

双汇发展 (000895)

携手京东生鲜，开启肉类电商新纪元！

投资评级：买入（维持）

事件：9月9日双汇与京东生鲜战略合作签约仪式在河南省漯河市双汇集团总部隆重举行。签约后，双汇将充分发挥国内外资源优势，借力京东强大的电商平台，实现销售渠道从线下重柜台到线上重平台的转型。这标志着两个世界500强共同掀开中国肉类工业与互联网企业强强联合的新篇章。

点评：

■ **中国网络零售市场交易规模有望突破5万亿，伴随消费升级和健康饮食理念兴起，京东生鲜背靠大树好乘凉，成为生鲜电商冬天里的一把火！** 1) 1H16 中国网络零售市场交易规模达2.3万亿元，相比1H15年上半年的1.6亿元，同比增长43.4%，预计2016年全年中国网络零售市场交易规模有望达5.2万亿元。**1H16网络零售市场交易占到社会消费品零售总额的14.8%，同比增长3.4%，预计2016年占比突破15%，电商业务蓬勃发展。** 2) 但是生鲜电商生存艰难，面临的供应链、产品品质和效率问题，先后有美味七七、果食帮、水果营行陷入资金困难，未来生鲜电商将迎来倒闭或是并购潮，机遇和挑战并存！3) **京东生鲜事业部2016年1月成立，背靠京东商城，拥有1.8亿活跃用户，凭借优质平台、冷链物流优势，通过与国内外生鲜原产地以及龙头企业合作，从原产地严选优质食材供应商，减少中间流通环节，让优质生鲜产品直达消费者，成为生鲜电商寒冬里的一把火。**

■ **双汇发展与京东生鲜强强联合，开启互联网+中国肉类工业的新篇章。** 1) 生鲜电商市场广阔，肉类生鲜网购排名前5。中国生鲜电商零售额仅占农产品零售总额的3.4%，渗透率不到3%，预计2017年交易规模将突破1000亿元，发展空间巨大。2015年腾讯企鹅智酷调查数据显示：网购生鲜用户仅占24.5%，但有消费意愿的潜在用户占比超50%；肉类在生鲜品购买占比13.3%，排名第5，生鲜电商平台天猫占据份额优势，渗透率达到43.8%，其次是京东渗透率约14.4%。2) 生鲜电商的核心竞争力是品质+物流配送，目前生鲜配送当日达率为52.5%，两天内到达率超2/3。**京东自有物流优势+双汇生鲜品网店45000个，冷链物流运输能力强，加之京东生鲜3公里范围内实现2小时送达，完美解决生鲜电商“冷链物流+最后一公里配送”的难题。**

■ **双汇渠道多样化：与京东生鲜战略合作将加速全球生鲜跨境电商+社区生鲜门店的布局。** **双汇渠道优势显著，1H16新增客户800多家，定增网店2000多个，上半年生鲜品网店4.5万个，肉制品达到85万网点。2H16目标新增生鲜网点5000个以上，年底达到5万个；肉制品年底达到91万个。** 双汇拥有海外大量的肉类资源+国内自有的生鲜配送物流+2B2C大量渠道，携手京东生鲜将开启双汇电商战略新纪元，加速双汇全球生鲜肉类跨境电商战略布局！

■ **盈利预测与投资建议：**预计16-18年EPS为1.43/1.66/1.86元。大周期猪价进入下行通道，屠宰产能布局完成，肉制品有望提速，双汇市占率可持续提升，全球贸易优势明显，长期分红率超过5%，16年PE仅16倍，给予肉制品16年25xPE，屠宰15xPE，目标价为32.7元，41%的空间，维持买入评级。

■ **风险提示：**食品安全问题，行业竞争加剧。

2016年9月12日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码：S0600516070002

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.21
一年最低价/最高价	15.40/24.95
市净率	5.97
流通市值(亿)	421.83

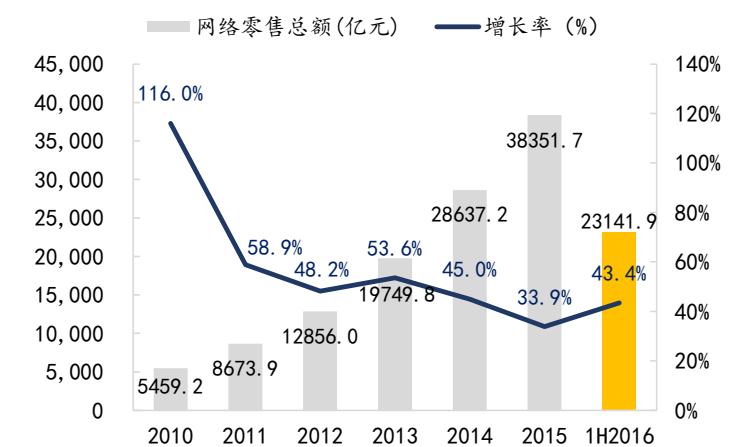
基础数据

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)	1817.45

相关研究

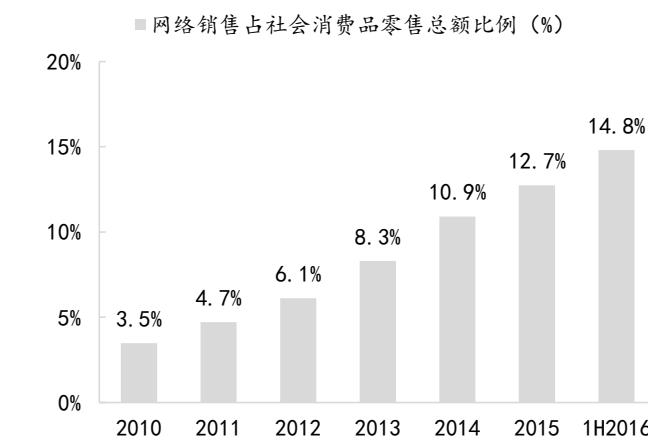
1. **4Q6%股息率+肉制品屠宰猪价三
大拐点+万亿行业单寡头竞争格局**
——20160912
2. **行业最困难时期已过，万亿行业单
寡头市值被低估，2H16领涨品种**
——20160801
3. **1Q16业绩拐点+16PE14x历史底部
+万洲国际港股大涨+机构持仓低**
——20160308

图表 1：中国网络零售市场交易规模及增长率



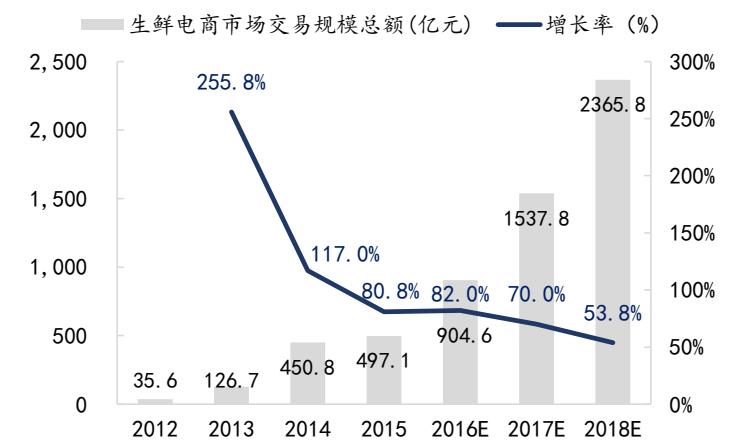
资料来源：中国电子商务研究中心，东吴证券研究所

图表 2：网络消费占社会总消费的比例逐年提升



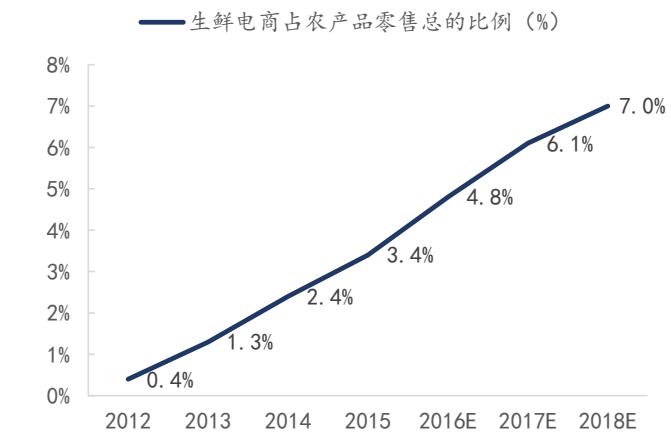
资料来源：中国电子商务研究中心，东吴证券研究所

图表 3：生鲜电商市场交易规模及增长率



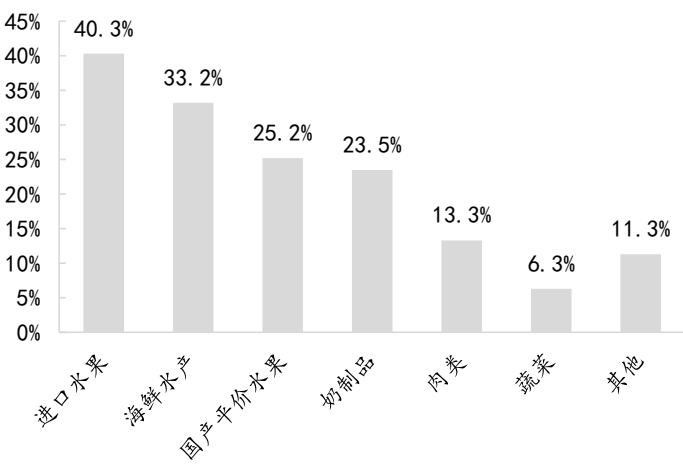
资料来源：中国电子商务研究中心，东吴证券研究所

图表 4：生鲜电商占农产品零售比例不断提升



资料来源：中国电子商务研究中心，东吴证券研究所

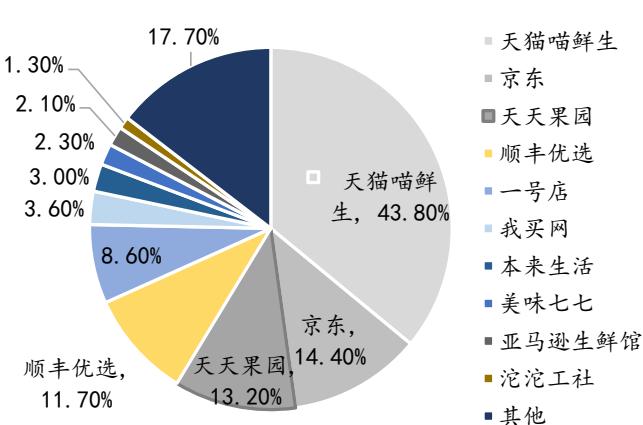
图表 5：肉类在生鲜网购品类中占 13.3%



资料来源：腾讯企鹅智酷调查，东吴证券研究所

*备注：样本调查为多选，因此各选项之和大于 100%

图表 6：生鲜电商市场份额



资料来源：腾讯企鹅智酷调查，东吴证券研究所

*备注：样本调查为多选，因此各选项之和大于 100%

图表 7：垂直类生鲜电商融资金额、运营模式、物流模式分布

企业名称	融资总金额(亿元)	运营模式		物流模式
易果生鲜(不含B轮)	20.2	B2C	自营	垂直全品类 自建
天天果园	14.7	B2C	自营	垂直多品类 自建+第三方
本来生活	14.1	B2C	自营	垂直全品类 自建
爱鲜蜂	7.3	O2O	平台	垂直多品类 众包
每日优鲜	5.3	B2C	自营	垂直多品类 自建
许鲜	3.6	O2O+C2B	自营	垂直单品类 用户自提
		B		
拼好货	3.6	C2B	自营	垂直单品类 第三方
一米鲜(不含B轮)	1.3	C2B+O2O	自营+平台	垂直单品类 第三方

资料来源：京东生鲜，东吴证券研究所

图表 8：京东生鲜热销的双汇产品



北京预订
¥24.90
双汇 猪五花肉块 整肉原切 500g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599已有300+人评价
自营



¥16.90
双汇 猪皮 500g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599减200, 更多优惠已有200+人评价
自营



¥15.90
双汇 猪后腿肉丝 整肉原切 300g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599已有40+人评价
自营



北京预订
¥9.90
双汇 猪肉馅(70%瘦肉) 300g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599减200, 已有300+人评价
自营



北京预订
¥38.90
双汇 猪蹄块 1000g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599减200, 更多优惠已有200+人评价
自营



北京预订
¥33.90
双汇 猪肋排块 500g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599减200, 更多优惠已有200+人评价
自营



¥21.90
双汇 猪汤骨块 1000g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599减200, 已有200+人评价
自营



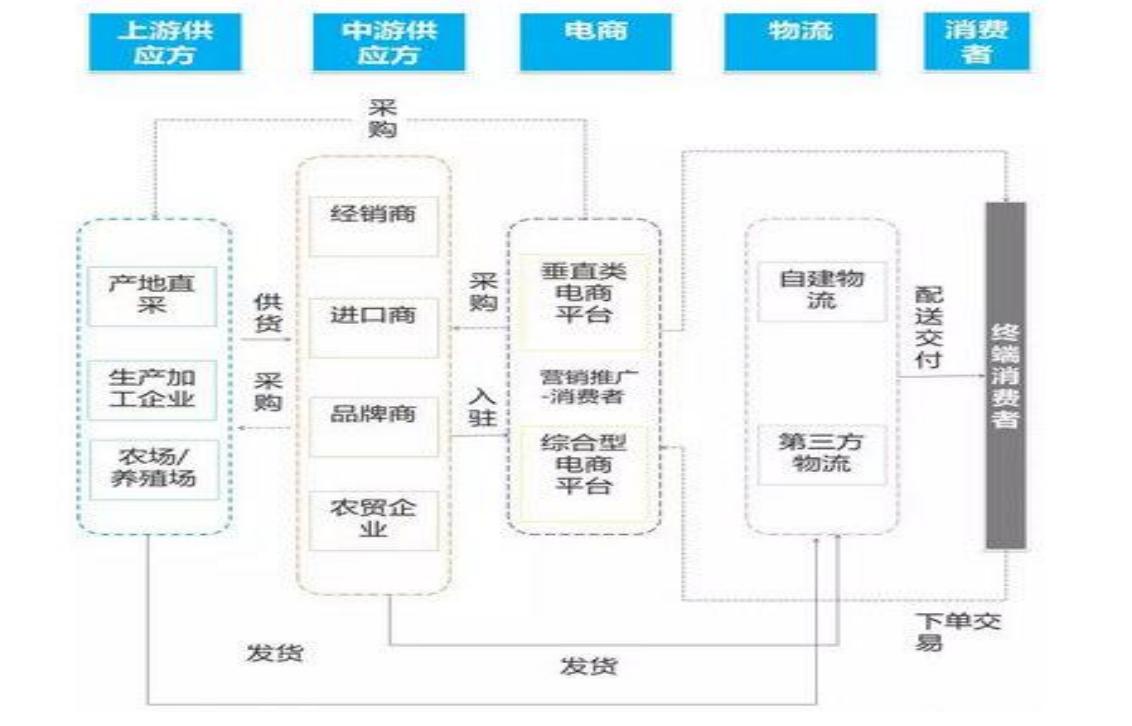
¥39.90
双汇 猪脊骨块 1000g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599减200, 更多优惠已有200+人评价
自营



¥24.90
双汇 大肠段 400g/袋 中秋食蟹季, 大闸蟹礼券满399减120、满599减200, 更多优惠已有200+人评价
自营

资料来源：京东生鲜，东吴证券研究所

图表 9：中国电商产业链



资料来源：Analysys 易观智库，东吴证券研究所

图表 10：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	10652.3	11311.3	12506.0	营业收入	44696.7	54223.2	58714.8	63989.0
现金	2426.7	4502.9	4697.2	5311.0	营业成本	35413.3	44066.9	47251.3	51358.4
应收款项	219.1	297.1	321.7	350.6	营业税金及附加	190.3	244.0	299.4	326.3
存货	3384.8	4225.6	4530.9	4924.8	营业费用	2298.9	2711.2	2935.7	3135.5
其他	2885.2	1626.7	1761.4	1919.7	管理费用	1435.0	1626.7	1761.4	1855.7
非流动资产	13968.7	14795.9	15769.3	16472.9	财务费用	-3.8	-32.3	-55.0	-63.1
长期股权投资	161.6	161.6	161.6	161.6	投资净收益	156.0	156.0	156.0	156.0
固定资产	12498.5	13379.4	14406.4	15163.8	其他	-109.0	208.0	279.4	316.3
无形资产	1074.1	1020.4	966.7	913.0	营业利润	5410.0	5970.7	6957.3	7848.6
其他	234.6	234.6	234.6	234.6	营业外净收支	265.2	265.2	265.2	265.2
资产总计	22884.5	25448.2	27080.6	28978.9	利润总额	5675.2	6235.9	7222.4	8113.7
流动负债	5119.3	6652.6	7091.5	7649.1	所得税费用	1258.7	1340.7	1552.8	1744.5
短期借款	610.4	610.4	610.4	610.4	少数股东损益	160.9	171.3	198.4	222.9
应付账款	2317.9	3621.9	3883.7	4221.2	归属母公司净利润	4255.5	4723.8	5471.2	6146.4
其他	2191.0	2420.2	2597.4	2817.5	EBIT	5549.4	5818.4	6766.3	7639.5
非流动负债	78.6	78.6	78.6	78.6	EBITDA	6397.2	6729.1	7809.3	8815.3
长期借款	5.8	5.8	5.8	5.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	72.8	72.8	72.8	72.8	每股收益(元)	1.29	1.43	1.66	1.86
负债总计	5197.9	6731.2	7170.1	7727.7	每股净资产(元)	5.09	5.37	5.70	6.08
少数股东权益	894.2	979.9	1079.1	1190.6	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	17737.1	18831.3	20060.6	ROIC(%)	24.1%	24.8%	28.7%	31.0%
负债和股东权益总计	22884.5	25448.2	27080.6	28978.9	ROE(%)	25.3%	26.6%	29.1%	30.6%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	20.8%	18.7%	19.5%	19.7%
经营活动现金流	5766.3	7647.2	6617.9	7428.5	EBIT Margin(%)	12.4%	10.7%	11.5%	11.9%
投资活动现金流	-3289.3	-1792.0	-2046.6	-1897.6	销售净利率(%)	9.5%	8.7%	9.3%	9.6%
筹资活动现金流	-2970.1	-3779.1	-4376.9	-4917.1	资产负债率(%)	22.7%	26.5%	26.5%	26.7%
现金净增加额	-482.9	2076.2	194.3	613.8	收入增长率(%)	-2.2%	21.3%	8.3%	9.0%
折旧和摊销	847.8	910.7	1043.1	1175.8	净利润增长率(%)	5.3%	11.0%	15.8%	12.3%
资本开支	-1368.5	-1794.3	-2046.6	-1897.6	P/E	15.97	14.39	12.42	11.06
营运资本变动	-1543.0	1891.0	-15.6	-15.1	P/B	4.05	3.83	3.61	3.39
企业自由现金流	3462.1	5574.9	4292.4	5260.0	EV/EBITDA	11.44	11.10	9.62	8.59

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>

