

2017 年 05 月 22 日

公司研究

评级：买入（上调）

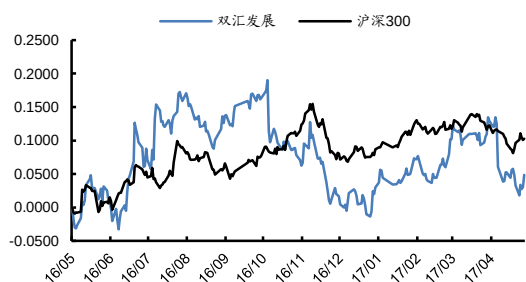
研究所

 证券分析师：余春生 S0350513090001
 021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

猪价下跌趋势利好公司屠宰和肉制品业务

——双汇发展（000895）调研报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
双汇发展	-7.1	-2.1	7.3
沪深 300	-1.8	-2.5	10.6

市场数据 2017-05-19

当前价格（元）	20.30
52 周价格区间（元）	18.52 - 23.41
总市值（百万）	66981.03
流通市值（百万）	66970.18
总股本（万股）	329955.83
流通股（万股）	329902.36
日均成交额（百万）	220.72
近一月换手（%）	8.57

相关报告

《双汇发展（000895）2015 年中报点评*需求不足业绩出现下滑，猪价上涨盈利再临承压（中性）*食品饮料行业*余春生》——2015-08-13

《双汇发展(000895)2014 年一季度业绩点评:屠宰放量、渠道发力及低成本原料储备致业绩增长(买入)*食品饮料*孙霞》——2014-04-30

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **蛛网模型下的猪周期进入下半段，存栏增加的情况下猪价下跌是必然趋势。** 猪价周期性波动的本质可以由蛛网模型下的产能超调来解释，此周期一般是按照“猪价上涨——母猪存栏量大增——生猪供应量增加——猪价下跌——母猪大量淘汰——生猪供应量减少——猪价上涨”的循环轨迹运行。本轮周期猪价在 2016 年 5 月到达顶点，之后开始逐渐下降。由于东北基地产业转移将弥补环保禁养下的市场缺口以及养殖户在高盈利情况下补栏意愿较强，整体生猪存栏量止跌回升，因此猪价继续下跌是必然趋势。
- **猪肉价格下降有利于双汇屠宰业务“量利”齐升以及肉制品业务毛利率上升。** 猪肉价格下降一方面促进了消费端对猪肉的需求，带来双汇屠宰量的增加，另一方面，在增加屠宰量的同时双汇屠宰产能利用率也会有所提高。此外，由于猪肉价格的波动幅度要小，猪肉价格的调整要滞后于生猪价格，因此，在猪价下调的趋势中，有更多利润留在屠宰企业。同时猪肉价格下跌有利于降低肉制品成本，但由于肉制品一般有库存、生产和销售周期，体现在毛利上要滞后约半年时间。
- **美国猪肉价格大幅低于国内，公司进口猪肉成本优势突出。** 双汇母公司万洲国际于 2013 年以总价 71 亿美元收购了全球规模最大的生猪生产商及猪肉供应商 Smithfield。由于美国生猪养殖集约化程度高，美国猪肉价格长期低于国内价格。双汇进口猪肉采购量 2016 年预计 30 万吨，2017 年一季度同比约 100% 增长，全年约 50 万吨左右。因此从美国进口低价猪肉，公司有效的降低了成本，使得自身全球成本优势凸显。
- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级** 猪价下跌利好公司屠宰和肉制品业务，我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 1.46/1.68/1.78 元，对于当前股价 PE 分别为 13.88/12.05/11.39 倍，上调公司“买入”评级。
- **风险提示：**低温肉制品和美式新品发展不达预期；猪价下跌不达预期；食品安全事故。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	51845	55474	58248	62908
增长率(%)	16%	7%	5%	8%
净利润（百万元）	4405.1	4826	5558	5879
增长率(%)	4%	10%	15%	6%
摊薄每股收益（元）	1.34	1.46	1.68	1.78
ROE(%)	29.23%	25.90%	24.69%	21.19%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1.	猪后周期猪价下跌是必然趋势.....	5
1.1.	蛛网模型下的猪周期仍然存在.....	5
1.2.	存栏增加、猪价下跌是必然趋势.....	5
2.	猪肉价格下降有利于双汇屠宰业务“量利”齐升.....	7
3.	猪价下跌有利于提升双汇肉制品毛利率.....	7
4.	美国猪肉价格大幅低于国内，公司进口猪肉成本优势突出.....	7
5.	盈利预测和投资评级.....	8
6.	风险提示.....	8

图表目录

图 1: 本轮猪周期 2016 年 5 月达到高点	5
图 2: 能繁母猪存栏量和生猪价格走势产生背离	5
图 3: 自繁自养生猪利润情况	6
图 4: 外购仔猪养殖利润情	6
图 5: 玉米价格仍处低位	6
图 6: 猪粮比仍处高位	6
图 7: 能繁母猪存栏止跌回升	6
图 8: 生猪存栏重回升势	6
图 9: 猪价变动与价差变动呈反向关系	7
图 10: 美国猪肉价格与国内猪肉平均价格比较	8

1.猪后周期猪价下跌是必然趋势

1.1. 蛛网模型下的猪周期仍然存在

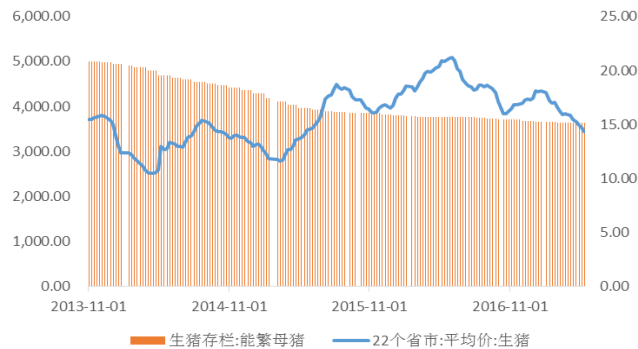
猪周期一般是按照“猪价上涨——母猪存栏量大增——生猪供应量增加——猪价下跌——母猪大量淘汰——生猪供应量减少——猪价上涨”的循环轨迹运行。猪价周期性波动的本质可以由蛛网模型下的产能超调来解释，即养殖户随着猪价波动来调整养殖规模，在养殖亏损期淘汰产能而在养殖盈利期扩张产能，整个猪价完成运行周期长度为3-4年。在2006年6月-2010年6月、2010年7月-2014年4月的前两轮猪周期较好的符合这一运行规律，生猪存栏和能繁母猪存栏在猪价景气周期启动后即开始上升。

图 1: 本轮猪周期 2016 年 5 月达到高点



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 能繁母猪存栏量和生猪价格走势产生背离



资料来源: Wind、海证券研究所

但本轮猪周期相对独特，行业高景气下存栏恢复缓慢。本轮母猪存栏、生猪存栏的恢复速度却屡次低于市场预期。背后原因则是环保压力下的行业产能持续去化，规模化养殖户的扩张速度相对落后于大批散户退出速度。但整体来看，由于猪肉是我国居民消费的主要肉类，消费量非常巨大。虽然，现阶段大规模养殖户数量和规模都在增加，但整体占比还是很小，未来猪周期的蛛网理论仍然存在，但相对更平更长。

1.2. 存栏增加、猪价下跌是必然趋势

东北基地产业转移将弥补环保禁养下的市场缺口。2017年中央一号文件提出稳定生猪生产，优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移，东北三省黑龙江、吉林、辽宁和北方内蒙古等地被划为我国生猪养殖的潜力增长区。东北地区幅员辽阔、土地资源丰富，且为玉米种植主产区，具有明显的环境优势和原料成本优势，未来可有效承接环保禁养拆迁留下的市场缺口。

养殖利润仍处于盈利高位，养殖户补栏意愿足。自2015年5月以来，生猪养殖利润由负转正并大幅提升，2016年自繁自养生猪头均盈利水平高达630元，养殖户实现大幅盈利。目前自繁自养盈利仍在270元左右高位，外购仔猪盈利在77元左右。近期虽然猪价有所回调，但由于玉米价格低位，饲料成本低，猪粮

比仍处在高位，养殖户盈利仍然十分丰厚，补栏意愿强。

总之，东北基地产业转移弥补环保禁养下的市场缺口，后继生猪的存栏量会慢慢增加。此外，由于大规模养殖户在整个中国猪肉市场的占比还低，垄断性还很小，目前猪粮比高，养殖户整体补栏的积极性高，也带动了生猪存栏量的增加。生猪存栏量的增加，势必导致猪价继续下跌。

图 3：自繁自养生猪利润情况



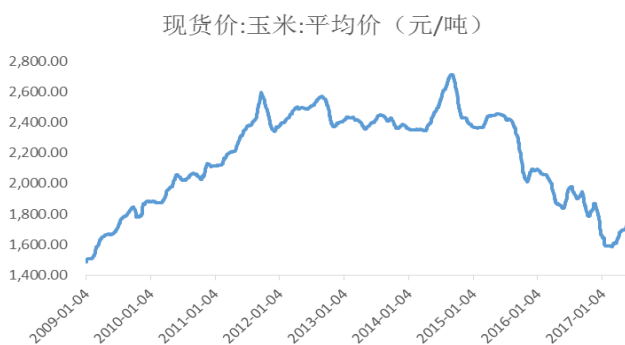
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：外购仔猪养殖利润情



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：玉米价格仍处低位



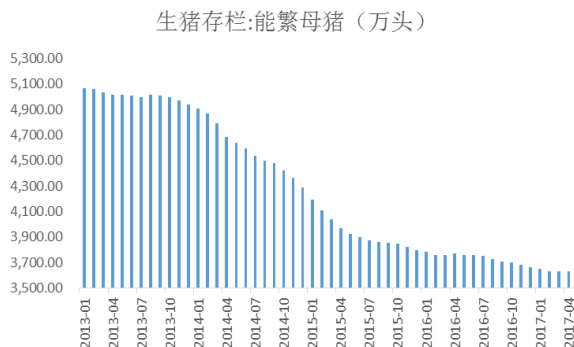
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：猪粮比仍处高位



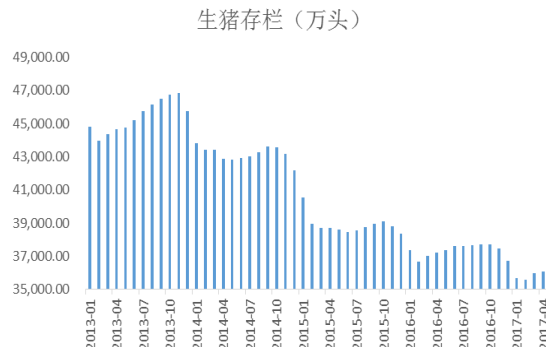
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7：能繁母猪存栏止跌回升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8：生猪存栏重回升势



资料来源：Wind、国海证券研究所

2. 猪肉价格下降有利于双汇屠宰业务“量利”齐升

猪肉价格下降一方面促进了消费端对猪肉的需求，带来双汇屠宰量的增加，另一方面，在增加屠宰量的同时双汇屠宰产能利用率也会有所提高。此外，由于猪肉价格的波动幅度相比较于生猪价格的波动幅度要小（猪肉价格不随时做调整），而且猪肉价格的调整要滞后于生猪价格，因此，在猪价下调的趋势中，有更多利润留在屠宰企业。

从数据来看，当肉价出现拐点（上升或下降）的之后一段时期内，生猪与猪肉价差与猪肉平均价反向变动。因此，当猪肉价格开始下行时，生猪与猪肉之间的价差往往会在短期内扩大，进而促进屠宰头均盈利的上升。

图 9：猪价变动与价差变动呈反向关系



资料来源：Wind、国海证券研究所

3. 猪价下跌有利于提升双汇肉制品毛利率

对于肉制品，2017 年，公司将继续坚持“调结构、扩网络、促转型、上规模”的发展战略，坚持“稳高温、上低温，大力推广美式西式产品，中式产品工业化，休闲产品更休闲，调理食材产品工业化，肉蛋奶菜粮结合走健康道路”的新产品开发、推广方向。

猪肉价格下跌有利于降低肉制品成本，但由于肉制品一般有库存、生产和销售周期，体现在毛利上要滞后约半年时间。

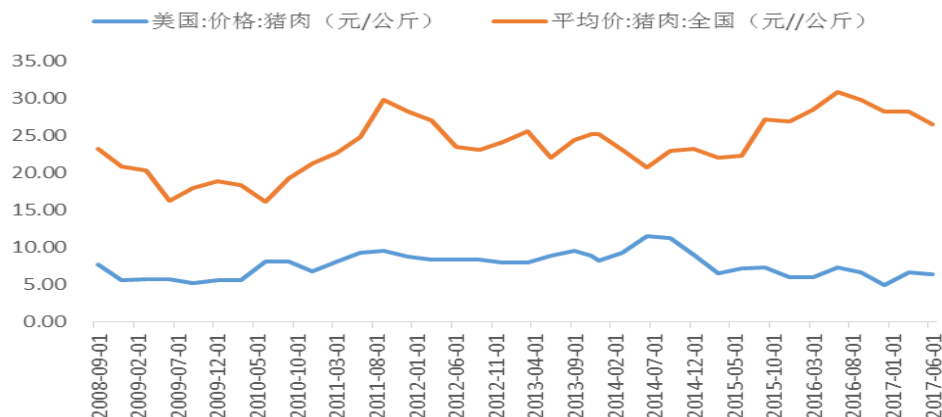
4. 美国猪肉价格大幅低于国内，公司进口猪肉成本优势突出

双汇母公司万洲国际于 2013 年以总价 71 亿美元收购了全球规模最大的生猪生产商及猪肉供应商 Smithfield (SFD)。由于美国生猪养殖集约化程度高，美国猪肉价格长期低于国内价格（即使加上进口物流费，关税完税价格等，也约是国内价

格的一半)。2015 年随着国内生猪价格的大幅上涨,中美猪肉价差进一步扩大,双汇也加大了与 SFD 的协同效用,从美国进口更多的低价猪肉,有效降低了成本,全球成本优势凸显。

双汇进口猪肉采购量 2016 年预计 30 万吨,2017 年一季度同比约 100%增长,全年约 50 万吨左右。双汇整体约有 5000 万吨猪肉原料,进口 50 万吨对整体盈利影响不大,公司盈利主要还是看国内猪价的涨跌程度。

图 10: 美国猪肉价格与国内猪肉平均价格比较



资料来源: Wind、国海证券研究所

5. 盈利预测和投资评级

猪价下跌利好公司屠宰和肉制品业务,我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 1.46/1.68/1.78 元,对于当前股价 PE 分别为 13.88/12.05/11.39 倍,上调公司“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 低温肉制品、美式新品等发展不达预期;
- 2) 猪价下跌不达预期;
- 3) 食品安全事故。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	51845	55474	58248	62908
增长率(%)	16%	7%	5%	8%
净利润 (百万元)	4405.1	4826	5558	5879
增长率(%)	4%	10%	15%	6%
摊薄每股收益 (元)	1.34	1.46	1.68	1.78
ROE(%)	29.23%	25.90%	24.69%	21.19%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 双汇发展盈利预测表

证券代码:	000895.Sz			股票价格:	20.30	投资评级:	买入	日期:	2017/5/20
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	29.23%	25.90%	24.69%	21.19%	EPS	1.34	1.46	1.68	1.78
毛利率	18%	19%	20%	20%	BVPS	4.30	5.33	6.51	7.75
期间费率	7%	23%	23%	23%	估值				
销售净利率	8%	9%	10%	9%	P/E	15.21	13.88	12.05	11.39
成长能力					P/B	4.72	3.81	3.12	2.62
收入增长率	16%	7%	5%	8%	P/S	1.29	1.21	1.15	1.06
利润增长率	4%	10%	15%	6%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	2.43	2.41	2.26	2.09	营业收入	51845	55474	58248	62908
应收账款周转率	248.36	248.36	248.36	248.36	营业成本	42440	44879	46424	50389
存货周转率	13.28	13.28	13.28	13.28	营业税金及附加	312	334	351	379
偿债能力					销售费用	2272	2360	3113	2675
资产负债率	29%	19%	13%	8%	管理费用	1207	1141	1616	1409
流动比	1.14	2.29	4.37	8.55	财务费用	(18)	(24)	(54)	(129)
速动比	0.62	1.50	3.24	6.83	其他费用/(-收入)	(75)	93	93	93
					营业利润	5556	6877	6892	8278
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	306	305	(95)	305
现金及现金等价物	3304	5864	9546	14548	利润总额	5862	7182	6797	8583
应收款项	209	220	216	215	所得税费用	1300	2169	1254	1590
存货净额	3220	3405	3523	3823	净利润	4562	5013	5543	6993
其他流动资产	309	330	347	374	少数股东损益	156	187	(15)	1114
流动资产合计	7041	9817	13629	18958	归属于母公司净利润	4405	4826	5558	5879
固定资产	11574	10457	9451	8546					
在建工程	533	543	553	563	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	1043	1043	938	834	经营活动现金流	5546	8140	7713	9719
长期股权投资	177	177	177	177	净利润	4562	5013	5543	6993
资产总计	21352	23021	25732	30062	少数股东权益	156	187	(15)	1114
短期借款	1055	1055	1055	1055	折旧摊销	925	1262	1150	1039
应付款项	2309	2442	2526	2742	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	712	762	800	864	营运资金变动	(97)	1678	1034	572
其他流动负债	2100	21	(1265)	(2445)	投资活动现金流	1764	1107	996	895
流动负债合计	6176	4280	3116	2216	资本支出	385	1107	996	895
长期借款及应付债券	6	6	6	6	长期投资	(15)	0	0	0
其他长期负债	101	101	101	101	其他	1394	0	0	0
长期负债合计	107	107	107	107	筹资活动现金流	(4750)	(1448)	(1667)	(1764)
负债合计	6283	4387	3223	2323	债务融资	455	0	0	0
股本	3300	3300	3300	3300	权益融资	205	0	0	0
股东权益	15069	18634	22510	27739	其它	(5410)	(1448)	(1667)	(1764)
负债和股东权益总计	21352	23021	25732	30062	现金净增加额	2560	7799	7041	8850

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8 年实业工作经验，7 年证券从业经验。自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016 年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。