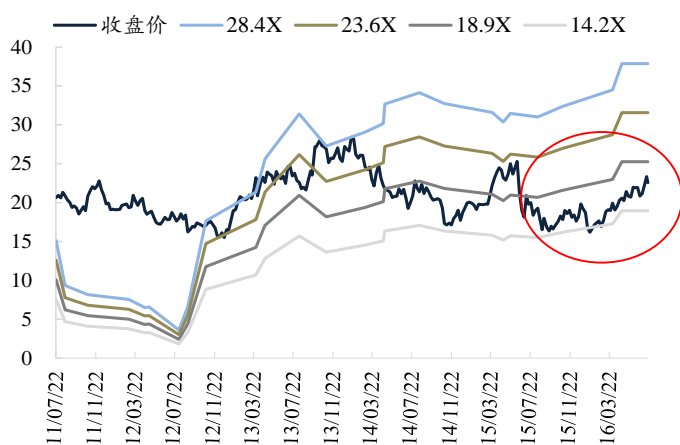
4. 业绩环比改善+万亿市场寡头溢价+高股息率带来估值提升

4.1. 双汇估值为啥会提升？

3Q16 利润环比改善，屠宰集中度提升，估值低分红率食品板块中最高。1) 茅台 16PE 接近 22x，伊利达到 19x，双汇仅 14x。2) 双汇分红率超 90%，食品行业排名第一。3) 对标 Hormel 双汇肉制品估值可以给 25xPE，屠宰行业 15x 分开估值，双汇肉制品市值 924 亿，屠宰行业市值 156 亿，合计市值 1080 亿，还有 36% 空间。

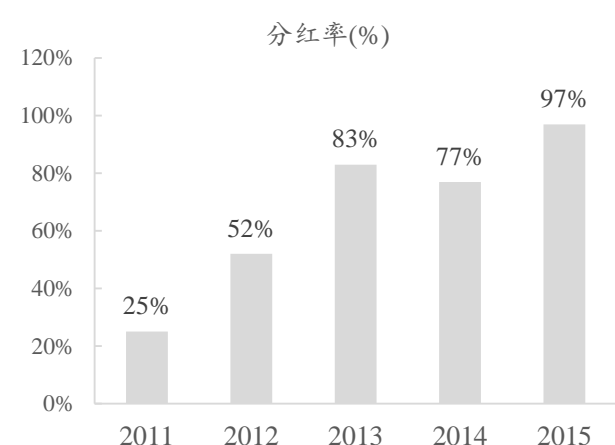
双汇是当前市场预期差最大的品种，板块驱动下估值修复空间巨大。市场预期差：1) 双汇降低屠宰单头利润抢占市场份额初显成效，屠宰业绩弹性大；2) 肉制品单寡头格局，量利稳增，利润接近 20% 增长就是超预期；3) 生鲜电商进行时，冷链物流+渠道布局，短期估值提升利器。4) 大股东持股比例高，2015 年实际分红/净利润超过 90%，预计未来 3 年将持续。股息率超过 6%，食品饮料行业最高！

图表 34：双汇 PE 值处于历史低点



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 35：双汇近 5 年分红率不断提高



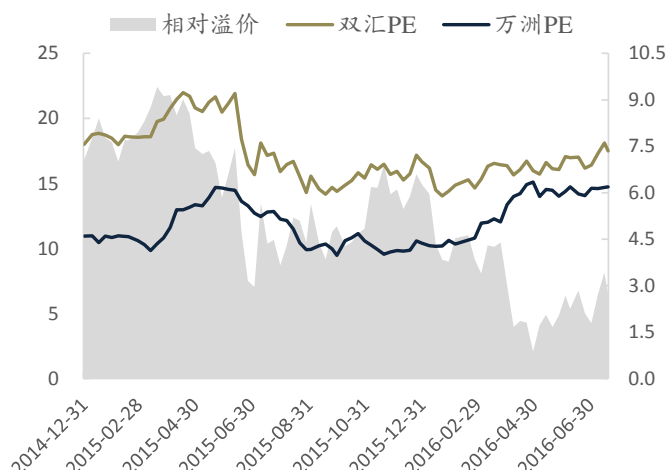
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 36：双汇低于茅台、伊利及板块相对估值水平



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 37：双汇相对万洲的估值溢价为历史最低



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.2. 中国未来的荷尔美：业绩和股价还有多少空间？

美国肉制品加工行业：肉制品巨头荷美尔（Hormel）约占 50% 左右的市场份额。美国由于消费习惯和冷链运输比较发达，肉制品加工行业中高温产品占比较少，近三年来每年销售增速都下滑，14 年同比仅为 1%。低温是主导趋势。市占率方面，前五名的市占率五年基本保持平稳，肉制品巨头荷美尔（Hormel）约占 50% 左右的市场份额。

图表 38：Hormel 全球并购史：20 年并购 25 家公司，仅出售 5 家公司

公布日期	企业名称	企业介绍	收购价 (百万\$)
05/18/2016	Justin's LLC		N/A
04/26/2016	Diamond Crystal Brands Inc	荷美尔卖给 Peak Rock Capital LLC	N/A
05/26/2015	Applegate Farms LLC	有机肉制品加工企业	775
03/16/2015	上海荷美尔食品有限公司	Shangshi Meat Products Co Ltd	11.7
06/30/2014	CytoSport Inc	专供运动蛋白粉和其他高端营养品	450
01/03/2013	Skippy peanut butter business	联合利华旗下四季宝花生酱	665.4
07/21/2011	Fresherized Foods	收购牛油果酱 WhollyGuacamole	N/A
09/06/2010	Don Miguel Foods Corp	冷冻或新鲜墨西哥食品	N/A
01/18/2010	Country Crock dish line	原联合利华旗下，原生产蛋黄酱等，后来扩展到预制土豆泥、意大利面等	N/A
06/22/2009	MegaMex Foods LLC	将墨西哥预制食品引进美国	N/A
08/23/2007	Burke Corp	比萨馅料料加工企业	110
12/05/2006	San Miguel Pure Foods	菲律宾肉制品加工公司 (San Miguel)	20.48
11/29/2006	Saag's Products Inc	特制高端香肠肉制品	N/A
09/06/2006	Provena Foods Inc		18.14
04/03/2006	Valley Fresh Inc	罐装鸡肉食品	78
03/30/2005	Mark-Lynn Foods Inc		42.5
03/21/2005	Lloyd's Barbeque Co LLC	预制 BBQ 食品 (通用磨坊)	N/A

01/31/2005	Arriba Foods Inc	Arbor Private Investment Co LP	47
12/30/2004	Clougherty Packing LLC		186
07/02/2004	Vista International Packaging LLC	Keystone Capital Inc	N/A
02/04/2004	Campofrio 食品集团公司	史密斯菲尔德	87.8
07/31/2003	Century Foods International LLC	小麦蛋白粉, 即饮蛋白质饮品和能量棒	115
12/03/2002	Diamond Crystal Brands Inc	荷美尔实验室, 供应保健品和营养加强食品	115
08/14/2001	Nutrition prod	Cornwall Resources Inc	1
07/20/2001	Algona Fabrication and Equipment Co	Cozzini Inc	N/A
02/21/2001	Nutritional products business	Imperial Sugar Co/Old	65
02/21/2001	Nutritional supplement business	Imperial Distributing Inc	65
01/23/2001	Jerome Foods Inc	火鸡连锁店	334.4
12/04/2000	Cliffdale Farms	低温健康饮食	N/A
12/18/1997	Gelatin Business	BPC Foods Pty Ltd	66

资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

荷美尔(Hormel)并购史: 1) 荷美尔创建于 1891 年, 起初只是一个肉食品包装企业, 后公司不断创新开发出新的肉制品引导消费者, 通过兼并收购扩大业务范围, 最终成为现在的多元化食品巨头。2) 1990s 为契合消费者不断多样化的口味, 开发很多新品, 如 Jennie-O 火鸡肉, HormelAlways Tender 冷鲜肉, Hormel 微波炉培根, Hormel 素食等。通过收购合并开启全球业务, 特别是引进预制墨西哥食品赢得创新新品奖。3) 2000 年后, 荷美尔出现老产品老化, 新品没有迅速跟上的情形。为了打造“营养健康高端”的食品制造公司的形象, 荷美尔开始制定新品推进五年计划: 2004-2009 年新品销售收入达 10 亿美金, 目标提前一年达成; 2008-2012 年新品销售收入达 20 亿美金。

图表 39: 大股东万洲国际全产业链发展, 未来全球并购扩张

被参、控股公司名称	投资关系	参股比例	主营业务
罗特克斯有限公司	孙公司	100%	投资控股及贸易
史密斯菲尔德食品公司	孙公司	100%	牲畜养殖, 屠宰, 肉制品生产销售
河南双汇投资发展股份有限公司	孙公司	73.3%	牲畜养殖屠宰, 包装材料, 肉制品生产销售
Norson Holding, S. de R.L. de C.V.	合营企业	50%	生产肉制品及经营生猪养殖场
Carolina Cold Storage Limited Partnership	合营企业	50%	冷冻厂
Granjas Carroll de Mexico S. de R.L. de C.V.	合营企业	50%	生猪养殖业务
杜邦双汇漯河食品有限公司	联营企业	48%	生产大豆蛋白
南通汇羽丰新材料有限公司	联营企业	43%	包装材料供应
杜邦双汇漯河蛋白有限公司	联营企业	40%	生产及销售蛋白质产品
Campofrio 食品集团股份有限公司	与 Sigma 联营收购	37%	13 年联合收购西班牙肉制品巨头, 15 年卖给阿尔法集团

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

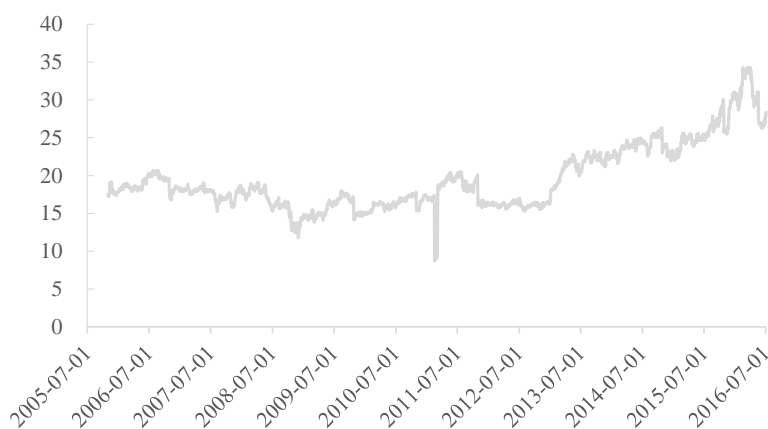
图表 40: Hormel与双汇的盈利指标比较 (美元: 百万)

	Hormel					双汇发展			
	2003	2004	2005	2015	当前/LTM	2013	2014	2015	当前/LTM
市值	27049.4	32077.3	35134.6	114565.5	130216.9	103603.2	69428.3	67370.7	74500.6
营业收入	34766.6	39562.4	44538.3	57785.7	58560.6	44950.5	45695.7	44696.7	47505.1
营收增长%, 同比	7.4	13.8	13.3	-0.6	-0.5	13.2	1.7	-2.2	4.7
毛利	8386.0	9278.4	10566.5	11281.5	12683.5	8544.3	8917.5	9093.0	9328.6
毛利润率%	24.1	23.5	23.7	19.5	21.7	19.0	19.5	20.3	19.6
净利润	1537.7	1917.4	2094.5	4458.5	5115.9	3858.2	4039.9	4255.5	4408.9
净利润率%	4.4	4.8	4.7	7.7	8.7	8.6	8.8	9.5	9.3
EPS	2.75	3.23	3.74	8.25	9.42	1.17	1.22	1.29	1.20

资料来源: 公司年报, 农业部, 东吴证券研究所

荷尔美对双汇的启示: 双汇是目前中国屠宰和肉制品加工的绝对龙头, 未来依托万州国际开拓国际市场, 发展脉络清晰。收购史密斯菲尔德食品公司优势: 1) 保证低价进口猪肉的供应, 降低生产成本; 2) 可利用 SFD 的现金美式肉制品生产技术, 不断打开低温肉制品市场, 以缓解老式产品收入下滑的态势, 加上进口低价猪肉的原料替代, 使得吨毛利同比上升。我们预计未来双汇在中国肉制品的市占率将会不断上升。对标荷尔美估值长期稳定在 30x, 双汇肉制品业务估值正常应在 25X 左右。

图表 41: 荷美尔 PE 接近 30x



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

1) 屠宰及肉制品行业 1 万亿左右空间, 双汇单寡头优势明显, 应享受估值溢价。2) 1H16 创新高的索菲亚、中顺、洁柔等无一不是行业增长稳定, 龙头优势明显, 在当前市场风险偏好低, 监管环境趋严的背景下, 双汇价值凸显。预计 16-18 年 EPS 为 1.43/1.62/1.79 元, 当前 PE 仅 14X, 肉制品估值 25xPE, 屠宰估值 15x, 目标价为 32.7 元, 还有 36% 的空间, 买入评级。

6. 风险提示

食品安全风险, 行业竞争加剧。

图表 42：双汇发展三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8915.8	11969.7	14838.3	18387.4	营业收入	44696.7	52389.8	57654.3	63222.3
现金	2426.7	6083.8	8396.2	11334.7	营业成本	35413.3	41997.2	45850.4	50157.7
应收款项	219.1	287.1	315.9	346.4	营业税金及附加	190.3	235.8	294.0	322.4
存货	3384.8	4027.1	4396.6	4809.6	营业费用	2298.9	2724.3	3055.7	3382.4
其他	2885.2	1571.7	1729.6	1896.7	管理费用	1435.0	1702.7	2017.9	2212.8
非流动资产	13968.7	14795.9	15769.3	16472.9	财务费用	-3.8	-36.1	-17.8	-30.9
长期股权投资	161.6	161.6	161.6	161.6	投资净收益	156.0	125.0	100.0	100.0
固定资产	12498.5	13379.4	14406.4	15163.8	其他	-109.0	199.8	274.0	312.4
无形资产	1074.1	1020.4	966.7	913.0	营业利润	5410.0	6090.7	6828.1	7590.4
其他	234.6	234.6	234.6	234.6	营业外净收支	265.2	161.0	220.0	220.0
资产总计	22884.5	26765.6	30607.6	34860.3	利润总额	5675.2	6251.7	7048.1	7810.4
流动负债	5119.3	6073.0	6614.7	7210.2	所得税费用	1258.7	1344.1	1515.4	1679.2
短期借款	610.4	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	160.9	171.8	193.6	214.6
应付账款	2317.9	3451.8	3768.5	4122.5	归属母公司净利润	4255.5	4735.8	5339.1	5916.6
其他	2191.0	2321.2	2546.2	2787.6	EBIT	5549.4	5965.6	6730.3	7469.5
非流动负债	78.6	78.6	78.6	78.6	EBITDA	6397.2	6876.3	7773.4	8645.3
长期借款	5.8	5.8	5.8	5.8	重要财务与估值指标				
其他	72.8	72.8	72.8	72.8	每股收益(元)	1.29	1.43	1.62	1.79
负债总计	5197.9	6151.6	6693.3	7288.8	每股净资产(元)	5.09	5.95	6.92	7.99
少数股东权益	894.2	980.1	1076.9	1184.2	发行在外股份(百万股)	3300.9	3300.9	3300.9	3300.9
归属母公司股东权益	16792.3	19633.8	22837.3	26387.3	ROIC(%)	24.1%	25.5%	28.6%	30.3%
负债和股东权益总计	22884.5	26765.6	30607.6	34860.3	ROE(%)	25.3%	24.1%	23.4%	22.4%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	20.8%	19.8%	20.5%	20.7%
经营活动现金流	5766.3	7653.8	6494.7	7202.8	EBIT Margin(%)	12.4%	11.4%	11.7%	11.8%
投资活动现金流	-3289.3	-1792.0	-2046.6	-1897.6	销售净利率(%)	9.5%	9.0%	9.3%	9.4%
筹资活动现金流	-2970.1	-2204.8	-2135.7	-2366.6	资产负债率(%)	22.7%	23.0%	21.9%	20.9%
现金净增加额	-482.9	3657.1	2312.4	2938.5	收入增长率(%)	-2.2%	17.2%	10.0%	9.7%
折旧和摊销	847.8	910.7	1043.1	1175.8	净利润增长率(%)	5.3%	11.3%	12.7%	10.8%
资本开支	-1368.5	-1794.3	-2046.6	-1897.6	P/E	15.97	14.35	12.73	11.49
营运资本变动	-1543.0	1885.4	-4.4	-6.9	P/B	4.05	3.46	2.98	2.58
企业自由现金流	3462.1	5684.8	4275.4	5134.8	EV/EBITDA	11.44	10.78	9.60	8.70

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>