



双汇发展(000895)

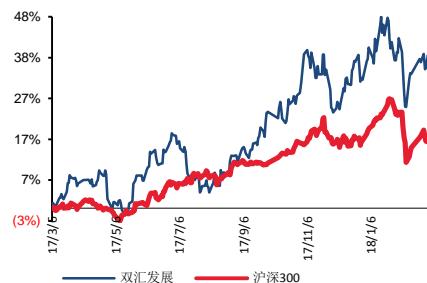
目标价: 32.2

昨收盘: 27.31

日常消费 食品、饮料与烟草

双汇发展: 释放成本红利, 步入增长新周期

■ 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)	90,111/49,599
12 个月最高/最低(元)	29.66/19.70

相关研究报告:

双汇发展(000895)《双汇发展: 穿越周期的龙头, 景气提升业绩改善》
--2017/12/14

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

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

从周期角度理解双汇: 近几年, 市场多担忧双汇发展的屠宰产能不能放大、利用率无法提升以及高温肉制品的可能萎缩会影响双汇的业绩, 不看好双汇的成长空间, 而忽视了成本的变化、集中度的提升、消费升级对双汇业绩的红利。猪肉价格下行对屠宰行业和肉制品行业盈利提升显著, 从猪周期角度来看, 2018 年和 2019 年猪肉价格将持续在低位, 对双汇成本端利好是显而易见的。我们看好未来几年猪周期下滑背景下双汇的成本红利, 叠加温和通胀下消费回暖, 双汇发展的业绩弹性。

屠宰、肉制品双发力: 随着食品安全、环保和产业的规范, 屠宰的集中度大幅提升是趋势, 双汇目前已经完成了全国的产能布局, 产能的利用率必将持续大幅提升。作为国内肉制品龙头企业, 目前双汇聚焦低温产品, 更加符合消费升级趋势, 有望为双汇带来新的业务增长点, 同时品牌产品在双汇收入和利润结构中的提升也有望推动估值进一步修复。

步入成长新周期: 从长期来看, 我们看好双汇整体的营销能力和对成本的把控能力, 在乡村渠道的下沉有望使双汇在农村消费升级趋势中更有领先优势。公司的全品类产品基本都是受益消费升级的, 冷鲜肉越来越受到消费者的认同; 一二线城市低温肉制品的持续稳定增长; 产品升级后的高温肉制品在农村乡镇市场仍有广阔的空间, 给双汇带来长期的增长潜力, 双汇成长步入新周期。

维持“买入”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“买入”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、从周期角度看双汇成本变化

近几年，市场多担忧双汇发展的屠宰产能不能放大、利用率无法提升以及高温肉制品的可能萎缩会影响双汇的业绩，不看好双汇的成长空间，而忽视了成本的变化、集中度的提升、消费升级对双汇业绩的红利。猪肉价格下行对屠宰行业和肉制品行业盈利提升显著，从猪周期角度来看，2018年和2019年猪肉价格将持续在低位，对双汇成本端利好是显而易见的。我们看好未来几年猪周期下滑背景下双汇的成本红利，叠加温和通胀下消费回暖，双汇发展的业绩弹性。

(一) 屠宰板块明显受益

本轮猪周期从2016年年中见顶，猪价最高升至21元左右，此后逐渐回落，2016年10月份跌破16元/公斤。2017年下半年猪价企稳略有回升，但是到2018年年初猪价出现大幅下挫。

根据搜猪网最新公布的数据，3月5日全国瘦肉型猪出栏均价11.43元/公斤，较昨日下跌0.28元/公斤，较去年同期16.1元/公斤下跌4.67元/公斤。

国内猪价快速下跌，吉林、辽宁、安徽、陕西、甘肃等地猪价已跌破11元/公斤，东北、华北、华东多地猪价已经逼近11元/公斤，华中猪价跌幅较大，局部地区两日跌幅超过1元/公斤。伴随着猪价下跌，养猪盈利持续缩水，目前全国瘦肉型猪的自繁自养头均盈利已经进入亏损，头均亏损21.14元/头。

图表1：22省市生猪平均价格走势

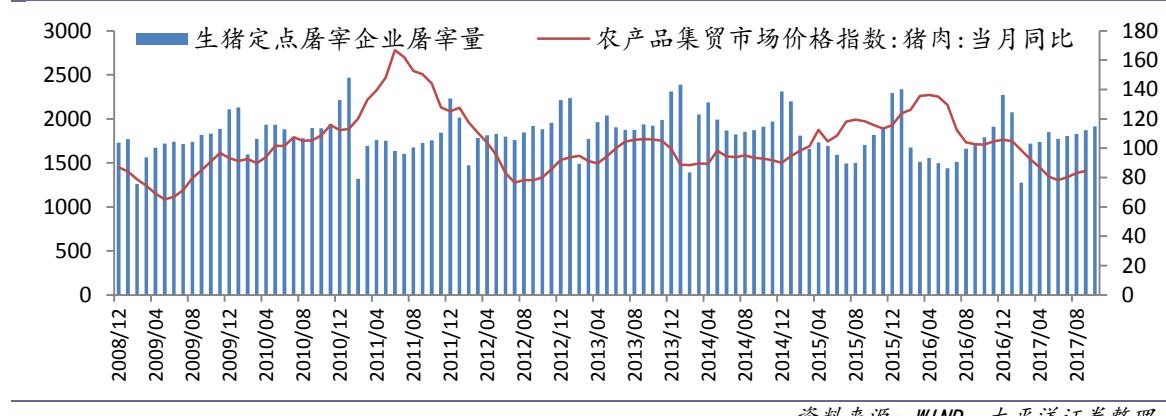


春节后价格的下行，主要是消费回落，屠宰企业压价意向强烈，市场处于供大于求的局面，持续的下跌也令养殖户的恐慌性情绪增加。我们预判2018年是猪肉价格下跌的第二年，猪价会从急跌转为缓跌，养殖行业出现亏损，2019年猪价大概率见底。

■ 产能利用率提升

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。

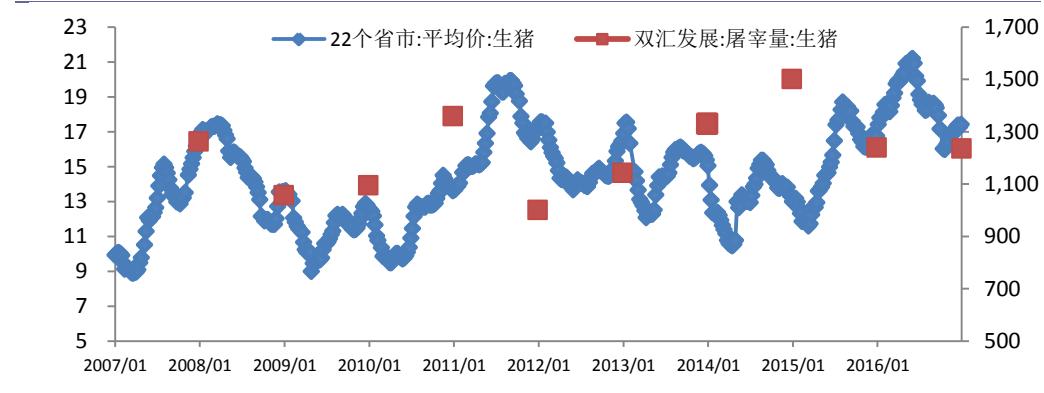
图表 3：猪肉价格同双汇发展屠宰量（右轴）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

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的（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%。

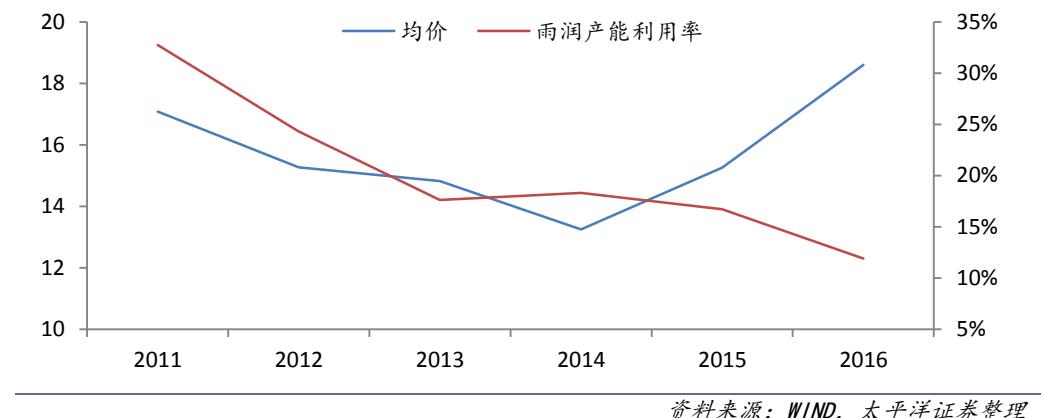
图表 3：猪肉价格同双汇发展屠宰量（右轴）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

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。

图表 4: 猪肉价格同雨润屠宰产能利用率情况



资料来源：WIND, 太平洋证券整理

受益于猪肉价格下行，双汇的屠宰业务已经开始放量，同时头均利润已逐步企稳，整体屠宰业务业绩有望改善。2016年双汇屠宰量为1235 万头，同比基本持平；2017 年前三季度屠宰量为1009万头，同比增长13.1%，其中Q2 单季屠宰量为345万头，同增26.4%，Q3单季屠宰量374万头，同比增长37.5%。

■ 屠宰毛利上行

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。

短期来看，生猪价格的下行并没有传导到终端消费，从猪肉批发价格来看，目前猪肉价格还处在比较平稳的状态中，屠宰业务的中间差价加大，这对屠宰板块形成利好。

图 5: 猪肉批发平均价格走势



资料来源：WIND, 太平洋证券整理

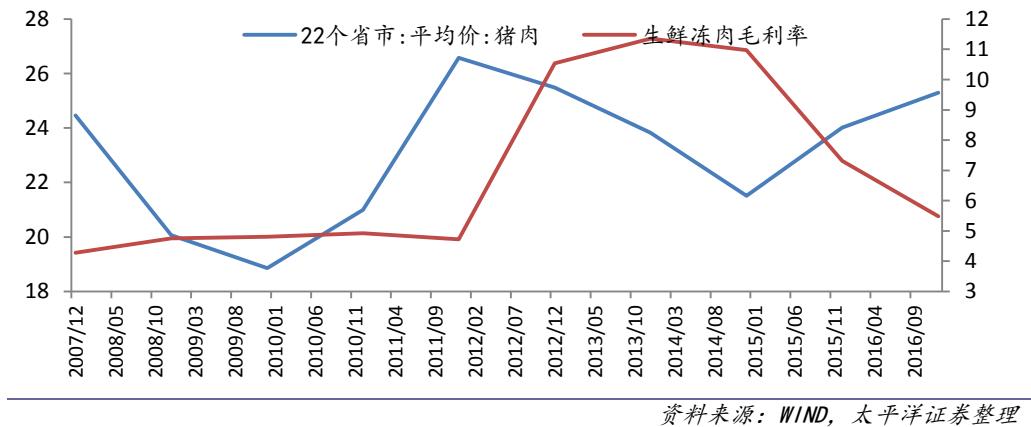
图 6: 猪肉批发价同生猪价差



资料来源：WIND, 太平洋证券整理

另一方面，随着开工率的增加，屠宰头均成本也会降低，屠宰整体毛利会有所增加。从过去双汇屠宰利润变化来看，屠宰利润跟猪价有很强的负相关性。由于2017年双汇进口冻猪肉中，一部分冻肉也进行了销售，所以2017年屠宰利润变化并不是非常明显，剔除进口冻肉影响，我们认为2018年和2019年双汇屠宰业务会实现收入利润双增长。

图表4：猪肉价格同双汇屠宰利润变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）肉制品成本下行

与其他消费品定价类似，肉制品终端定价也比较固定，所以上游成本的变动成为肉制品板块盈亏的重要变量。

■ 猪肉成本下降，肉制品毛利空间打开

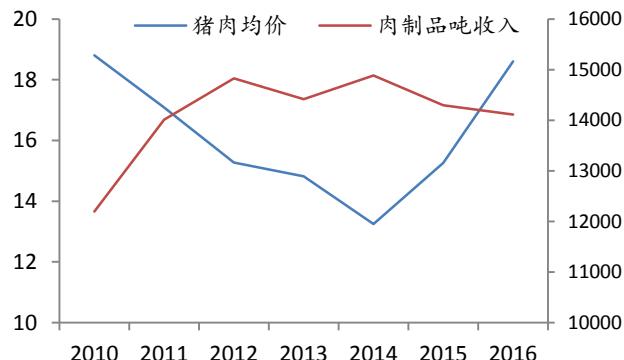
猪肉是原材料的重要组成，按照行业平均情况，原料肉占肉制品业务成本比例约为70%，其中猪肉成本约占原料肉成本比例70%，即猪肉成本占肉制品业务总成本比例约50%。原料肉中，鸡肉成本约占20%，企业会通过价格变动来调整猪肉和鸡肉的使用比例。由于终端产品价格很少进行调整，当猪肉价格上涨的时候，企业很难通过涨价将成本上涨传导下去，所以猪肉价格波动对肉制品企业成本影响较大。

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。

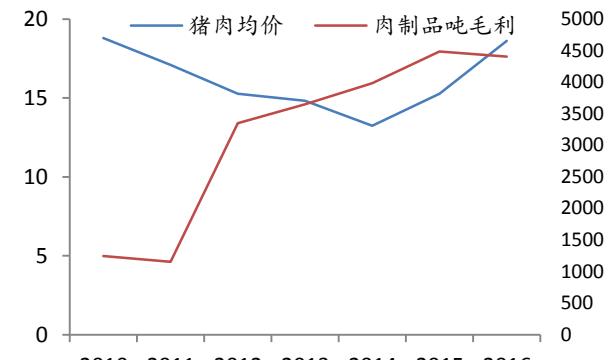
所以本轮猪周期下行期（预计为2017年3季度到2018年），我们看好猪肉价格下行给双汇肉制品毛利的贡献。

图 5：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 6：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

■ 2017 年为什么背离？

对比 2016 年以前的数据，发现猪肉成本同肉制品毛利有比较明显的负相关性，2016 年以后肉制品毛利受进口肉的平滑，周期波动并不明显。2016 年为了平抑猪肉价格的上涨，双汇进口冻猪肉 30 万吨。2016 年芝加哥商品交易所猪肉期货的平均价格为 0.7 美元/磅，我们按照这个价格粗略计算，换算下来 2016 年双汇进口冻猪肉额约为 30-35 亿元。

2016 年双汇肉制品的营业成本为 155 亿元，我们按照营业成本中 70% 的比例是原料肉成本，原料肉成本中 70% 是猪肉成本来估算，进口猪肉占原料猪肉成本的比例大概在 20-30%（进口冻肉中直接作为冻肉销售一部分），这平滑了双汇 2016 年的原材料成本。

2017 年猪肉价格下降以后，肉制品板块的毛利率没有明显提高，我们认为与去年纸箱、其他原材料价格上涨比较疯狂有关，所以 2017 年前三季度双汇肉制品毛利率变化同猪肉价格变动有背离。但是从趋势上来说，我们认为猪肉价格下行对肉制品板块成本端的利好是显著的。2018 年和 2019 年双汇肉制品都是在成本下行的红利期。

图表 1：双汇发展单季度肉制品收入和吨毛利

	2016				2017		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
季度收入	128059.2	117421.7	114558.9	118311.3	95899.17	120856.6	139936.4
吨毛利	3426.792	2890.025	2727.592	2957.782	2663.866	2947.722	3347.762
环比	8.69%	-15.66%	-5.62%	8.44%	-9.94%	10.66%	13.57%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 成本变动影响估值预期

与其他快速消费品比较，冷鲜肉更偏大宗商品，而肉制品竞争因为集中度更高，所以成本在下游企业的盈利影响更受到市场的关注，从近几年双汇股价来观察，在剔除异常值后，我们发现股价同猪肉价格变化有很强的相关性。究其原因，我们认为主要是猪肉价格的变动对影响了市场对于公司的估值预期。

图表 7：猪肉价格变动同双汇股价的变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2017年以来，双汇屠宰和肉制品业务毛利的变化跟猪肉价格走势出现了背离。市场对猪肉价格下行对下游肉制品成本利好的逻辑多有怀疑。我们认为2017年双汇成本受多因素影响，加之前两个季度肉制品销售量有下滑，导致业绩未达预期，但从猪周期角度来看，2018年和2019年猪肉价格将持续在低位，对双汇成本端利好是显而易见的。我们看好猪周期下双汇成本的下行，叠加今年消费旺盛大环境，看好2018年双汇业绩的恢复。

二、关注双汇长期成长价值

猪价下行对双汇成本带来利好，但是我们认为看待双汇不应拘泥于短期的成本变动。在上一篇报告里，我们强调双汇的长期增长潜力，并认为双汇具有穿越牛熊周期的能力。从长期来看，我们认为消费升级会推动双汇肉制品结构优化，管理层这么多年在肉制品行业经营经验会不断提升市场份额，长期稳定增长可期。

(一) 乡村消费崛起带来的机会

近两年来，随着收入分配改善、劳动报酬提高，乡镇消费的崛起和消费升级在大众消费领域形成明显趋势。特别是近两年来，在大众消费领域中消费升级趋势呈跃升态势，自上而下来看，

确实有些数据反应了这两年是消费拐点。

恩格尔系数的下降，是消费升级的一个重要基础，而消费者信心指数则从 2016 年以来有明显上涨，显示出消费者消费意愿的提升。

恩格尔系数，是指食品支出总额占个人消费支出总额的比重。通常而言，一个国家越穷，每个国民的平均收入中用于购买食物的支出所占比例就越大，随着国家的富裕，这个比例呈下降趋势。我国城镇居民恩格尔系数经过连续多年徘徊后，在 2015 年出现了较为明显的下降。

图 8：城镇居民家庭恩格尔系数

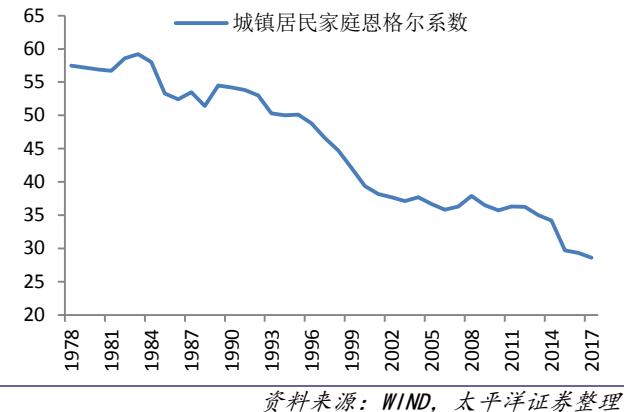
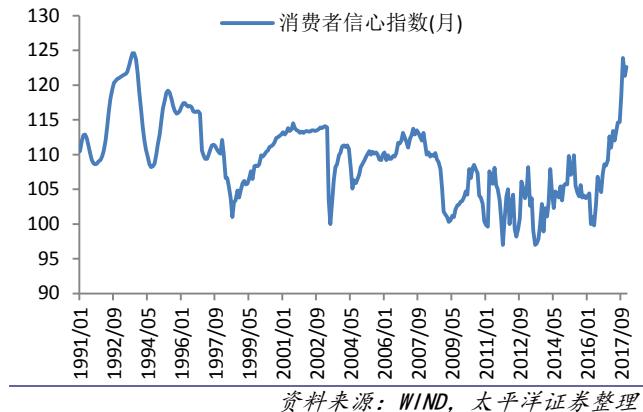
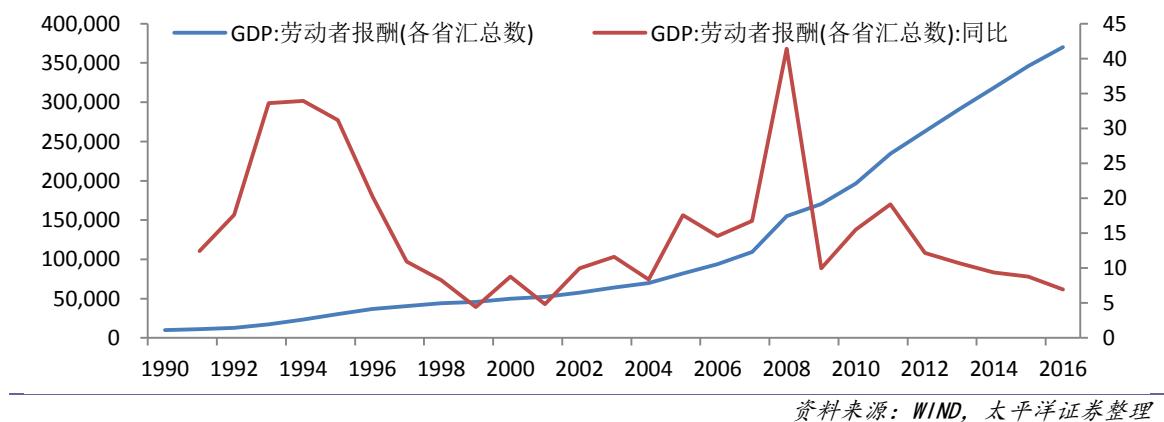


图 9：我国消费者信心指数

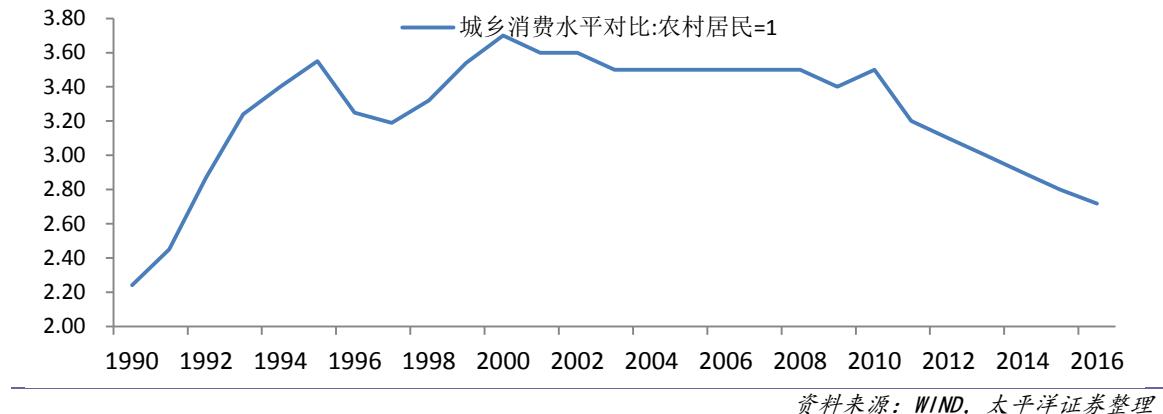


从收入数据来看，2008 年以后劳动报酬的增速有所下滑，但是绝对额一直在不断增长。收入的增长直接带来消费升级，特别是近几年来，农村地区收入增长快于城镇居民，农村地区消费升级趋势非常明显。农村和城镇消费水平在拉小，我们判断这一差距会持续缩小，农村消费未来会是消费的主要贡献。特别是对于必选消费品，譬如乳制品、肉制品等，我们判断会最先从中受益。

图表 10：劳动者报酬逐年增长



图表 11：城乡消费水平对比



(二) 消费升级促低温肉制品成长

我国肉制品消费结构与欧美、日本等国家差距较大。由于我国饮食习惯的不同，以及火腿肠等中式肉制品的流行，目前我国肉制品消费结构中仍以中高温肉制品为主，低温肉制品仅占三成。而日本市场中，家庭消费的肉制品中三大类低温肉制品（培根、火腿、香肠）占比高达 90%，低温肉制品是主要消费对象。

图 12：美国肉制品占消费中的比重

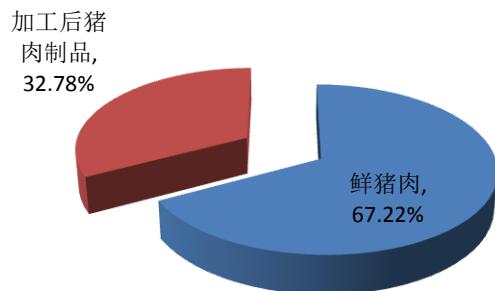
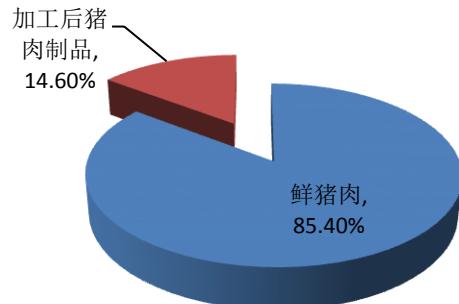


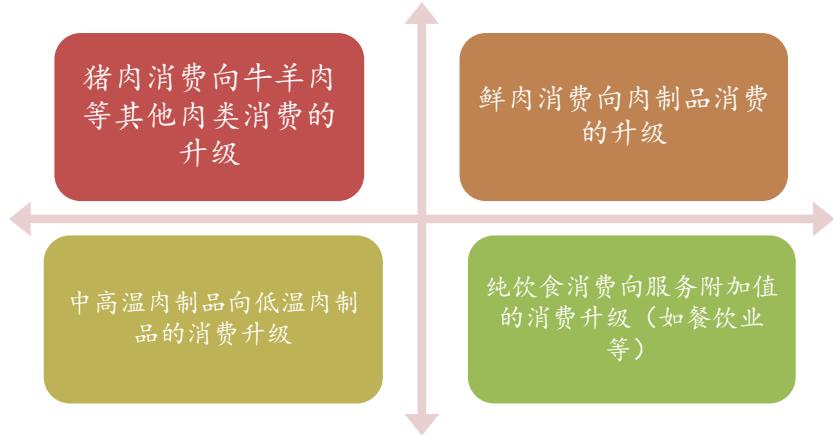
图 13：中国肉制品占消费中的比重



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

从中美肉制品消费比例来看，我国肉制品消费仍有很大的发展空间。特别是低温肉制品的发展空间还很大。目前我国肉类消费的消费升级主要有以下四个主要方向：



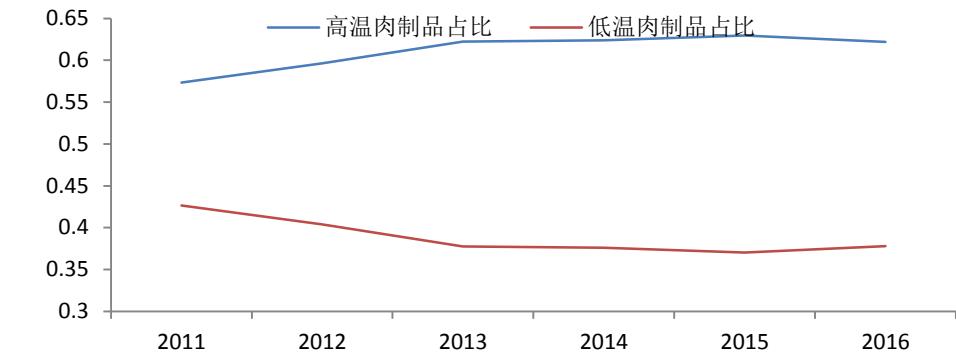
目前低温肉制品的高速增长带动的鲜肉向肉制品的升级、中高温肉制品向低温肉制品的升级是主要升级方向。

双汇高温肉制品占肉制品销售收入的 70%，低温肉制品占比 30%。2016 年双汇在高温肉制品市场占有率为 62.5%，而低温肉制品的市场占有率为 7.5%。未来双汇在低温肉制品市场的发展潜力巨大。

当前双汇对于肉制品的战略是，坚持稳高温、上低温，大力发展美式/西式，中式产品规模化，休闲食品更休闲。高温肉制品方面，巩固现有火腿肠品类的优势地位，对高温产品包装及消费方式进行创新，稳步提升肉制销量。低温肉制品方面，继续大力发展低温产品，要加快规模化。

双汇于 2015 年新建郑州美式工厂，引入 Smithfield 生产技术及工艺，推出 Smithfield 品牌的培根、火腿及香肠等美式产品，日产美式肉制品 100 吨，逐步拓展国内美式低温肉制品市场。低温产品更加符合消费升级趋势，有望为双汇带来新的业务增长点，同时品牌产品在双汇收入和利润结构中的提升也有望推动估值进一步修复。

图表 4：双汇发展高温肉制品和低温肉制品的占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

我们认为在农村消费崛起的推动下，2016 年以来消费旺盛的趋势还将延续，2018 年整体消费大环境还是向好，肉制品消费将从中受益。我们看好双汇整体的营销能力和成本把控能力，在乡村渠道的下沉有望使双汇在农村消费升级趋势中更有领先优势。

另一方面，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。

三、经营及财务状况分析

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，上涨幅度达到 80%，从 2016 年 6 月起进入下行周期，大概率将延续到 2019 年。

2018 年和 2019 年都将是双汇成本端的红利期，如果 2018 年肉制品消费可以放量，双汇业绩有望迎来拐点。同时，我们强调看待双汇不应拘泥于短期的成本变动，消费升级会推动双汇肉制品结构优化，并给双汇带来长期的增长潜力。

图表 14：双汇发展近 10 年销售收入和净利润不断增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

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。我们认为如果 2018 年猪肉价格下降对成本贡献更为明显，叠加肉制品消费旺盛环境，双汇 2018 年净利润有望超预期，维持“买入”评级。

四、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
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyiing@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

广深销售

杨帆

13925264660

yangf@tpyzq. com



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。