



000895.SZ

增持

原评级: 增持

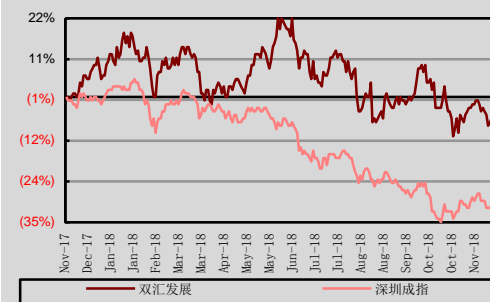
市场价格: 人民币 22.24

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 双汇发展深度报告

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.4)	3.5	(7.0)	(7.5)
相对深证成指	16.7	(0.2)	5.4	23.9

发行股数(百万)	3,300
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	73,370
3个月日均交易额(人民币 百万)	220
净负债比率(%) (2018E)	(42)
主要股东(%)	
河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司	59

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

双汇发展

肉制品结构转型有望持续见效, 长期配置价值渐显

双汇发展是行业龙头, 高管团队履新推动革新。屠宰: 集中度+规模优势, 长期看有望不断上规模。肉制品: 调结构, 产品结构升级+推进熟食店建设。非洲猪瘟疫情对成本和消费的影响可控。公司 ROE 高、现金分红比例高、股息率高, 目前具备估值优势, 长期配置价值渐显, 我们维持此前盈利预测, 预计 18-19 年 EPS 为 1.48\1.59 元, 同比增 13%\7%, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- 行业龙头, 高管团队履新推动革新。公司是国内屠宰及肉类加工行业龙头。高管团队 2018 年履新, 推动革新, 公司在机制、产品、营销、渠道等各个方面均有变化, 为未来发展提供新的动力。
- 屠宰: 集中度提升+产能充足, 长期看有望不断上规模。当前国内屠宰行业集中度低, 规模定点屠宰率 30% 左右, CR3\CR5\CR10 分别为 6%、8%、11%, 产业政策持续支持行业集中度提升; 同时, 非洲猪瘟疫情短期对屠宰行业造成冲击, 但长期可能推动集中度加速提升。双汇屠宰产能充足, 基本实现全国化布局, 长期看可以不断收割市场份额, 扩大规模。
- 肉制品: 调结构, 产品结构升级+推进熟食店建设。产品研发与推广、营销体系皆有变革, 支撑产品结构升级。产品结构向两个方向进行调整, 一是结构升级, 推广中高端产品, 带动吨利不断提升; 二是熟食品牌店模式发展中式产品工业化, 有望带来增量。目前看, 产品结构调整已初见效果, 带动肉制品量价齐升。
- 非洲猪瘟疫情对成本和消费的影响可控。成本端, 双汇通过国内布局优势、相对精准把握猪价、进口相对低价的海外猪肉三大途径缓解猪周期影响。消费端, 从历史上看, 通过分析疫情和食品安全事件, 我们认为非洲猪瘟疫情并不会影响猪肉消费的长期趋势。

评级面临的主要风险

- 非洲猪瘟疫情长期化, 成本大幅上涨, 肉制品结构转型未能持续见效。

估值

- 受非洲猪瘟影响, 预计 19 年猪价高于 18 年, 区域价差拉大, 公司屠宰利润率可能有所下降, 但通过低价区域上量、高价区域限量的措施能够一定程度缓解; 肉制品结构转型有望持续见效, 带动量价齐升, 部分抵消猪原料成本上升影响, 此外提价亦有可能, 肉制品利润率可能稳中有升, 总体看, 我们判断公司 19 年整体利润率可以保持稳定。公司近 10 年 ROE 皆保持在 25% 以上水平, 近 2 年 ROE 达到 30% 水平, 现金分红持续维持较高比例, 近 12 个月股息率排名食品饮料板块第 3, 达 4.9%。目前估值处于历史中枢以下, 长期配置价值渐显, 我们维持此前盈利预测, 预计 18-19 年 EPS 为 1.48\1.59 元, 同比增 13%\7%, 维持增持评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	51,845	50,578	49,750	52,319	56,520
变动(%)	16	(2)	(2)	5	8
净利润(人民币 百万)	4,405	4,319	4,897	5,252	5,711
全面摊薄每股收益(人民币)	1.335	1.309	1.484	1.592	1.731
变动(%)	3.5	(1.9)	13.4	7.2	8.7
市场预期每股收益(人民币)			1.502	1.664	1.866
全面摊薄市盈率(倍)	16.7	17.0	15.0	14.0	12.8
价格/每股现金流量(倍)	13.2	13.0	11.4	13.5	10.8
每股现金流量(人民币)	1.68	1.71	1.95	1.65	2.06
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.8	9.1	8.3	7.3
每股股息(人民币)	1.250	2.100	0.696	0.789	0.846
股息率(%)	5.6	9.4	3.1	3.5	3.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测



目录

公司概况：行业龙头，高管团队履新推动革新	5
行业龙头，生鲜冻品与肉制品各自贡献收入半壁江山，肉制品贡献大部分利润	5
公司治理结构优秀，高管团队履新推动革新	6
屠宰：集中度提升+产能充足，长期看有望不断上规模	8
产业政策持续支持，非洲猪瘟疫情可能推动集中度加速提升	8
双汇生猪屠宰产能充足，长期看屠宰有望不断上规模	9
肉制品：调结构，产品结构升级+推进熟食店建设	12
发展战略：调整结构，产品结构向中高档升级，大力发展中式产品工业化	12
研发与推广机制革新，营销体系专业化，助力产品结构调整	12
非洲猪瘟疫情对成本和消费的影响可控	16
成本端：三大途径逐步有效缓解猪周期影响	16
消费端：长期看，非洲猪瘟不会影响猪肉消费趋势	17
盈利预测与投资评级	19
风险提示	21

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 双汇发展营业收入（2010-(1-3Q)18）	5
图表 2. 双汇发展归母净利（2010-(1-3Q)18）	5
图表 3. 双汇发展分业务收入占比（2017）	5
图表 4. 双汇发展分业务营业利润占比（2017）	5
图表 5. 双汇发展历程.....	6
图表 6. 双汇发展股权结构.....	6
图表 7. 新晋高管履历.....	7
图表 8. 生鲜冻品外销量与肉制品外销量对比.....	7
图表 9. 生鲜冻品产量与肉制品产量对比.....	7
图表 10. 国内生猪屠宰行业集中度	8
图表 11. 屠宰行业产业政策.....	9
图表 12. 近 7 年双汇生猪年屠宰量最高为 1,501 万头	9
图表 13. 双汇生猪屠宰产能利用率	9
图表 14. 双汇生产基地分布（2012 版）	10
图表 15. 屠宰行业销售利润率.....	10
图表 16. 国内生猪屠宰行业屠宰量 TOP10（2016）	11
图表 17. 肉制品分部每吨营业利润约为 3,000 元/吨.....	13
图表 18. 双汇高温肉制品每吨营业利润约为 3,400 元/吨.....	13
图表 19. 双汇低温肉制品每吨营业利润约为 2,000 元/吨.....	13
图表 20. 双汇高温肉制品新品展示	13
图表 21. 双汇低温肉制品新品展示	13
图表 22. 双汇熟食主要种类.....	14
图表 23. 双汇熟食橱窗店外景.....	14
图表 24. 双汇熟食橱窗店内景.....	14
图表 25. 双汇肉制品量价增速变动（1Q16-3Q18）	15
图表 26. 22 个省市生猪与猪肉平均价.....	16
图表 27. 双汇肉制品毛利率与猪价变动对比（2013-1H18）	17
图表 28. 双汇屠宰头均利润与猪价变动对比（2014-1H18）	17
图表 29. 国内猪肉消费量变动.....	18
图表 30. 双汇发展平均 ROE.....	19



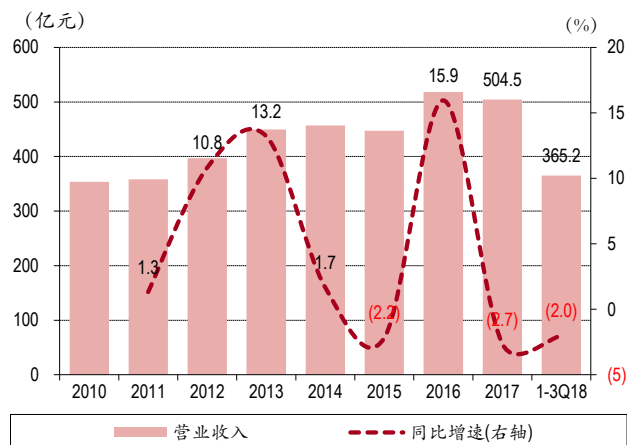
图表 31. 双汇现金分红比例.....	19
图表 32. 食品饮料板块股息率(近 12 个月)前 10 名.....	19
图表 33. 双汇发展 PE-BAND	20
图表 34. 双汇发展收入预测表	20

公司概况：行业龙头，高管团队履新推动革新

行业龙头，生鲜冻品与肉制品各自贡献收入半壁江山，肉制品贡献大部分利润

公司是国内屠宰及肉类加工行业龙头。2017 年实现营业收入\归母净利分别为 504.5\43.2 亿元，2011-2017 年营业收入\归母净利 CAGR 皆为 5.2%。1-3Q18 实现收入\归母净利 365.2\36.5 亿，同比 -2.0%\+15.9%，3Q18 实现收入\归母净利 128.9\12.7 亿，同比 -2.8%\+1.6%。

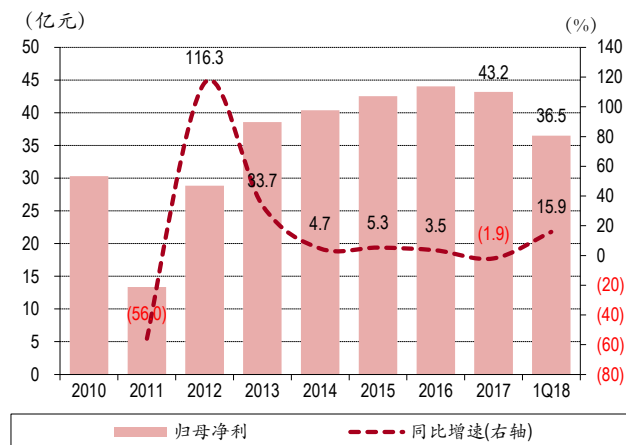
图表 1. 双汇发展营业收入 (2010-(1-3Q)18)



资料来源：万得，中银证券

注：2012 年资产重组，2010、2011 年数据已追溯调整

图表 2. 双汇发展归母净利 (2010-(1-3Q)18)

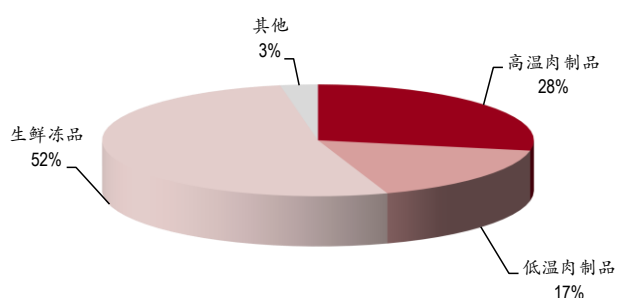


资料来源：万得，中银证券

注：2012 年资产重组，2010、2011 年数据已追溯调整

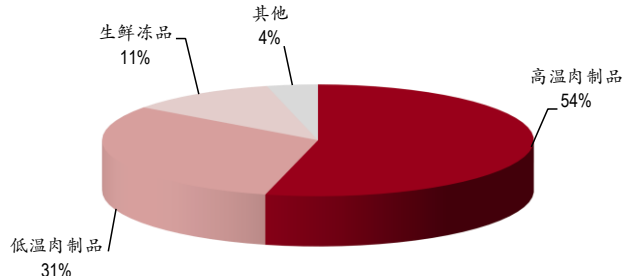
生鲜冻品与肉制品各自贡献收入半壁江山，肉制品贡献大部分利润。2017 年，生鲜冻品\高温肉制品\低温肉制品收入占比分别为 52%\28%\17%，营业利润占比分别为 11%\54%\31%，肉制品贡献 85% 营业利润，其中高温肉制品贡献 54% 营业利润，是核心利润来源。

图表 3. 双汇发展分业务收入占比 (2017)



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 双汇发展分业务营业利润占比 (2017)



资料来源：万得，中银证券

注：高温与低温肉制品营业利润未披露，按毛利比例进行拆分

公司治理结构优秀，高管团队履新推动革新

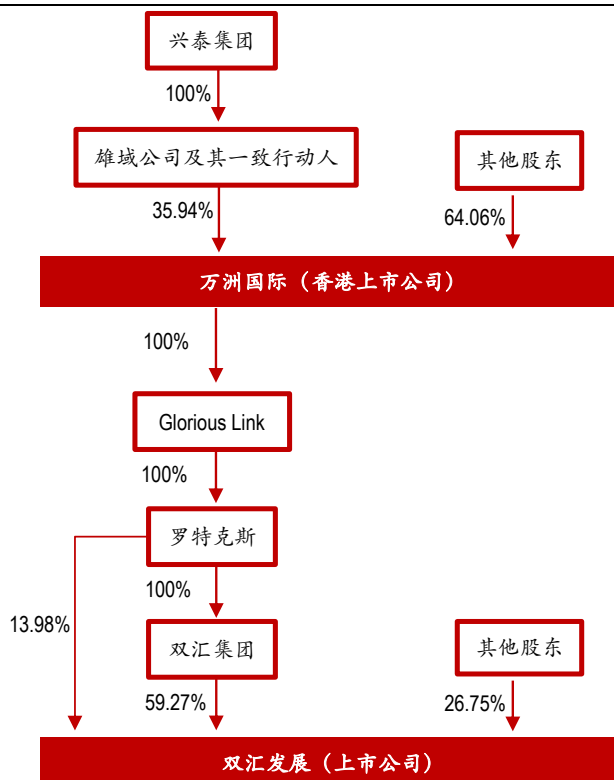
公司治理结构优秀，激励机制完备。双汇发展前身为成立于 1977 年的河南省漯河市肉类联合加工厂，1998 年于深交所上市。主营生猪屠宰与肉类加工，主要产品包括高温肉制品、低温肉制品和生鲜冻品。2007 年，双汇集团及其关联企业（包括双汇发展）365 名员工，以信托方式在英属维尔京群岛设立兴泰集团。截至 2018 年 6 月 30 日，兴泰集团间接持有香港上市公司万洲国际（前身为双汇国际）35.94% 股权，其中万洲国际与双汇发展董事长万隆先生持有万洲国际 20.41% 股权。截至 2018 年 9 月 30 日，万洲国际间接持有双汇发展 73.25% 股权，治理结构优秀。

图表 5. 双汇发展历程

时间	事项
1977	漯河市冷冻厂更名为河南省漯河市肉类联合加工厂
1984	万隆先生获选为河南省漯河市肉类联合加工厂厂长
1989	「双汇」品牌问世
1992	第一支「双汇」牌火腿肠进入市场
1994	双汇集团成立
1998	双汇发展于深交所上市
2006	鼎晖及 Goldman Sachs 成立罗特克斯，收购双汇集团 100% 股权
2007	双汇国际通过全资子公司 Glorious Link 收购罗特克斯 100% 股权，完成管理层收购
2007-2009	双汇集团及其关联企业的 365 名员工，以信托方式在英属维尔京群岛设立兴泰集团，后续持有双汇国际 31.8% 股权，为其实际控制人
2012	双汇集团与罗特克斯将从事屠宰、肉类加工和其他相关业务的资产注入双汇发展
2013	双汇国际收购史密斯菲尔德为其全资子公司
2014	双汇国际更名为万洲国际，并于香港联交所上市

资料来源：万洲国际、双汇发展公告，中银证券

图表 6. 双汇发展股权结构



资料来源：万洲国际 6 月 30 日披露、双汇发展 2018 年 3 季报，中银证券

高管团队 2018 年履新，推动革新。2017 年 12 月 27 日公司发布《关于调整公司高级管理人员的公告》，根据公司发展需要，并经公司董事会审议通过，聘任马相杰先生为公司总裁，刘松涛先生为公司常务副总裁同时继续兼任公司财务总监。从 2018 年的情况来看，马相杰先生履新后，公司在机制、产品、营销、渠道等各个方面均有变化，为未来发展提供新的动力。2018 年 8 月 28 日双汇公告，经公司总裁提名和董事会提名委员会审查同意，董事会聘任刘松涛先生为公司常务副总裁兼财务总监，王玉芬女士为公司总工程师，孟少华先生、李凯先生、乔海莉女士、何科先生、杜俊甫先生、宁洪伟先生、赵国宝先生、张立文先生为公司副总裁，其中孟少华、李凯、赵宝国为新晋副总裁。

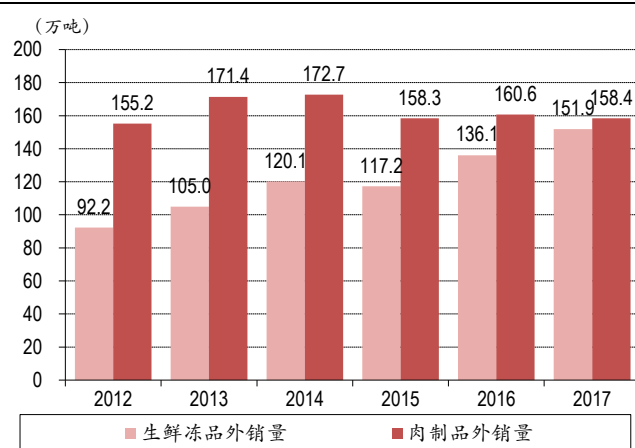
图表 7. 新晋高管履历

姓名	事项
马相杰	1972 年出生，本科学历，中共党员。曾任双汇集团技术中心高低温产品研发与工艺技术管理技术员，本公司香辅料分厂厂长，漯河双汇海樱调味料食品有限公司总经理，漯河天瑞生化有限公司总经理，本公司综合事业部总经理、生鲜品事业部副总经理、总经理，本公司副总裁。现任本公司总裁。目前，马相杰先生未直接持有公司股票。
孟少华	1975 年出生，食品工程领域硕士。曾任公司技术中心研发员、低温研究所所长、副主任，总部研发中心主任，高温研发中心主任。现任公司副总裁。
李凯	1971 年出生，本科学历。曾任百事可乐公司市场部经理，伊利集团液态奶市场部副总监，农夫山泉股份有限公司市场总监，华润怡宝饮料有限公司市场总监，公司品牌顾问。现任公司副总裁。
赵宝国	1975 年出生，本科学历。曾任公司技术中心技术员，漯河双汇海樱调味料食品有限公司、漯河天瑞生化有限公司、香辅料分厂调度室主任，漯河双汇海樱调味料食品有限公司、漯河天瑞生化有限公司、漯河双汇生物工程技术有限公司项目经理，公司综合事业部总经理。现任公司副总裁。

资料来源：公司公告，中银证券

根据公司公告，马相杰先生于 2012 年已担任公司副总裁兼生鲜品事业部总经理，在生鲜品事业部总经理任上，生鲜品落实“由效益型向规模效益型”的转变战略，近 5 年生鲜冻品外销量（包括进口肉）CAGR 为 10%、产量（不包括进口肉）CAGR 为 6%，同期肉制品外销量 CAGR 为 0%、产量 CAGR 为 0%。

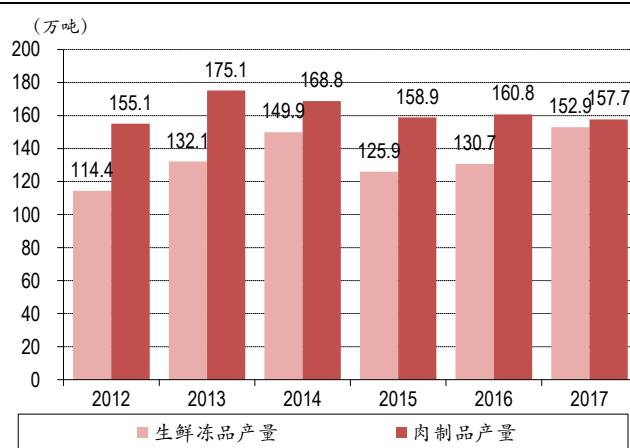
图表 8. 生鲜冻品外销量与肉制品外销量对比



资料来源：公司公告，中银证券

注：2012-2013 年生鲜冻品外销量为估算值

图表 9. 生鲜冻品产量与肉制品产量对比



资料来源：公司公告，中银证券

屠宰：集中度提升+产能充足，长期看有望不断上规模

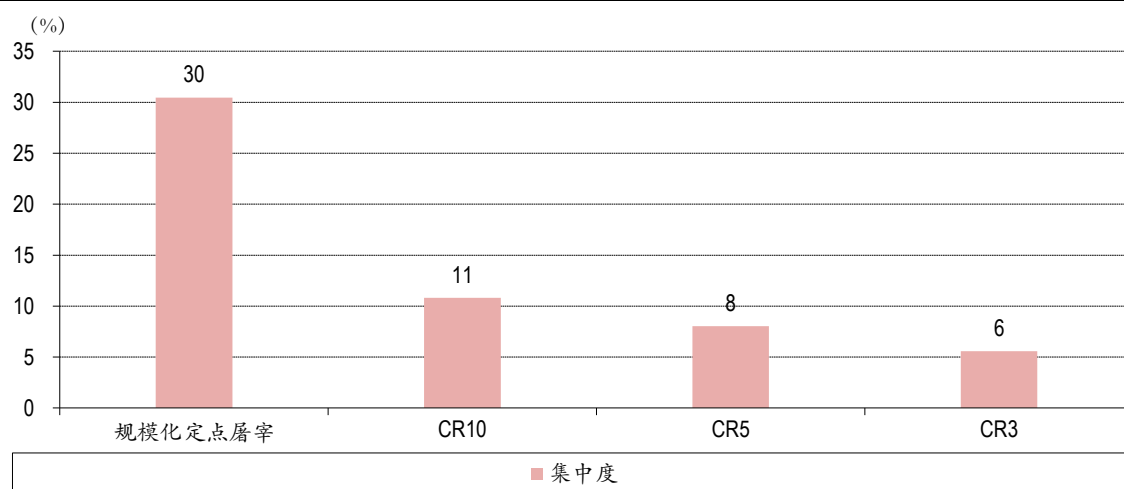
产业政策持续支持，非洲猪瘟疫情可能推动集中度加速提升

当前国内生猪屠宰行业集中度低。规模生猪定点屠宰率 30%左右，CR3\CR5\CR10 分别为 6%、8%、11%，提升空间大。

产业政策持续支持行业集中度提升。从 1998 年国务院颁布《生猪屠宰管理条例》起，政策不断向大中型屠宰企业倾斜，促使落后生猪屠宰产能淘汰。2012 年《食品工业“十二五”发展规划》提出严格控制新增屠宰产能，原则上不再新建生猪年屠宰量在 20 万头以下的企业，限制年生产加工量 3000 吨以下的西式肉制品加工企业。到 2015 年，全国手工和半机械化等落后生猪屠宰产能淘汰 50%，其中大中城市和发达地区力争淘汰 80%左右。2016 年起，环保督查亦促使不符合污染防治标准的落后屠宰产能淘汰。

非洲猪瘟疫情短期对生猪屠宰行业造成冲击，但长期可能推动集中度加速提升。非洲猪瘟疫情对生猪屠宰行业造成冲击，非规模屠宰企业抗风险能力差，将加速退出；同时，政策方面为了控制疫情蔓延，也将进一步清退非规模屠宰企业。2018 年 11 月 23 日，农业农村部印发《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》，通知要求省级畜牧兽医主管部门按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的总体思路，调整完善本区域生猪屠宰行业发展规划。地方各级畜牧兽医部门要按照减数量、提质增效的要求，坚决关闭不符合设定条件的生猪屠宰企业，压缩落后产能。

图表 10. 国内生猪屠宰行业集中度



资料来源：WATT，国家统计局，商务部，中银证券

注：使用 2016 年数据计算

图表 11. 屠宰行业产业政策

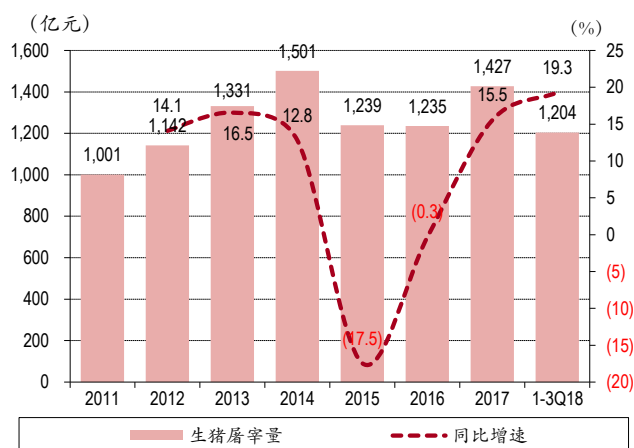
时间	部门	文件	主要内容
1998	国务院	《生猪屠宰管理条例》	明确国家实行生猪定点屠宰、集中检疫制度。
2010	商务部	《全国生猪屠宰行业发展规划纲要 (2010-2015)》	到 2013 年, 全国手工和半机械化等落后的生猪屠宰产能淘汰 30%, 到 2015 年淘汰 50%, 其中大城市和发达地区力争淘汰 80% 左右。
2012	发改委、工业和信息化部	《食品工业“十二五”发展规划》	严格控制新增屠宰产能, 原则上不再新建生猪年屠宰量在 20 万头以下的企业, 限制年生产加工量 3000 吨以下的西式肉制品加工企业。到 2015 年, 全国手工和半机械化等落后生猪屠宰产能淘汰 50%, 其中大中城市和发达地区力争淘汰 80% 左右。
2016	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》	大力推进畜禽养殖污染防治, 2017 年底前, 各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场 (小区) 和养殖专业户, 屠宰行业强化外排水预处理。
2018	农业农村部	《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》	省级畜牧兽医主管部门按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的总体思路, 综合生猪养殖、市场消费、交通运输等因素, 调整完善本区域生猪屠宰行业发展规划。

资料来源: 国务院、发改委、商务部、工业和信息化部

双汇生猪屠宰产能充足, 长期看屠宰有望不断上规模

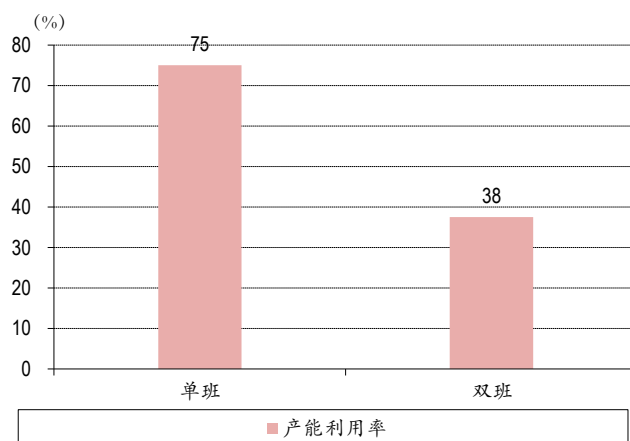
双汇生猪屠宰产能充足, 基本实现全国化布局。根据公司公告, 2017 年双汇单班生猪屠宰产能在 2000 万头左右, 双班能够达到 3000-4000 万头。2011 年以来, 双汇生猪年屠宰量最高为 1,501 万头, 以单班产能计 (2,000 万头), 产能利用率为 75%, 以双班产能计 (4,000 万头), 产能利用率 38%, 产能充足。目前, 双汇在全国有 19 家屠宰企业, 分布于全国各地, 华中 5 家 (河南 3 家、湖北 2 家)、华东 5 家 (安徽 1 家、山东 1 家、江苏 1 家、浙江 1 家、江西 1 家)、东北 4 家 (黑龙江 2 家、辽宁 2 家)、华北 1 家 (河北 1 家), 华南 2 家 (广东 1 家、广西 1 家)、西南 1 家 (四川 1 家)、西北 1 家 (陕西 1 家)。

图表 12. 近 7 年双汇生猪年屠宰量最高为 1,501 万头



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 13. 双汇生猪屠宰产能利用率



资料来源: 公司公告, 中银证券

注: 使用近 7 年最高屠宰量计算; 双班产能按 4000 万头计

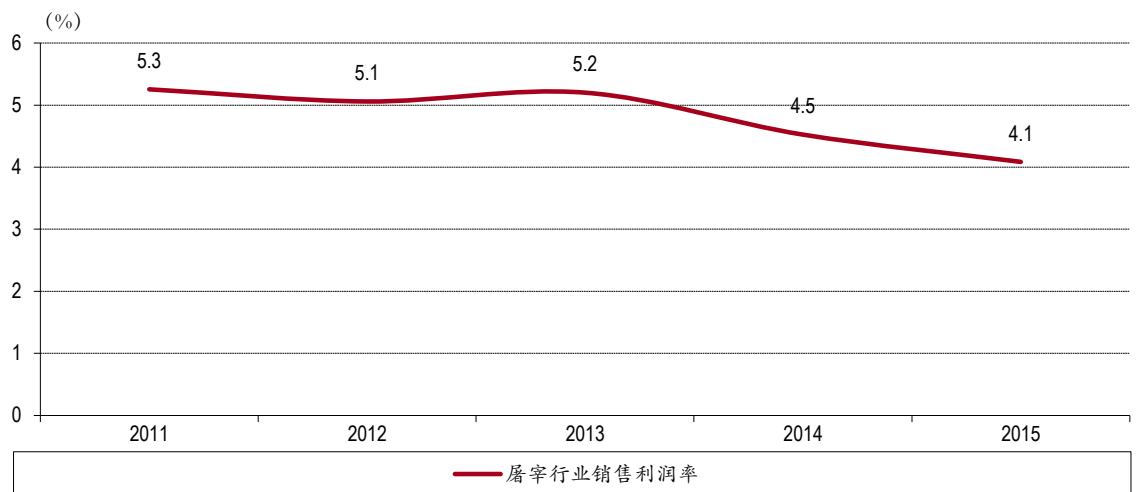
图表 14. 双汇生产基地分布 (2012 版)



资料来源：公司官网

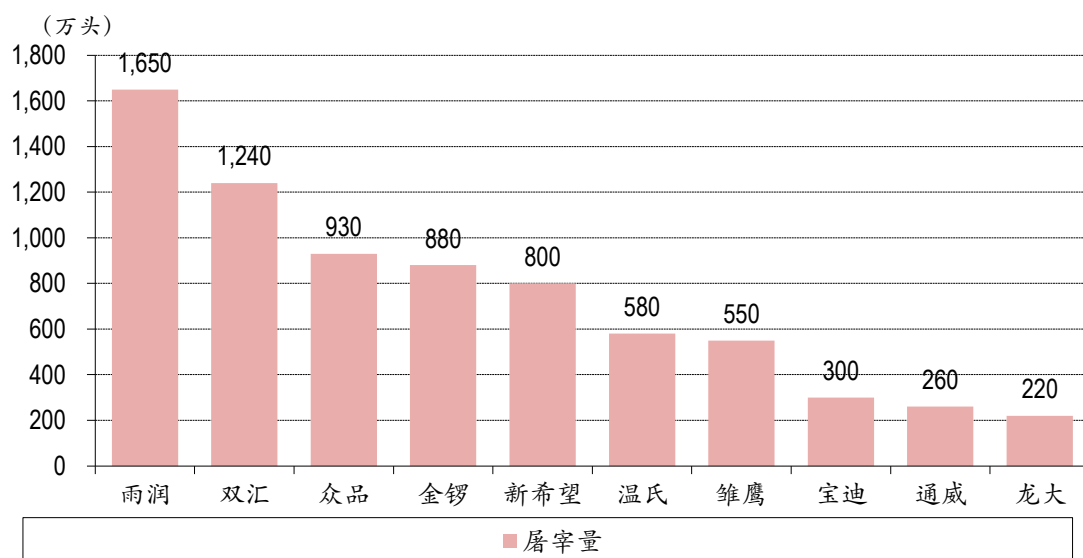
长期看双汇屠宰业务有望不断上规模。结合国家统计局数据，我们判断国内肉类屠宰行业利润率基本在 4-5% 水平，小型肉类屠宰企业极易受到行业性冲击亏损推出。根据 WATT 2016 年数据，双汇生猪屠宰量行业领先，仅次于雨润，长期看可以不断收割市场份额，扩大规模。

图表 15. 屠宰行业销售利润率



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 16. 国内生猪屠宰行业屠宰量 TOP10 (2016)



资料来源: WATT, 中银证券



肉制品：调结构，产品结构升级+推进熟食店建设

发展战略：调整结构，产品结构向中高档升级，大力发展中式产品工业化

产品结构向中高档升级。高温产品方面，此前双汇整体产品结构偏中低档，高端产品相对较少，18年下半年开始，双汇逐步推出合适的中高档产品；低温产品方面，同样将逐步推出中高档产品。肉制品整体上调整产品结构，向中高档升级。

通过熟食品牌店模式大力发展中式产品工业化。2015年双汇已经提出逐步发展中式产品工业化，中式肉制品处于试销状态，没有大规模销售。目前思路为通过建设熟食品牌店模式推广双汇熟食销售，进一步推动中式产品工业化发展。

研发与推广机制革新，营销体系专业化，助力产品结构调整

肉制品研发与推广机制进行变革。

(1) 研发部门变革。18年3月底、4月初，总部肉制品研发中心“1变3”，由原先综合技术中心变为低温、高温、中式技术中心。且不同区域一直有自己的研发中心，加强当地特色产品研发。

(2) 理顺新产品推出机制。以往研发部门推出新产品后，通常由销售部门领导试吃决定是否推广，可能存在少数人拍板决策的问题。18年初开始，公司开始建立品评员人才库，研发部门推出新产品后，需要经过品评员评价和参与评议的相关部门评议通过，才会向市场进行推广。

(3) 新品减少数量，提升质量，提高推广成功率。预计18年新产品数量同比17年明显减少，集中精力，提高新品推广成功率。

构建专业化市场营销体系，获取专业咨询与调研支持，加大数字媒体投放。

如前文所述，公司8月28日公告，聘任李凯先生为公司营销副总裁，其曾任百事可乐公司市场部经理，伊利集团液态奶市场部副总监，农夫山泉股份有限公司市场总监，华润怡宝饮料有限公司市场总监，品牌顾问，食品饮料行业营销经验丰富，有望推动公司营销体系专业化发展，支撑产品结构调整。

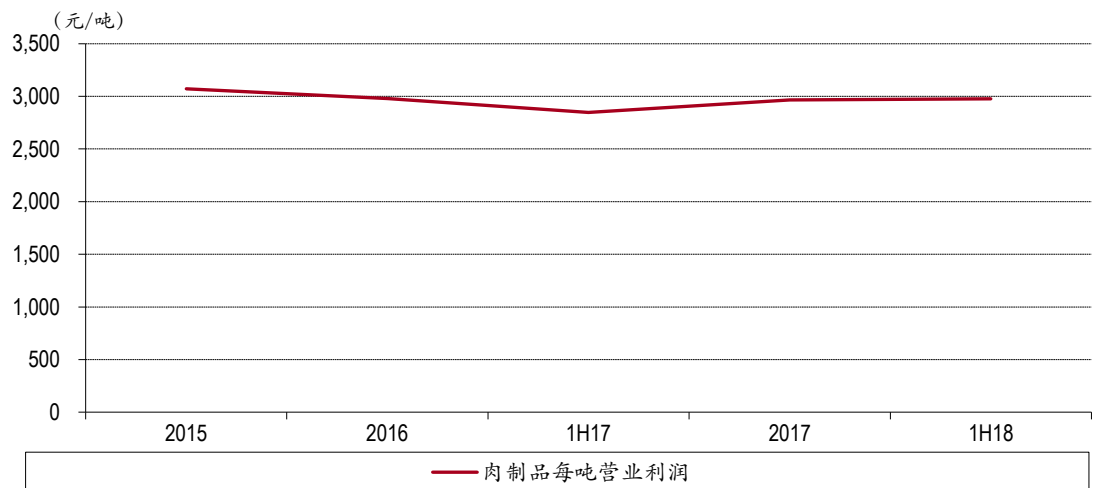
(1) 构建专业化市场营销体系，新的营销部门分为五个职能，市场调研、品牌策略、媒介策略、品牌公关、品牌推广。

(2) 与咨询、调研机构合作，获取专业咨询和调研支持服务，帮助双汇实现产品结构转型，理清品牌发展方向。

(3) 加大数字媒体投放。根据双汇官网，11月15日发布《年度数字媒体策略&计划服务商公开竞争性谈判公告》，计划引入媒介策略公司，根据不同产品目标人群特点，合理有效配置社交媒体、搜索引擎、门户网站、线上视频等数字媒体。

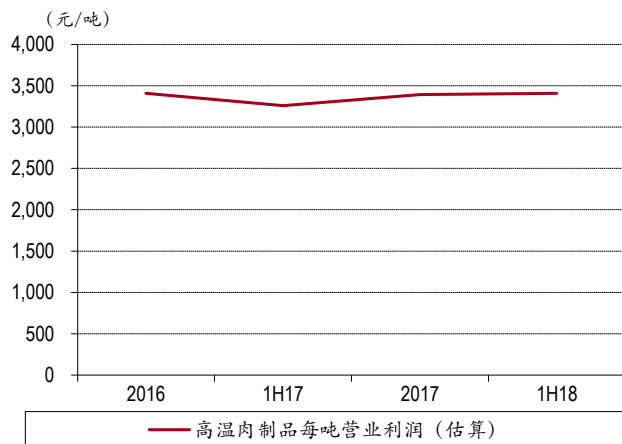
产品结构调整方向一：推广中高端产品，有望助力产品结构调整。以往双汇肉制品相对缺少中高端产品，18年下半年开始双汇陆续推出中高端产品。结合公司公告进行估算，双汇肉制品每吨营业利润约为3,000元/吨，其中高温肉制品约为3,400元/吨，低温肉制品约为2,000元/吨。我们预计中高端产品吨利更高，若能够顺利推广，有望助力产品结构调整，带动吨利不断提升。

图表 17. 肉制品分部每吨营业利润约为 3,000 元/吨



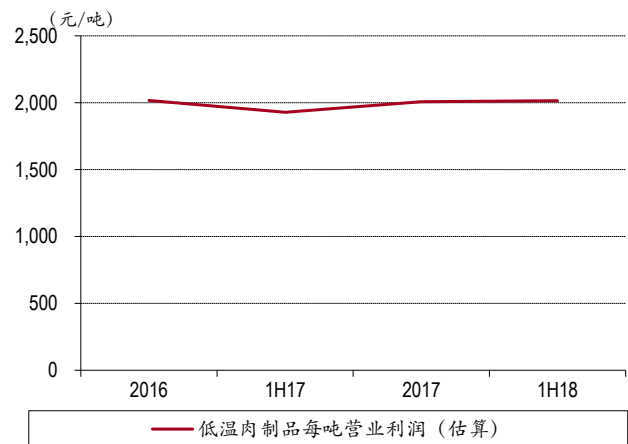
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 双汇高温肉制品每吨营业利润约为 3,400 元/吨



资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 双汇低温肉制品每吨营业利润约为 2,000 元/吨



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 双汇高温肉制品新品展示



资料来源：股东大会现场，中银证券

图表 21. 双汇低温肉制品新品展示



资料来源：股东大会现场，中银证券

产品结构调整方向二：熟食品牌店模式发展中式产品工业化，有望带来增量。

中式产品工业化新方向：双汇熟食+品牌店模式。双汇近两年提出中式产品工业化，此前主要在批发市场、学校、餐厅等渠道试销推广包括鸿运当头在内的中式肉制品。目前，双汇更进一步，打造双汇熟食，准备通过建立品牌店的形式进行推广。国内熟食具有广泛消费者基础，但尚未形成工业化大品牌，小作坊生产模式占据相当比例，我们认为熟食产品工业化、产业化存在广阔空间。双汇熟食目前主要包括猪头肉、猪肚、猪心、猪肝、猪舌、猪耳、猪蹄等产品。

图表 22. 双汇熟食主要种类



资料来源：双汇熟食微信公众号

若新开熟食门店计划顺利推进，有望为双汇肉制品带来增量。

双汇计划 19 年新开 5,000 家熟食门店，主要来源涉及 6 种渠道：（1）直营橱窗店，目前双汇所在漯河市已有 20 家；（2）经销商建立门店，部分原有肉制品经销商以及招募一批新经销商；（3）生鲜品特约店划出熟食专区；（4）商超特约店中开设店中店；（5）社会加盟店；（6）并购地方区域熟食品牌门店，使用双汇熟食品牌，由双汇供货。

双汇目前规模经销商约 2,600 家，生鲜品特约店约 35,000 家，商超特约店约 6,000 家，这些都为双汇熟食门店的开设提供基础。

如前文所述，公司在全国范围皆有产能布局，我们认为其可以通过在已有产线上新增熟食产线保障外域区域熟食产品供给，从而有效支撑熟食店全国扩张计划的实现。

图表 23. 双汇熟食橱窗店外景



资料来源：双汇熟食微信公众号

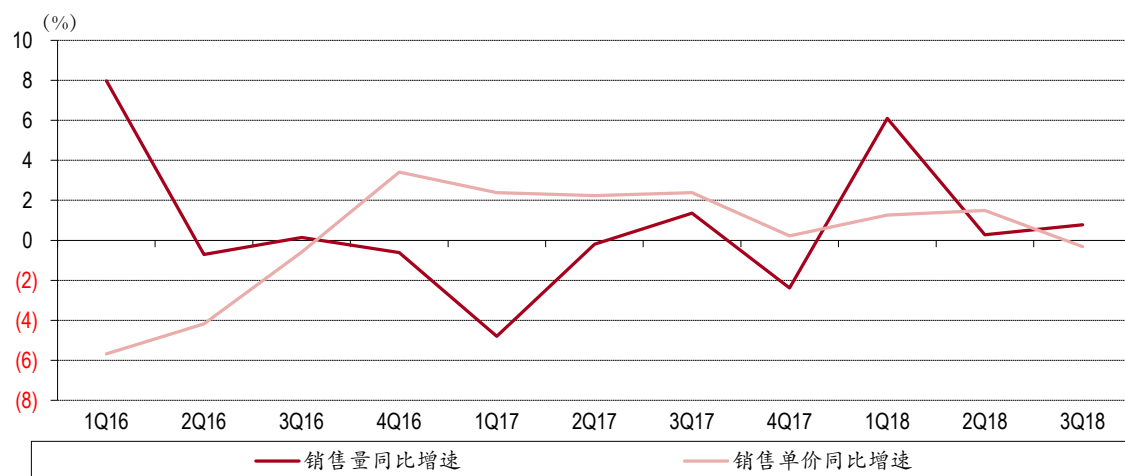
图表 24. 双汇熟食橱窗店内景



资料来源：双汇熟食微信公众号

产品结构调整已初见效果，带动肉制品量价齐升。17 年双汇着力调整肉制品产品结构，逐步淘汰低端产品，推出较多新品，4Q16-3Q17 肉制品皆实现 2% 以上价增，但推广情况一般，4Q16-2Q17 肉制品销量出现下滑。18 年以来，虽然价增有所放缓，但销量重现增长，18 年推出的新品种，也涌现出无淀粉王中王和润口甜甜脆两款近几年来表现突出的新品单品；3Q18 销售价格同比微降 0.3%，我们判断主要因双汇加大市场投入，降低一级批发价。总体看，我们认为产品结构调整已初见成效，期待未来产品结构调整持续推进。

图表 25. 双汇肉制品量价增速变动 (1Q16-3Q18)

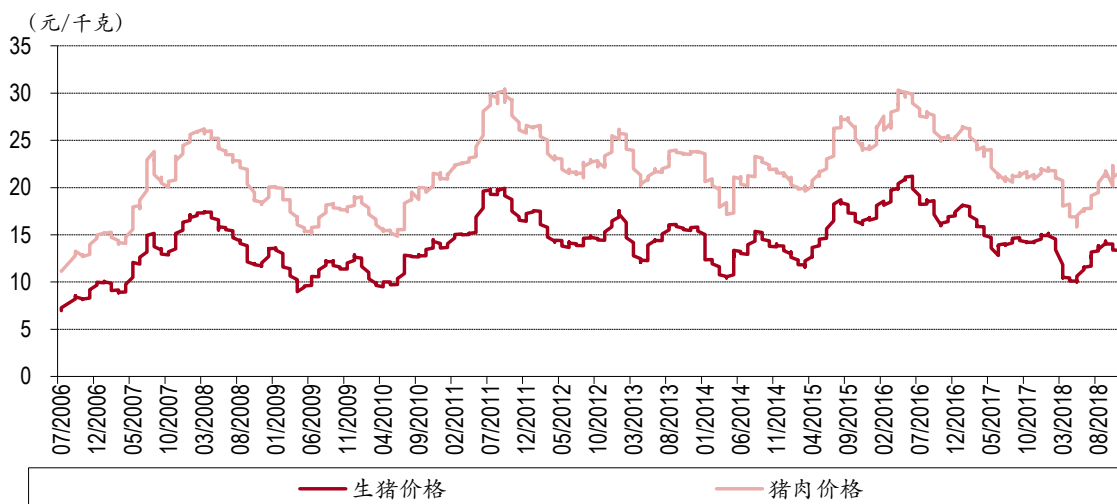


资料来源：公司公告，中银证券

非洲猪瘟疫情对成本和消费的影响可控

截至 2018 年 11 月 26 日，非洲猪瘟疫情涉及全国 16 个省 4 个直辖市，共计发生 76 起。受非洲猪瘟影响，我们预计 19 年猪价高于 18 年，区域价差将会拉大。

图表 26. 22 个省市生猪与猪肉平均价



资料来源：中国畜牧业信息网，中银证券

成本端：三大途径逐步有效缓解猪周期影响

国内布局优势、相对精准把握猪价、进口相对低价的海外猪肉三大途径缓解猪周期影响。近几年双汇通过三大途径逐步有效缓解猪周期影响，猪周期对双汇肉制品成本端影响有所减弱。三大途径分别为：

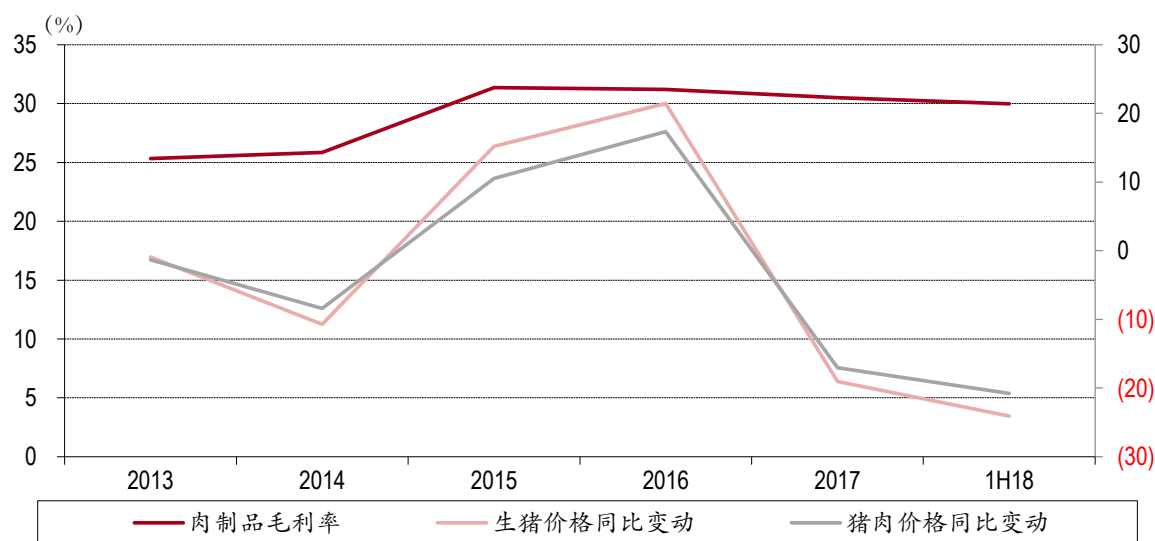
(1) 发挥国内布局优势，低价区扩大产能、高价区缩减产能，平抑成本。双汇在全国有 19 家屠宰企业，分布于全国各地，不同区域猪价存在差异，双汇通过低价区扩大产能，高价区缩减产能，平抑整体成本。

(2) 全国范围内设置基层养殖数据观测点，相对精准判断猪价，低价扩产能、进行储备，高价适当限产。双汇在全国设置了 2000 多个观测点，掌握基层养殖数据，帮助双汇相对精准判断猪价走势，低价时扩张产能、进行储备，高价时适当限产，从而实现成本缩减。

(3) 全球资源优势，具备价格优势的进口猪肉可以缓冲成本。双汇母公司万洲国际在美国、欧洲皆有布局，如果国内猪价过高，双汇可以通过进口具备价格优势的海外猪肉，缓冲国内高猪价带来的影响。

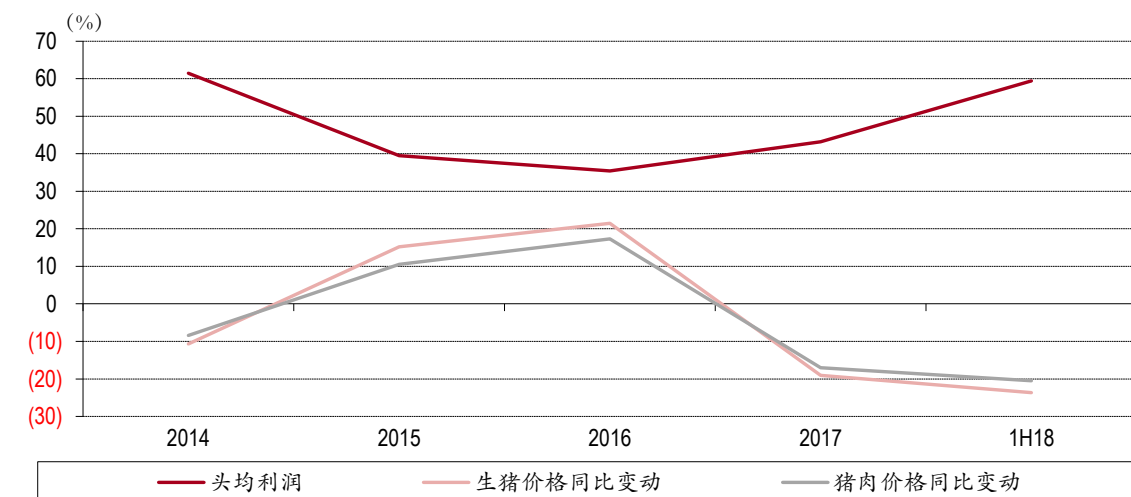
数据角度可以侧面验证三大途径逐步有效缓解猪周期影响。从数据上看，对比近几年双汇肉制品毛利率与猪价同比变动情况，我们发现 2015 年开始两者关联明显减弱；屠宰头均利润仍一定程度受到影响。

图表 27. 双汇肉制品毛利率与猪价变动对比 (2013-1H18)



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 28. 双汇屠宰头均利润与猪价变动对比 (2014-1H18)



资料来源：万得，公司公告，中银证券

消费端：长期看，非洲猪瘟不会影响猪肉消费趋势

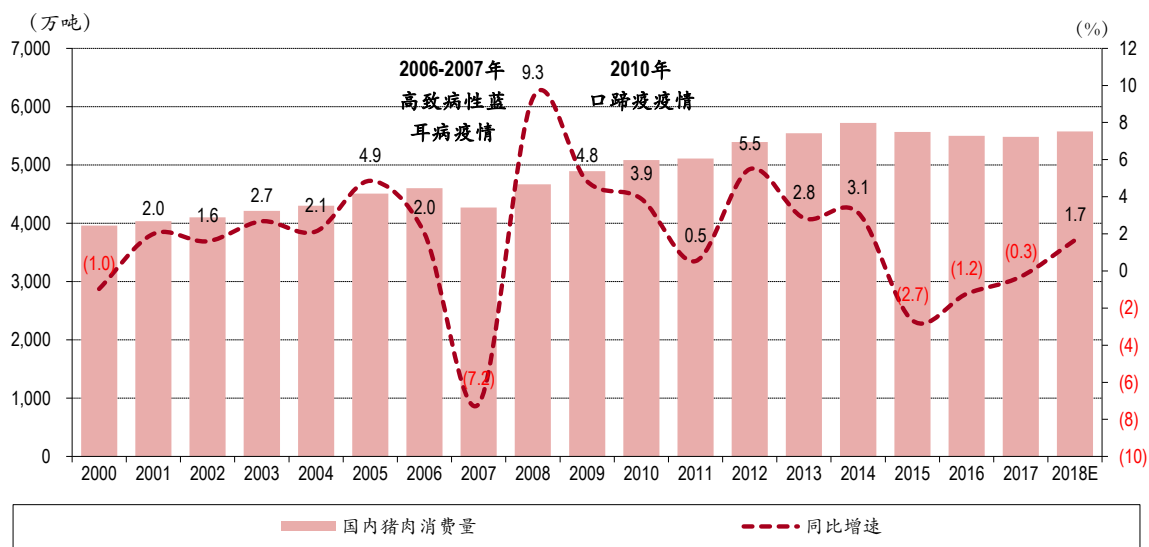
从历史上看，通过分析疫情和食品安全事件，且非洲猪瘟并非人畜共患病，我们认为非洲猪瘟疫情并不会影响猪肉消费的长期趋势。

(1) 2006-2007 年高致病性蓝耳病疫情：2006 年 5 月起蓝耳病疫情开始在部分省份出现，2007 年蔓延至全国范围，持续时间一年半左右。根据维基百科，蓝耳病，即猪繁殖和呼吸道障碍综合征，可导致母猪出现繁殖障碍及仔猪出现严重呼吸道疾病，非人畜共患病。2006-2007 年国内猪肉消费量比 2004-2005 增加 0.7%。

(2) 2010 年口蹄疫疫情：2010 年初开始在广州爆发，后蔓延至全国，持续时间一年左右。根据维基百科，口蹄疫是牛和猪的一种非致命病毒传染病，人类可能通过接触受感染动物而罹患口蹄疫，但这种情况很罕见。因为口蹄疫病毒对胃酸敏感，所以人类通常不会通过食用肉类感染口蹄疫病毒。2010 年国内猪肉消费量同比增 3.9%。



图表 29. 国内猪肉消费量变动



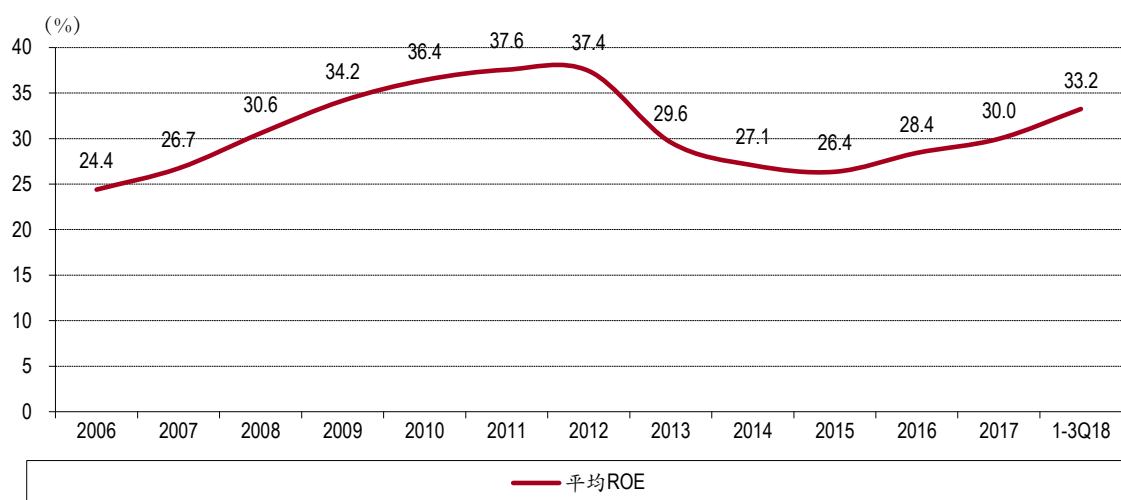
资料来源: USDA, 国家农业部, 中银证券

盈利预测与投资评级

受非洲猪瘟影响，预计 19 年猪价高于 18 年，区域价差拉大，公司屠宰利润率可能有所下降，但通过低价区域上量、高价区域限量的措施能够一定程度缓解；肉制品结构转型有望持续见效，带动量价齐升，部分抵消猪原料成本上升影响，此外提价亦有可能，肉制品利润率可能稳中有升，总体看，我们判断公司 19 年整体利润率可以保持稳定。

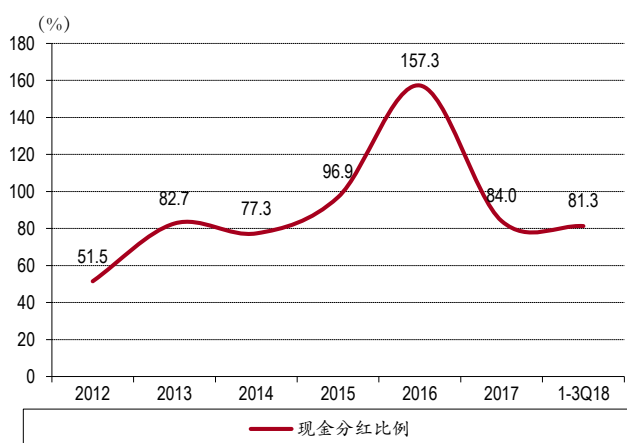
公司近 10 年 ROE 皆保持在 25% 以上水平，近 2 年 ROE 达到 30% 水平，现金分红持续维持较高比例，近 12 个月股息率排名食品饮料板块第 3，达 4.9%。目前估值处于历史中枢以下，长期具有配置价值，我们维持此前盈利预测，预计 18-19 年 EPS 为 1.48/1.59 元，同比增 13%/7%，维持 **增持** 评级。

图表 30. 双汇发展平均 ROE



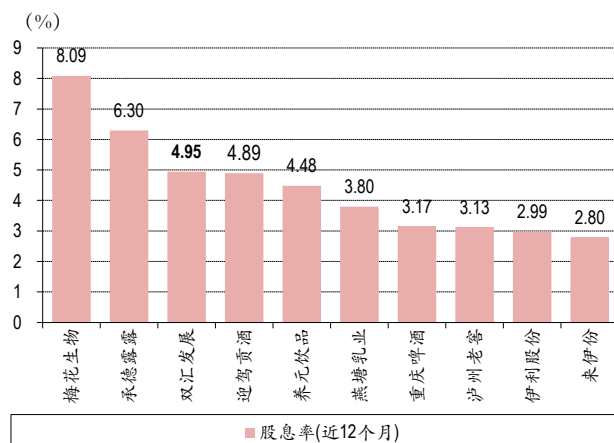
资料来源：万得，中银证券

图表 31. 双汇现金分红比例



资料来源：万得，公司公告，中银证券

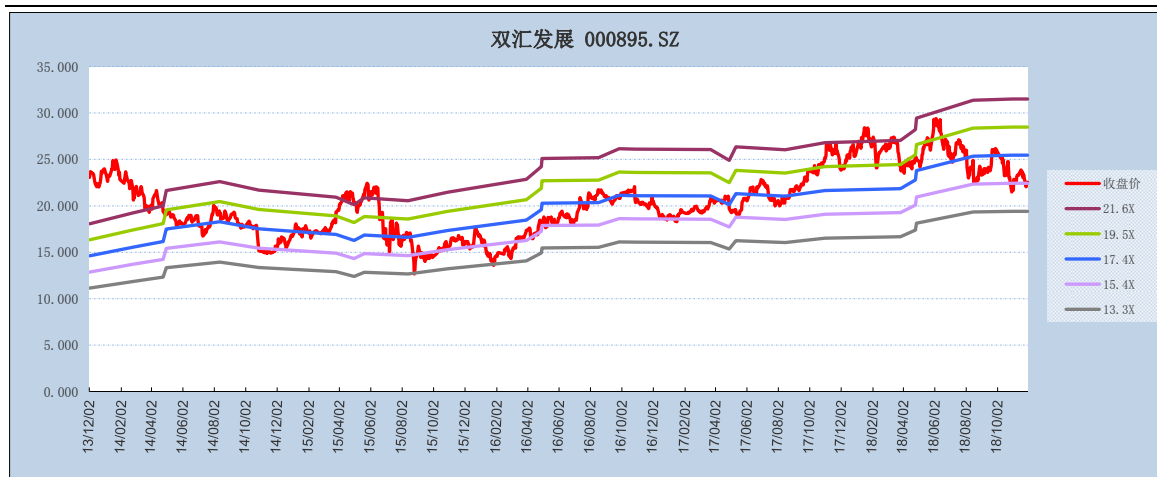
图表 32. 食品饮料板块股息率(近 12 个月)前 10 名



资料来源：万得，中银证券

注：截至 2018 年 11 月 29 日

图表 33. 双汇发展 PE-BAND



资料来源：万得，中银证券

注：截至 2018 年 11 月 29 日

图表 34. 双汇发展收入预测表

(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
屠宰分部						
营业收入	24,444	31,710	30,407	29,264	30,817	33,964
同比增速 (%)	4.9	29.7	(4.1)	(3.8)	5.3	10.2
毛利率 (%)	7.3	5.5	7.1	8.2	7.7	7.8
肉制品分部						
营业收入	22,639	22,577	22,659	23,390	24,815	26,506
同比增速 (%)	(10.1)	(0.3)	0.4	3.2	6.1	6.8
毛利率 (%)	31.4	31.2	30.5	31.1	31.7	32.3
其他						
营业收入	911	1,216	1,293	1,268	1,283	1,113
毛利率 (%)	43.3	49.3	37.3	43.9	43.9	43.9
合计						
营业收入	44,697	51,822	50,447	49,619	52,182	56,376
同比增速 (%)	(2.2)	15.9	(2.7)	(1.6)	5.2	8.0
毛利率 (%)	20.8	18.1	18.9	20.6	20.7	20.8

资料来源：万得，中银证券



风险提示

非洲猪瘟疫情长期化。非洲猪瘟疫情未能得到有效控制，持续影响猪产业数十年。

成本大幅上涨。猪肉、鸡肉成本大幅上涨，产品结构升级与提价无法有效覆盖成本上涨。

肉制品结构转型未能持续见效。肉制品产品结构升级和熟食店建设受挫。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	51,845	50,578	49,750	52,319	56,520
销售成本	(42,440)	(40,907)	(39,408)	(41,380)	(44,677)
经营费用	(3,019)	(3,264)	(3,154)	(3,339)	(3,684)
息税折旧前利润	6,387	6,407	7,188	7,600	8,160
折旧及摊销	946	957	1,002	1,014	992
经营利润(息税前利润)	5,440	5,451	6,186	6,586	7,168
净利息收入/(费用)	55	(9)	67	159	219
其他收益/(损失)	404	209	344	344	344
税前利润	5,862	5,759	6,530	7,002	7,614
所得税	(1,300)	(1,249)	(1,416)	(1,518)	(1,651)
少数股东权益	(156)	(191)	(217)	(233)	(253)
净利润	4,405	4,319	4,897	5,252	5,711
核心净利润	4,405	4,319	4,897	5,252	5,711
每股收益(人民币)	1.335	1.309	1.484	1.592	1.731
核心每股收益(人民币)	1.335	1.309	1.484	1.592	1.731
每股股息(人民币)	1.250	2.100	0.696	0.789	0.846
收入增长(%)	16	(2)	(2)	5	8
息税前利润增长(%)	4	0	13	6	9
息税折旧前利润增长(%)	4	0	12	6	7
每股收益增长(%)	4	(2)	13	7	9
核心每股收益增长(%)	4	(2)	13	7	9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	5,862	5,759	6,530	7,002	7,614
折旧与摊销	946	957	1,002	1,014	992
净利息费用	(18)	55	0	(72)	(103)
运营资本变动	2,694	576	399	(901)	44
税金	(1,300)	(1,249)	(1,416)	(1,518)	(1,651)
其他经营现金流	(2,638)	(448)	(92)	(92)	(92)
经营活动产生的现金流	5,546	5,650	6,423	5,433	6,805
购买固定资产净值	371	453	(500)	(500)	(500)
投资减少/增加	(694)	807	(173)	(8)	212
其他投资现金流	2,086	(1,662)	0	0	0
投资活动产生的现金流	1,764	(402)	(673)	(508)	(288)
净增权益	(1)	0	(4)	0	0
净增债务	455	886	(1,947)	0	0
支付股息	(4,124)	(6,929)	(2,296)	(2,603)	(2,792)
其他融资现金流	(3,071)	3,562	(27)	72	103
融资活动产生的现金流	(6,741)	(2,481)	(4,274)	(2,531)	(2,689)
现金变动	569	2,768	1,476	2,394	3,828
期初现金	2,427	3,304	6,163	7,639	10,033
公司自由现金流	7,348	5,295	5,817	5,011	6,634
权益自由现金流	7,778	6,094	3,817	5,011	6,634

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3,304	6,163	7,639	10,033	13,861
应收帐款	209	171	203	191	235
库存	3,220	2,928	2,994	3,225	3,490
其他流动资产	309	754	731	865	1,032
流动资产总计	7,041	10,017	11,568	14,314	18,618
固定资产	12,180	11,727	11,275	10,811	10,370
无形资产	1,105	1,072	1,022	972	921
其他长期资产	1,025	273	521	602	463
长期资产总计	14,311	13,073	12,818	12,385	11,754
总资产	21,352	23,089	24,386	26,699	30,373
应付帐款	149	145	144	160	169
短期债务	1,055	1,942	0	0	0
其他流动负债	6,028	7,262	5,772	5,188	5,681
流动负债总计	6,176	7,407	5,916	5,349	5,850
长期借款	6	5	0	0	0
其他长期负债	101	210	215	215	215
股本	3,300	3,300	3,296	3,296	3,296
储备	10,903	11,319	13,893	16,542	19,461
股东权益	14,203	14,617	17,188	19,836	22,755
少数股东权益	866	850	1,067	1,300	1,552
总负债及权益	21,352	23,089	24,386	26,699	30,373
每股帐面价值(人民币)	4.30	4.43	5.21	6.01	6.90
每股有形资产(人民币)	3.97	4.10	4.90	5.72	6.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.68)	(1.28)	(2.32)	(3.04)	(4.20)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.3	12.7	14.4	14.5	14.4
息税前利润率(%)	10.5	10.8	12.4	12.6	12.7
税前利润率(%)	11.3	11.4	13.1	13.4	13.5
净利率(%)	8.5	8.5	9.8	10.0	10.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.4	2.0	2.7	3.2
利息覆盖率(倍)	224.7	62.4	115.5	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(14.9)	(27.3)	(41.8)	(47.5)	(57.0)
速动比率(倍)	0.6	1.0	1.4	2.1	2.6
估值					
市盈率(倍)	16.7	17.0	15.0	14.0	12.8
核心业务市盈率(倍)	16.7	17.0	15.0	14.0	12.8
市净率(倍)	5.2	5.0	4.3	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	13.2	13.0	11.4	13.5	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.8	9.1	8.3	7.3
周转率					
存货周转天数	23.2	22.2	21.7	21.7	21.7
应收帐款周转天数	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
应付帐款周转天数	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
回报率					
股息支付率(%)	93.6	160.4	46.9	49.6	48.9
净资产收益率(%)	28.4	30.0	30.8	28.4	26.8
资产收益率(%)	19.1	19.2	20.4	20.2	19.7
已运用资本收益率(%)	31.8	32.8	35.1	33.9	32.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371