

行业研究/专题研究

2019年10月23日

行业评级:

食品饮料

增持 (维持)

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

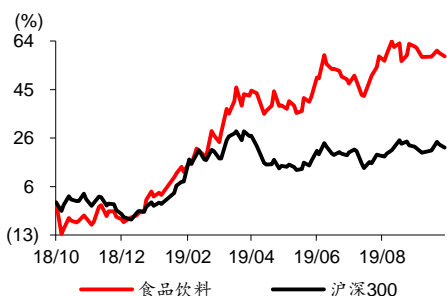
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《三全食品(002216 SZ,买入): Q3 业绩+280%, 利润率显著提升》2019.10
- 2 《安井食品(603345 SH,买入): Q3 符合预期, 速冻龙头利润增长强劲》2019.10
- 3 《食品饮料: 行业周报 (第四十二周)》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

猪价后周期, 肉制品行业将迎改善

三维度看肉制品行业当前投资逻辑

猪价后周期, 肉制品行业景气有望改善

我们预计肉制品企业 2020 年迎利润率拐点(猪价上涨后周期顺价, 提价效果显现(根据调研, 行业龙头双汇发展今年已提价 3 次, 累计幅度约 10%) + 库存肉成本优势), 肉制品企业将享受超额收益; 龙头企业采购能力强于其他企业, 库存肉价值重估(猪价上涨周期里有能力维持肉制品市场需求和尽可能熨平成本端波动), 利于行业集中度提升, 推荐相关肉制品龙头企业, 推荐速冻龙头安井食品: 19Q3 利润增速(+35%)超预期, 受益于餐饮速冻食品的需求增加和自身构建的渠道壁垒, 业绩有望维持较快增长。

存货: 冻肉库存应对猪价上涨, 价值重估

以肉制品龙头企业双汇发展的库存变化看肉制品企业在猪价周期的应对措施, 双汇在 18 年猪价低点开始加强冻肉储存, 有效应对猪价上涨周期, 截至 19H1 末, 双汇存货-原材料价值 21.2 亿(显著高于龙大肉食 3.6 亿/华统股份 0.5 亿/得利斯 0.8 亿), 双汇存货-原材料价值占流动资产比为 17%(显著高于同期的龙大肉食 10%/华统股份 6%/得利斯 13%)。存货价值重估: 以双汇为例, 18H2/19H1 存货-原材料增加值为 0.5 亿/5.3 亿, 成本端对应白条肉平均出厂价为 18.4/21.9 元/公斤, 按当前(2019/10/13)白条肉价是 42 元/公斤计算, 当前库存价值为 11.1 亿, 比库存成本增值 93%。

集中度提升: 采购能力强/库存冻肉优势的龙头企业市占率有望提升

猪肉上涨周期、原料供应遭遇瓶颈可能使得部分肉制品企业产能利用率下滑, 采购能力更强/拥有较多冻肉库存的龙头企业可以有效维持肉制品需求, 并凭借成本优势(库存+进口肉)对同业肉制品企业实现产能挤出, 利于行业集中度提升。同时, 行业洗牌已开始, 9 月 23 日河南省第二大肉制品企业众品食品公告启动预重整, 我们认为经营体系成熟/资产负债结构稳健的肉制品企业有望获得市场份额提升。

业绩拐点: 猪价上涨后周期顺价, 猪周期有望实现吨价/吨净利跨越

猪价是影响公司肉制品盈利的重要变量, 但并非决定变量, 具备成本平滑优势的肉制品企业在提价成功+结构调整后将迎来吨价/吨净利盈利的提升, 跨越猪周期(双汇 2012 年吨净利实现猪周期跨越, 2012 年营收同比+11%, 扣非归母净利润同比+55%)。华泰农业认为, 2020 年 Q1-Q3 猪价可能持续高位运行, 而 2020Q4 价格如何演绎还需观察 19 年下半年母猪补栏的情况, 2020 年为猪价后周期, 我们认为, 肉制品企业有望在 2020 年迎业绩拐点, 猪价后周期成本压力缓解, 肉制品提价效果显现, 冻肉库存使用以及技术创新去消化部分成本压力, 利润率有望触底回升。

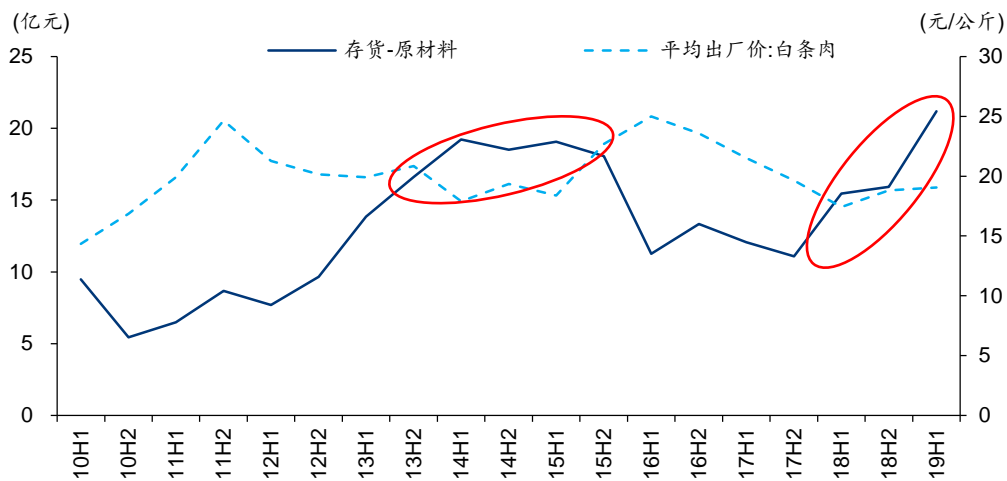
风险提示: 猪价上涨及持续时间超预期, 食品安全事件影响等。

三维度看肉制品行业当前投资逻辑：存货重估，集中度提升，业绩拐点

存货价值：维持肉制品需求，缓解成本端波动

我们以肉制品龙头企业双汇发展的库存变化看肉制品企业在猪价周期的应对措施，双汇在猪价低点开始加强冻肉储存，有效应对猪价上涨周期。2019年再次面临猪价上行周期，公司采用稳步提价策略积极应对，同时公司在18年猪价低点时就开始加强存货储备，18H1末、18H2末、19H1末公司存货原材料价值分别为15.5、15.9、21.2亿元，同比分别+28%、44%、37%。

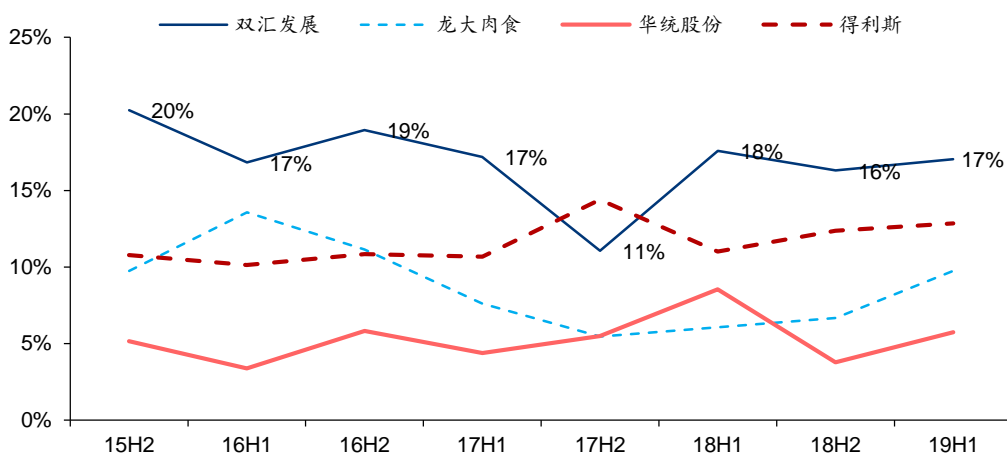
图表1：双汇存货-原材料与白条肉出厂价基本方向相反



资料来源：Wind、华泰证券研究所

横向对比：行业龙头双汇存货-原材料（冻肉储存）显著高于同行业肉制品公司，占流动资产比例也同样领先于同业公司，使得其在猪价上涨周期里有能力维持肉制品市场需求和尽可能熨平成本端波动。截至19H1末，双汇存货-原材料价值21.2亿（远高于同期龙大肉食3.6亿/华统股份0.5亿/得利斯0.8亿），双汇存货-原材料价值占流动资产比例为17%（远高于同期的龙大肉食10%/华统股份6%/得利斯13%），表明双汇前期储备冻肉库存充足，明显领先全行业可比公司。

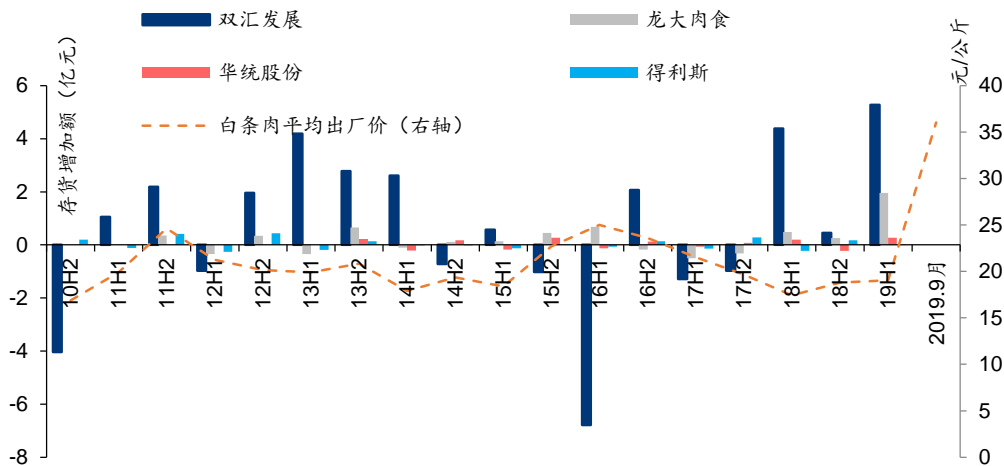
图表2：双汇存货-原材料占流动资产比例显著高于同行业肉制品公司



资料来源：Wind、华泰证券研究所

存货价值重估，猪肉上涨带来存货估值提升 93%。双汇主要在 19Q1 生猪价格较低时增加库存，18H2/19H1 公司存货-原材料增加值为 0.5 亿/5.3 亿，成本对应的白条肉平均出厂价分别为 18.4/21.9 元/公斤，按当前最新（2019/10/13）白条肉价是 42 元/公斤计算，当前库存价值为 11.1 亿，比库存成本增值 93%。

图表3： 存货-原材料增加值与白条肉出厂价变化

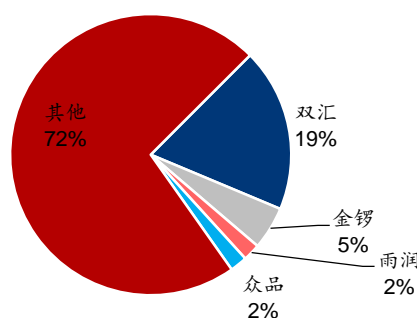


资料来源：Wind、华泰证券研究所

集中度提升：采购能力强/库存冻肉优势的龙头企业市占率有望提升

根据万洲国际招股说明书，2013 年肉制品行业 CR4 为 28%，双汇为绝对龙头。根据调研，国内肉制品的生熟转化率为 12%-13%；根据国家统计局数据，2018 年我国猪肉产量为 5404 万吨，测算 2018 年全国肉制品产量 675.5 万吨，行业龙头双汇 18 年肉制品产量为 162 万吨，双汇市占率为 24%。

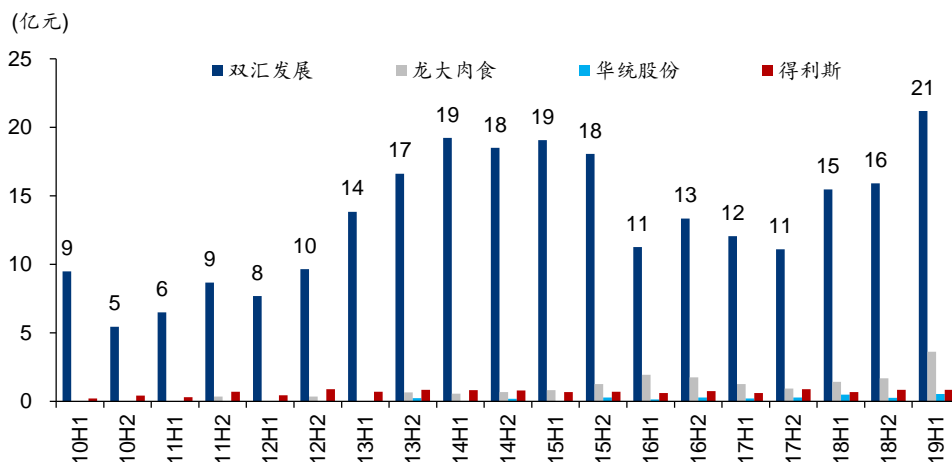
图表4： 肉制品市场集中度较屠宰业高，但仍有提升空间（2013年）



资料来源：万洲国际招股说明书、华泰证券研究所

库存冻肉的优势：猪肉上涨周期、原料供应遭遇瓶颈可能使得部分肉制品企业产能利用率下滑，而采购能力更强/拥有较多冻肉库存的龙头企业可以有效维持肉制品需求，并凭借成本优势（库存+进口肉）对同业肉制品公司实现产能挤出，利于行业集中度提升。

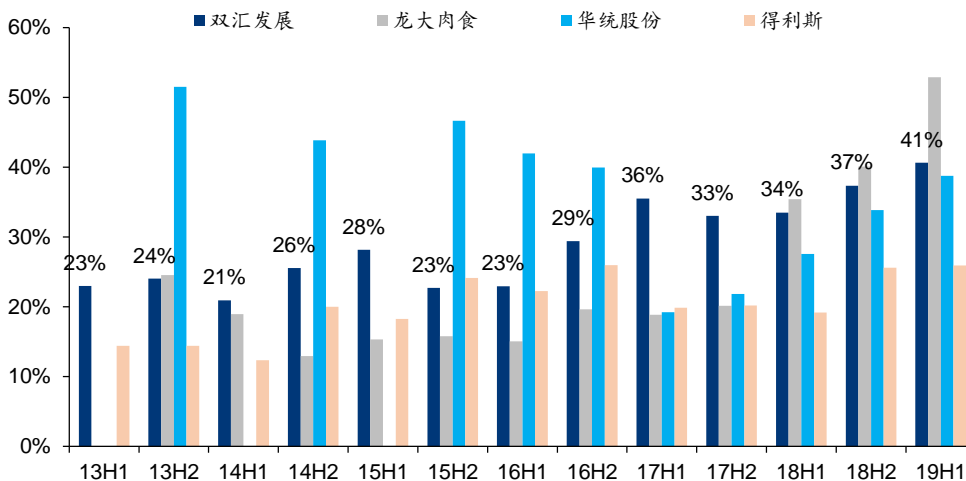
图表5：双汇存货-原材料远高于同行业肉制品公司



资料来源：Wind、华泰证券研究所

行业洗牌已开始，资产负债结构稳健的肉制品企业有望获得市场份额提升。近期河南省第二大肉制品企业众品食品已经启动预重整，9月23日，众品食品公告称，近日，公司及其子公司众品食业收到河南省长葛市人民法院（2019）豫1082破申（预）5号之一《决定书》、河南省长葛市人民法院（2019）豫1082破申（预）6号之一《决定书》。法院根据众品食品、众品食业的申请，于2019年8月29日登记立案债务人众品食品、众品食业重整一案，对该公司先行预重整，参照相关规定，指定以杨荫阁为组长的15人组成的众品公司预重整工作组为该案管理人，参照管理人管理规定进行预重整工作。

图表6：肉制品行业上市公司资产负债率对比

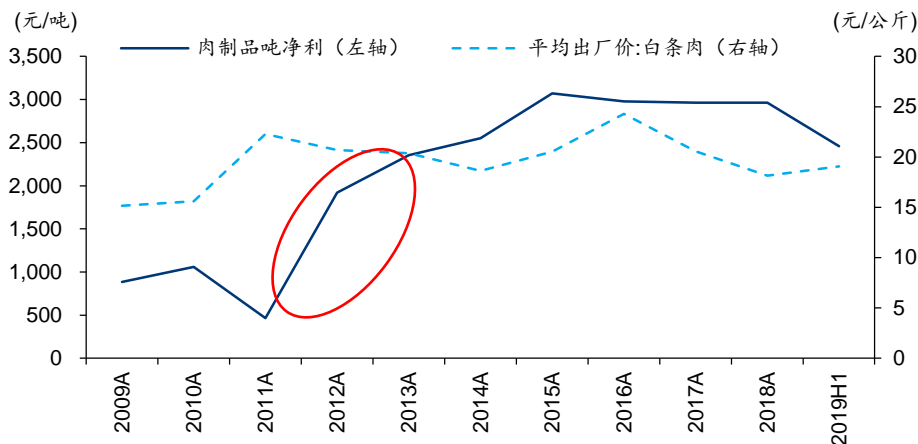


资料来源：Wind、华泰证券研究所

业绩拐点：猪价上涨后周期顺价，猪周期有望实现吨价/吨净利跨越

复盘行业龙头双汇发展历史：2012年猪周期实现吨价/吨净利跨越。2012年吨净利实现猪周期跨越，2012年营收同比+11%，扣非归母净利同比+55%，净利润率同比提升3.5pct达到7.3%。猪价是影响公司肉制品盈利的重要变量，但并非决定变量，双汇在平滑成本方面的突出能力，提价成功+结构调整的转变将使得公司肉制品的吨价/吨净利盈利提升，跨越猪周期。

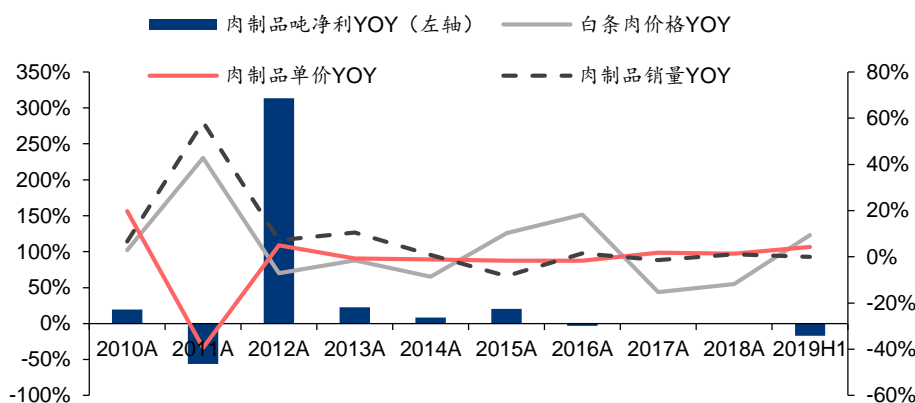
图表7：双汇肉制品吨净利在猪价后周期开始提升



资料来源：公司公告、商务部、华泰证券研究所

猪价是影响肉制品盈利的重要变量，但并非决定变量。2010-2011年猪价上升阶段（白条肉出厂价同比+43%），双汇提前囤货（2011年存货原材料较10年底增加69%），且在猪价后周期采用积极提价策略，2011年肉制品提价14%。2012年肉制品价格维持高位在1.5万元/吨，使得12年吨净利同比大幅提升3倍达1920元/吨（2011年受“315”瘦肉精事件发生，产品市场遭遇冲击），且提价后步入猪价下行周期，13-15年吨利步入持续提升通道。

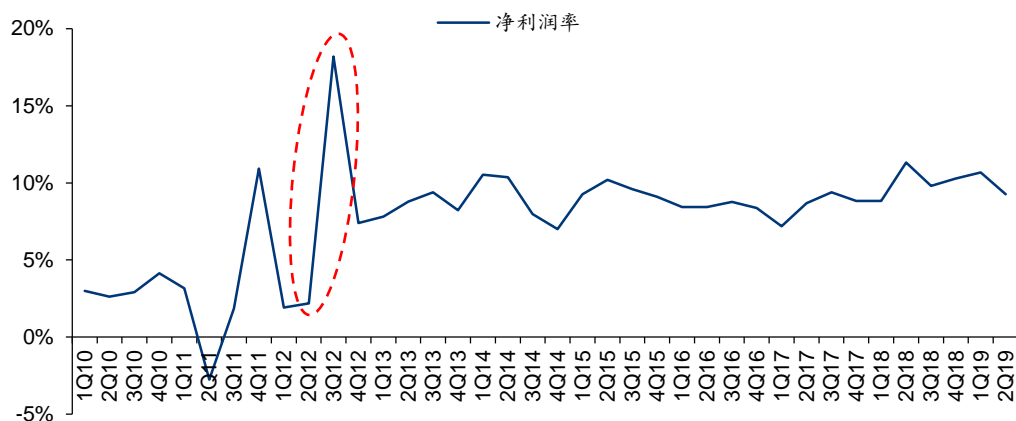
图表8：双汇肉制品吨净利与白条肉出厂价格变化并无明显相关性



资料来源：公司公告、Wind、华泰证券研究所

2020年肉制品迎业绩拐点：华泰农业认为，2020年Q1-Q3猪价可能持续高位运行，而2020Q4价格如何演绎还需观察19年下半年母猪补栏的情况，2020年为猪价后周期，预期2020Q4猪价下行状态下，目前双汇冻肉库存可使用半年左右，则双汇有可能在2020Q1末加大库存使用，即2020Q1为成本端压力最大时间节点，猪价上涨后周期顺价，提价效果显现（根据调研，龙头双汇今年已提价3次，累计幅度约10%），冻肉库存使用以及技术创新去消化部分成本压力，利润率有望触底回升，重新演绎2012年猪周期实现吨价/吨净利跨越的情景。

图表9：双汇发展季度利润率变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1) 猪价上涨及持续时间超预期，如果猪价持续上涨，将对成本端构成持续压力，导致库存肉使用时点延迟或者面临原材料紧缺风险，对业绩产生不利影响。
- 2) 食品安全事件影响，如果出现食品安全问题，则会对消费者的购买意向、公司产品销售产生负面影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com