万洲国际 0288.HK

受益于猪价下行周期的龙头标的

东方证券 ORIENT SECURITIES

万洲国际是中国肉制品龙头企业，总部位于福建晋江，主要品牌包括国内的双汇、美国的 Smithfield、Eckrish 等。公司国内业务平台双汇发展于 1998 年 A 股上市，后经过 MBO 理顺利益关系以及海外成功并购，资产规模实现跨越式增长。我们看好万洲国际主要基于：1）猪价下行周期的龙头受益标的；2）海外业务通过 One Smithfield 战略实现 OPM 的稳步提升；3）现金流充沛，预计分红比例+30%，股息率+2%。

核心观点

- **猪价下行周期的龙头受益标的。**我们预计猪价的下行周期将至少持续至 2018 年 6 月以后，万洲国际的国内业务双汇发展直接受益于生猪采购成本的下降，同时公司采取主动战略：1）稳步加快拓展屠宰业务，我们保守预计 2018 年国内生鲜网点将新增 1-2 万个，重点开拓冷鲜肉市场；2）通过产品升级，稳定高温肉制品市场，同时利用 Smithfield 的品牌美誉度提升低温肉制品市场份额。我们预计国内业务营业额 2018-19 年复合增速将达到 8%。
- **海外业务效率改善，外延式增长可期。**1）自 2013 年收购 Smithfield 以来，通过 One Smithfield 改革，公司美国业务运营效率稳步提升，2016 年美国 OPM 较改革前提升近 2 个百分点，我们预计在美国业务进一步整合后，美国 OPM 仍有 2 个百分点的改善空间；2）与此同时，公司 2017 年在美国和欧洲进行了三次工厂收购，加强了在当地的竞争优势，外延式增长可期。
- **股东回报优厚。**公司中国业务平台双汇发展有高比例分红传统，为母公司提供充沛现金回报；万洲国际自 2015 年在承债收购后的债务大半偿还后也开始分红，2016 年分红比例 30%，我们预计这一分红比例将继续提升。

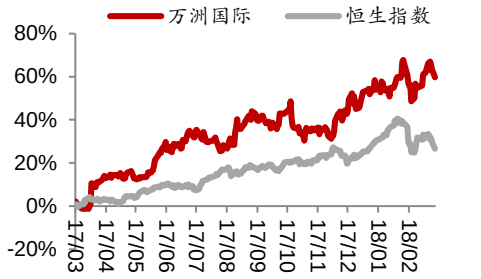
财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年核心利润（不考虑公允价值变动影响）分别为 10.95、13.27、14.76 亿美元，对应摊薄 EPS 为 7.66、9.28、10.32 美分。考虑到公司目前正处于猪价下行周期以及海外业务的稳步成长前景，我们认为公司的合理估值水平为 2018 年 15.2 倍（历史平均以上一个标准差），对应目标价 11.06 港元（按美元兑港币汇率 7.84），首次给予买入评级。

风险提示：猪价超预期上涨；新品推广营销费用率超预期；食品安全风险等。

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价（2018 年 03 月 09 日）	9.53 港元
目标价格	11.06 港元
52 周最高价/最低价	9.90/5.85 港元
总股本（亿股）	147
港股市值（亿港元）	1398
国家/地区	中国
行业	必选消费行业
报告发布日期	2018 年 03 月 12 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	-2.1	0.1	12.0	59.6
相对表现（%）	2.3	9.5	11.3	33.0
恒生指数（%）	-4.4	-9.3	0.7	26.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万美元）	21,209	21,534	22,736	23,990	24,924
同比增长	*-4.6%*	*1.5%*	*5.6%*	*5.5%*	*3.9%*
经营利润（百万美元）	1,557	1,665	1,864	2,157	2,293
同比增长	*56.5%*	*6.9%*	*12.0%*	*15.7%*	*6.3%*
核心利润（百万美元）	833	942	1,095	1,327	1,476
同比增长	*209.0%*	*13.1%*	*16.2%*	*21.2%*	*11.2%*
每股收益（美分）	5.50	7.25	7.66	9.28	10.32
经营利润率	7.3%	7.7%	8.2%	9.0%	9.2%
核心利润率	3.9%	4.4%	4.8%	5.5%	5.9%
净资产收益率	14.8%	17.6%	16.7%	18.5%	18.9%
市盈率（倍）	21.5	16.3	15.4	12.7	11.4
市净率（倍）	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

证券分析师 陈舒薇
021-63325888*6071
chenshuwei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517070001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

首次报告

【公司·证券研究报告】

目 录

中国业务 4
屠宰：集中度提升，大力开拓生鲜业务 5
猪周期的下半场 5
利用猪价下行周期，扩大屠宰规模 7
肉制品：中式美式产品加快上新 12
海外业务 15
美国业务稳中有增 16
欧洲业务贡献仍小，但增长可期 18
公司背景 19
盈利预测与投资建议 21
风险提示 25

图表目录

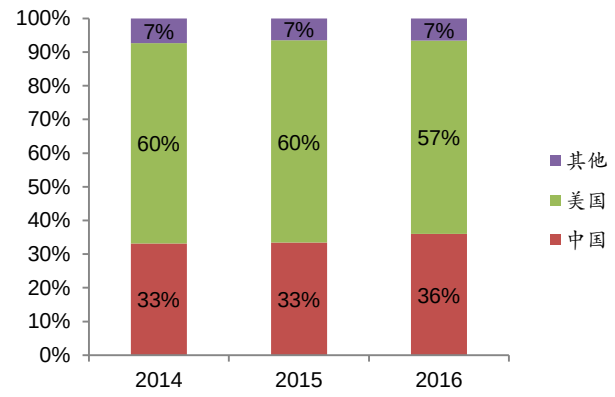
图 1：营业额分地区结构：美国业务占比过半 4
图 2：经营利润分地区结构：中国、美国业务贡献相当 4
图 3：2016 年双汇发展收入结构 5
图 4：2016 年双汇发展经营利润结构 5
图 5：万洲国际在中国的生产场所分布 5
图 6：生猪周期的蛛网模型 6
图 7：历史生猪价格走势 6
图 8：生猪、猪肉价格与猪肉产量呈负相关 7
图 9：中国屠宰企业市场占有率 9
图 10：双汇发展屠宰量及生鲜产量 9
图 11：双汇发展屠宰业务毛利率及生猪成本 9
图 12：中国冷库容量及肉类冷链流通率 10
图 13：冷鲜猪肉将逐步取代热鲜猪肉市场 10
图 14：冷鲜肉消费占比快速提升 11
图 15：猪肉销售渠道：现代化零售商逐渐取代传统市场 11
图 16：双汇冷鲜肉产品一览 11
图 17：猪肉在肉禽及其制品消费中占比逐年下降 12

图 18：外卖销售 vs 方便面、火腿肠销售 12
图 19：双汇在高温肉制品市场份额绝对领先 13
图 20：低温肉制品市场较为分散 13
图 21：中国低温、高温肉制品消费增速：低温>高温 14
图 22：低温肉占比缓慢攀升，高温肉仍将占据大半市场 14
图 23：双汇肉制品主打产品一览 14
图 24：Smithfield 营业额分地区结构 15
图 25：Smithfield 经营利润分地区结构 15
图 26：万洲国际在美国的生产场所分布 15
图 27：美国 vs 中国猪肉价格 16
图 28：PED 后美国猪肉出口恢复快速上升趋势 16
图 29：万洲国际美国业务收入结构拆分 17
图 30：万洲国际美国业务经营利润结构拆分 17
图 31：美国业务及美国肉制品部门经营利润率逐年提升 17
图 32：美国肉制品市场竞争格局 17
图 33：Smithfield 美国+欧洲主要品牌 18
图 34：万洲国际历史变迁 19
图 35：公司主要管理人员介绍 20
图 36：万洲国际 PE Band 22
图 37：万洲国际 PB Band 22
图 38：双汇发展 PE Band 23
图 39：双汇发展 PB Band 23
图 40：可比公司估值表（食品饮料） 23
图 41：香港必选消费品（食品饮料）PB-ROE 24

表 1：生猪价格周期 7
表 2：养殖及屠宰政策加快行业集中度提升 8
表 3：生鲜冻品比较：冷鲜肉是鲜肉消费升级方向 10
表 4：肉制品分品类特点介绍 12
表 5：万洲国际主要股东 20
表 6：收入分类预测表 21
表 7：公司业绩对生猪成本敏感性分析 25
表 8：公司业绩对国内新品推广营销费用敏感性分析 25
表 9：财务报表预测与比率分析 26

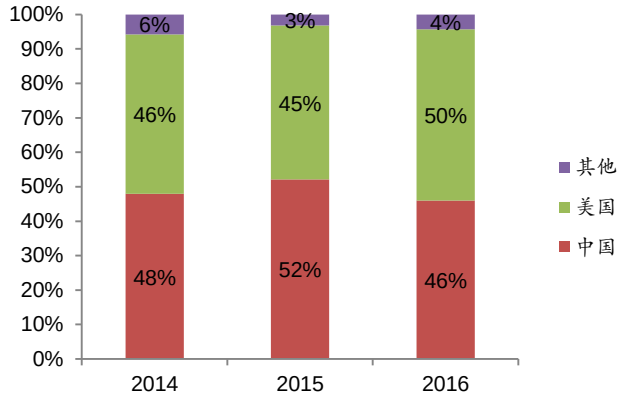
万洲国际主要由中国及美国两块业务组成，中国业务包括：1）在 A 股上市的双汇发展（000895，未评级）；2）漯河双汇物流投资有限公司；以及 3）其他辅助性公司；美国业务在 Smithfield 下发生，覆盖区域主要有美国、波兰、罗马尼亚、墨西哥、英国及若干西欧国家。从营业额分地区结构来看，2016 年美国业务占比达到 57%，占比过半；但从经营利润分地区来看，由于中国的经营利润率更高（22% vs 美国 10%），中国、美国业务经营利润贡献相当，两个地区的盈利水平差异在后文美国业务部分讨论。

图 1：营业额分地区结构：美国业务占比过半



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 2：经营利润分地区结构：中国、美国业务贡献相当



数据来源：公司年报，东方证券研究所

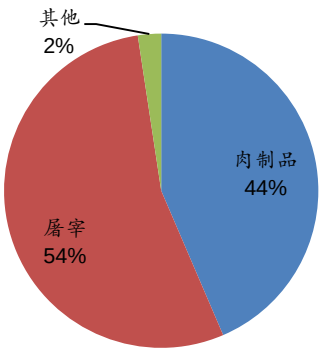
中国业务

中国业务主要由 A 股上市公司双汇发展执行，肉制品、屠宰为主要业务线，养殖业务规模较小（仅能满足屠宰业务不到 3%的生猪需求），主要品牌包括双汇、Smithfield。从 2016 年财报数据来看，屠宰、肉制品收入占比分别为 54%、44%，属于加工业的屠宰毛利率较属于消费品的肉制品业务明显为低（屠宰 5.5%vs 肉制品 31%），肉制品贡献双汇发展经营利润的 88%。

1998 年上市以来的双汇发展，凭借着中国驰名商标“双汇”，不断研发肉制品新口味，开拓新市场，同时，2003 年开始到 2010 年尘埃落定的 MBO，也最终使得公司管理层和投资者利益达成一致，至 2016 年，双汇发展的营业收入较上市时的 20 亿元扩张了 25 倍，上市以来的 18 年里 CAGR20%。往前看，双汇发展同时面临着机遇和挑战：1）猪价的下行周期以及上游养殖业务集中度提升，为屠宰业务的加快发展带来机遇；2）随着消费者对于健康食物的不断要求，专注于“方便快捷”的传统肉制品增长乏力，于此同时，作为方便面搭档的低端肉制品火腿肠也正面临着来自外卖市场兴起的挑战。

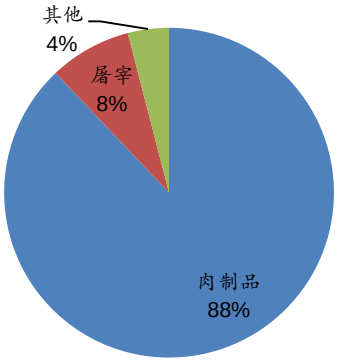
我们认为，1）针对屠宰业务，公司将抓住猪价下行周期的机遇，快速扩大屠宰业务规模，带来屠宰业务毛利率的提升；同时以冷鲜肉为切入点，进一步提升鲜肉市场份额；2）针对肉制品业务，公司将通过产品升级，积极推出美式、西式及改良中式产品，开拓健康食品的新方向。

图 3：2016 年双汇发展收入结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 4：2016 年双汇发展经营利润结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 5：万洲国际在中国的生产场所分布

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

屠宰：集中度提升，大力开拓生鲜业务

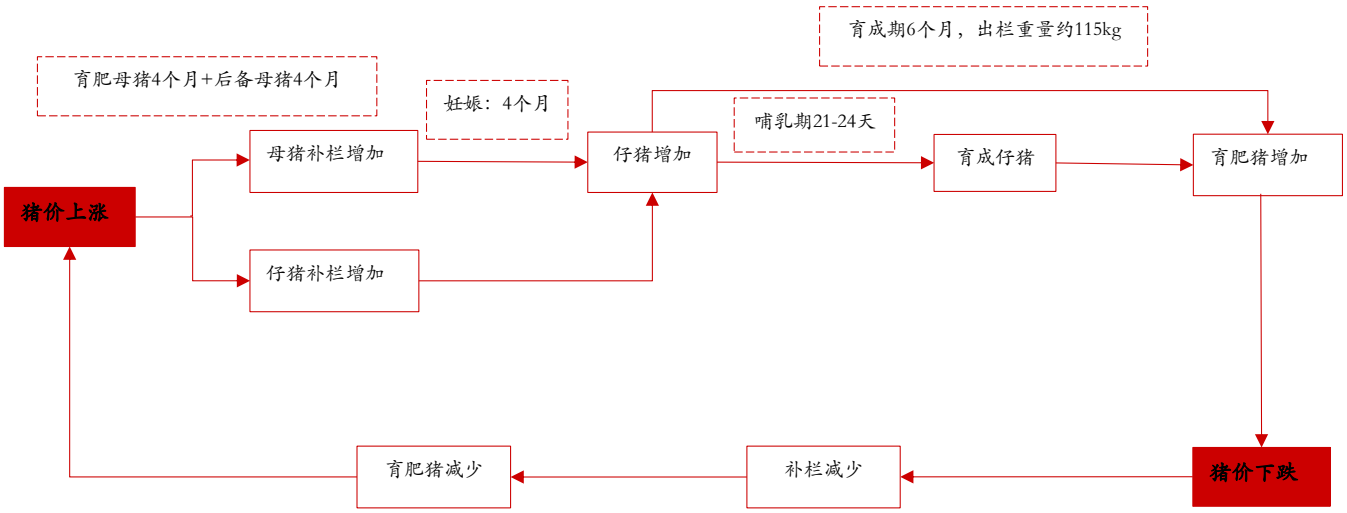
猪周期的下半场

生猪养殖是典型的周期性行业。猪价受供给和需求两方面因素影响，在一定的时间内，猪肉的需求量整体稳定，因此供给端主导猪价走势，形成 3-5 年左右一轮的长周期；受天气和饮食习惯的影响，在 1 年的时间里，猪肉的需求量呈现季节性波动，形成每年 1、4 季度需求旺盛，2、3 季度需求低迷的短周期。

本轮价格波动周期相对于以往周期而言，最显著的变化在于行业集中度和产能的变化。伴随规模化养殖水平的提升，行业集中度迅速提高，养殖效率大幅提升，同时养殖心理更趋成熟。产能方面，受环保拆栏影响，本轮周期出现在价格上涨时，产能却在持续降低的情况。

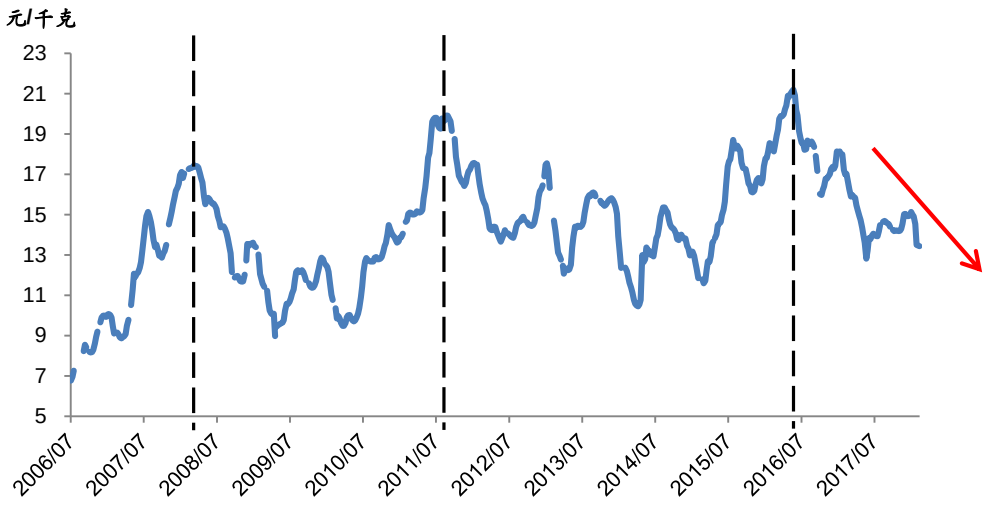
从 2006 年至今，生猪养殖行业共经历了三轮长周期，目前正处在第三轮周期的猪价下行期。从价格走势看，伴随养殖成本的不断提升，整体价格走势持续上涨，价格波动幅度增加；从持续时间看，**过去两轮周期的持续时间都在 3-5 年，其中猪价下行周期长于上行周期；考虑到过去两轮猪周期的下行时间（从猪价最高点算起）都持续两年以上，且受养殖集中度提升的影响，每轮周期的持续时间在逐步增加，因而我们预计此轮猪价下行周期将至少持续至 2018 年 6 月。**

图 6：生猪周期的蛛网模型



数据来源：东证衍生品研究院，东方证券研究所

图 7：历史生猪价格走势



数据来源：中国畜牧业信息网，东方证券研究所

表 1：生猪价格周期

周期时间	价格最大波幅	价格走势	
2008/03-2011/07	10.63 元	价格下行 价格上行	25 个月（2008/03-2010/03） 14 个月（2010/04-2011/07）
2011/08-2016/04	10.13 元	价格下行 价格上行	32 个月（2011/08-2014/03） 25 个月（2014/04-2016/04）
2016/05-	7.68 元	价格下行	已持续 22 个月（2016/05-2018/02）

数据来源：中国畜牧业信息网，东方证券研究所

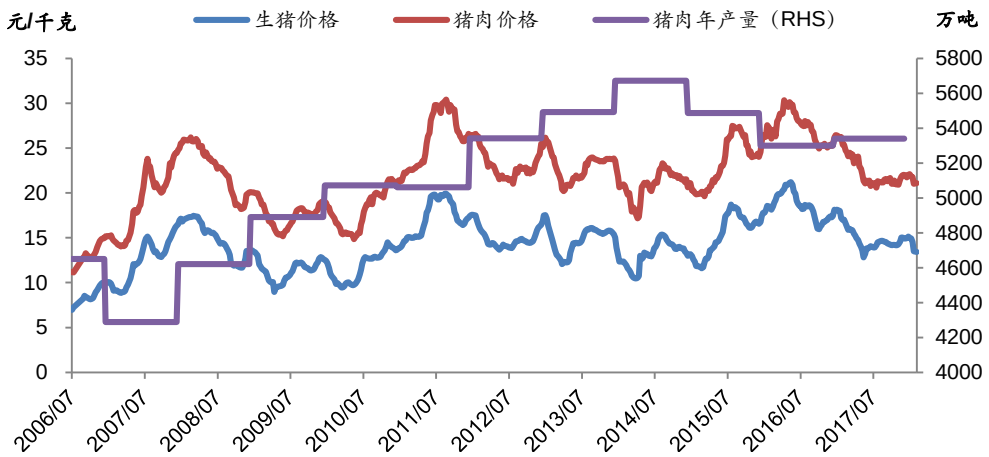
利用猪价下行周期，扩大屠宰规模

我们预计 2017-2019 年，公司将加快屠宰业务扩张步伐，主要源于：1）猪价下行周期；2）屠宰业集中度提升。

1) 猪价下行周期中，猪肉产量上升，这反映了：a）猪价下降提升终端猪肉需求；b）屠宰企业利用低生产成本的时间窗口，囤积存货，以在猪价上行周期中出售获利。

2) 上游养殖行业集中度提升预计将带来屠宰业同步变化。养殖行业集中度正在快速提升，伴随中国城镇化的水平的提高，农用地的面积在 2005-2015 年期间减少了近 1200 万公顷，刨除耕地、林地等其他用途的农用地，养殖用地越来越稀缺；同时环保政策趋严，根据国家《畜禽规模养殖污染防治条例》《农业部关于促进南方水网地区生猪养殖规划》等政策法规的出台，被划定为禁养区范围内的养殖场要逐步关停，禁养区、限养区的划定限制了散养户未来再度进入养殖行业的可能。考虑到屠宰企业采购生猪的运输半径，我们认为随着上游集中度的提升，下游屠宰业务将大概率出现相同趋势。另外，国务院修订的《生猪屠宰管理条例》于 2016 年 2 月正式实施，加大了对肉制品的监管，肉制品监管趋严也在客观上使得小屠宰场的竞争力进一步下降。

图 8：生猪、猪肉价格与猪肉产量呈负相关



数据来源：Wind，东方证券研究所

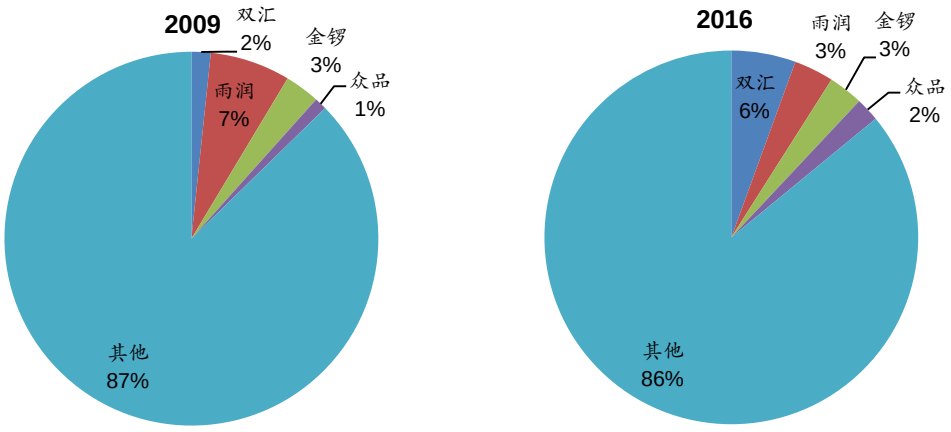
表 2：养殖及屠宰政策加快行业集中度提升

时间	政府部门	文件名	主要内容
2017 年 2 月	农业部	《2017 年畜牧业工作要点》	加强资金整合，以畜禽养殖大县为重点集中开展畜禽粪污处理和资源化利用，**支持规模养殖场配套建设节水、清粪、存储、利用等设施设备**，大力发展社会化服务。
2016 年 11 月	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，各地区依法关闭或迁移禁养区内畜禽养殖场。**大力支持畜禽规模养殖场标准化改造和建设。**
2016 年 5 月	农业部	《农业部关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》	构建科学、高效、系统的屠宰环节质量安全保障体系，推动屠宰行业转型升级。健全完善屠宰企业准入管理制度，提高准入门槛，推行屠宰质量管理规范（GMP）制度，**加快淘汰手工和半机械化小型屠宰企业。**
2016 年 4 月	农业部	《全国生猪生产发展规划（2016－2020 年）》	**对于规模养殖提供补贴和扶持资金。对于生态养殖提供巨额补贴和用水、用电、用地的政策优惠。**此外，为保护养殖场潜在风险，国家增大农业保险投入。
2016 年 3 月	农业部	《农业部办公厅关于做好 2016 年畜禽屠宰行业管理工作的通知》	健全畜禽屠宰监管体系，稳步推进屠宰产业转型升级。**推进集中屠宰**、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市为主攻方向。
2016 年 2 月	国务院	《生猪屠宰管理条例》2016 修订版	国家根据生猪定点屠宰厂（场）的规模、生产和技术条件以及质量安全管理状况，**推行生猪定点屠宰厂（场）分级管理制度，鼓励、引导、扶持生猪定点屠宰厂（场）改善生产和技术条件**，加强质量安全管理，提高生猪产品质量安全水平。
2015 年 11 月	农业部	《农业部关于促进南方水网地区生猪养殖规划》	鼓励采取种植和养殖相结合的方式利用生猪粪便，促进就近就地还田利润。**大力发展生猪标准化规模养殖，改善养殖设施设备，提高生猪养殖效率和生产水平。**完善生猪发展政策扶植体系。
2014 年 1 月	国务院	《畜禽规模养殖污染防治条例》	县级以上地方人民政府在组织编制土地利用总体规划过程中，应当统筹安排，将规模化畜禽养殖用地纳入规划，落实养殖用地。采取示范奖励等措施，**扶持规模化、标准化畜禽养殖**，支持畜禽养殖场、养殖小区进行标准化改造和污染防治设施建设与改造，**鼓励分散饲养向集约饲养方式转变。**

数据来源：政府部门相关网站，东方证券研究所

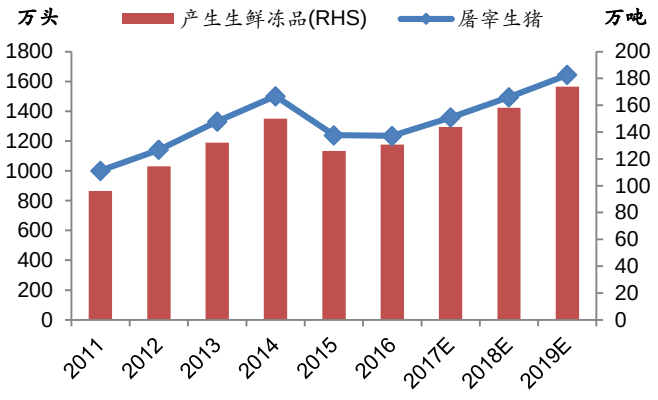
双汇屠宰业务市占率第一，我们预计领先优势将继续扩大。2016 年，双汇的屠宰量为 1235 万头，占生猪定点屠宰企业屠宰量的 5.6%，是行业第二雨润、第三金锣之和。我们认为双汇拥有低成本优势和强品牌与渠道力，核心竞争力和盈利能力突出，根据渠道扩张的节奏，**我们预计公司 2016-2019 年屠宰量复合增速将达到 12%，市场份额提升至 7.9%。从利润率来看，随着屠宰集中度提升，屠宰业务盈利水平受生猪价格扰动因素将减弱。**屠宰业务的单吨毛利主要受生猪价格影响，当生猪价格小幅变化时，成本加成的屠宰行业单吨毛利稳定，当生猪价格快速上行或下行时，由于生鲜冻品价格调整时滞，单吨毛利则同步收窄或扩张。但我们认为随着屠宰行业集中度提升后，生猪价格的波动率将下降，屠宰业务的毛利率水平也将趋于平稳，作为龙头企业的双汇屠宰业务的毛利率将因规模效应稳中有升。

图 9：中国屠宰企业市场占有率



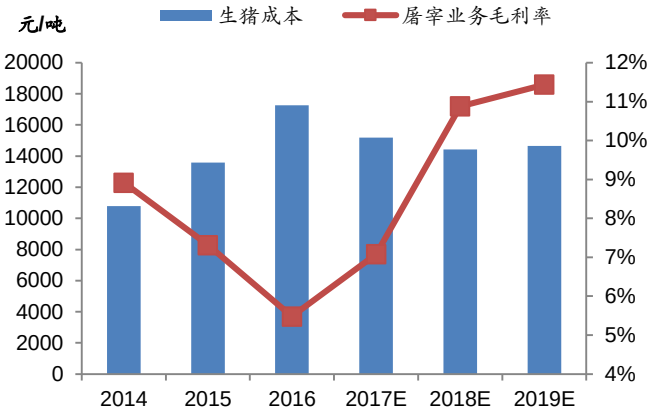
数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 10：双汇发展屠宰量及生鲜产量



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 11：双汇发展屠宰业务毛利率及生猪成本



数据来源：公司年报，东方证券研究所

冷鲜肉或成为关键竞争品类。猪肉屠宰后的直接产品主要有：热鲜肉、冷冻肉以及冷鲜肉（排酸肉），其中冷鲜肉较热鲜肉、冷冻肉有口感佳、肉质健康等优点。中国的肉类消费呈现从冷冻肉到热鲜肉，再从热鲜肉到冷鲜肉的发展趋势，目前冷鲜肉在中国肉类消费占比为 25%，对比欧美、日本等发达国家的 90%，市场发展潜力巨大，目前占比明显较低主要源于品类中的品牌未能就冷鲜肉的品类价格对消费者进行有效的教育，致使消费者对冷鲜肉缺乏明确的购买理由，市场教育还需一段时间，但冷鲜肉取代热鲜肉市场趋势必然，预计至 2020 年冷鲜肉占比进一步提升至 37%。我们认为双汇通过精细化管理、完善的冷链物流以及渠道能力，获得市场领先地位：

1） 冷鲜肉的推出，并不是仅仅靠改造生产工艺就能简单实现，还需要信息化的有力支撑。由于冷鲜肉的保质期较短，它要求整个营销及生产体系必须保持高度的协调性。双汇建立了一套上至采购源头、下至零售终端的完整供应链管理系统以支撑其冷鲜肉的运营。借助于这套系统，双汇不仅实现了 72 小时订单化生产，而且大大减少了无效库存，节约大量资金占用成本，降低企业运营风险；

2） 冷链优势。万洲国际下的物流公司，在中国 14 个省份拥有 17 个物流中心，运输半径覆盖中国大部分地区，除西藏、新疆以外的地区都可以做到朝发夕至；双汇每个基地都建有冷库，以及配套冷藏车，于此同时，双汇集团于 2017 年 12 月与顺丰速运开展战略合作，共同推进中国冷链物流行业的发展；

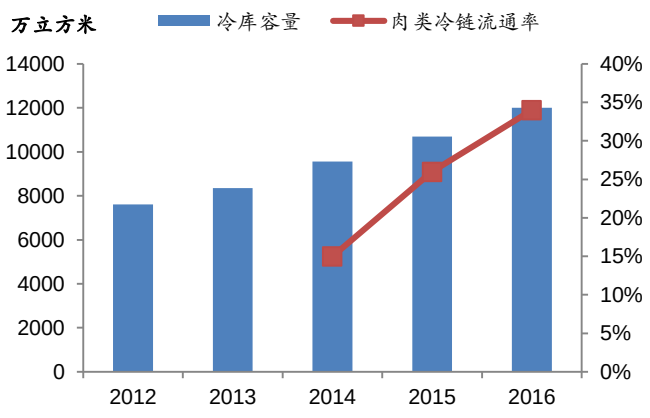
3） 优秀的渠道能力。双汇冷鲜肉销售主要分特约店、商超、酒店餐饮、加工厂和农贸批发五种渠道，公司拥有多家冷鲜肉特约经销店，由经销商负责二级配送至终端，一定程度减轻公司冷链物流压力。我们预计公司将巩固农贸和特约店（+30000 家），快速推进商超包场、大力开发餐饮和特通渠道，预计 2018 年线下销售网点将继续增加 10000-20000 个；于此同时，2016 年 9 月公司与京东生鲜实现战略合作，预计将对双汇生鲜电商的发展起到带动作用。线下+线上的渠道全面铺开，实现“建网络、扩鲜销、大进大出上规模”的经营方针。

表 3：生鲜冻品比较：冷鲜肉是鲜肉消费升级方向

产品品类	生产流程	产品特点	物流需求	其他
热鲜肉	生猪宰杀后不经冷却加工，直接上市。一般为凌晨宰杀，清晨上市。	生产简单易行，但无法抑制微生物，易污染。在较高温度情况下，细菌容易繁殖，无法保证肉质健康。	小规模销售居多，保质期短，没有运输要求。	散户为主，仍占据大部分市场，占比逐年递减。
冷冻肉	生猪宰杀后，经预冷排酸，急冻，然后与在-18°C 以下储存。优品一般处于-28°C 至-40°C 急冻。	可有效抑制微生物，保存期较长。食用前需解冻，肉质、香味会有较大差异，大部分认为口感不佳。	冻结贮存或冷却贮存。	增速不如冷鲜肉，有部分大规模公司在生产。
冷鲜肉	将刚屠宰的猪胴体,在-20°C 的环境下迅速进行冷却处理，让猪胴体的深层温度降至 0°C 至 4°C。	结合热鲜肉与冷冻肉优点，有效抑制微生物，并且原始口感和营养得以保存。	对于冷链技术要求高，生产、贮存、运输必须在始终处于冷链控制之下。保质期可达一周以上。	未来屠宰行业发展方向，双汇和雨润等行业巨头领衔发展。

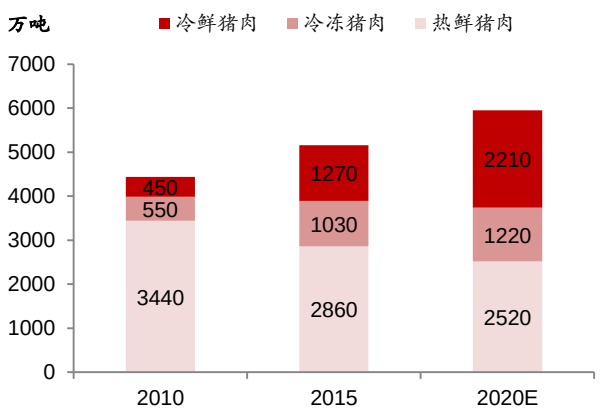
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 12：中国冷库容量及肉类冷链流通率



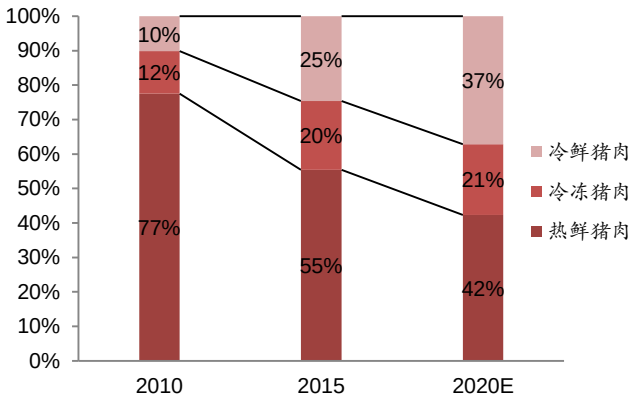
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：冷鲜猪肉将逐步取代热鲜猪肉市场



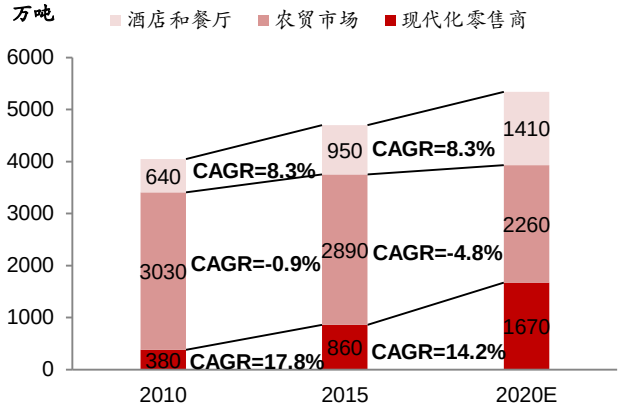
数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 14：冷鲜肉消费占比快速提升



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 15：猪肉销售渠道：现代化零售商逐渐取代传统市场



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

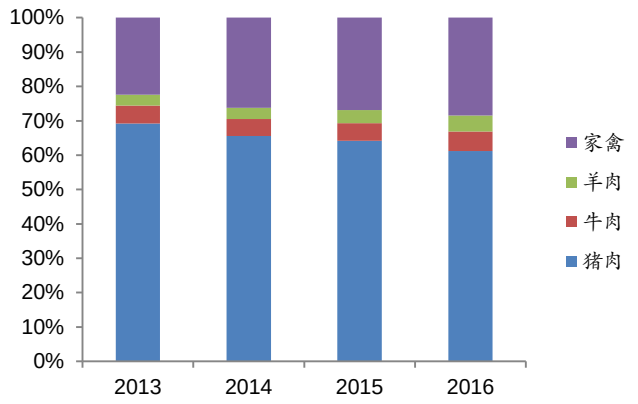
图 16：双汇冷鲜肉产品一览

数据来源：公司网站，东方证券研究所

肉制品：中式美式产品加快上新

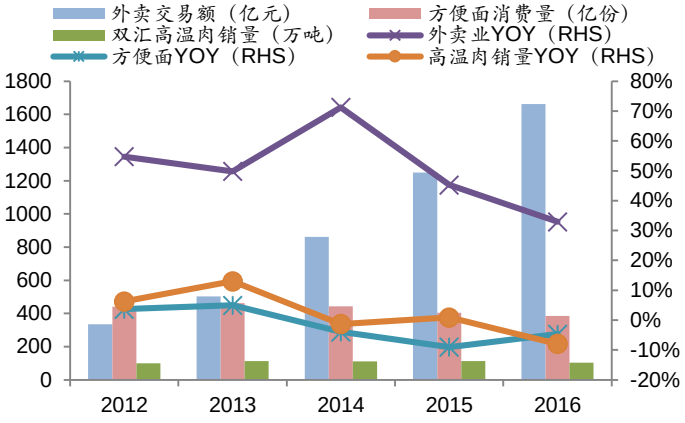
目前公司的肉制品业务面临着来自两个方面的挑战：1）人均肉禽及其制品的消费量每年都有上升，但出于健康饮食的诉求，人们对于红肉的消费，尤其是对于脂肪含量较高、蛋白质含量较低的猪肉消费已经趋于稳定；2）餐饮外卖服务的快速兴起，一定程度上冲击了“以方便快捷”为商机的方便面市场以及其“最佳拍档”火腿肠销量。

图 17：猪肉在肉禽及其制品消费中占比逐年下降



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 18：外卖销售 vs 方便面、火腿肠销售



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

应对挑战，双汇提出“稳高温，上低温”的战略。一二线城市和三四线城市消费群体对于不同肉制品品类偏好有区别：一二线受外卖市场冲击较大，同时消费者更加关注健康饮食，对于低温肉制品需求相对较大，这一地区低温肉占比+40%；而在三线城市以下，人均日常消费较低的市场，高温肉制品仍有增长，这一地区高温肉占比+80%。公司于 2016 年下半年成立 8 个区域产品研发中心，针对不同区域，不同群体消费特性研发产品，以满足多样性、个性化的消费需求。

表 4：肉制品分品类特点介绍

产品品类	生产流程	产品特点	物流需求	其他
高温肉制品	120°C 以上，高温蒸煮杀菌	化学配料成分高，蛋白质含量低，保质期较长，价格较低	常温	发展瓶颈期，销量难增长
低温肉制品	80-90°C 左右，巴氏消毒法杀菌	化学配料成分低，蛋白质含量高，保质期一般小于 60 天，平均价格较高	需要冷链技术，保持低于 4°C	肉制品行业发展趋势

数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

高温肉制品：市场虽遇挑战，但公司通过产品品质升级实现销量稳定

高温肉制品行业集中度高，竞争格局稳定。双汇在高温肉制品行业市场份额 63%，金锣紧随其后，市场份额 18%，双汇、金锣在火腿肠类的细分产品市场领先地位稳固，第三位的梅林在罐

头类肉制品中占有优势，行业其他主要竞争者如雨润、众品、得利斯等基本放弃布局高温肉制品市场。高温肉制品未来仍将占据肉制品大半市场，主要源于：1）三线以下城市以及农村市场对高温肉制品仍有偏好；2）冷链建设仍有待时日。我们认为，高温肉制品虽然直接受到来自外卖市场异军突起的挑战，但 3-5 年仍能够保持低单位数的增长。

双汇通过调整高温肉制品的产品结构，实现高温肉制品 2017-19 年销量 2%的增长。公司通过采取不添加淀粉、不添加合成色素、不添加防腐剂等措施来提升产品品质，以此为卖点，2018 年推出新版王中王产品，以单价更高的新品来替代普通低端火腿肠（直接受外卖市场影响），我们预计高市场占有+高品牌认知+渠道覆盖广+产品力优秀，双汇仍能将保持高温肉制品 2017-19 年销量 2%的增长。

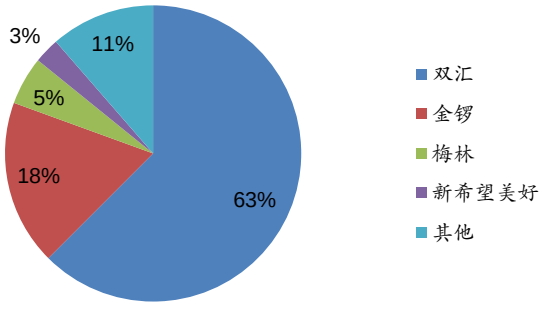
低温肉制品：市场发展方向，有望凭借 Smithfield 品牌实现快速超越

相对于高温肉制品，低温肉制品具有更好的风味和更高的营养价值，是未来市场发展方向。相比发达国家低温肉消费占比 80%以上，中国目前低温肉制品消费占比 38%，仍处于产品发展的初期阶段。

低温肉制品市场高度分散，竞争格局仍处于快速变化中。因为低温肉制品有冷链运输限制，区域性较强，区域性小企业众多，且容易形成区域性龙头，市场前 4 的市场份额仅 21%，目前双汇市占率稍落后于雨润。未来低温肉市场的竞争，我们认为将主要集中在品牌和渠道上，进行全国性布局的企业未来将更有竞争优势。

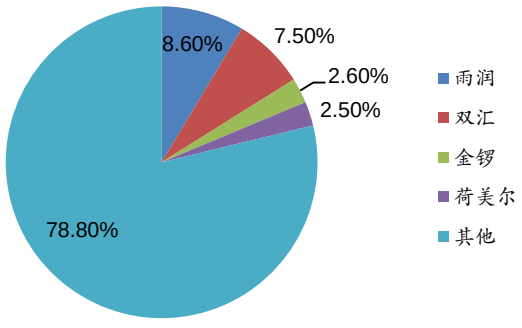
凭借 Smithfield 品牌实现快速超越。双汇低温肉制品又分为中温休闲肉制品和纯低温肉制品：1）中温肉制品是双汇的创新产品，不需要冷链运输，口感和营养价值较高温肉制品更好，目前主要有香辣香脆肠、台湾风味烤香肠、玉米热狗肠、台式烤香肠、Q 趣等；2）纯低温肉制品在 2015 年以前主要为双汇自主研发的中式、西式产品，推广和宣传力度不大，缺少明星产品，但在 2015 年郑州工厂投产后，双汇开始向市场推出 Smithfield 品牌，该品牌于国内销售的原料肉直接进口自美国，主打高端市场，公司于 2016 年开始加强营销力度，我们认为 Smithfield 可以借助双汇强大的渠道实现对其他竞争对手的快速超越，并增强在一线城市等双汇的弱势市场竞争力，我们保守预计 2018-19 年低温肉制品销量增速将达到 5%，强于高温肉制品的表现。

图 19：双汇在高温肉制品市场份额绝对领先



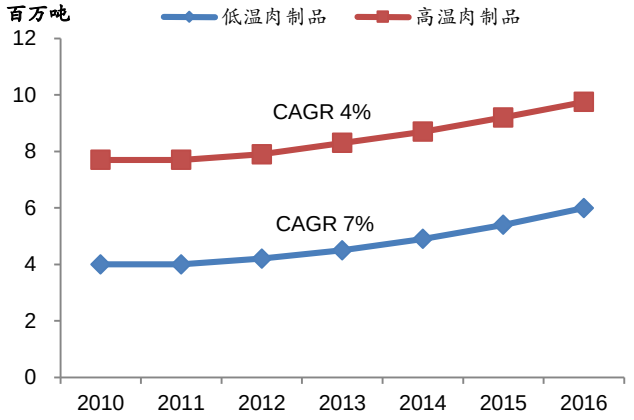
数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 20：低温肉制品市场较为分散



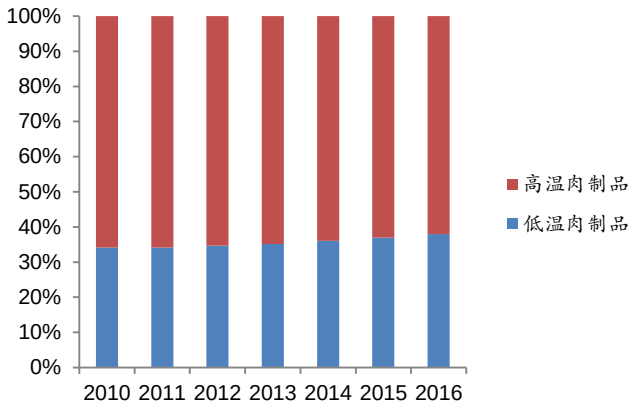
数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 21：中国低温、高温肉制品消费增速：低温>高温



数据来源：美国农业部，东方证券研究所

图 22：低温肉占比缓慢攀升，高温肉仍将占据大半市场



数据来源：美国农业部，东方证券研究所

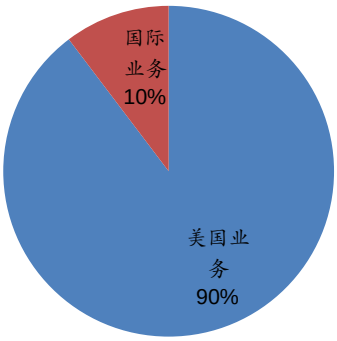
图 23：双汇肉制品主打产品一览

数据来源：公司网站，东方证券研究所

海外业务

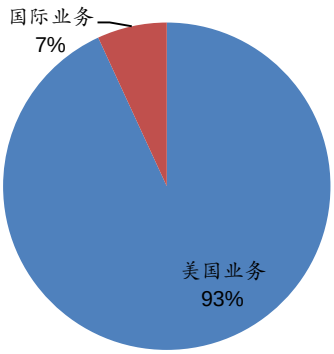
自 2013 年 5 月万洲国际收购 Smithfield 后，公司开始介入美国和欧洲市场。Smithfield 成立于 1936 年，是美国最大的猪肉垂直一体化公司之一，其在生猪养殖、屠宰以及肉制品行业都处于市场领先地位。2016 年 Smithfield 营业额达到 138 亿美元，其中美国业务 124 亿美元，来自波兰和罗马尼亚的国际业务 14 亿美元，其营业额、经营利润分别占到万洲国际的 64%、54%。**我们认为，海外业务（美国+国际）受益于出口需求以及兼并收购带来的外延式增长，营业额将录得中单位数增速，受益于 One Smithfield 改革，我们预计 2017-19 年美国业务经营利润率将继续逐年提升，2019 年将较 2016 年继续提升 2 个百分点。**

图 24：Smithfield 营业额分地区结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 25：Smithfield 经营利润分地区结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 26：万洲国际在美国的生产场所分布

數據來源：招股说明书，东方证券研究所

美国业务稳中有增

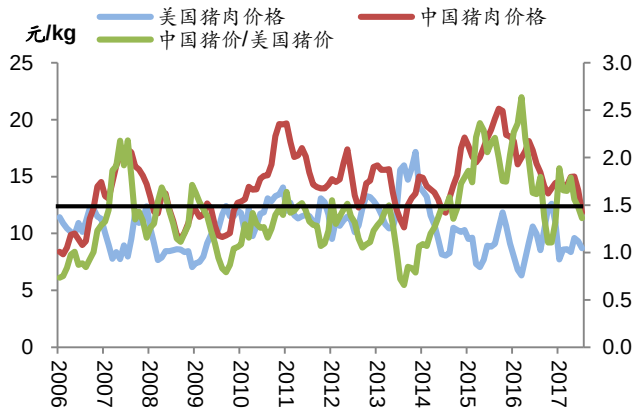
我们认为，万洲国际的美国业务增长将主要来自于：1）生鲜猪肉的出口需求带来屠宰业务的增长，尤其是与中国业务的协同效应；2）One Smithfield 战略提升运营效率以及下游肉制品业务增速；3）兼并收购带来的外延式增长。

消费偏好决定了美国市场的猪肉消费已经步入稳态，但由于美国低猪价优势，出口业务持续攀升。与中国偏好猪肉的消费结构不同，美国消费者更加偏好禽类和牛肉，美国国内对于猪肉的消费已趋于稳定，但由于美国猪价较低，猪肉出口持续攀升，自 2014 年美国爆发 PED（猪腹泻），美国猪价于 2014 年 3 月达到近 20 年来的历史高位，之后开始快速回落，2017 年平均价格上涨 10%，但仍低于中国猪价，2017 年中国平均猪价/美国平均猪价=1.6 倍。总体来看，美国猪肉出口自 2015 年 PED 影响消除后，回到快速上升通道，出口量中 11%-14%进入中国市场，虽然中国进口猪肉在 2017 年因国内猪价进入下行周期而有所减少，但相较于其他国家仍有显著价格优势的美国猪肉，2017 年出口同比实现增长 9%。过去三年，万洲自美国进口猪肉冻品分别为 7、16、31 万吨，在 2016 年中国猪价快速上涨时，万洲通过进口很好地平抑了部分上涨压力。

One Smithfield 战略提升运营效率以及下游肉制品业务增速。Smithfield 在美国肉制品市场份额第一，公司于 2015 年初开始对美国业务进行重组（one smithfield）。重组前，Smithfield 有 10 个肉制品品牌线，彼此业务独立运营，重组后，公司 10 个品牌线变为 4 大事业部：肉制品、生鲜猪肉（屠宰）、生猪养殖以及国际业务部，同时关闭了 6 个低效工厂以及削减了 1800 个工作岗位；Smithfield, Eckrish 以及 Nathan's Famous 三个知名度较高的品牌成为全国性品牌，其他品牌定位为地区型品牌，公司整合了原来各自独立的营销团队。2016 年美国肉制品部门经营利润率由 2014 年的 6%提升至 10%；美国整体经营利润率由 2014 年的 6.6%提升至 8.4%。目前公司正在着手完成 SAP 系统整合，以接着完成工厂以及物流系统的信息整合，我们认为整合全部完成后，至 2019 年美国业务经营利润率将较 2016 年继续提升 2 个百分点。

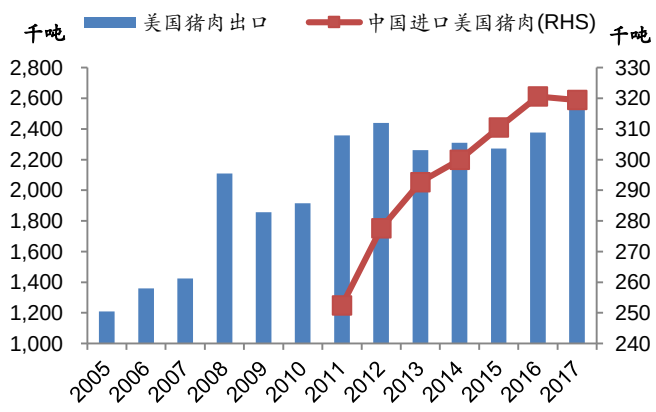
美国业务的另一增长点来自于兼并收购。2017 年 1 月公司完成收购美国垂直一体化体的猪肉产品生产及加工商 Clougherty，此次收购使得公司获得即时盈利能力的生鲜肉及肉制品业务，并扩充及加强了公司的垂直整合产业链，同时，公司也通过收购成熟品牌直接打进美国西岸市场。我们预计此次收购将提升肉制品营业额 2 个百分点、生鲜猪肉 6 个百分点。

图 27：美国 vs 中国猪肉价格



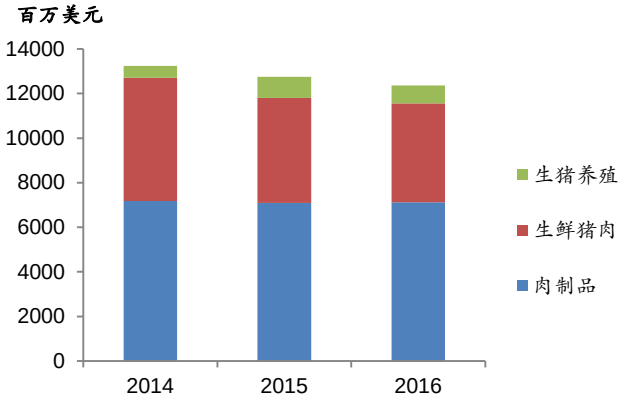
数据来源：Bloomberg，中国畜牧业信息网，东方证券研究所

图 28：PED 后美国猪肉出口恢复快速上升趋势



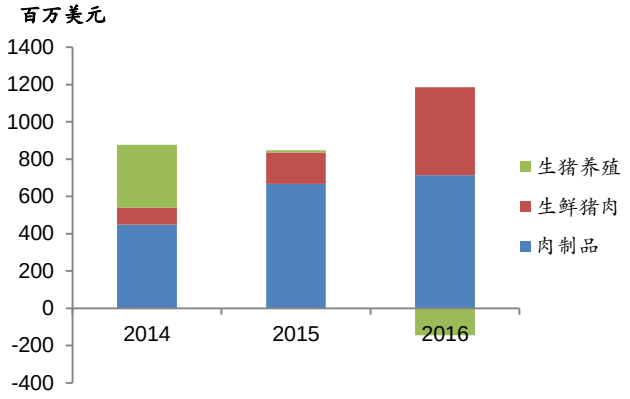
数据来源：美国农业部，海关总署，东方证券研究所

图 29：万洲国际美国业务收入结构拆分



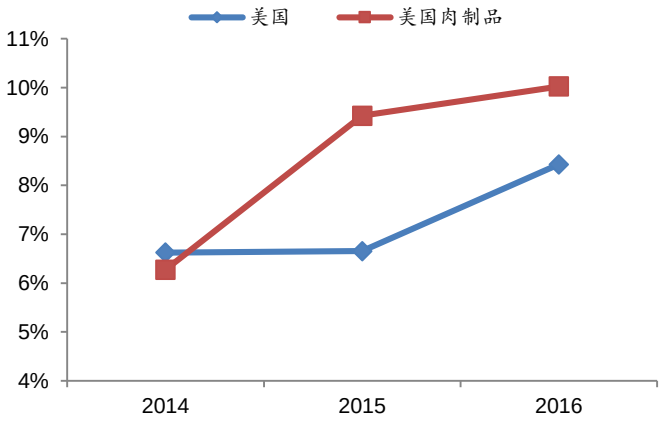
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 30：万洲国际美国业务经营利润结构拆分



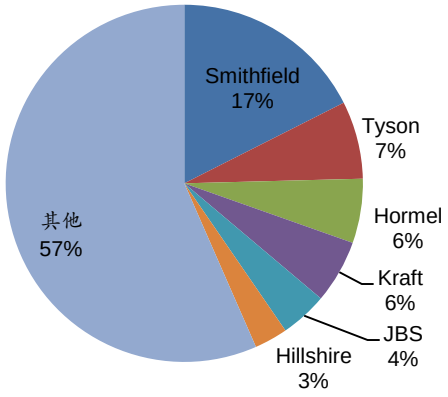
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 31：美国业务及美国肉制品部门经营利润率逐年提升



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 32：美国肉制品市场竞争格局



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

欧洲业务贡献仍小，但增长可期

Smithfield 在美国以外的工厂主要位于欧洲的波兰和罗马尼亚，和美国业务一样，欧洲业务也是垂直一体化经营，包括生猪养殖、生鲜肉品以及肉制品，其中，生猪养殖绝大部分用于自供。欧洲业务的肉制品主要品牌包括在波兰及罗马尼亚均有市场的 Krakus, Morliny 和 Yano，以及只在罗马尼亚销售的 Comtim 和 Agroalim。

目前欧洲业务贡献仍有限，2016 年，欧洲业务分别仅占万洲国际收入和经营利润的 7%、4%，肉制品经营利润率 6%，低于美国（10%）和中国（22%）。但由于万洲在当地进行积极地兼并收购，外延式增长可期，同时规模的增长也会带来利润率的提升：1）2017 年 6 月，公司完成收购位于波兰的三家肉类公司；2）7 月收购位于波兰的生猪屠宰场 Pini（年产能 4 百万头），加强了在资源丰富地区的垂直整合产业链，并增加了高品质肉制品的生产能力；3）9 月收购位于罗马尼亚的肉制品公司 Elit 及 Vericom，使得公司在罗马尼亚拥有盈利较高的品牌产品组合，并取得在当地市场的领导地位。我们预计，兼并收购全部完成后，2016-19 年欧洲业务营业额复合增速将达到 8%以上。

图 33：Smithfield 美国+欧洲主要品牌

数据来源：公司网站，东方证券研究所

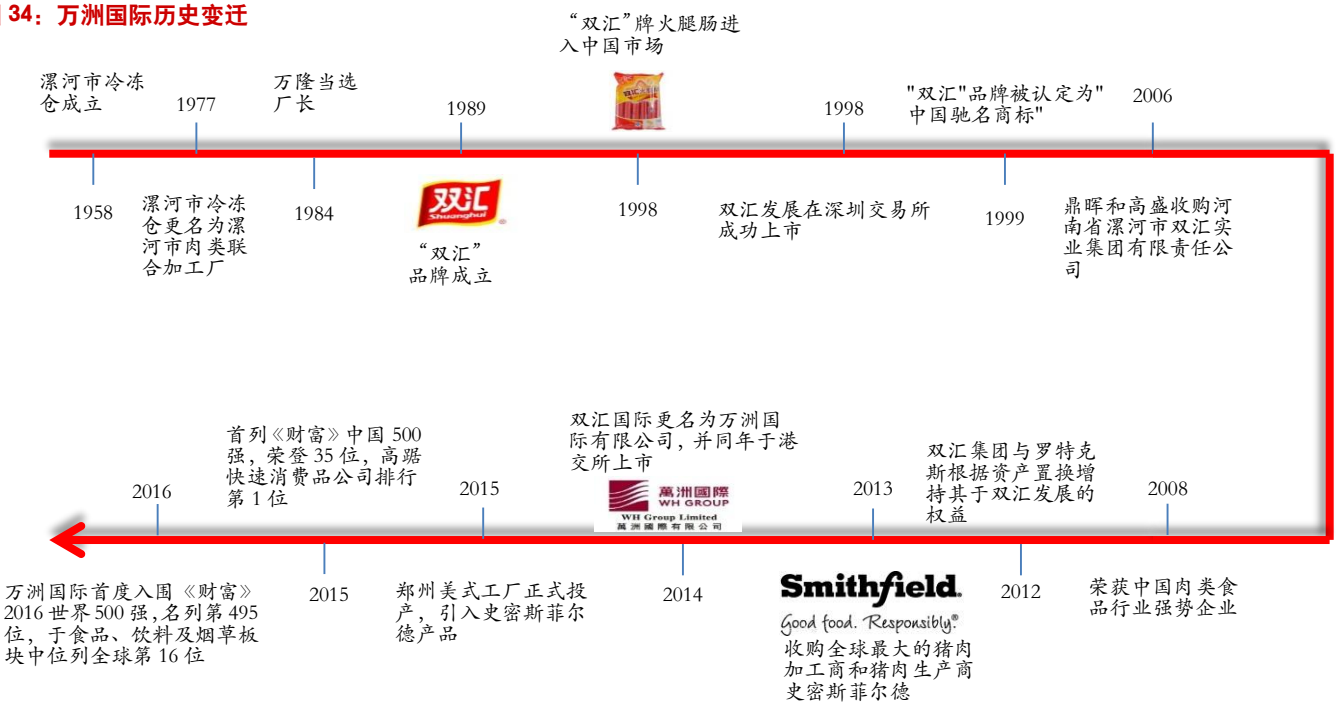
公司背景

万洲国际(0288.HK)前身为双汇国际,于二零一四年一月二十一日更名为万洲国际有限公司。一九八五年万隆先生获选为漯河市肉类联合加工厂的厂长,之后在其领导下,历经三十余年的发展,一个地方性肉类加工厂逐渐成长为一个以生鲜猪肉及肉类加工为主的国际化食品公司——万洲国际。万洲国际为中国肉类加工行业的龙头企业。二零一三年万州国际耗资七十一亿美金收购全球最大猪肉加工商和猪肉生产商史密斯菲尔德公司。万洲国际对旗下两家子公司双汇发展和史密斯菲尔德的参股比例分别为 73.25%和 100%。二零一七年万洲国际陆续收购多家欧洲猪肉养殖及加工公司，试图拓展欧洲业务。

万洲国际作为全球最大肉类蛋白公司之一，拥有生猪养殖、屠宰及肉制品制作销售的能力。双汇发展旗下明星产品包括”王中王”、”玉米肉狗肠”、”香辣香脆肠”等； 史密斯菲尔德旗下明星产品包括格式无添加美式火腿、美式培根、美式香肠等。 中国为世界最大猪肉消费市场，然而生鲜猪肉价格往往受制于经济增长、城镇化及人民生活水平改善的步伐， 利润空间并不明显。万洲国际的主要收入来源于肉制品销售,二零一六年万洲国际肉制品分部所获利润占总经营利润的 82.5%，利润率达到 13.3%。万洲国际经过多年对猪肉制品的钻研，现可将猪的各个部位制成二百余种不同的产品，能够满足不同消费者的口味偏好。

收购美国史密斯菲尔德公司后,万洲国际具备了通过调整库存及控制进口原材料来控制实际成本的能力，从而稳定肉制品的经营利润。二零一六年年中国猪肉原材料价格偏高，万洲国际采用了更多的进口猪肉制作肉制品，从而降低了中国猪肉价格上升所带来的负面影响。万洲国际相较于其他国内猪肉厂商，对猪肉价格周期性变动的敏感性较小，盈利能力稳定。

图 34：万洲国际历史变迁



数据来源：公司网站，东方证券研究所

表 5：万洲国际主要股东

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例(%)
雄域投资有限公司	4,701,891,466	32.09
Teeroy Limited	982,457,333	6.71
顺通控股有限公司	573,099,645	3.91
万隆,王梅香	1,500,000	0.01
合　　计	6,258,948,444	42.72

数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 35：公司主要管理人员介绍

姓名	职位	年龄	简历
万隆	执行董事、主席兼执行总裁	76	负责制定集团业务策略以及重大决策及营运决策。于二零一零年十一月获任集团董事会主席，于二零一三年十月获任行政总裁并与二零一三年十二月获任董事会主席。万先生于一九六八年加入漯河肉类联合加工厂，并于一九八四年经民主选举担任总经理。在其领导下，一个处于逆境中的国营小厂逐渐成长壮大成为一家遍布多个大洲的国际公司。万先生在肉类加工行业拥有逾四十年的经验。曾荣获河南省劳动模范，全国劳动模范，中国肉类十大功勋企业家等荣誉，并入围二零一四年度华人经济领袖。
焦数阁	非执行董事兼副主席	51	参与制定集团的业务策略。于二零零六年四月获任为集团董事，于二零一零年十一月获任为董事会副主席，并于二零一三年十二月获任为非执行董事。此外，自二零一二年八月起三人双汇发展的董事。焦先生现在亦为 CDH China Management Company Limited 董事兼董事总经理，该公司为集团主要股东之一。焦先生拥有山东大学数学学士学位及中国航天工业部第二研究院工程硕士学位，曾任职于中国国际金融有限公司直接投资部副总经理。在多间上市公司担任董事，具备广泛的经验。
郭丽军	执行董事、常务副总裁兼首席财务官	46	负责监督集团内多间公司的财务运营。于二零一三年十二月获任为执行董事，并于二零一六年四月获任集团常务副总裁兼首席财务官，并担任集团若干附属公司的董事。郭先生曾获得河南广播电视大学财务会计专业成人高等教育文凭，及中国人民大学工商管理硕士结业证书，曾任担任多个公司财务总监，积逾 20 多年相关工作经验。
张大喜	执行董事	44	曾负责制定及实施双汇发展公司的策略，作出重大公司决策，管理双汇发展的整体营运及资源。于二零一二年八月至二零一五年八月担任双汇发展的总裁，于二零一三年十二月获任集团执行董事。张先生毕业于洛阳农业高等专科学校并取得食品卫生检验专业大专文凭，曾担任双汇发展公司多个职位，熟悉公司运作。
Sullivan Kenneth Marc	执行董事；史密斯菲而德总裁及首席执行官	53	负责制定史密斯菲而德公司策略及运营决策。于二零一五年十二月担任史密斯菲尔德公司总裁及首席执行官，并于二零一六年一月起担任史密斯菲尔德的董事。Sullivan 先生拥有多年企业策略制定及财务、资本市场、运营分析和组织领导的经验。曾取得美国弗吉尼亚联邦大学商学院理学学士学位，并于一九九三年成为美国弗吉尼亚州注册会计师。

数据来源：公司年报，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

我们对公司 2017-2019 年盈利预测做如下假设（其中双汇业务不考虑人民币兑美元汇率变动影响）：

1） 公司 17-19 年营业额分别增长 6%、6%、4%，其中：a) 中国业务中肉制品分别增长 3%、4%、4%，生鲜猪肉分别增长-3%、10%、12%，生鲜猪肉 2017 年出现负增长主要源于国内猪价持续下降，2018-19 年的增长主要来自于生鲜网点的大幅扩张带来生鲜猪肉销量分别增长 15%、12%；b) 美国业务中肉制品分别增长 4%、0%、0%，生鲜猪肉分别增长 12%、1%、1%，生猪养殖分别增长 16%、-1%、0%；美国业务 2017 年的增长主要来自美国生猪价格上涨以及兼并收购带来的外延式扩张；

2） 公司 17-19 年综合毛利率分别为 20%、21%和 21%，综合毛利率的提升主要来自：a) 2017-18 年国内猪肉价格下降带来双汇肉制品及生鲜猪肉业务毛利率的提升；b) 生鲜猪肉（屠宰）业务规模扩张、利用率提升带来单位固定成本下降；

3） 公司 17-19 年经营开支比例为 12.2%，12.4%和 12.3%，其中双汇 17-19 年经营开支比率为 7.3%、8.3%、8.3%，经营开支比例的小幅上升主要源自于 2018 年中国业务的双汇新品推出，预计将相应增加公司的营销推广费用；

4） 公司 17-19 年的所得税率分别为 28%、26%、24%，所得税的下降主要源自于美国业务 Smithfield 受益于美国减税政策。

我们看好肉制品龙头万洲国际，我们认为 2018-2019 年公司的国内及海外业务规模及盈利水平均处于重要提升阶段，国内的肉制品及生鲜猪肉（屠宰）业务受益于猪肉价格的下行周期，以及 2018 年的新品推广；海外业务受益于 One Smithfield 的整合改革以及兼并收购带来的外延式扩张。分红派息方面，公司因收购 Smithfield 增加的 40 亿美元银团贷款，经过 2013、14 年两年还款消化，2015 年年报宣布开始分红，2016 年分红比率 30%，考虑到目前公司健康的经营现状与前景，我们预计分红比例将进一步上调。我们预测公司 2017-2019 年核心利润（不考虑公允价值变动影响）分别为 10.95、13.27、14.76 亿美元，对应摊薄 EPS 为 7.66、9.28、10.32 美分。

估值方面，从产业链估值水平来看，下游肉制品品牌公司或垂直一体化猪肉公司因为业绩波动相对于上游生猪养殖为低，估值有一定溢价；从万洲国际国内业务双汇发展历史估值表现来看，在猪价下行周期尤其是下行周期的后半段，估值明显提升并接近历史平均估值以上一倍标准差，在猪价上行周期，估值明显回落并接近历史平均估值以下一倍标准差；从香港食品饮料公司的 PB-ROE 水平来看，万洲国际的估值也具有显著吸引力。

考虑到健康的分红前景以及提升的 ROE 水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 2018 年 15.2 倍市盈率（历史平均以上一个标准差，基于猪价下行周期以及海外业务的成长前景），对应目标价 11.09 港元，首次给予买入评级。

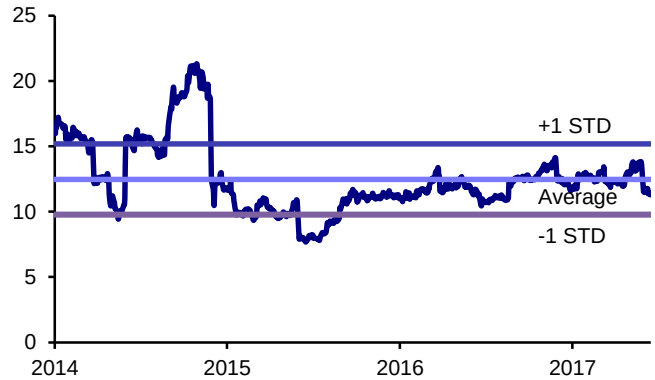
表 6：收入分类预测表

百万美元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,209	21,534	22,736	23,990	24,924
yoy	-4.6%	1.5%	5.6%	5.5%	3.9%

中国业务	*7,087*	*7,755*	*7,668*	*8,768*	*9,536*
肉制品	3,559	3,344	3,435	3,768	3,903
高温肉制品					
销量（万吨）	102	104	106	108	110
ASP（元/吨）	13,915	13,530	13,530	13,530	13,530
低温肉制品					
销量（万吨）	56	57	59	61	65
ASP（元/吨）	14,999	15,018	15,168	15,320	15,473
生鲜猪肉（屠宰）	3,881	4,757	4,562	5,336	5,976
销量（万吨）	117	136	149	172	193
ASP（元/吨）	20,856	23,303	21,438	20,581	20,581
其他	452	486	346	384	404
内部抵消	(805)	(832)	(674)	(721)	(747)
美国业务	*12,745*	*12,358*	*13,433*	*13,507*	*13,586*
肉制品	7,089	7,125	7,413	7,413	7,413
销量（千吨）	1,382	1,382	1,410	1,410	1,410
ASP（USD/吨）	5,130	5,156	5,259	5,259	5,259
生鲜猪肉（屠宰）	7,037	7,029	7,897	7,976	8,056
销售（千吨）	3,480	3,542	3,790	3,828	3,867
ASP（USD/吨）	2,022	1,984	2,083	2,083	2,083
生猪养殖	3,069	2,702	3,121	3,090	3,090
出栏量（千头）	15,958	15,970	16,769	16,769	16,769
ASP（USD/头）	192	169	186	184	184
内部抵消	(4,450)	(4,498)	(4,998)	(4,972)	(4,972)
欧洲业务	**1,377**	**1,421**	**1,634**	**1,716**	**1,802**

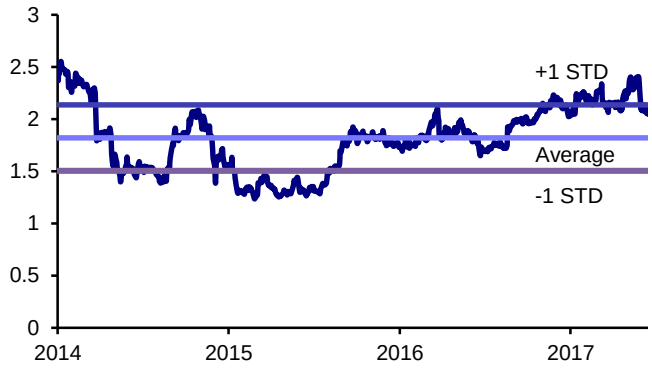
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 36：万洲国际 PE Band



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 37：万洲国际 PB Band

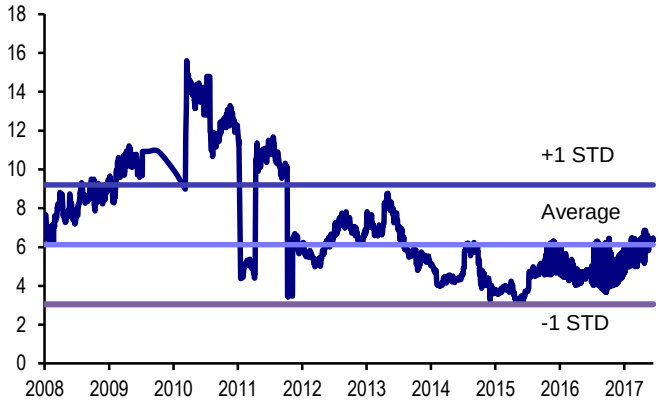


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 38：双汇发展 PE Band

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 39：双汇发展 PB Band



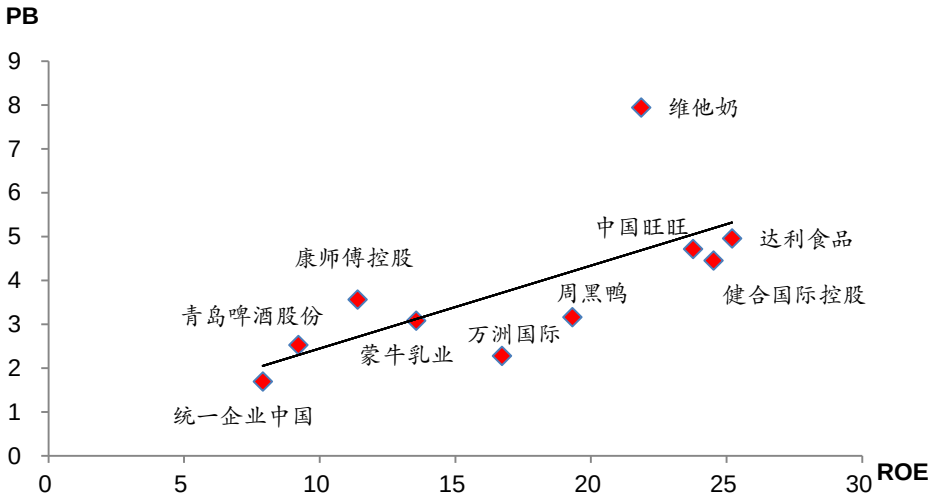
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 40：可比公司估值表（食品饮料）

公司名称	市值	EPS			PE			PB			ROE(%)			Dividend yield(%)		
垂直一体化肉类企业	(RMBmn)	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
万洲国际	109,549	0.47	0.53	0.58	15.42	12.68	11.37	2.38	2.11	1.86	16.21	16.71	16.56	2.89	3.31	3.74
双汇发展	88,923	1.38	1.56	1.72	19.47	17.32	15.63	6.51	6.22	5.96	31.94	35.17	37.22	4.94	5.59	6.22
平均					**17.45**	**15.00**	**13.50**	**4.45**	**4.16**	**3.91**	**24.07**	**25.94**	**26.89**	**3.91**	**4.45**	**4.98**
生猪养殖																
温氏股份	115,735	1.22	1.32	1.45	18.16	16.69	15.29	3.38	3.00	2.60	20.33	19.59	19.15	3.05	2.17	2.41
牧原股份	55,931	2.42	2.80	3.05	19.79	17.07	15.70	6.73	4.04	3.42	30.66	22.25	19.33	1.35	1.19	1.20
正邦科技	10,642	0.26	0.39	0.45	17.62	11.83	10.11	1.72	1.57	1.43	9.15	11.00	12.15	1.09	1.20	1.20
天邦股份	7,344	0.43	0.72	1.06	21.94	13.13	8.94	3.19	2.53	1.96	15.02	26.50	27.02	1.37	1.37	1.37
平均					**19.38**	**14.68**	**12.51**	**3.75**	**2.79**	**2.35**	**18.79**	**19.84**	**19.41**	**1.71**	**1.48**	**1.55**
美国生猪养殖																
Pilgrim's Pride	39,686	18.67	19.28	18.10	9.33	8.26	8.37	4.43	2.56	2.29	56.45	37.91	28.05	0.00	0.00	0.00
Sanderson Farms	17,804	83.42	76.63	60.05	9.80	11.50	12.91	1.89	1.72	1.58	21.24	14.65	12.80	1.56	1.47	1.56
平均					**9.57**	**9.88**	**10.64**	**3.16**	**2.14**	**1.94**	**38.84**	**26.28**	**20.42**	**0.78**	**0.74**	**0.78**
美国品牌肉制品																
Homel Foods	108,832	10.36	10.80	11.28	20.74	17.54	16.86	3.65	3.43	3.17	18.23	18.37	17.83	2.09	2.30	2.52
Tyson Foods	188,084	34.70	38.38	39.54	14.20	11.31	10.85	2.60	2.17	2.05	19.10	21.30	19.40	1.24	1.69	1.90
平均					**17.47**	**14.42**	**13.86**	**3.13**	**2.80**	**2.61**	**18.67**	**19.83**	**18.61**	**1.67**	**2.00**	**2.21**
香港必选消费品																
达利食品	82,162	0.25	0.29	0.34	23.84	20.43	17.61	5.54	4.96	4.45	24.00	25.20	26.23	2.90	3.35	3.88
康师傅控股	74,765	0.31	0.39	0.44	42.58	33.54	29.74	3.94	3.56	3.32	9.52	11.39	12.05	1.23	2.05	1.65
中国旺旺	66,092	0.25	0.26	0.25	21.34	20.67	19.45	4.79	4.72	4.28	23.68	23.76	23.78	2.18	2.60	2.66
青岛啤酒股份	49,005	1.07	1.20	1.34	31.79	28.91	25.91	2.69	2.52	2.39	8.67	9.21	9.90	1.24	1.40	1.67
统一企业中国	23,432	0.20	0.24	0.27	26.72	22.32	19.79	1.79	1.69	1.59	7.02	7.90	8.32	1.05	1.25	1.42
平均					**29.25**	**25.17**	**22.50**	**3.75**	**3.49**	**3.21**	**14.58**	**15.49**	**16.06**	**1.72**	**2.13**	**2.25**

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 41：香港必选消费品（食品饮料）PB-ROE



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

1）猪价上涨超预期

生猪作为屠宰业务及肉制品业务的重要成本，其价格和公司盈利负相关，当猪价温和小幅上涨时，公司可以通过新品推广或直接提价来传导上游成本压力，但当猪价出现快速上涨时，下游产品价格传导滞后，短期屠宰及肉制品业务盈利水平将会收窄，我们的模型中预计 2017-19 年国内生猪价格分别变动-11%、-5%、2%，若猪价出现超预期上涨，则会对公司业绩有向下压力，具体敏感性分析见下表（假设生猪价格变动后，终端产品价格的不做相应调整）：

表 7：公司业绩对生猪成本敏感性分析

2018 年国内猪价变动率	-15%	-10%	-5%	0%	5%
2018 年公司净利润变动率	13%	7%	0%	-7%	-13%

数据来源：东方证券研究所

2）新品推广营销费用超预期

2018 年公司国内市场将推出一系列新品，我们的模型中预计 2017-19 年双汇发展经营开支比率分别为 7.3%、8.3%、8.3%，若新品推广营销费用超预期，则将对公司业绩有向下压力，具体敏感性分析见下表：

表 8：公司业绩对国内新品推广营销费用敏感性分析

2018 年双汇经营开支比率	6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
2018 年公司净利润变动率	7.0%	3.5%	0.0%	3.5%	7.0%

数据来源：东方证券研究所

3）食品安全以及猪疫情风险

若公司发生食品安全或者行业发生猪疫情，将对公司业绩有较大冲击。

4）公允价值变动对公司业绩影响

公允价值变动主要指农产品收购时的公允价值和销售成本的差额以及生物资产的公允价值与销售成本差额变动，若农产品价格或生物价格有较大波动，会对公司 GAAP 净利润数字有较大影响，但因为没有实际现金流入流出，公允价值变动带来的收益或亏损并不能反映公司的真实经营水平。

表 9：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万美元	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
货币资金	1,154	1,190	1,059	1,093	1,087
应收账款	725	793	837	883	918
存货	2,613	2,611	2,728	2,843	2,949
预付账款	236	213	225	237	246
其他	485	36	36	36	36
流动资产合计	**5,213**	**4,843**	**4,886**	**5,092**	**5,235**
固定资产	4,674	4,529	4,656	4,773	4,882
生物资产	200	186	186	186	186
商誉	1,801	1,784	1,784	1,784	1,784
无形资产	1,930	1,876	1,862	1,848	1,835
其他	483	393	393	393	393
非流动资产合计	**9,088**	**8,768**	**8,881**	**8,985**	**9,080**
资产总计	**14,301**	**13,611**	**13,766**	**14,077**	**14,315**
短期借款	606	1,011	1,011	1,011	1,011
应付账款	812	854	892	930	964
其他应付账款及预提费用	1,441	1,458	1,521	1,583	1,640
流动负债合计	**2,859**	**3,323**	**3,425**	**3,524**	**3,616**
长期借款	3,308	1,867	1,300	800	200
其他非流动负债	1,431	1,383	1,383	1,383	1,383
非流动负债合计	**4,739**	**3,250**	**2,683**	**2,183**	**1,583**
负债合计	**7,598**	**6,573**	**6,108**	**5,707**	**5,199**
少数股东权益	940	722	606	464	306
股本	1	1	1	1	1
储备	5,762	6,315	7,052	7,905	8,809
权益合计	**6,703**	**7,038**	**7,659**	**8,369**	**9,116**
负债和权益总计	**14,301**	**13,611**	**13,766**	**14,077**	**14,315**

现金流量表					
单位:百万美元	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
税前利润	1,302	1,703	1,772	2,093	2,265
折旧摊销	391	372	387	396	405
财务费用	219	183	147	115	77
营运资金变动	191	(145)	(71)	(74)	(57)
支付所得税	(373)	(171)	(493)	(541)	(540)
其他	(117)	(92)	(156)	(124)	(86)
经营活动现金流	**1,613**	**1,850**	**1,585**	**1,866**	**2,063**
资本支出	(735)	(514)	(500)	(500)	(500)
其他	221	373	9	9	9
投资活动现金流	**(514)**	**(141)**	**(491)**	**(491)**	**(491)**
债权融资	(744)	(1,004)	(567)	(500)	(600)
股权融资	5	(31)	0	0	0
支付股息	(162)	(638)	(658)	(841)	(979)
筹资活动现金流	**(901)**	**(1,673)**	**(1,225)**	**(1,341)**	**(1,579)**
现金净增加额	**198**	**36**	**(131)**	**34**	**(6)**
汇率变动影响	(31)	(38)	0	0	0

利润表					
单位:百万美元	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
营业收入	**21,209**	**21,534**	**22,736**	**23,990**	**24,924**
销售成本	(17,129)	(17,327)	(18,106)	(18,867)	(19,567)
经营开支	(2,523)	(2,542)	(2,765)	(2,966)	(3,065)
经营利润	**1,557**	**1,665**	**1,864**	**2,157**	**2,293**
净财务费用	(207)	(173)	(138)	(106)	(68)
其他收益	(48)	211	45	42	40
税前利润	**1,302**	**1,703**	**1,772**	**2,093**	**2,265**
所得税	(307)	(465)	(493)	(541)	(540)
净利润	**995**	**1,238**	**1,278**	**1,552**	**1,725**
少数股东损益	209	202	183	225	249
核心利润	**833**	**942**	**1,095**	**1,327**	**1,476**
每股基本收益（美分）	5.75	7.58	8.01	9.71	10.80
每股稀释收益（美分）	5.50	7.25	7.66	9.28	10.32

主要财务比率					
	2015A	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
成长能力					
营业收入	-4.6%	1.5%	5.6%	5.5%	3.9%
经营利润	56.5%	6.9%	12.0%	15.7%	6.3%
核心利润	209.0%	13.1%	16.2%	21.2%	11.2%
获利能力					
经营利润率	7.3%	7.7%	8.2%	9.0%	9.2%
核心利润率	3.9%	4.4%	4.8%	5.5%	5.9%
ROE	14.8%	17.6%	16.7%	18.5%	18.9%
ROIC	9.4%	12.5%	12.8%	15.3%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	27.4%	21.1%	16.8%	12.9%	8.5%
净负债率	58.4%	40.9%	30.2%	21.6%	13.3%
流动比率	1.82	1.46	1.43	1.44	1.45
速动比率	0.91	0.67	0.63	0.64	0.63
营运能力					
应收账款周转天数	12	13	13	13	13
存货周转天数	37	35	35	35	35
总资产周转天数	242	227	227	227	227
每股指标（美元）					
每股收益（美分）	5.50	7.25	7.66	9.28	10.32
每股经营现金流	0.11	0.13	0.11	0.13	0.14
每股净资产	0.47	0.49	0.54	0.59	0.64
估值比率					
市盈率	21.5	16.3	15.4	12.7	11.4
市净率	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.5	11.3	10.0	8.6	7.9
EV/EBIT	15.6	13.8	12.1	10.2	9.3

数据来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn