



双汇发展(000895)

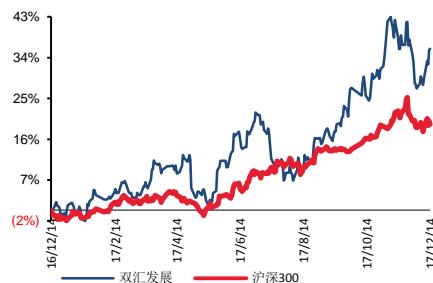
目标价: 32.2

昨收盘: 26.61

日常消费 食品、饮料与烟草

双汇发展：穿越周期的龙头，景气提升业绩改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,300/1,816
总市值/流通(百万元)	87,801/48,328
12 个月最高/最低(元)	28.00/19.70

相关研究报告:

双汇发展(000895)《三季报点评：成本下降屠宰放量，业绩环比改善》--2017/10/31

双汇发展(000895)《双汇发展半年报点评：高温肉制品拖累业绩，下半年有望明显改善》--2017/08/15

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：孟斯硕

电话：010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119011720015

有别于市场的观点：从非周期角度理解双汇

受宏观经济和肉制品消费疲软的影响，双汇肉制品业务从2014年开始陷入停滞状态。虽然2015年公司做了一系列改革，但是由于肉制品整体增速在放缓，所以市场近几年多从成本变化角度去理解双汇，这使得双汇的股价受猪价周期波动影响很大。我们认为双汇并没有丧失成长性，且拥有很强经营壁垒，未来市场估值应充分考量双汇品牌影响力，成长仍有很大空间。

屠宰集中度不断提升带来发展空间

屠宰企业对上下游没有定价权，只能靠薄利多销来获益，所以注定屠宰市场的集中度会逐渐提升，即规模主导竞争力。目前由于我国冷鲜肉市场不够成熟，屠宰精细分割不够等原因，导致屠宰盈利需要通过下游肉制品来体现，所以企业下游肉制品规模决定企业的屠宰规模。我们认为从长远来看，这个情况会被打破，双汇作为行业龙头，在屠宰业务上的发展空间巨大。

消费升级推动低温肉制品增长

从2014年以来，双汇肉制品一直受消费低迷影响，呈现增速放缓态势。特别是低温肉制品，市场对低温肉制品认识不够，公司推出的一系列低温肉制品新品未能收到预想效果。但是低温肉制品是未来发展方向，随着市场对低温肉制品认知度的提升，消费升级会推动低温肉制品的增长，成为未来公司的主要增长点。

维持“增持”投资评级

我们预测猪价下行会利好明年公司的业绩，2018年公司全年销售收入有望达到576.9亿元，净利润53.12亿元，同比增长15.3%。实现EPS 1.61元，给予20倍市盈率，目标股价32.2元，维持“增持”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	51845.06	52047.62	57694.75	58643.41
同比增长	15.99%	0.39%	10.85%	1.64%
净利润(百万元)	4561.54	4618.26	5312.28	5463.33
同比增长	3.51%	1.24%	15.03%	2.84%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.40	1.61	1.66
PE	19.9	19	16.5	16

资料来源：Wind, 太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一、有别于市场的观点

受宏观经济和肉制品消费疲软的影响，双汇肉制品业务从 2014 年开始陷入停滞状态。虽然 2015 年公司做了品牌运营、产品调整、渠道建设等方面的改革，但是由于肉制品整体增速在放缓，所以市场近几年多从成本变化角度去理解双汇，这使得双汇股价受猪价周期波动的影响很大。但是我们认为双汇并没有丧失成长性，且拥有很强的经营壁垒，未来市场估值应充分考量双汇品牌的影响，成长仍有很大的空间。

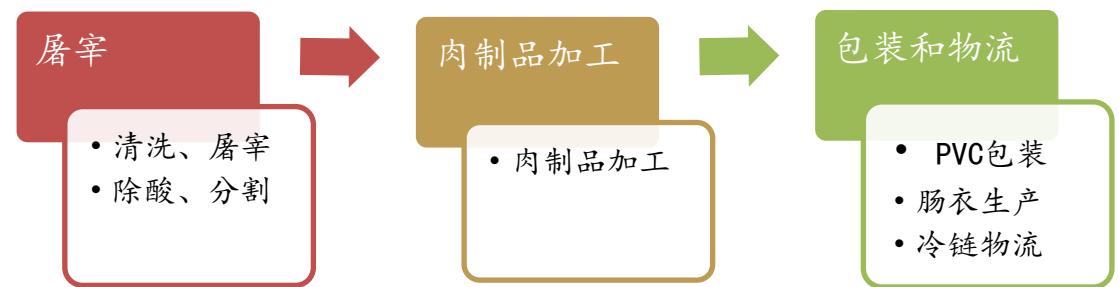
1、全产业链优势和规模优势形成高壁垒

完善产业链是双汇肉制品业务的“护城河”，肉制品产业链包括生猪养殖-屠宰-肉制品加工-包装物流，经过这么多年的发展，除去生猪养殖以外，双汇有非常完备和先进的肉制品配套业务（PVC、肠衣、包装等），这使得双汇的肉制品成本有领先优势。

物流上，集团下设的双汇物流拥有冷库 23 万吨、常温库、配送库 20 万 m²，铁路专用线 6 条，公司自有各种冷藏运输车辆 1420 台，常温运输车辆 205 多台，整合社会冷藏车辆 2000 台，常温车辆 800 台，总运能 15000 吨以上，形成非常效率的配送能力。

此外，2013 年双汇母公司万州国际收购美国史密斯菲尔德，收购完成后，史密斯菲尔德与双汇加强集团内关联交易，主要由史密斯菲尔德向双汇输出美国生猪肉，扩大史密斯菲尔德猪肉产品销售，同时增强双汇原料成本优势。

图 1、肉制品生产流程



资料来源：互联网，太平洋证券研究院

肉制品板块规模优势也成为现阶段双汇屠宰板块的优势。屠宰板块是一个注重规模经济效益的业务板块，由于屠宰业的上游——畜禽养殖业的产品是无差异的，同时屠宰业的产成品——鲜肉也是无差异的，这样屠宰行业面临的上下游面临的都是完全竞争市场，屠宰企业没有对上下游的定价权，只能靠薄利多销来获益。所以这注定屠宰市场的集中度会逐渐提升，

即规模主导竞争力。

目前由于我国冷鲜肉市场不够成熟，屠宰精细分割不够等原因，导致屠宰的盈利需要通过下游肉制品来体现，所以屠宰现状是企业下游肉制品规模决定企业的屠宰规模。我们认为从长远来看，这个情况会被打破。

对比国外来看，国内屠宰行业 CR4 不超过 15%，而美国屠宰行业 CR4 达到 67%，国内屠宰行业集中度会逐渐提升，且盈利能力也会得到提升。

2、消费升级会推动肉制品成长

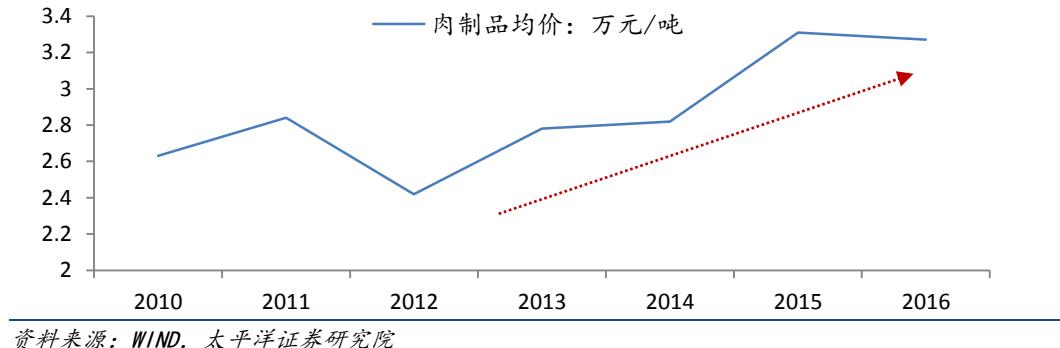
从 2014 年以来，双汇肉制品一直受消费低迷的影响，呈现增速放缓的态势。特别是低温肉制品，市场对低温肉制品的认识不够，公司推出的一系列低温肉制品新品未能收到预想的效果。但是我们认为，低温肉制品是未来发展方向，也会成为未来公司的主要增长点。

根据 Euromonitor 数据，2016 年双汇在高温肉制品市场占有率为 62.5%，其次分别为金锣、梅林、新希望、美好等。低温肉制品行业，雨润、双汇及金锣占据前三，市场占有率分别 8.6%、7.5% 和 2.6%，荷美尔为 2.5%，CR4 为 21.2%，集中度明显低于高温肉制品。

除去低温肉制品的增长，肉制品总规模的增长也将利好双汇的发展。从量上来说，我国肉制品产量占肉类总产量的 11%，而欧盟、美国、日本等发达国家肉制品占肉类产量底 50%，未来肉制品发展的空间巨大。

从价格上来说，近几年我国肉制品行业平均价格整体呈现上涨态势，行业均价从 2010 年的 2.63 万元/吨，增长到 2015 年的 3.31 万元/吨，2016 年国内销售均价略下滑，约为 3.27 万元/吨。如果低温肉制品能够放量，肉制品吨价上行趋势将被强化。

图 2、国内肉制品均价



我们认为随着消费者对低温产品认识程度加深，消费升级趋势会推动低温肉制品的增长。而双汇是行业布局低温肉制品较早的企业，品牌影响力也比较强，未来低温产品会成为双汇增长的主要增长点。

3、短期看点：猪价下行，2018年业绩向好

从短期来看，我们预判2018年猪肉价格会在下降通道内，会利好屠宰和肉制品板块，给公司业绩带来积极影响。此外，温和通胀背景下，预期消费会回暖，整个肉制品行业的消费也会有所回暖。

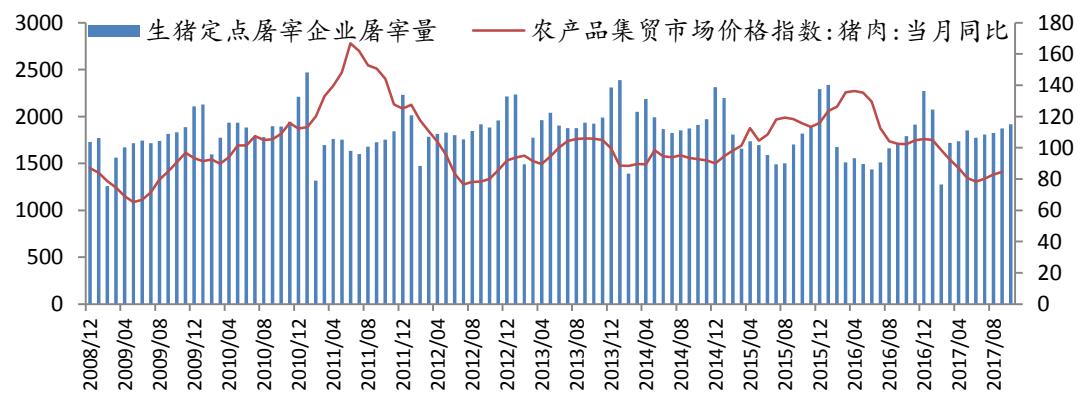
2017年公司屠宰收入达到322亿元，肉制品收入达到224亿元，全年公司销售收入有望达到520.47亿元，同比增长0.39%。预估销售净利率8.87%，实现净利润46亿元，同比增长5.32%。2018年公司屠宰收入达到368亿元，肉制品收入达到235.9亿元，全年销售收入有望达到576.9亿元，同比增长10.85%。预估销售净利率为9.21%，实现净利润53.12亿元，同比增长15.3%。

二、从猪价变化看屠宰业绩逐步改善

(一) 猪价下行利好屠宰开工率

屠宰业务往往受猪肉价格影响较大，屠宰利润与猪肉价格呈负相关性影响。首先，猪价上涨会影响消费需求，需求下降反过来压制屠宰企业开工率水平；猪价下降则利于屠宰开工率提升。其次，在猪价上行周期，生猪养殖户有惜售心态，导致生猪供应下降，屠宰企业相应降低开工率。

图3、猪价与生猪屠宰量对比



资料来源：WIND, 太平洋证券研究院

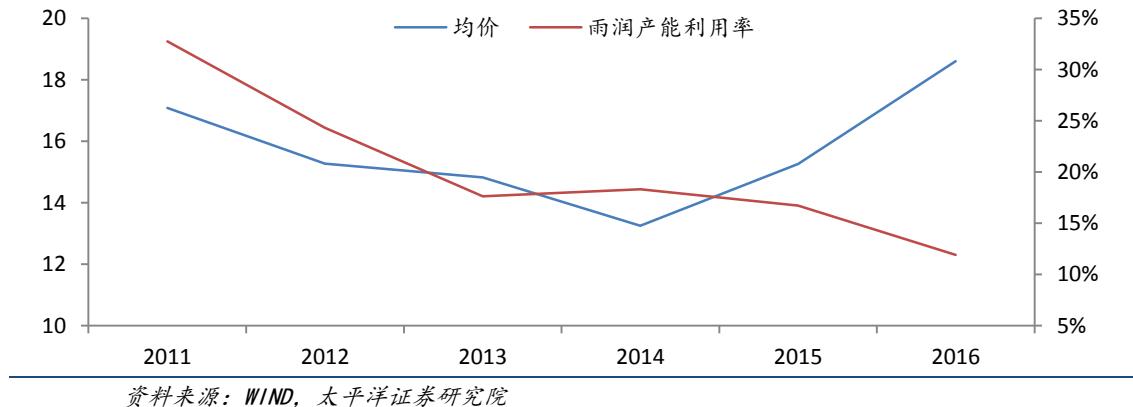
上

上一轮猪肉价格上涨周期（2010年7月-2011年8月），猪价涨幅96.9%，月平均屠宰量同比下降1.54%。猪肉价格见顶回落后（2011年9月-2014年7月），猪肉价格下降了42.8%，月平均屠宰量同比增长5.2%。

产能利用率数据也能看到明显的变化。公开数据整理，雨润屠宰业务产能利用率跟猪价有明显的负相关性，特别是2012年以后，公司屠宰产能增速降低以后，产能利用率受猪价影响更为明

显。

图 4、在猪周期中，雨润屠宰业务产能利用率情况

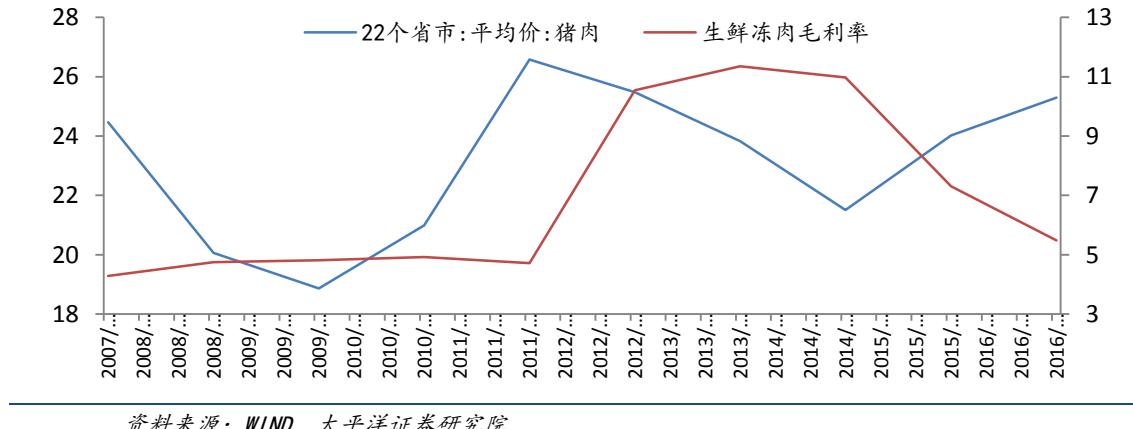


(二) 开工率提高摊薄屠宰成本

屠宰成本包括固定成本和可变成本，单位固定成本=总固定成本/屠宰头数，所以屠宰数量越多，开工率越高，单位固定成本就越低，进而屠宰利润就越高。可变成本主要受猪肉屠宰价差、人工成本、能源成本等因素影响。

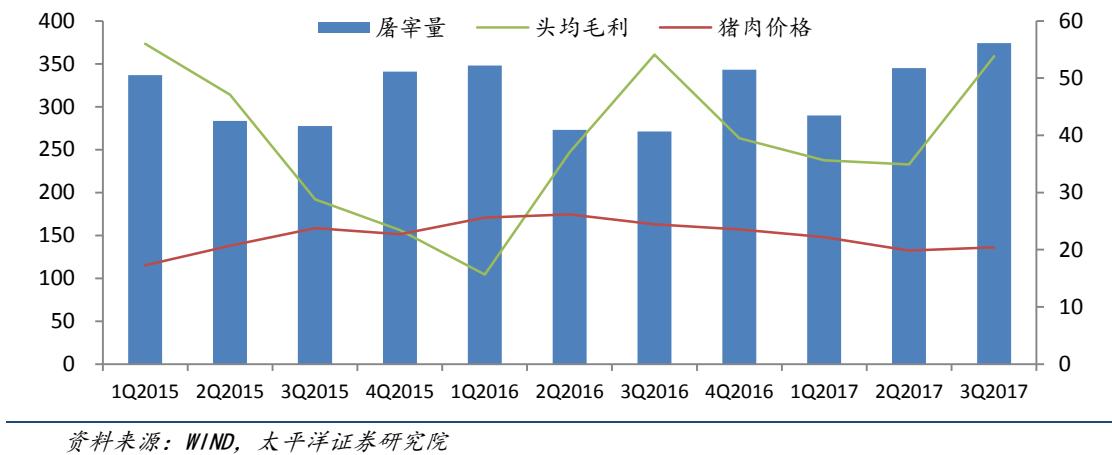
将屠宰毛利拆分后发现，大致可推测屠宰业务毛利=猪肉屠宰价差（猪肉价格-生猪价格）-单位成本。1) 猪肉影响价差，当猪肉价格上行的时候，屠宰企业不容易把价格传导到下游，所以盈利反而不好；反之，猪价下行的时候，屠宰价差更大。2) 开工率影响屠宰业务单位固定成本，开工率越高，单位固定成本就越低，进而屠宰利润就越高。

图 5、在猪周期中，双汇生鲜冻品的毛利率变化



在统计的时候，由于双汇把冻肉和冷鲜肉一同计入，所以会导致头均毛利有些偏差。从趋势上看，当猪肉价格在高位的时候（2016年2季度），屠宰量大幅下降，头均毛利也在低位，当猪肉价格回落后，屠宰量逐渐增加，头均毛利也逐渐回升。

图 5、双汇发展季度屠宰头均毛利（右轴）变动



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

（三）屠宰业绩或边际改善

目前双汇屠宰单班总产能为 2000 万头，双班产能 4000 万头，产能有大提升空间。今年以来，国家加强环保治理的力度，对大企业整合市场也是机遇。

今年以来，随着猪肉价格高位回落，双汇屠宰量已经连续两个季度回升。我们预计今年四季度和明年猪肉价格仍在下降周期内，双汇的屠宰量会有明显增长。

今年前三个季度，屠宰量分别为 290 万、345 万和 374 万，我们预测今年第四季度屠宰量大概率超过三季度（猪价继续下行；传统消费旺季）达到 390 万头，全年屠宰量在 1400 万头。今年上半年头均收入为 2294 元，我们假定全年平均头均收入为 2300 元，则全年屠宰收入为 322 亿元。

图表 1：双汇发展历史年份屠宰量和头均收入

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
猪肉价格	17.09	15.27	14.82	13.25	15.26	18.61
屠宰量	1001	1142	1331	1501	1239	1235
头均屠宰收入	1445.77	1352.00	1408.19	1308.22	1972.85	2567.64

资料来源：WIND，太平洋证券整理

从历史年份上来看，猪肉价格 13 元左右时候，双汇屠宰量达到最高在 1500 万头左右。我们判断 2018 年猪肉价格在 13-15 元范围内波动是大概率事件，那么屠宰板块的收入弹性如下图。

图表 2：双汇发展屠宰业务弹性

屠宰弹性		头均收入(元)			同比(假定 17 年收入 322 亿)		
		2200	2300	2400	2200	2300	2400
屠宰量(万头)	1400	3080000	3220000	3360000	-4.35%	0.00%	4.35%
	1500	3300000	3450000	3600000	2.48%	7.14%	11.80%
	1600	3520000	3680000	3840000	9.32%	14.29%	19.25%
	1700	3740000	3910000	4080000	16.15%	21.43%	26.71%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

我们预计，2018 年公司屠宰量会超过 2017 年（假设 1400 万头）达到 1500 万头-1600 万头的水平，头均价格不低于 2300 元，屠宰收入预计达到 368 亿元以上，对屠宰收入贡献 14%。

三、低温肉制品潜力待放

(一) 肉制品盈利或改善

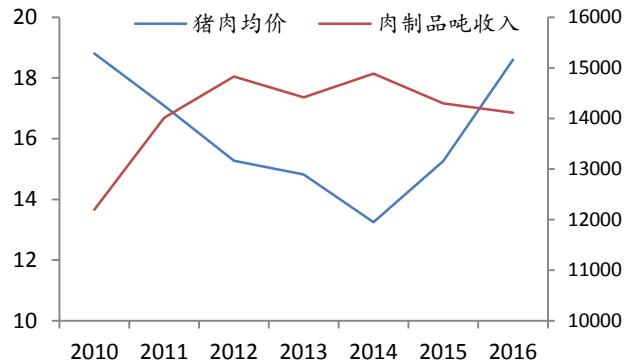
猪肉是原材料的重要组成，按照行业平均情况，原料肉占肉制品业务成本比例约为 70%，其中猪肉成本约占原料肉成本比例 70%，即猪肉成本占肉制品业务总成本比例约 50%。原料肉中，鸡肉成本约占 20%，企业会通过价格变动来调整猪肉和鸡肉的使用比例。由于终端产品价格很少进行调整，当猪肉价格上涨的时候，企业很难通过涨价将成本上涨传导下去，所以猪肉价格波动对肉制品企业成本影响较大。

从肉制品吨毛利数据来看，双汇肉制品吨毛利与猪肉价格呈明显负相关关系。上一轮周期中（2010 年 7 月-2011 年 8 月上升周期，2011 年 8 月-2014 年 7 月下行周期），双汇肉制品吨收入和吨毛利呈现很明显的负相关性。

特别是肉制品毛利变化更为明显，加之双汇一直在做产品结构调整，增加高端产品的比重，近几年双汇肉制品毛利率稳定上行，上一轮猪周期的下行期（2011 年 8 月-2014 年 7 月）期间，肉制品吨毛利有明显的跳升。

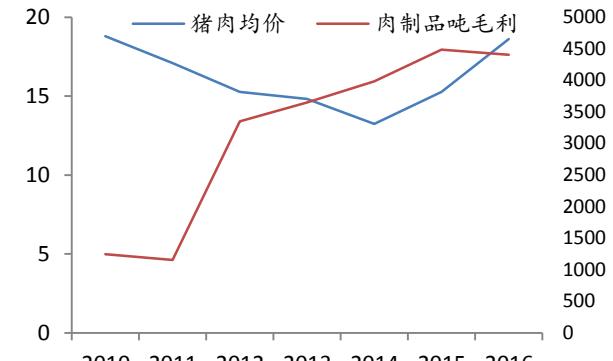
所以本轮猪周期下行期（预计为 2017 年 3 季度到 2018 年），我们看好猪肉价格下行给双汇肉制品毛利的贡献。

图 7：猪周期中双汇肉制品吨收入变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图 8：猪周期中双汇肉制品吨毛利变化

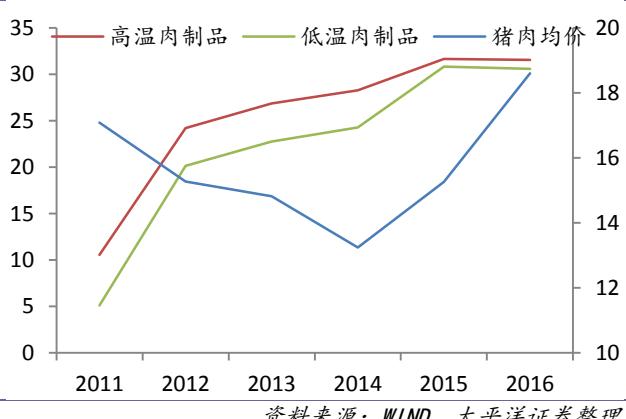


资料来源：WIND，太平洋证券整理

在猪价上涨期，公司会通过提升产品结构以及进口国外低价原料肉方式平抑成本波动。2016 年双汇生产肉制品160万吨，当年进口冻猪肉30万吨，我们假设冻猪肉全部使用在肉制品生产中，进口猪肉量占总用肉量比例为18%。

如果猪肉价格下降，公司使用进口猪肉的量可能会减少。按照2017年的比例来计算，猪肉价格每下降10%，对成本贡献在3%左右。明年猪肉价格仍在下行通道内，对肉制品成本趋于有利。

图 7：高温肉制品和低温肉制品毛利率变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

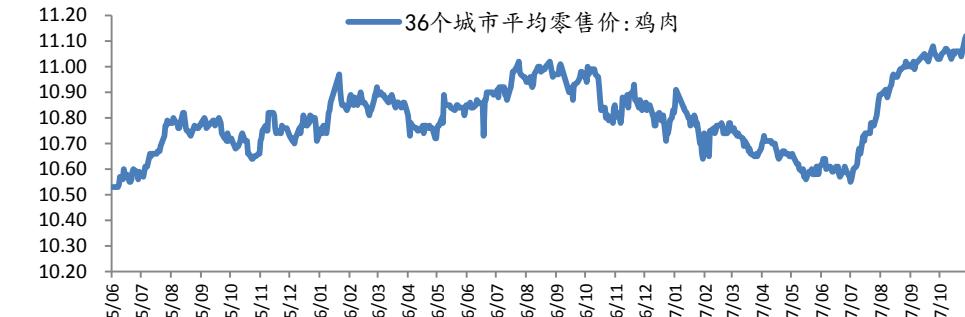
图 8：低温肉制品占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

另一方面，从鸡肉价格来看，基于对白羽肉鸡行情反转的看好，鸡肉和鸡苗价格有望在2017 年下半开启长达 2-3年的高景气周期，对肉制品企业成本是增加的。由于在肠类产品中，鸡肉可以和猪肉进行替代，所以鸡肉价格上涨对企业成本影响没有那么大。

图 9、36 个城市鸡肉平均零售价格



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

今年以来，由于猪肉价格回落，双汇肉制品吨毛利也在回暖，并连续两个季度呈加速增长，肉制品销售量也呈加速增长态势。今年1季度，肉制品吨毛利为2663元，到三季度吨毛利为3348元；销售量单季分别为36万吨、41万吨和41.8万吨。

我们预期猪肉价格在四季度仍保持低位，肉制品吨毛利会进一步提升。预测2017年4季度肉制品销售量为40万吨，全年实现肉制品销售量158万吨。按照上半年肉制品吨收入14200元计算，全年肉制品收入可以达到224.3亿元，较去年略下降0.63%。

从历史上看，肉制品收入端跟猪肉价格变动没有明显的关系，主要跟当期低温肉制品的占比关系比较明显。低温肉制品是未来的消费升级方向，我们认为在未来几年双汇的低温肉制品能稳定放量。假定2018年双汇肉制品销售实现165万吨（较2017年增长4%），吨收入14300元，2018年肉制品销售收入为235.9亿元，较2017年增长5.1%。肉制品毛利率有望从2016年的31.21%提升至32.35%。

图表1：双汇发展肉制品板块预测

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
肉制品收入	2511952	2263903	2257716	2,243,600	2,359,500	2,390,400
肉制品销售量	168.77	158.34	160	158	165	166
吨收入	14883	14297	14110	14200	14300	14400
肉制品毛利率	26.76%	31.37%	31.21%	32.21%	32.35%	34.24%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）营销新变革，餐饮渠道有望成为新增长点

过去几年公司盈利增长主要在成本控制端，今年明显感到公司将重心转移到销售端，在肉制品营销层面做了很多改革。我们看好此次改革，将会有助于公司产品结构调整。

餐饮渠道有望迎来新的增长点。

今年营销端具体变革包括：1) 新设立研发技术中心，由原来 1 个研发中心变更为 8 个中心，在全国不同区域分别研发产品以贴近当地需求。2) 成立新的机构——新渠道开发部，开发餐饮、电商等新渠道。3) 新产品开发上，加强与外部公司合作。

目前双汇的餐饮渠道销量占总销量比例不高，但是近几年餐饮渠道每年百分之几十的增长，今年强化产品跟餐饮合作，预计未来餐饮渠道会有大的增长。

四、 盈利预测

从历史上几次猪周期来看，我国猪周期平均为 4 年左右时间，且下降周期均长于上升周期。本轮猪周期自 2015 年 4 月启动，生猪价格从每公斤不到 12 元上涨到接近 21 元，涨幅达到 80%，从 2016 年 6 月起进入下行周期，大概率将延续到 2018 年。

今年上半年猪价同比下降 20%，7 月至今猪价同比下降 20%。我们判断下半年猪价将延续这一走势，年底生猪价格预计将维持在每公斤 15 元附近，明年预计生猪价格将降至每公斤 13 元附近。

图 10、猪肉批发价（单位：元）



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

猪价下跌对双汇屠宰和肉制品板块形成直接利好，根据我们的假设，2017 年公司屠宰收入达到 322 亿元，肉制品收入达到 224 亿元，全年公司销售收入有望达到 520.47 亿元，同比增长 0.39%。预估销售净利率 8.87%，实现净利润 46 亿元，同比增长 5.32%。2018 年公司屠宰收入达到 368 亿元，肉制品收入达到 235.9 亿元，全年销售收入有望达到 576.9 亿元，同比增长 10.85%。预估销售净利率为 9.21%，实现净利润 53.12 亿元，同比增长 15.3%。实现 EPS 1.61 元，给予 20 倍市盈率，目标股价 32.2 元，维持“增持”评级。

五、 风险提示

经济出现大幅波动；公司低温肉制品业务发展速度不达预期；公司管理层管理出现重大失误；食品安全问题等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shening@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。