

公司研究 / 公司首次覆盖报告

2016年05月15日

食品饮料 / 食品加工 II

投资评级：买入（首次评级）

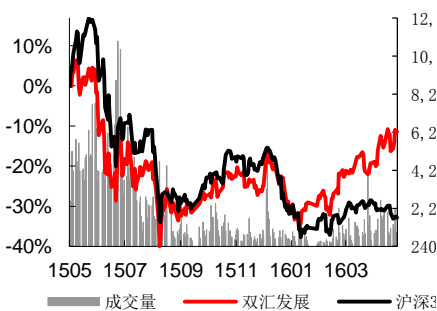
当前价格(元): 21.41  
合理价格区间(元): 28.00~30.00

苏青青 执业证书编号: S057051503000  
研究员 021-28972079  
suqingqing@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S057051505000  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

王楠 010-63211166  
联系人 wangnan2@htsc.com

股价走势图



资料来源: wind、华泰证券研究所

# 协同效应在养殖周期高点加速兑现

## 双汇发展(000895)

### 肉制品行业整体受到生猪价格强势的冲击

生猪价格自 2015Q2 步入上升通道, 15 年全年国内的生猪均价 15.26 元/公斤, 同比增长 15%, 16Q1 生猪均价进一步上涨至 18.28 元/公斤。鉴于生鲜猪肉和肉制品的产品特性, 肉制品企业无法实现成本端生猪价格上涨的等比例无时差传导, 因此成本端的快速上升和收入端的增长滞后导致利润空间被压缩。同时生猪价格的不断上涨还会增加肉制品企业的收猪成本和难度, 屠宰产能的产能利用率进一步下降, 盈利能力亦受到负面影响。

### 中小企业的退出带来了行业格局的改善, 龙头双汇市占率提升

在整个肉制品行业受到生猪价格快速上涨的冲击的背景下, 不具备规模优势和效率优势的中小屠宰和肉制品企业受到市场因素和政策因素的双重挤压加速退出行业。龙头双汇 16 年屠宰板块执行稳利上量的新战略, 积极承接被迫离开市场的中小型企业让出的市场份额, 16Q1 双汇的屠宰量达到 348 万头, 季度屠宰量止跌回升, 同比增加 3.02%。

### 16 年屠宰板块利润增速 > 收入增速 > 屠宰量增速

由于猪肉价格处于高位背景下执行现宰现售的销售策略使得双汇猪肉库存维持在低位, 美国具有极强价格竞争力的进口猪肉销售量的快速增长, 以及出栏头均重同比上升 3 个因素的存在, 16 年屠宰板块的利润增速 > 收入增速 > 屠宰量的增速。双汇发展鲜冻品 16Q1 的销量达到 34.12 万吨, 同比增长 19.7%, 远高于同期屠宰量 3.02% 的增长。

### 美式产品有望放量, 新产品的增长推动估值进一步修复

双汇于郑州建设的 3 万吨/年的美式产品工厂在 2015Q4 投入试运行, 生产出来的美式低温产品已于 2016Q1 开始投向包括北京、上海和广深在内的经济发达区域的大型商超和连锁超市, 未来将进入高档西式餐饮渠道和便利店渠道。更加符合消费升级趋势的低温肉制品的放量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。

### 双汇发展与 Smithfield 在生产和品牌层面的协同有望在养殖周期高点加速兑现

我们预计双汇发展 2016-2018 年的收入规模将达到 558.87 亿, 641.76 亿和 714.34 亿, 分别同比增长 25%, 15% 和 11%; 2016-2018 年的净利润分别达到 49.01 亿, 55.91 亿和 63.78 亿, 分别同比增长 15%, 14% 和 14%; 2016-2018 年的 EPS 分别为 1.48 元/股, 1.69 元/股和 1.93 元/股。考虑到协同效应带来的屠宰业务的业绩增长和潜在的低温肉制品领域的突破带来的估值修复, 首次覆盖给予双汇发展“买入”评级, 目标价 28.00~30.00 元/股。

风险提示: 进口猪肉量低于预期, 低温肉制品推进低于预期。

## 公司基本资料

总股本(百万)	3,300.87
流通 A 股(百万)	1817.41
52 周内股价区间(元)	15.40-40.25
总市值(百万)	70,671.58
总资产(百万)	23,304.92
每股净资产(元)	5.42

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	44,696.67	55,886.59	64,176.16	71,434.14
+/-%	-2.19%	25.04%	14.83%	11.31%
净利润(百万)	4,255.54	4,901.13	5,591.40	6,377.98
+/-%	5.34%	15.17%	14.08%	14.07%
EPS(元)	1.29	1.48	1.69	1.93
PE	16.61	14.42	12.64	11.08

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 正文目录

双汇发展公司概况.....	5
中国最大的屠宰肉制品公司.....	5
业务介绍及简要发展历史.....	5
受生猪价格上升和市场竞争影响，屠宰和肉制品业务 15 年销量下滑.....	5
11-15 年财务表现.....	5
11-15 收入增长及 15 年收入结构.....	5
分业务毛利率及 11-15 年净利润增长情况.....	6
双汇发展的业务模式：纵向一体化.....	7
母公司万洲国际收购 Smithfield 平缓猪周期对双汇冲击.....	7
中国是全球最大猪肉市场，上游生猪养殖存在周期性波动.....	7
母公司万洲国际收购全球最大生猪养殖企业 Smithfield.....	8
双汇肉制品 15 年盈利能力不降反增.....	9
美国的经验：Smithfield 和 Hormel 的纵向一体化历程.....	10
Smithfield.....	10
Hormel.....	10
16 年增长来自屠宰业务和美式肉制品放量.....	11
屠宰行业产能过剩，整合进行中.....	11
15 年屠宰量 2.14 亿头，产能利用率不足 30%.....	11
行业集中度低，CR4 不足 15%.....	11
屠宰环节盈利能力较弱，龙头毛利率水平在 10%左右.....	12
行政力量推进屠宰行业整合步伐.....	13
来自美国的经验：技术革新和纵向一体化驱动的屠宰规模化发展.....	14
规模经济和养殖规模化共同驱动屠宰的规模化发展.....	14
双汇屠宰稳利上量，逆势提升市场份额.....	16
推出新的低温产品有望放量.....	16
迎合消费升级需求，加大美式、西式产品推广.....	16
郑州 3 万吨美式产品工厂 2015 年底投产.....	17
盈利预测及估值.....	17
盈利预测.....	17
估值和目标价.....	17
风险提示.....	18

## 图表目录

图 1: 公司简要发展历史 .....	5
图 2: 2012-2015 生猪屠宰量 .....	5
图 3: 2012-2015 生鲜冻品和肉制品销量 .....	5
图 4: 双汇发展收入规模情况 .....	6
图 5: 2015 年收入结构 .....	6
图 6: 2012 年肉类资产整体上市, 毛利率指标显著上升 .....	6
图 7: 肉制品毛利率持续提升 .....	6
图 8: 双汇发展净利润情况 .....	7
图 9: 2015 年国内产量 5487 万吨, 进口 164 万吨 .....	7
图 10: 全球猪肉消费量的地域结构 .....	7
图 11: 中国生猪出栏量情况 .....	8
图 12: 500 头以下的小规模养殖单元占出栏量的 59%(2013) .....	8
图 13: Smithfield 的生猪出栏和屠宰规模 .....	8
图 14: Smithfield 肉制品销量 .....	8
图 15: 中美生猪价格差异不断变大, 16Q1 中国是美国的 2.74 倍 .....	9
图 16: 中国进口猪肉量快速增长 .....	9
图 17: 双汇进口猪肉量增加 .....	9
图 18: Smithfield 简要发展历程 .....	10
图 19: Hormel 简要发展历程 .....	10
图 20: Hormel 业务版图 .....	11
图 21: 规模以上生猪屠宰企业屠宰量及同比增速 .....	11
图 22: 15 年产能利用率低于 30% .....	11
图 23: 15 年中国生猪屠宰市场结构 .....	12
图 24: 美国生猪屠宰市场结构 .....	12
图 25: 双汇发展和雨润食品的屠宰业务毛利率水平 .....	12
图 26: 中国生鲜猪肉的销售渠道情况 (2013) .....	13
图 27: 生鲜猪肉市场份额情况 .....	13
图 28: 半机械和手工屠宰场规划到 13 和 15 年淘汰 30% 和 50% .....	14
图 29: 定点屠宰数量下降, 加速行业整合 .....	14
图 30: 大型生猪屠宰场市场份额不断扩大 .....	15
图 31: 生猪屠宰集中度在 80 年代末出现显著提升 .....	15
图 32: 美国生猪屠宰场的屠宰成本与规模呈负相关 .....	15
图 33: TOP4 屠宰企业的成本结构优于竞争对手 .....	15
图 34: 16Q1 屠宰量同比增长 3.02% .....	16

图 35: 生鲜冻品 16Q1 销量同比增长 19.7%.....	16
图 36: 高低温肉制品的特点 .....	16
图 37: 食品饮料龙头企业估值表 .....	17
图 38: 肉制品行业主要公司估值表 .....	17
图 39: 双汇发展历史估值情况.....	18

## 双汇发展公司概况

### 中国最大的屠宰肉制品公司

#### 业务介绍及简要发展历史

双汇发展由双汇集团于1998年发起成立。后者由成立于1958年的漯河市冷仓发展而成，是中国肉类品牌的开创者，也是国内最大的肉类加工企业，在肉制品、冷鲜肉两大产业均居于主导地位。双汇发展的母公司万洲国际是全球最大的猪肉食品企业，拥有美国史密斯菲尔德食品公司（Smithfield Foods，以下简称SFD）的全部股份。经过近60年的发展，公司已形成以屠宰和肉类加工业为核心，向上游发展饲料业和养殖业，向下游发展包装业、物流配送、商业、外贸等，形成了主业突出、行业配套的产业群。

图1：公司简要发展历史

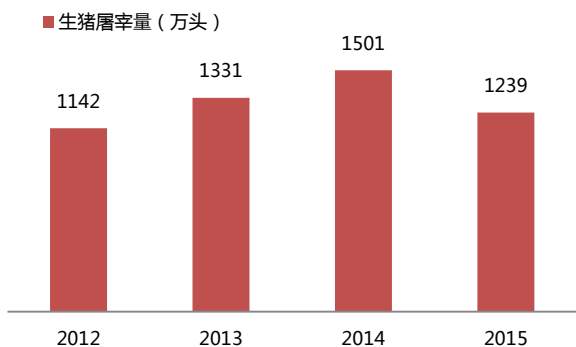


资料来源：华泰证券研究所整理

#### 受生猪价格上升和市场竞争影响，屠宰和肉制品业务15年销量下滑

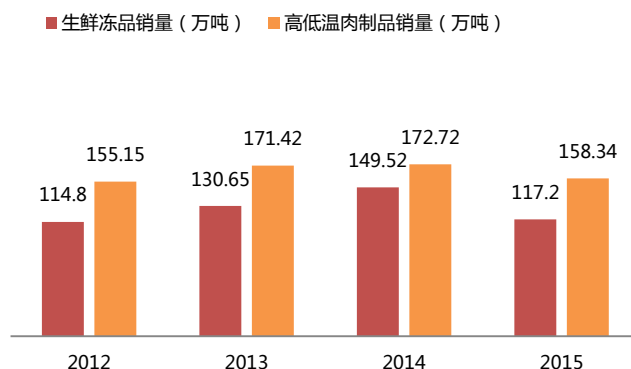
2015年全年公司的生猪屠宰量达1239万头，同比下滑17%；冷鲜冻肉的销售量达到117.2万吨，同比下滑22%；高低温肉制品的销售量158.34万吨，同比下滑8%。

图2：2012-2015 生猪屠宰量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图3：2012-2015 生鲜冻品和肉制品销量



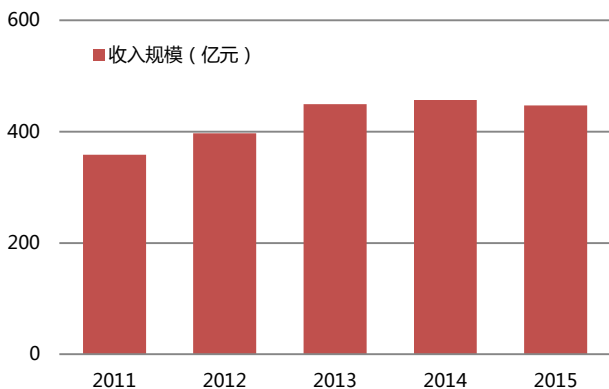
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 11-15 年财务表现

### 11-15 收入增长及 15 年收入结构

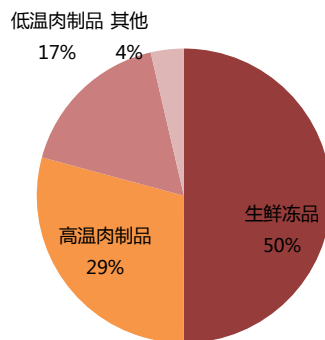
2015年双汇发展实现收入446.97亿人民币，同比下降2.19%，2011-2015年复合增速为5.7%。从收入结构上看，屠宰行业和肉制品行业分别达到244和226亿；其中高温肉制品占全部肉制品比例为63%（143亿），低温肉制品占37%（84亿）。

图4：双汇发展收入规模情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图5：2015年收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

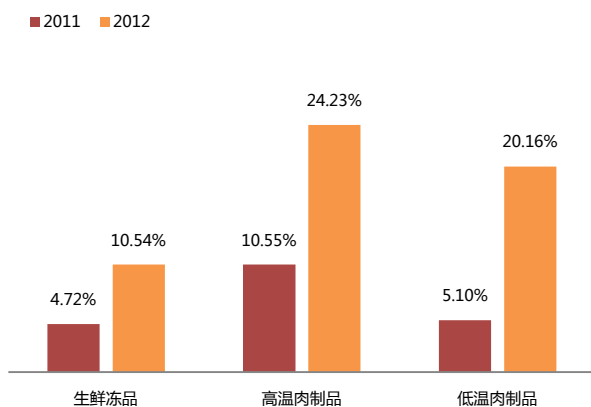
分业务毛利率及11-15年净利润增长情况

2012年，公司完成重大资产重组，实现肉类资产整体上市，消除同业竞争；实现产品结构调整，完成冻销向鲜销的彻底转型。因此2012年相比2011年，毛利率同比增长显著。

肉制品业务具有消费品属性，消费者对品牌的忠诚度较高，双汇在全国肉制品市场中的占有率约为20%，因此肉制品业务的毛利率较高，基本在20%~30%的范围内。2015年双汇的低温肉制品和高温肉制品的毛利率分别为30.85%和31.67%，与2014年的28.27%和24.27%相比均有较大幅度的上升。

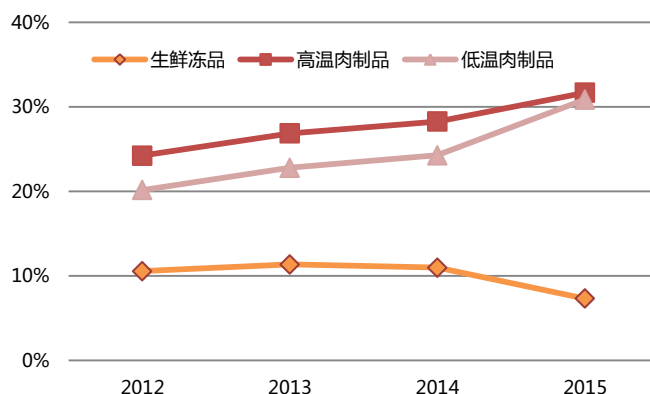
屠宰业务因为行业普遍存在产能过剩和利用率较低的情况，毛利率基本保持在10%左右。2015年双汇的屠宰业务毛利率为7.31%，由于受到生猪价格上升的影响，与2014年的10.97%相比出现下滑。

图6：2012年肉类资产整体上市，毛利率指标显著上升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

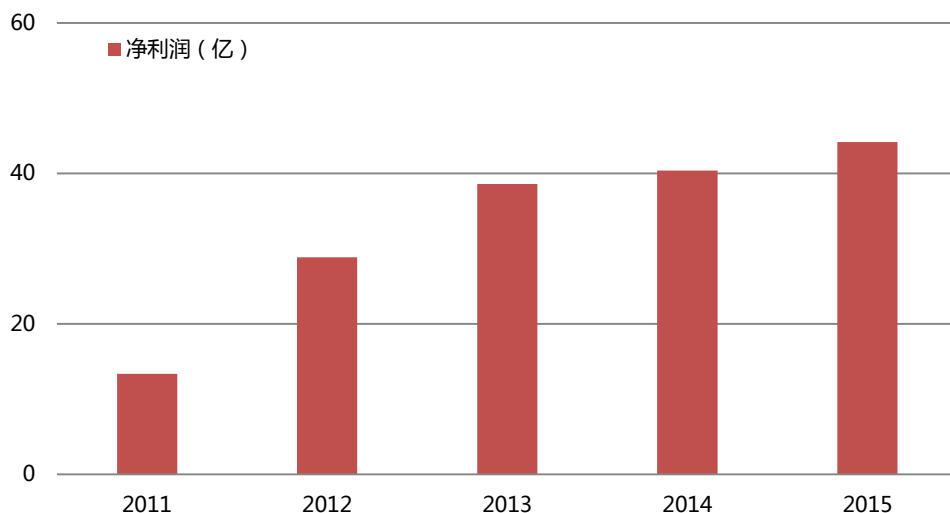
图7：肉制品毛利率持续提升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2015年双汇净利润规模达到44.16亿，同比增长4.77%。2012-2015年双汇净利润的复合增速为15.25%。

图8：双汇发展净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

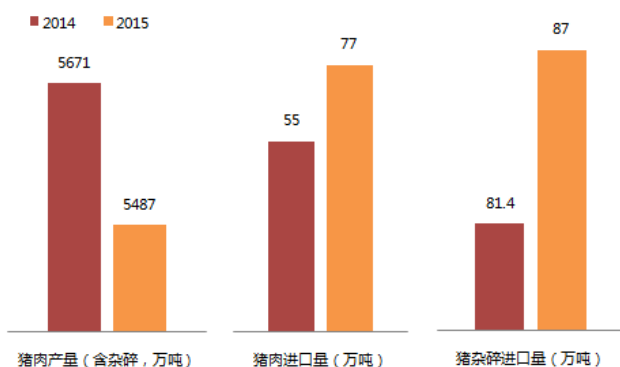
### 双汇发展的业务模式：纵向一体化

#### 母公司万洲国际收购 Smithfield 平复猪周期对双汇冲击

#### 中国是全球最大猪肉市场，上游生猪养殖存在周期性波动

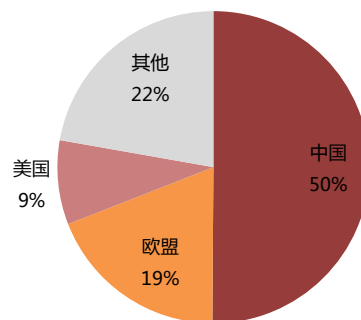
中国是全球最大的猪肉消费市场，占据全球消费额的 50%，从 2008 年开始中国就已是猪肉净进口国。根据统计局和海关总署的统计，2015 年全国猪肉产量为 5487 万吨(含杂碎)，同时猪肉及杂碎进口量分别为 77 和 87 万吨。

图9：2015 年国内产量 5487 万吨，进口 164 万吨



资料来源：统计局，海关总署，华泰证券研究所

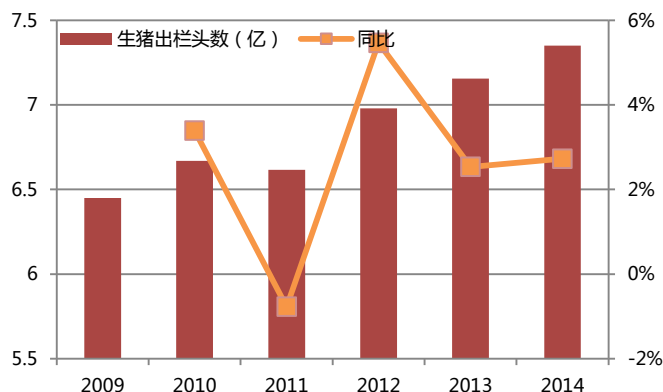
图10：全球猪肉消费量的地域结构



资料来源：USDA，华泰证券研究所

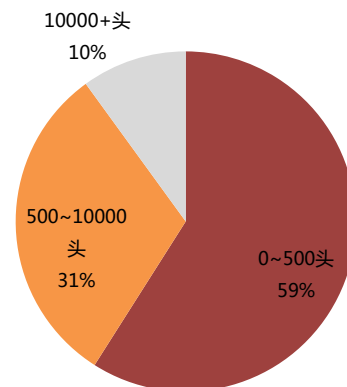
中国生猪养殖的行业集中度很低。根据中国畜牧业协会的统计，2013 年中国生猪出栏量中 59%来自规模在年出栏 500 头以下的养殖单元，其中 31%来自于年出栏在 5000~10000 头的养殖单元，剩下的 10%来自于年出栏在 10000 头以上的养殖单元。散养的农户的行业进入或退出以及规模的扩张或缩减的决策受到非理性因素的影响较大，容易造成“一拥而上”或者“一哄而散”的情况，进而加剧养殖业的周期波动。

图11: 中国生猪出栏量情况



资料来源: 中国畜牧业协会, 华泰证券研究所

图12: 500头以下的小规模养殖单元占出栏量的59%(2013)



资料来源: 中国畜牧业协会, 华泰证券研究所

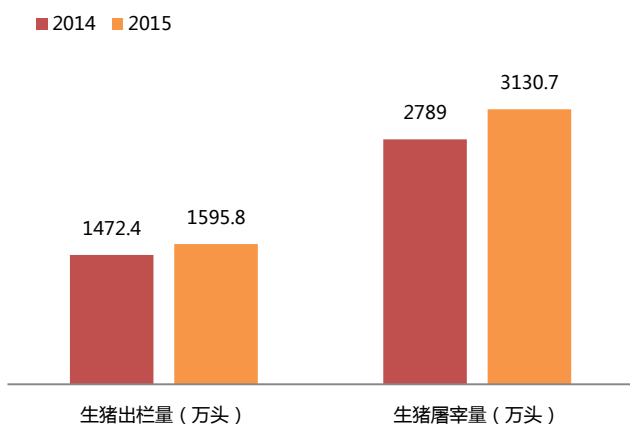
自2015Q2开始启动的猪周期受供给端短期无法上量驱动。上一轮2011年的猪周期过后, 猪价在12-14年期间维持低迷状态, 养殖户尤其小规模养殖单元陷入亏损状态, 面对15Q2步入上行通道的猪价保持谨慎态度, 补栏积极性短期未能出现显著上升。同时由于环保压力升级, 生猪养殖产能的扩张也受到了地方环保政策法规的限制, 无法实现短期内的大量扩充。同时15年末到16年初全国气候异常寒冷, 部分供暖设施不完善的养猪场出现了仔猪被冻死的情况, 进一步制约了供应端的上行。

母公司万洲国际收购全球最大生猪养殖企业 Smithfield

2013年万洲国际以总价71亿美元收购Smithfield (支付现金47亿美元, 并承担后者债务约24亿美元), 后者是全球规模最大的生猪生产商及猪肉供应商。在Smithfield对外出口的猪肉中, 约有25%销往中国市场, 此笔收购使得万洲国际具备了种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工和肉制品加工销售的完整产业链业务架构。

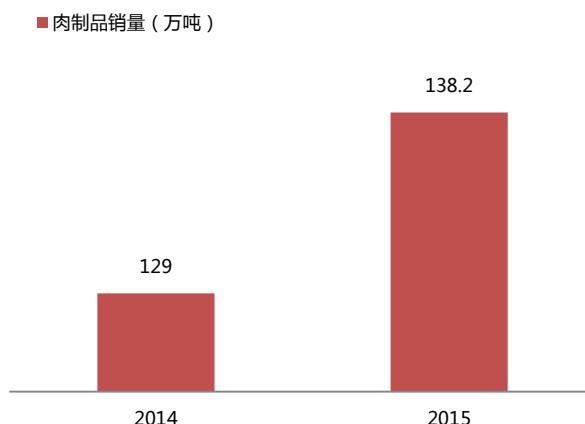
2015年Smithfield的生猪出栏量为1595.8万头, 同比增长8.4%; 屠宰量为3130.7万头, 同比增长12.3%; 肉制品销量138.2万吨, 同比增长7.1%。

图13: Smithfield 的生猪出栏和屠宰规模



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图14: Smithfield 肉制品销量



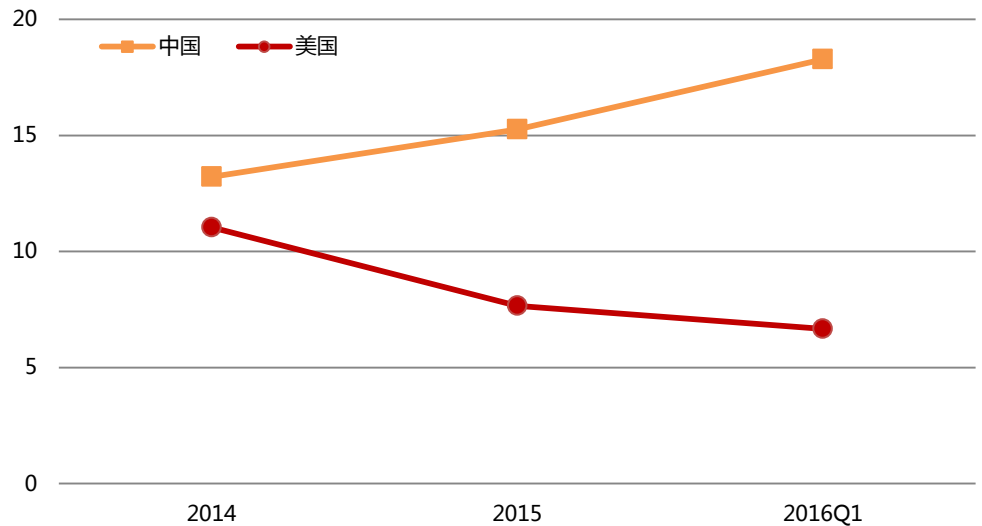
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



双汇肉制品 15 年盈利能力不降反增

美国的生猪养殖集约化程度高，尤其在从2015Q2开始的中国生猪价格不断上升的背景下，中美生猪价差继续拉大。2014年中国生猪价格是美国价格的1.2倍，15年价差扩大变成了1.99倍，16Q1进一步上升至2.74倍。

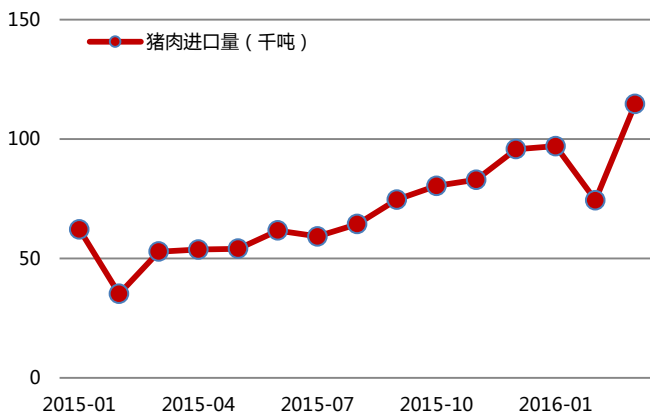
图15：中美生猪价格差异不断变大，16Q1 中国是美国的 2.74 倍



资料来源：Wind，美国农业部，华泰证券研究所

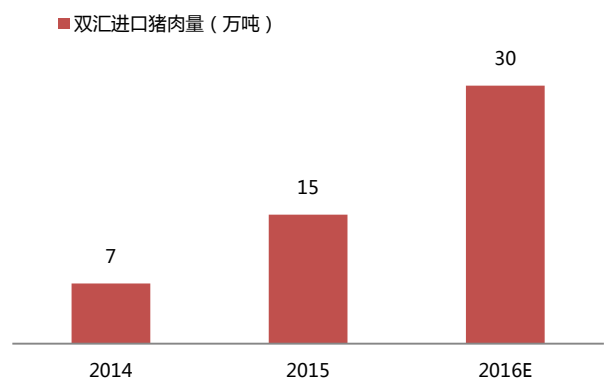
通过进口美国具有价格竞争力的猪肉，双汇的肉制品的毛利率在2015年生猪价格出现较大增幅的情况下逆势增长，印证了万洲国际在收购Smithfield之后进行跨区域资源联动的能力，一方面减弱了低迷的美国生猪价格对Smithfield盈利能力的压制，另一方面降低了高企的中国生猪价格对双汇发展肉制品盈利能力的负面影响。

图16：中国进口猪肉量快速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图17：双汇进口猪肉量增加



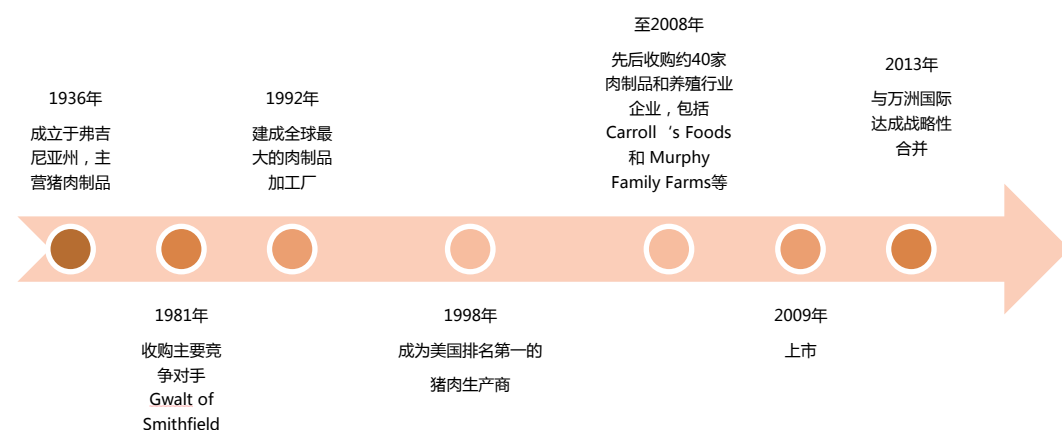
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 美国的经验：Smithfield 和 Hormel 的纵向一体化历程

### Smithfield

SFD成立于1936年，20世纪80年代获得较快发展。1990年，公司购买了生猪养殖业务，开始纵向一体化的发展历程，但前期更偏重养殖和屠宰环节，存在“重资产、规模化、现金流波动大”的缺点。2009年后公司进行了战略转型，重心调整为肉制品处理和深加工，以此获得更高附加值和更稳定的现金流。现在，SFD已形成“种猪-商品猪-饲料-屠宰-深加工-品牌猪肉”的纵向一体化产业链，其在产业链前端的成熟优势保障了高质量的原材料供应，利润受生猪价格波动的影响大大减小，也为其提供了稳定的盈利。

图18：Smithfield 简要发展历程

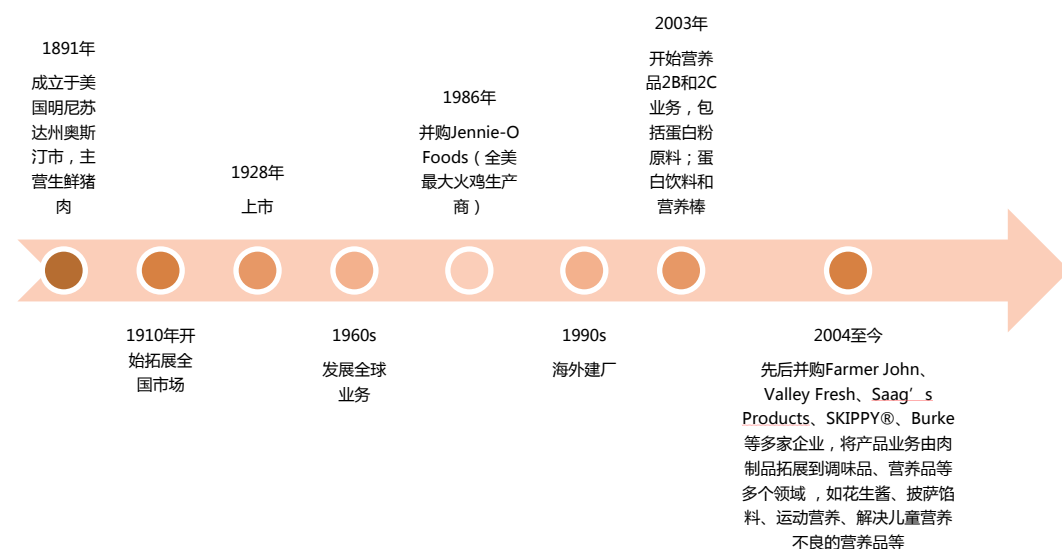


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### Hormel

Hormel 是美国著名的独立猪肉加工企业和全球最大的火鸡生产商，已有超 120 年的历史。过去 25 年股价上涨 26 倍，保持年均 14% 的增速，市值达 204.50 亿美金。与 SFD 纵向一体化的拓展战略不同，Hormel 主要聚焦于“品类扩张”，积极布局火鸡、墨西哥菜、医疗食品三大板块，对于供应链上游只做适度延伸。

图19：Hormel 简要发展历程



资料来源：华泰证券研究所整理

图20: Hormel 业务版图



资料来源: 华泰证券研究所整理

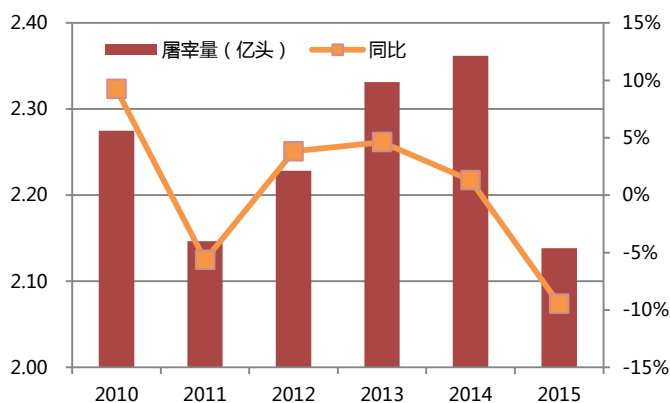
### 16 年增长来自屠宰业务和美式肉制品放量

#### 屠宰行业产能过剩，整合进行中

#### 15 年屠宰量 2.14 亿头，产能利用率不足 30%

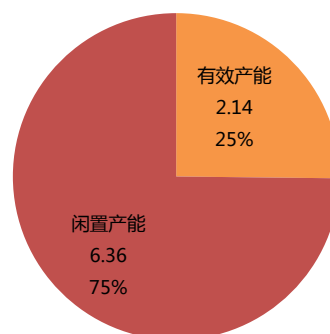
根据农业部的统计数据，2015 年全国规模以上生猪定点屠宰企业共计屠宰生猪 2.14 亿头，同比下降 9.46%。按照定点屠宰企业的总屠宰能力 8.5 亿头计算，产能利用率仅约为 25%，生猪屠宰行业产能过剩的情况比较严重。

图21: 规模以上生猪屠宰企业屠宰量及同比增速



资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

图22: 15 年产能利用率低于 30%

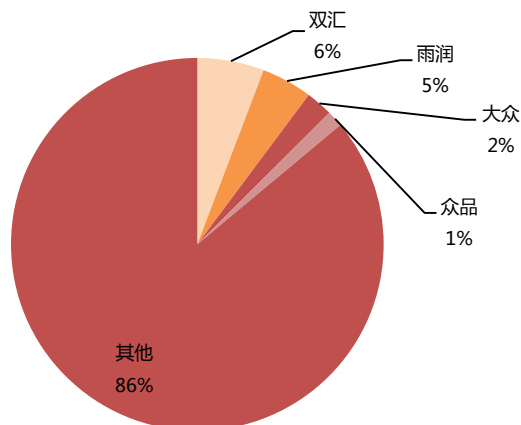


资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

#### 行业集中度低，CR4 不足 15%

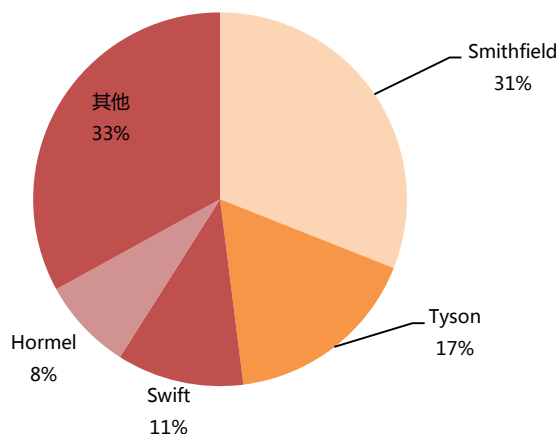
中国屠宰行业的集中度非常低，屠宰量排名前 4 的双汇发展、雨润食品、大众食品和众品食品的市场份额尚不足 15%。行业龙头双汇发展 2015 年的屠宰量为 1239 万头，仅占总屠宰数量的 6%。中国生猪屠宰市场的 CR4 仅为 14%，远低于美国 67% 的水平。

图23： 15年中国生猪屠宰市场结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图24： 美国生猪屠宰市场结构

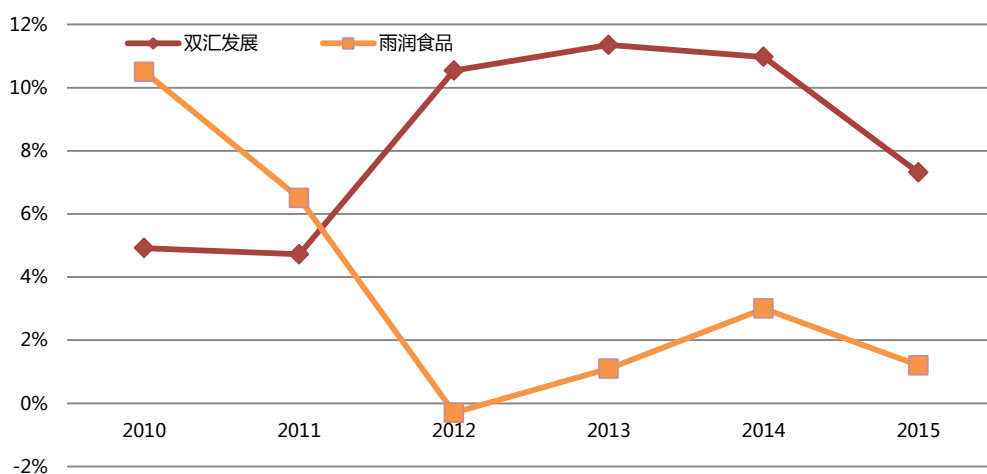


资料来源：雨润食品，华泰证券研究所

### 屠宰环节盈利能力较弱，龙头毛利率水平在10%左右

由于中国屠宰量增速的放缓，较为严重的产能过剩和相对较低的市场集中度，生猪屠宰的盈利能力比较弱。即使是双汇发展这种屠宰体量在1000万头+的规模处于领先地位的企业，屠宰业务的毛利率也基本在10%左右。

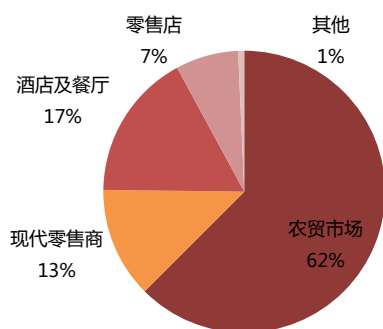
图25： 双汇发展和雨润食品的屠宰业务毛利率水平



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

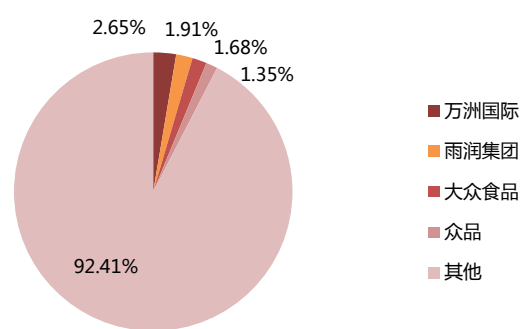
屠宰环节主要的产品生鲜猪肉，其农贸市场主导的渠道结构和较为分散的市场格局决定了对下游消费者的议价能力并不强。中国的生鲜猪肉的销售渠道包括农贸市场、现代零售商（超市和大卖场）、酒店及餐厅和零售店（杂货店及品牌连锁店）。其中农贸市场渠道在中国生鲜猪肉市场中占据主导，拥有约60%的市场份额，而农贸市场又是众多销售渠道中对品牌认知度相对较低的一个。同时生鲜猪肉的市场分散程度很高，包括万洲国际，雨润集团，大众食品和众品在内的CR4仅为8%。

图26: 中国生鲜猪肉的销售渠道情况(2013)



资料来源: 万洲国际, 华泰证券研究所

图27: 生鲜猪肉市场份额情况



资料来源: 万洲国际, 华泰证券研究所

### 行政力量推进屠宰行业整合步伐

中国的屠宰工业从 20 世纪 50 年代开始建立起来, 发展的历程基本可以划分为多头管理时期(1950-1954)、统一管理时期(1955-1985)、放开经营时期(1986-1997)和依法规范时期(1998-2014)四个阶段。

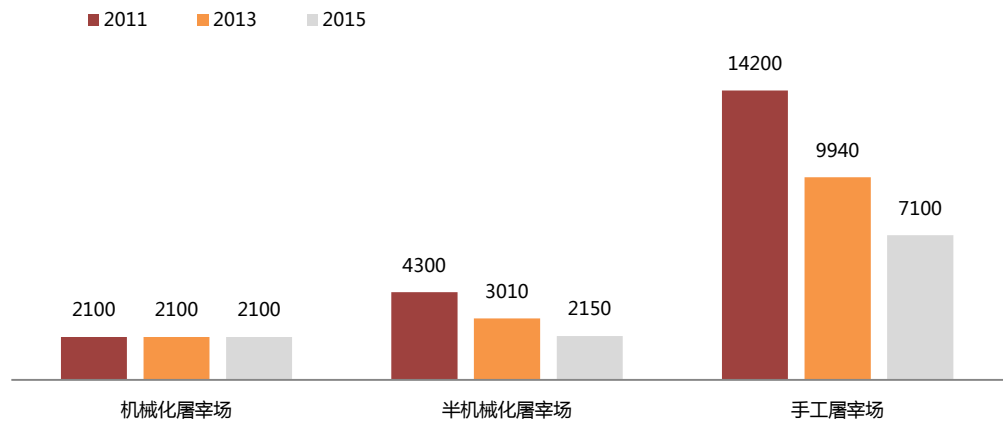
- ✓ 多头管理时期: 屠宰方式主要是手工操作; 肉品检验对象不完整; 检验项目不全。
- ✓ 统一管理时期: 商业部统一领导屠宰场及场内卫生工作; 卫生部门对屠宰场的建筑、设备、环境卫生、肉品加工、储运和销售方面的卫生进行监督和指导; 畜牧兽医部门对屠宰场的兽医工作进行监督和指导。
- ✓ 放开经营时期: 从国营食品公司独家经营变成多种经济主体多渠道经营。鉴于缺乏法制化的规范管理, 出现了一系列的问题: 个体屠商泛滥、流通秩序混乱; 病害肉大量上市, 危害消费者健康; 机械化屠宰设施大量闲置, 资源浪费严重; 环境污染严重; 税收大量流失。
- ✓ 依法规范时期: 1998 年 1 月 1 日国务院颁布实施了《生猪屠宰管理条例》, 目的在于规范生猪屠宰行为, 提高生猪产品质量, 保障人民吃肉安全。2013 年国务院决定将商务部的生猪屠宰管理职能移交到农业部。

根据《全国生猪屠宰行业发展规划纲要 2010-2015》, 政府采取行政手段使得屠宰行业适度集中并减少定点屠宰数量, 以此提高食品安全和生产效率。为了解决生猪屠宰行业里面的产能总量严重过剩, 落后产能比重过大, 行业布局 and 结构不合理, 产业集中度偏低, 相当一部分定点屠宰企业设备设施简陋, 未达到相关标准, 屠宰操作规范和检验检疫制度尚未落实, 约 75% 的定点屠宰企业实行代宰制, 产品形态同质化, 忽视品牌建设现象严重, 恶性竞争严重, 从业人员能力不足等问题, 商务部于 2010 年印发了《全国生猪屠宰行业发展规划纲要 2010-2015》。

发展目标包括行业集中度进一步提升, 规模化和品牌化经营发展壮大; 行业技术管理水平显著提升, 机械化屠宰和标准化管理再上新台阶; 猪肉产品结构得到优化, 综合利用率有所提高; 采用现代经营方式的企业明显增加, 冷链流通得到广泛应用; 淘汰落后产能取得重大进展, 市场秩序明显好转。

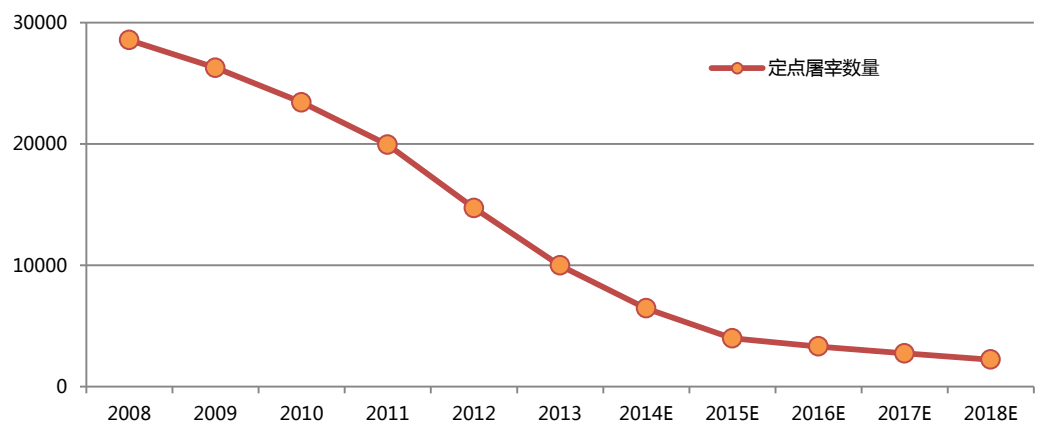
根据发展规划纲要的要求, 在半机械和手工屠宰场仍然普遍存在的背景下, 推动行业自动化机械化的发展, 计划到 2013 年和 2015 年半机械和手工屠宰场的数量分别淘汰 30% 和 50%。定点屠宰场的数量也快速下降, 预计在 2016 年将减少至 3000 家左右。

**图28：半机械和手工屠宰场规划到13和15年淘汰30%和50%**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图29：定点屠宰数量下降，加速行业整合**



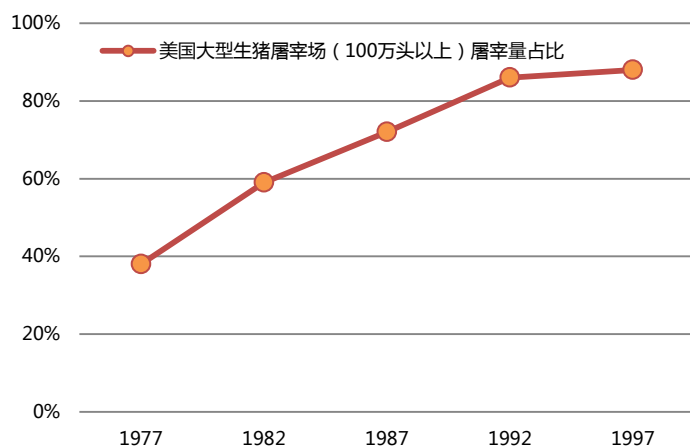
资料来源：统计局，万洲国际，华泰证券研究所

### 来自美国的经验：技术革新和纵向一体化驱动的屠宰规模化发展

#### 规模经济和养殖规模化共同驱动屠宰的规模化发展

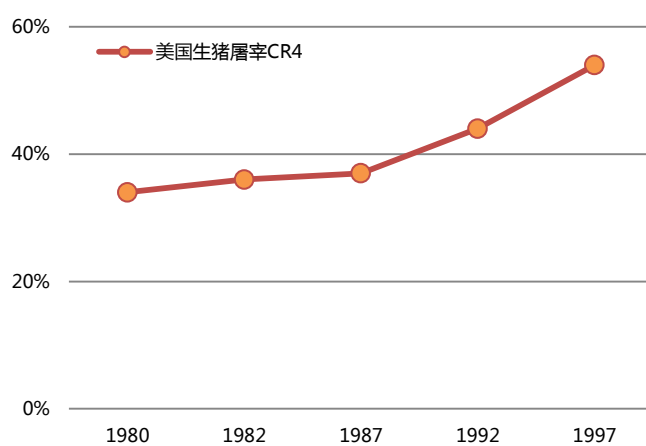
美国的生猪屠宰行业的集中度从80年代末出现显著的提升，CR4从1987年的37%上升至1997年的54%。事实上规模化屠宰兴起于70年代，美国大型生猪屠宰场(100万头以上)在整个市场中的地位从70年代就进入了上升通道，大型生猪屠宰场的屠宰量在总的屠宰量中的占比从1977年的38%上升至1997年的88%。但是整个行业集中度的提升却出现的稍晚，在80年代的末期和90年代才开始快速上升，CR4从1987年的37%上升至1992年的44%，随后又在1997年上升至54%。

图30: 大型生猪屠宰场市场份额不断扩大



资料来源: 美国农业部, 华泰证券研究所

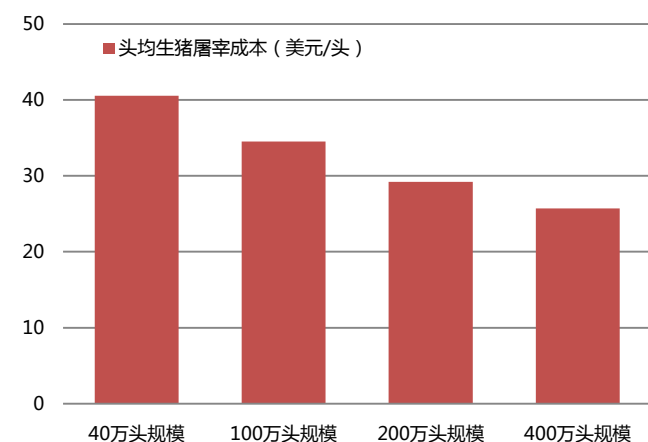
图31: 生猪屠宰集中度在 80 年代末出现显著提升



资料来源: 美国农业部, 华泰证券研究所

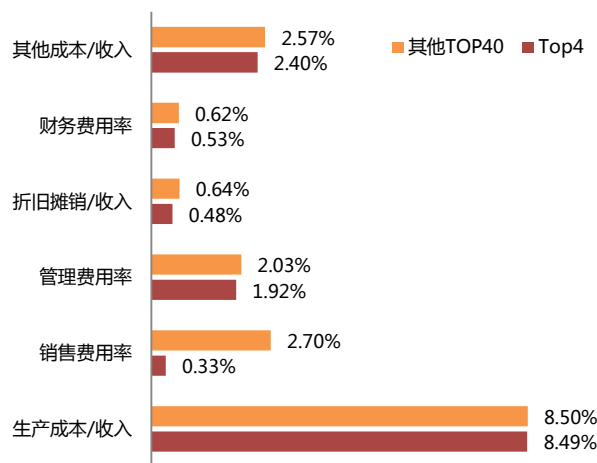
生猪屠宰业的规模经济是驱动大型屠宰场盛行的重要因素。根据 University of Manitoba 的研究, 美国 90 年代生猪屠宰场的屠宰成本与规模有明显的关联, 规模越大的生猪屠宰厂的头均屠宰成本越低, 40 万头规模的生猪屠宰场的成本为 40.55 美元/头, 但是 400 万头规模的生猪屠宰场的成本则仅为 25.70 美元/头, 要比前者低 37%。同时, 美国前 4 大屠宰企业的与排名前 40 的其他企业的运营成本率分别为 14.15%和 17.06%, 行业领先者有较为明显的成本领先优势。

图32: 美国生猪屠宰场的屠宰成本与规模呈负相关



资料来源: University of Manitoba, 华泰证券研究所

图33: TOP4 屠宰企业的成本结构优于竞争对手



资料来源: University of Manitoba, 华泰证券研究所

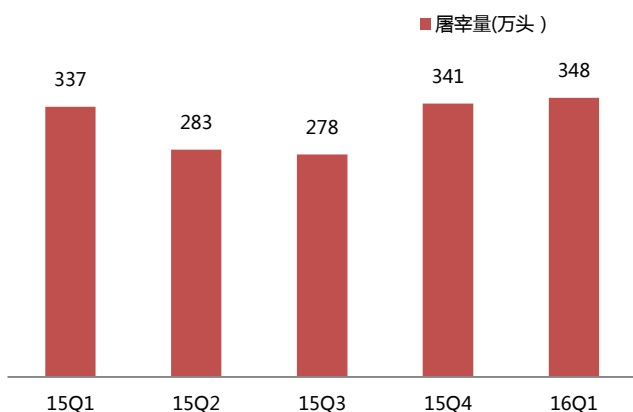
生猪养殖业集中度的提升亦是推动屠宰产业集中度提升的重要原因。规模化的屠宰场实现规模经济的一个重要前提是产能利用率要处于较高的状态, 这意味着规模化的屠宰场需要有不间断的大批量的生猪供应。因此, 在上游生猪养殖产业的集中度较低的时候, 规模化屠宰场事实上也难以充分的发挥自身的优势。美国在 20 世纪 80 年代, 以家庭为单位的生猪养殖户快速退出, 生猪养殖规模化的趋势也对屠宰市场集中度的提升起到了积极地作用。

### 双汇屠宰稳利上量，逆势提升市场份额

中小型屠宰企业在强势猪价的影响下利润空间被显著压缩，在叠加政府行业整合政策的推动下有望加速退出行业。双汇作为行业龙头具有规模效应和效率优势，在16年屠宰业务“稳利上量”的战略目标基础上有望逆势实现市场份额的提升。

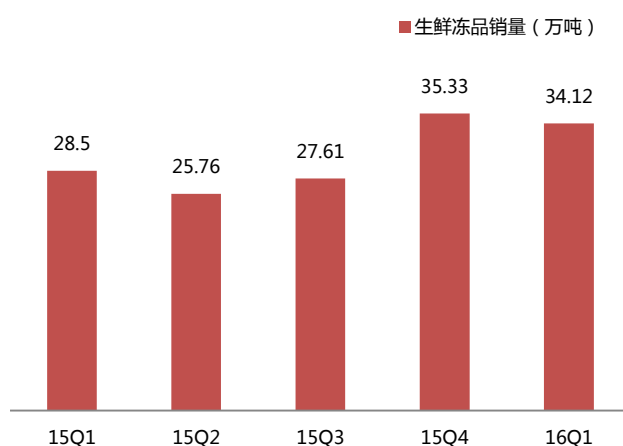
双汇的屠宰量在经历2015年下滑之后16Q1出现回升，同时库存策略调整和进口猪肉的增加带动生鲜冻品销量增速高于屠宰量增速。2016Q1双汇屠宰量为348万头，同比增长3.02%。同时由于猪肉价格高位低库存的销售策略和进口猪肉量的增长，生鲜冻品的销售量达到34.12万吨，同比增长19.7%。

图34：16Q1屠宰量同比增长3.02%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图35：生鲜冻品16Q1销量同比增长19.7%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 推出新的低温产品有望放量

#### 迎合消费升级需求，加大美式、西式产品推广

消费者食品消费升级换代的趋势日渐明显，安全、美味、新鲜食品大受欢迎，模仿型、排浪式消费阶段基本结束，个性化、多样化的消费渐成主流。中国的肉类产业进入结构调整、转型升级的新时期。美式、西式产品均属于低温肉制品。低温肉制品是指在低温条件生产、在低温条件下蒸煮（巴氏杀菌）、低温条件下贮存、低温条件下销售的一类肉制品。与传统（高温）肉制品相比，最大限度地保留了原料肉的风味物质和营养成分，肉质鲜嫩，口感良好，营养利用率高。并且对原料肉的质量要求高，只有品质好、无污染的原料肉才能生产出合格的低温肉制品。因此，美式、西式产品从原料选择到产品品质均优于传统肉制品，能够满足现代消费者“安全、美味、新鲜”的挑剔要求。

图36：高低温肉制品的特点

深加工品种	定义	储藏环境	食用特点	消化吸收	保质期	主要销售渠道	原料要求
高温肉制品	在加热过程中产品已经达到商业无菌，加热程度为121.1度/4min	常温储藏和销售即可（一般为25度以下）	营养成分降低，食用方便	一般	6个月	超市、便利店等多种渠道	一般
低温肉制品	指从原料接收到成品销售之间的过程都需要在低温下进行的一类产品	加工工艺为巴氏杀菌，储存和销售要求的温度必须为0~10℃	较大程度保留营养价值，肉质鲜嫩	容易	1个月	大型超市、肉食专卖店	很高

资料来源：华泰证券研究所



### 郑州3万吨美式产品工厂2015年底投产

郑州3万吨美式工厂于2015年12月18日正式投产，这是双汇实施国际化发展战略以来，中美企业发挥协同效应投资建设的第一个项目。项目耗时2年，总投资8亿元，日产美式肉制品100吨，主要生产美式培根、美式火腿、美式香肠三大类产品。通过将Smithfield丰富的技术开发经验和质量管理能力整套输出，双汇在已有产品结构中增加了附加值较高的中高端肉制品，现在已基本完成新产品布局。有望引领新一轮消费趋势，推动中国肉类产品的转型升级，成为公司未来新的盈利增长点。

### 盈利预测及估值

#### 盈利预测

我们预计双汇发展2016-2018年的收入规模将达到558.87亿，641.76亿和714.34亿，分别同比增长25%，15%和11%；2016-2018年的净利润分别达到49.01亿，55.91亿和63.78亿，分别同比增长15%，14%和14%；2016-2018年的EPS分别为1.48元/股，1.69元/股和1.93元/股。

#### 估值和目标价

考虑到食品饮料行业和肉制品行业的估值情况，考虑到协同效应带来的屠宰业务的业绩增长和潜在的低温肉制品领域的突破带来的估值修复，我们首次覆盖双汇发展16PE给予20X估值，目标价28.00~30.00元/股，买入评级。

图37：食品饮料龙头企业估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS			PE		
		元/股	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
600519.SH	贵州茅台	256.40	12.34	14.52	16.02	21	18	16
600887.SH	伊利股份	37.28	0.76	1.71	2.06	49	22	18
603288.SH	海天味业	34.88	0.93	0.94	1.13	38	37	31
600600.SH	青岛啤酒	45.14	1.27	1.61	1.78	36	28	25
000869.SZ	张裕A	52.77	1.50	1.64	1.88	35	32	28

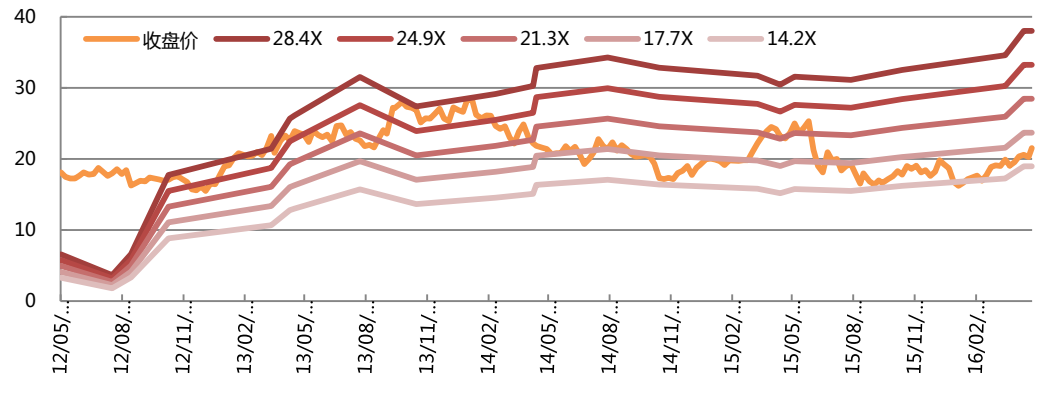
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图38：肉制品行业主要公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS			PE			市值 亿元
		元/股	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
002330.SZ	得利斯	15.85	0.05	0.15	0.24	352	106	66	54
002726.SZ	龙大肉食	15.24	0.27	0.32	0.40	56	48	38	63
002515.SZ	金字火腿	55.73	0.06	0.04	0.04	929	1393	1393	59
002695.SZ	煌上煌	40.26	0.48	0.46	0.50	84	88	81	39

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图39： 双汇发展历史估值情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**风险提示**

进口猪肉量低于预期，低温肉制品推进低于预期。

## 盈利预测

**资产负债表单位：百万元**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8916	11349	14625	17598
现金	2427	4759	7122	9385
应收账款	132	188	196	223
其他应收账款	53	78	93	96
预付账款	77	0	0	0
存货	3385	4432	5095	5595
其他流动资产	2843	1893	2120	2298
非流动资产	13969	13160	12344	11495
长期投资	162	164	163	163
固定投资	11776	11319	10669	9917
无形资产	1074	1117	1163	1179
其他非流动资产	957	560	349	236
资产总计	22884	24510	26970	29093
流动负债	5119	5819	6669	7015
短期借款	600	363	421	461
应付账款	2314	3271	3962	4105
其他流动负债	2206	2186	2287	2449
非流动负债	79	7	-12	-33
长期借款	6	-52	-71	-97
其他非流动负债	73	59	59	64
负债合计	5198	5826	6657	6982
少数股东权益	894	1116	1352	1619
股本	3301	3301	3301	3301
资本公积	1730	1730	1730	1730
留存公积	11761	12536	13929	15461
归属母公司股	16792	17567	18960	20492
负债和股东权益	22884	24510	26970	29093

**现金流量表单位：百万元**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	5766	6592	6260	6689
净利润	4416	5123	5827	6644
折旧摊销	880	869	892	900
财务费用	-4	-115	-221	-315
投资损失	-156	-156	-156	-156
营运资金变动	334	843	-96	-386
其他经营现金	296	28	15	3
投资活动现金	-3289	46	43	89
资本支出	2256	-14	2	3
长期投资	-1212	3	-2	0
其他投资现金	-2246	35	43	92
筹资活动现金	-2970	-4306	-3939	-4515
短期借款	301	-237	58	40
长期借款	0	-58	-19	-26
普通股增加	1100	0	0	0
资本公积增加	-942	0	0	0
其他筹资现金	-3430	-4011	-3977	-4530
现金净增加额	-483	2332	2363	2263

**利润表单位：百万元**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	44697	55887	64176	71434
营业成本	35413	44945	51657	57327
营业税金及附加	190	235	270	302
营业费用	2299	2874	3301	3674
管理费用	1435	1777	2076	2292
财务费用	-4	-115	-221	-315
资产减值损失	109	48	55	71
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	156	156	156	156
营业利润	5410	6277	7194	8240
营业外收入	289	280	283	284
营业外支出	24	26	29	23
利润总额	5675	6531	7448	8500
所得税	1259	1408	1621	1856
净利润	<b>4416</b>	<b>5123</b>	<b>5827</b>	<b>6644</b>
少数股东损益	161	222	236	266
归属母公司净利润	4256	4901	5591	6378
EBITDA	6286	7032	7864	8824
EPS (元)	1.29	1.48	1.69	1.93

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-2.2%	25.0%	14.8%	11.3%
营业利润	5.9%	16.0%	14.6%	14.5%
归属母公司净利润	5.3%	15.2%	14.1%	14.1%
获利能力				
毛利率(%)	20.8%	19.6%	19.5%	19.8%
净利率(%)	9.5%	8.8%	8.7%	8.9%
ROE(%)	25.3%	27.9%	29.5%	31.1%
ROIC(%)	26.9%	34.6%	41.2%	48.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.7%	23.8%	24.7%	24.0%
净负债比率(%)	11.66%	5.34%	5.25%	5.22%
流动比率	1.74	1.95	2.19	2.51
速动比率	1.07	1.17	1.41	1.70
营运能力				
总资产周转率	1.99	2.36	2.49	2.55
应收账款周转率	341	347	333	339
应付账款周转率	12.47	16.10	14.28	14.21
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.48	1.69	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	2.00	1.90	2.03
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.32	5.74	6.21
估值比率				
PE	16.61	14.42	12.64	11.08
PB	4.21	4.02	3.73	3.45
EV_EBITDA	11	10	9	8

## 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门、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：Z23032000。

©版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

—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；

—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

—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；

—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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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