

万洲国际 (00288)

囊括中美两大猪肉龙头，一体化布局下稳健增长与弹性并存

买入 (首次)

2019年09月25日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 金含

021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	22,605	23,619	24,952	25,332
同比 (%)	1.01%	4.49%	5.64%	1.52%
归母净利润 (百万美元)	943	1,163	1,265	1,332
同比 (%)	-16.77%	23.33%	8.79%	5.23%
每股收益 (美元/股)	0.06	0.08	0.09	0.09
P/E (倍)	13.65	11.07	10.17	9.67

投资要点

■ **猪肉产业链一体化布局，囊括中美两大龙头。**万洲国际拥有生猪养殖、屠宰、肉制品在内的完整猪肉产业链，旗下囊括亚洲最大的肉制品加工企业双汇发展(宰量市占率2.34%/定点市占率6.72%，肉制品市占率18%均远超竞争对手)和美国最大的猪肉食品企业史密斯菲尔德(生猪养殖/屠宰/肉制品市占率15%/26%/18%均列全美第一)。

■ **中美猪价及贸易关系成为关键影响因素，美国业务处于底部预期有望逐步改善。**

生猪养殖：贡献利润弹性，由于对此次中国猪价上涨周期预期较长，受中国猪价的溢出效应，预计史密斯菲尔德生猪养殖 2019 年利润约 0.8 亿美元 (2018 年亏损 1.5 亿美元)，当前贸易环境下 2020 年假定美国猪价 1.28 美元/公斤，将贡献约 2.4 亿美元利润，且从敏感性测算来看，猪价每上涨 0.05 美元/公斤，贡献边际利润 1.12 亿美元。

生鲜肉：本土业务表现短期或将承压，但中长期通过积极拓展出口渠道有望实现改善。受关税影响 2019 年万洲体系中美贸易量基本与 18 年持平，以猪副产品为主，若保持当前的贸易环境，万洲体系里的中美贸易套利空间较小，若贸易磋商进展顺利，假定 2020 年关税 37%/12% 的情况下，将增加 1 亿/3 亿美元协同效应利润。

肉制品：量利波动小，将继续保持稳定增长趋势，利润率 10%+。

■ **双汇屠宰及肉制品业务短期面临压力测试，但长期将伴随着管理层变革进入不一样的成长期。**

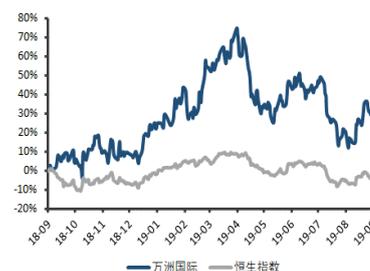
屠宰：不同于 2017 年前重视头均屠宰利润，新管理层更注重屠宰放量、市占率提升及产能利用率提升 (2016-2018 年双汇屠宰量复合增速 15%)。短期维度，借助相对优势逐步扩大市场份额；长期维度，受益环保及猪瘟催化行业集中度提升，同时加快生鲜渠道布局，我们预期未来数年双汇屠宰业务有望保持 15% 复合增速，进一步抢占非规模屠宰市场，产能利用率的提高也将带动盈利能力上行。

肉制品：面临新一轮猪周期，双汇通过三次提价、备货库存、产品结构调整、配方优化、管理效率提升、进口肉等策略综合运用以缓解成本压力。长期来看，目前在新品开发、营销端、渠道建设上开始发力，预计未来几年有望保持高个位数收入增速。

■ **盈利预测与投资评级：**假定当前贸易环境下，我们预计 19-21 年公司实现营收 236.2/249.5/253.3 亿美元，同增 4.5%/5.6%/1.5%；归母净利 11.6/12.7/13.3 亿美元，同增 23.3%/8.8%/5.2%，当前股价对应 PE 为 11.1X/10.2X/9.7X，若中美磋商进展顺利，惩罚性关税减免后业绩弹性大，考虑到公司全面布局生猪养殖、屠宰、肉制品一体化全球化产业链，业绩稳健增长与弹性并存，首次覆盖，给予“买入”评级！

■ **风险提示：**猪价波动，中美贸易摩擦，产品调整乏力，汇率波动

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	6.86
一年最低/最高价	5.27/9.95
市净率(倍)	1.56
港股流通市值(百万港元)	100915.85

基础数据

每股净资产(美元)	0.56
资产负债率(%)	45.36
总股本(百万股)	14710.77
流通股本(百万股)	14710.77

内容目录

1. 万洲国际：猪肉产业链一体化布局，囊括中美两大龙头	5
1.1. 全球化布局的猪肉食品企业龙头，控股双汇、史密斯菲尔德	5
1.2. 非洲猪瘟催化中国新一轮猪周期启动，猪价、中美贸易成关键影响因素	6
2. 史密斯菲尔德：养殖有望贡献业绩弹性，生鲜肉积极拓展出口以缓解本土压力	8
2.1. 受中国猪价溢出效应，生猪养殖板块有望贡献业绩弹性	8
2.1.1. 美国养殖成本优势导致两国价差长期存在，中国联动影响助推美国猪价上行	8
2.1.2. 全球规模最大的生猪养殖龙头，有望贡献业绩弹性	11
2.2. 生鲜肉板块短期本土承压，有望借助出口渠道逐步改善	12
2.2.1. 中国猪肉供给缺口拉大，美对中出口量较 18 年将有所恢复	12
2.2.2. 全美第一生鲜肉出口商，积极拓展出口渠道	14
2.3. 肉制品业务量利波动小，将继续保持稳定增长趋势	16
3. 双汇：屠宰长期受益猪瘟催化下供给改善，新管理层将推动肉制品持续边际向上	16
3.1. 屠宰：短期可借助相对优势逐步提高市场份额，长期受益规模化趋势量利双升	16
3.1.1. 双汇屠宰 16-18 年复合增速 14.9%，远超行业增速	17
3.1.2. 历史屠宰量、生鲜毛利率均与猪价反向走势，但新一轮周期下策略仍有调整空间	18
3.1.3. 环保及猪瘟催化行业集中度提升，长期存在量利双升逻辑	19
3.2. 肉制品：多策略运用以降本，管理层更替增长可期	21
3.2.1. 肉制品行业增速稳健，双汇发展遇瓶颈	21
3.2.2. 非洲猪瘟影响下成本上升，双汇多策略应对成本压力	22
3.2.3. 管理层更替开启肉制品改革道路，长期增长可期	24
4. 盈利预测与投资评级	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 万洲国际的全球化布局	5
图 2: 万洲国际发展历程	5
图 3: 股权结构详解 (截止 18FY)	6
图 4: 历年能繁母猪存栏同比/环比变动 (%)	6
图 5: 全国 22 省生猪价格走势 (元/千克)	7
图 6: 全国 22 省猪肉价格走势 (元/千克)	7
图 7: 1998 年美国不同规模养殖场生猪存栏占比	8
图 8: 2012 年美国不同规模养殖场生猪存栏占比	8
图 9: 美国生猪价格走势 (美分/磅)	9
图 10: 历年中美两国玉米价格走势 (元/吨)	9
图 11: 历年中美两国生猪价格走势 (元/公斤)	9
图 12: 中美生猪自繁自养全成本及价差对比 (元/公斤)	10
图 13: 2019 年美国生猪价格	10
图 14: CME 瘦肉猪期货合约 201910 走势 (美分/磅)	10
图 15: CME 瘦肉猪期货合约 201912 走势 (美分/磅)	10
图 16: 美国生猪养殖市占率	11
图 17: 史密斯菲尔德历年生猪出栏及母猪存栏 (万头)	11
图 18: 史密斯菲尔德生猪养殖业务弹性测算	12
图 19: 历年中国猪肉进口结构 (万吨)	12
图 20: 中国进口美国猪肉月度数据 (万吨)	13
图 21: 2019 年中国进口猪肉测算 (万吨)	14
图 22: 万洲猪肉贸易拆解	14
图 23: 美国猪肉与生猪价格及价差走势	15
图 24: 万洲国际生鲜肉头均盈利及美国区生鲜肉经营利润率	15
图 25: 美国肉制品市占率	16
图 26: 史密斯菲尔德历年肉制品销量 (万吨)	16
图 27: 万洲国际肉制品吨盈利及美国区肉制品经营利润率	16
图 28: 屠宰行业及双汇历年屠宰量	17
图 29: 双汇屠宰量与猪价走势	18
图 30: 双汇生鲜毛利率与猪价走势	18
图 31: 双汇屠宰量与生鲜毛利率走势	18
图 32: 万洲国际区域屠宰产能利用率	19
图 33: 生猪养殖环保政策	19
图 34: 双汇生鲜肉渠道结构	20
图 35: 雨润生鲜肉渠道结构	20
图 36: 肉制品行业及双汇历年销量	21
图 37: 双汇肉制品毛利率与猪价走势	22
图 38: 双汇库存与猪价走势	22
图 39: 双汇肉制品吨价	22
图 40: 双汇肉制品外销量	22
图 41: 双汇进口采购交易金额 (亿元)	23
图 42: 食品饮料板块龙头销售费用率	25

图 43: 双汇销售网点分布	25
图 44: 万洲国际业绩拆分 (百万美元)	26
图 45: 万洲历史走势复盘	27
图 46: 可比公司估值表 (截止 2019 年 9 月 25 日)	27

1. 万洲国际：猪肉产业链一体化布局，囊括中美两大龙头

1.1. 全球化布局的猪肉食品企业龙头，控股双汇、史密斯菲尔德

万洲国际是全球最大的猪肉食品企业，拥有生猪养殖、屠宰、肉制品在内的完整猪肉产业链，旗下囊括亚洲最大的肉制品加工企业双汇发展和美国最大的猪肉食品企业史密斯菲尔德，组建起辐射 40 多个国家和地区的全球猪肉行业最大的分销网络，成为中美市占率均列第一的全球化布局龙头。通过全球化的布局，万洲协同全球范围内的采购、销售渠道，实现资源利用、优势互补，将协同效应发挥最大化。

图 1：万洲国际的全球化布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：万洲国际发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

万洲实控人为兴泰集团，截止 18FY 持股比例为 35.94%，252 名员工通过员工持股计划持有兴泰集团股份，其中万隆先生直接及间接持有的受益份额比例为 40.505%。万洲业务分三部分组成：A 股上市附属公司双汇发展、中国非上市物流等附属业务、借助史密斯菲尔德整合的美国及国际业务。19 年 1 月双汇再度进行资产重组以简化治理架构，借此万洲持有双汇比例小幅提高至 73.41%。

破 30 元/公斤关口。

从景气时长来看，目前养殖龙头正在更迭复养技术、积累复养经验，整体复养出栏成功率依旧较低，预计完整掌握复养过程要到 20 年上半年，那么乐观的情况下大规模复养最早也要到 20 年下半年，对应生猪供应的改善要到 21 年年中，因而整体景气时长可延续至少 2 年以上。

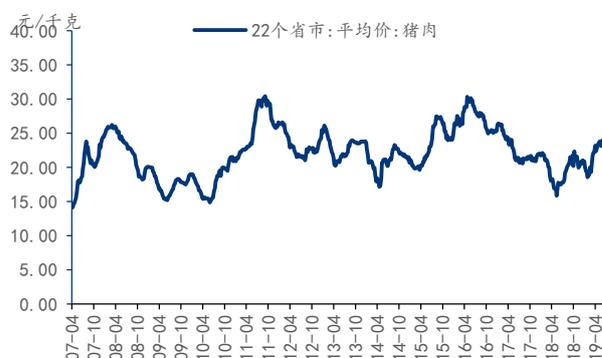
从肉价来看，生猪供应的紧缺带动肉价上涨，19 年 4 月农业农村部给出官方指引：下半年猪肉价格同比涨幅可能超过 70%，本轮价格周期猪价高点预期在 2020 年上半年，猪价将会在未来 3 年保持较高水平。目前猪肉价格已达 37 元/公斤同增 70%，由于非洲猪瘟导致整体猪肉供需缺口达到千万吨，后续猪价将保持高位运行。

图 5：全国 22 省生猪价格走势（元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：全国 22 省猪肉价格走势（元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们认为猪价、中美贸易是影响万洲业绩的关键因素：

美国史密斯菲尔德：1) 生猪养殖板块有望贡献利润增量，由于对此次中国猪价上涨周期预期较长，中国猪价的溢出效应或将带动美国猪价上涨，19 年下半年有望贡献利润 1.4 亿美元，全年利润约 0.8 亿美元，较去年亏损 1.5 亿美元弹性大，当前贸易环境下 20 年假定美国猪价 1.28 美元/公斤，将贡献约 2.4 亿美元利润，且从敏感性测算来看，猪价每上涨 0.05 美元/公斤，贡献边际利润 1.12 亿美元（详见后文 2.1 部分）；2) 生鲜肉板块业绩取决于出口情况，本土业务表现与猪肉及生猪价差相关，短期或将承压，但中长期通过积极拓展出口渠道有望实现改善，其中便包括猪肉供给缺口拉大的中国，受关税影响万洲体系贸易量基本与 18 年持平，以猪副产品为主，若保持当前的贸易环境，万洲体系里的中美贸易套利空间较小，若贸易磋商进展顺利，假定 20 年关税 37% 的情况下，整个万洲体系增加 1 亿美元利润，假定关税完全恢复至 12% 的情况下，则将增加 3 亿美元利润（详见后文 2.2 部分）；3) 肉制品业务量利波动小，将继续保持稳定增长趋势。

中国双汇：1) 屠宰业务短期可借助相对优势逐步扩大市场份额，长期受益环保及猪瘟催化行业集中度提升，进一步抢占非规模屠宰市场，产能利用率的提高将带动盈利能力上行；2) 肉制品业务面临新一轮猪周期成本承压，双汇通过三次提价、备货库存、

产品结构调整、配方优化、管理效率提升、进口肉等策略综合运用以缓解成本压力，同时随着管理层换届有望突破增长瓶颈，迈上积极的改革新道路。

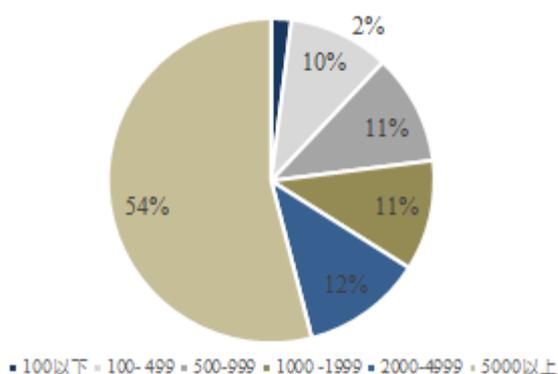
2. 史密斯菲尔德：养殖有望贡献业绩弹性，生鲜肉积极拓展出口以缓解本土压力

2.1. 受中国猪价溢出效应，生猪养殖板块有望贡献业绩弹性

2.1.1. 美国养殖成本优势导致两国价差长期存在，中国联动影响助推美国猪价上行

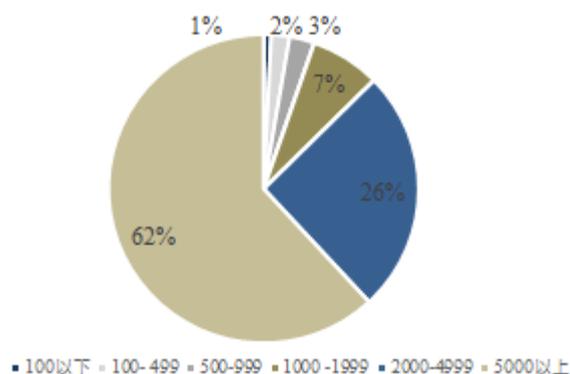
不同于中国的散户半边天，美国的生猪养殖行业已经是成熟的规模化市场。20世纪70年代起，在养殖成本和政策等因素作用下美国的散养户逐渐退出，90年代养殖场规模快速扩张，到21世纪规模化养殖场数量及存栏比重大幅提高。1998年规模在500头以下的养殖场占总存栏的12%，到2012年下降到3%，而存栏量在5000头以上的养殖场占总存栏的比例由54%上升到62%。

图 7：1998 年美国不同规模养殖场生猪存栏占比



数据来源：USDA，东吴证券研究所

图 8：2012 年美国不同规模养殖场生猪存栏占比

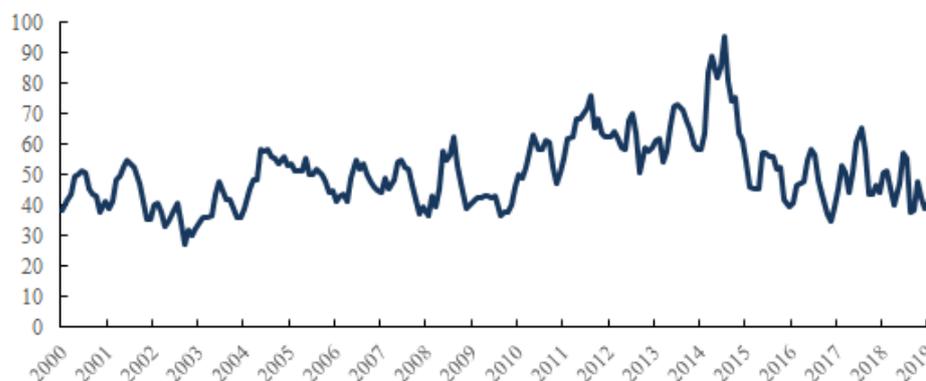


数据来源：USDA，东吴证券研究所

美国规模化程度提高叠加生猪期货作用，猪周期逐渐被拉长。随着规模化程度的提高，养殖大企业具备资金、技术等优势，使传统的蛛网模型解释力度弱化、中周期模糊化，而季节性因素、疫情灾害、出口的影响有所提高。此外，冷冻猪腩、瘦肉猪等期货相继发布，不仅有利于价格判断，还可规避谷物饲料等大宗商品价格剧烈波动的风险。60年至今共有13轮猪周期，持续时间大约为3-4年，而近两轮周期逐步拉长，02年9月起的一轮周期持续了6年11个月；09年8月的最新周期已经持续了9年多。09年下半年起美国国内消费需求回暖，同时10年出口市场恢复，尤其是中国放开进口禁令起到一定刺激作用，猪价步入上行通道，11年出口同增23%也是猪价8月达到阶段性高点76美分/磅，其后随着供需格局调整出现相应波动。14年由于猪流行性腹泻导致生猪供应减少，猪价7月大幅上涨至95美分/磅，全年涨幅接近20%。随着疫情缓解，猪价

高位引发生猪供应增加，同时 15 年出口下滑 2%，导致猪价下行，其后供需影响猪价震荡波动。18 年下半年起中国关税高达 62% 影响出口市场，猪价保持低位运行。

图 9：美国生猪价格走势（美分/磅）



数据来源：USDA，东吴证券研究所

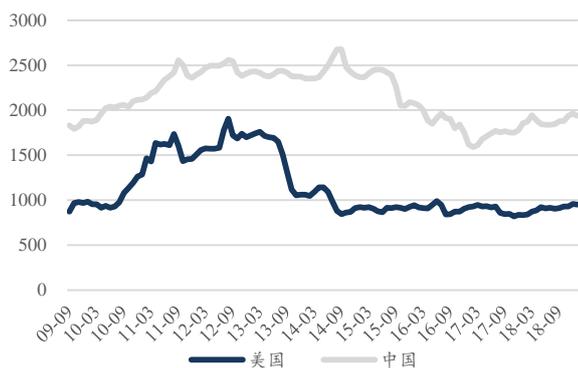
对比中美猪价来看，由于美国具备成本优势，两国生猪价差长期存在。

从养殖环节来看，美国通过改进种猪基因提高生产效率，PSY 均值 24，而中国约 18。同时，美国农产品价格优势明显，以饲料中的玉米为例，美国玉米价格在 900-1200 元/吨，比中国低 600-900 元/吨。因此，两国生猪养殖成本差异大，除 14 年由于疫情导致美国全成本达到 11.33 元/公斤外，其余年份均控制在 10 元/公斤以下，17 年美国全成本已降低至 7.80 元/公斤，约为中国成本的 63%。

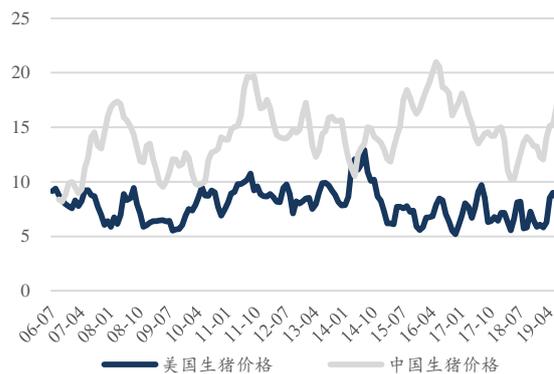
从两国价差来看，14 年在美国国内猪流行性腹泻影响下猪价一路走高，两国价差一度缩小至 2.88 元/公斤。14 年 8 月检出美国部分企业猪肉莱克多巴胺阳性对其开始暂停进口至 15 年 10 月放开，造成 15 年两国生猪价差较大约 8.34 元/公斤。16 年中国猪价高点，但对美国猪价拉动作用并不强，两国年均价差在 11.76 元/公斤创新高，主要是由于：1) 套利时差短，上一轮中国猪价高点维持时间并不长，18 元/公斤以上约 8 个月不到，而美国养殖环节中瘦肉精使用合法，需要停喂 1 个多月才能保证进口检测时已经代谢完成，同时海运时间基本在 1 个半月左右，因此 3 个月的时滞导致进口肉实际到岸可套利的窗口仅 4 个多月；2) 从美国进口量较少，虽然 16 年从美进口 22 万吨猪肉已较 15 年翻倍，但量级依旧较少，不足以有效传导猪价。

图 10：历年中美两国玉米价格走势（元/吨）

图 11：历年中美两国生猪价格走势（元/公斤）



数据来源：Wind, USDA, 东吴证券研究所



数据来源：Wind, USDA, 东吴证券研究所

图 12：中美生猪自繁自养全成本及价差对比（元/公斤）

	中国全成本	美国全成本	中美生猪价差
2012	13.62	9.57	6.54
2013	14.55	9.97	6.17
2014	14.21	11.33	2.88
2015	14.28	8.13	8.34
2016	12.89	7.23	11.76
2017	12.42	7.80	7.55

数据来源：Wind, USDA, 东吴证券研究所

19 年美国猪价来看，Q1 低位运行，4 月快速上涨至 57.7 美分/磅同增 45%，6 月小幅回落，7 月价格在 53.1 美分/磅。从两国价差考虑下半年美国猪价，由于中国非洲猪瘟导致产能去化严重，猪价快速上涨，下半年均价有望达到 27 元/公斤（7、8 月均价 21 元/公斤，9 月中旬价格在 28 元/公斤）。由于传导路径是通过两国肉类价差进行贸易，那么按照上一轮周期两国价差扩大的情况下贸易平衡点（即中美猪价比）2.7-3.2 计算，美国猪价 19 年下半年将达到 9 元/公斤。假定 20 年中国猪价保守估计在 26 元/公斤，美国猪价可达 8.8 元/公斤，若对美猪肉的惩罚性关税免除，美国出口渠道顺畅下有望助推生猪价格突破 10 元/公斤。

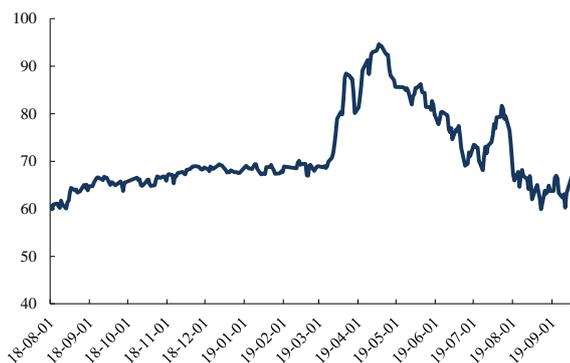
图 13：2019 年美国生猪价格

	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07
美国猪价（美分/磅）	40.50	39.03	42.46	57.69	59.61	56.58	53.05
美国猪价（元/公斤）	6.06	5.80	6.28	8.54	9.01	8.58	8.04
YOY	-19.6%	-24.2%	-6.6%	44.7%	27.2%	-0.7%	-4.2%

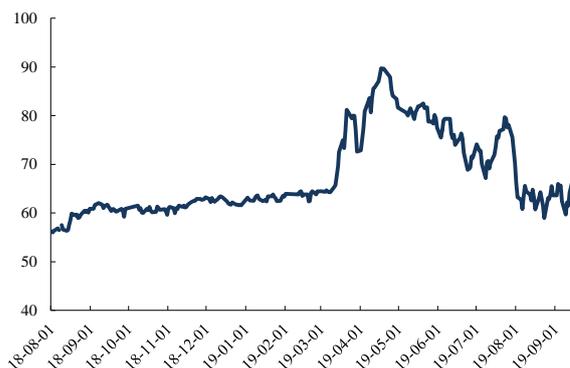
数据来源：USDA, 东吴证券研究所

图 14：CME 瘦肉猪期货合约 201910 走势（美分/磅）

图 15：CME 瘦肉猪期货合约 201912 走势（美分/磅）



数据来源：CME，东吴证券研究所

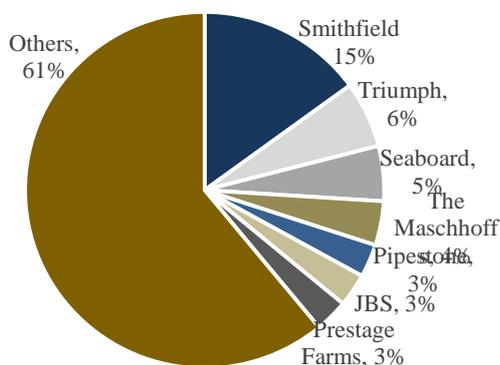


数据来源：CME，东吴证券研究所

2.1.2. 全球规模最大的生猪养殖龙头，有望贡献业绩弹性

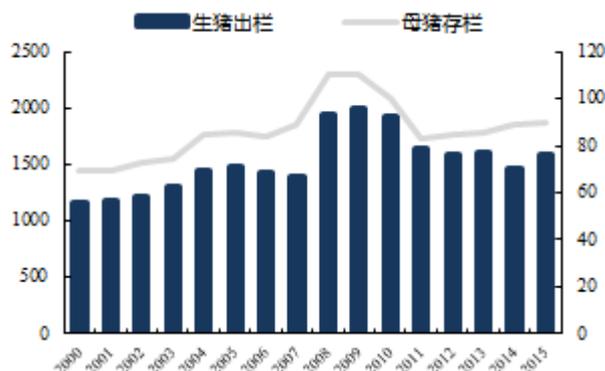
史密斯菲尔德为全球规模最大的生猪养殖企业，其通过纵向并购快速扩张，于2000年收下 Carroll's Foods、Murphy Family Farms 合计 52.5 万头母猪产能，目前母猪存栏 90 万头，生猪出栏 1700 万头，在美市占率 15%，约为排名 2-4 位的市占率之和。

图 16：美国生猪养殖市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17：史密斯菲尔德历年生猪出栏及母猪存栏（万头）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

根据史密斯菲尔德历年经营利润和出栏量计算头均利润大致与万洲整体头均利润一致，14 年由于美国国内疫情影响猪价大幅上涨，头均利润 22.9 美元，其后利润大幅下滑，18 年头均亏损 8.6 美元。剔除防疫成本上升的 14 年，结合历年美国生猪价格可推算出 15-18 年史密斯菲尔德完全成本大约 1.17 美元/公斤。万洲 19H1 出栏增速 4.5%，假定 19 年下半年出栏量保持 H1 增速，预计出栏 920 万头，按下半年猪价 1.3 美元/公斤（9 元/公斤），盈利 1.4 亿美元，合计全年利润约 0.8 亿美元（19Q1 亏损 1.57 亿，Q2 盈利 0.95 亿美元），相较于 18 年全年亏损 1.47 亿业绩弹性较大。假定 20 年出栏量保持 4.5% 的增速至 1865 万头，按当前贸易环境下美国猪价可达到 1.28 美元/公斤（8.8 元/公斤），生猪养殖业务利润有望达到 2.4 亿美元。同时，我们对 20 年美国生猪养殖业务进行敏感性测算，猪价每上涨 0.05 美元/公斤，贡献边际利润 1.12 亿美元。

图 18: 史密斯菲尔德生猪养殖业务弹性测算

	2014	2015	2016	2017	2018
万洲生猪养殖利润(美元/头)	23.3	2.8	-2.1	2.8	-5.4
SFD 经营利润(百万美元)	337	12	-144	-68	-147
SFD 出栏量	14.7	15.9	16.4	17.0	17.0
SFD 生猪养殖利润(美元/头)	22.9	0.8	-8.8	-4.0	-8.6
生猪价格(美元/公斤)	1.6	1.1	1.1	1.2	1.1
成本(美元/公斤)	1.45	1.11	1.17	1.23	1.17
19H2 猪价 (美元/公斤)	19H2 利润 (百万美元)	19 年利润 (百万美元)	20 年猪价 (美元/公斤)	20 年利润 (百万美元)	
1.15	-25	-87	1.13	-96	
1.20	30	-32	1.18	15	
1.25	85	23	1.23	127	
1.30	140	78	1.28	239	
1.35	195	133	1.33	351	
1.40	250	188	1.38	463	
1.45	305	243	1.43	575	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 生鲜肉板块短期本土承压, 有望借助出口渠道逐步改善

2.2.1. 中国猪肉供给缺口拉大, 美对中出口量较 18 年将有所恢复

中国猪肉进口量随猪价呈周期波动, 美国为中国第四大猪肉进口国。根据海关总署数据, 在上一轮猪价启动的 15 年起猪肉进口量出现显著提高, 至高点的 16 年进口猪肉达到 162 万吨的峰值, 其后随着猪价下跌, 猪肉进口量也逐步降低。进口来源国来看, 10 年放开美国猪肉进口禁令, 美国一度成为中国猪肉第一大进口国, 但 11 年发生瘦肉精事件, 由于美国养殖过程中使用瘦肉精合法因而进口占比大幅下降, 13-14 年稳定在 20%。由于 14 年 8 月再度检出美国部分企业猪肉问题触发进口限制, 15 年起进口占比再度下滑至 13%。其后, 德国和西班牙进口量稳居前二, 加拿大、美国、丹麦交替第 3-5 位。

由于 18 年起中美贸易紧张, 三度对美猪肉加征关税: 18 年 4 月和 7 月分别加征 25%, 累计关税提高至 62%, 使得美国 18 年下半年对华猪肉出口形势严峻, 下半年占比仅 3.7%, 全年占比降至 7%; 19 年 8 月宣布 9 月起加征 10% 关税, 累计关税提高至 72%。随着中美磋商持续推进, 19 年 9 月商务部表示中方企业已开始就采购美国农产品进行询价, 大豆、猪肉都在询价范围内。

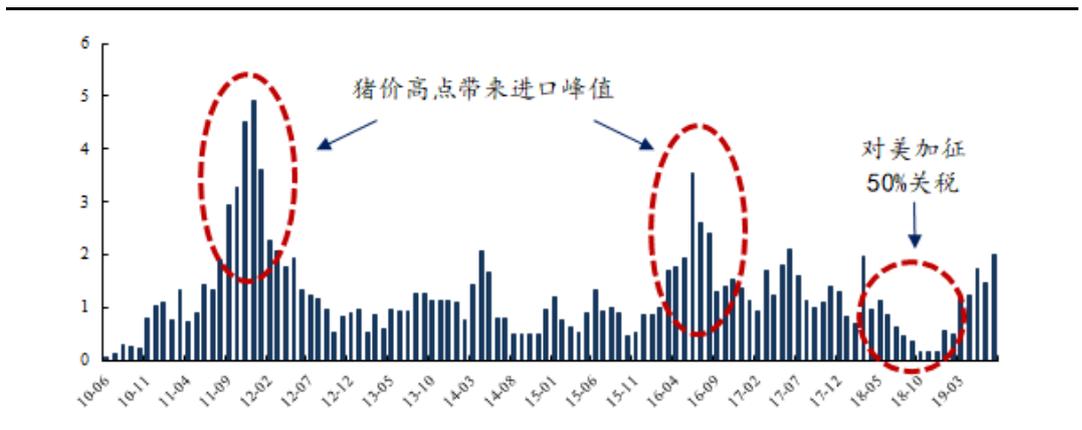
图 19: 历年中国猪肉进口结构(万吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国消费量	5,183.00	5,493.00	5,670.90	5,869.20	5,725.20	5,624.50	5,593.00	5,539.80

yoy	0.60%	5.98%	3.24%	3.50%	-2.45%	-1.76%	-0.56%	-0.95%
中国出口量	8.07	6.62	7.34	9.15	7.15	4.85	5.13	4.18
中国产量	5,131.65	5,443.55	5,618.60	5,820.80	5,645.41	5,425.49	5,451.80	5,404.00
yoy	-0.13%	6.08%	3.22%	3.60%	-3.01%	-3.90%	0.48%	-0.88%
中国进口总量	46.77	52.23	58.33	56.43	77.75	162.02	121.68	119.28
占比	0.90%	0.95%	1.03%	0.96%	1.36%	2.88%	2.18%	2.15%
进口结构								
德国		9.49	11.49	10.67	20.53	34.43	21.18	22.84
占比		18.17%	19.70%	18.92%	26.40%	21.25%	17.40%	19.15%
西班牙		4.53	6.72	7.04	9.15	13.66	23.75	21.96
占比		9.69%	12.86%	12.08%	16.22%	16.05%	19.52%	18.41%
加拿大		4.95	5.30	7.43	5.21	6.13	17.90	16.67
占比		10.59%	10.14%	12.74%	9.24%	7.89%	13.70%	13.44%
丹麦		6.01	5.12	6.38	6.76	8.13	8.87	7.23
占比		12.86%	9.81%	10.93%	11.97%	10.45%	7.29%	6.06%
美国		25.25	18.69	11.92	11.71	10.14	21.55	16.57
占比		53.98%	35.79%	20.43%	20.76%	13.05%	13.62%	7.18%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：数据统计不含猪副产品）

图 20：中国进口美国猪肉月度数据（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

站在 19 年时点，受猪瘟影响，中国产能加速去化，生猪供应吃紧。19 年上半年全国猪肉产量 2470 万吨同降 5.5%，按照下半年产能降幅 40% 对应猪肉产量 1674 万吨，预计 19 年猪肉产量合计 4144 万吨，较 18 年 5404 万吨产量存在 1260 万吨的供给缺口，部分缺口将由进口肉和禽肉消费替代进行消化。截止 19 年 7 月，中国进口猪肉 100 万吨同增 36%，预计全年进口量将突破 200 万吨。20 年生猪供应仍将持续偏紧，进口量有望突破 250 万吨。

从美国进口来看，截止 19 年 7 月，中国进口美国猪肉 8.78 万吨同增 22%，其中 4-7 月进口 6.5 万吨较受关税影响的去年同期增加 78%，在中国猪肉供给缺口拉大下增幅逐月提升（4/5/6/7 月同增 26%/55%/68%/207%）。假定美国进口肉关税维持 72%，19 年预计进口猪肉约 21 万吨；若 19Q4 关税恢复至 12%，预计进口猪肉约 27 万吨（按 Q4 美

国进口占比 20% 计算)。20 年来看,若保持当前的贸易环境,预计进口猪肉约 25 万吨;若贸易磋商进展顺利,假定 20 年关税 37% 的情况下,预计进口猪肉约 38 万吨,假定关税完全恢复至 12% 的情况下,预计进口猪肉约 50 万吨。(此处所指均不含猪副产品)

图 21: 2019 年中国进口猪肉测算 (万吨)

期间	中国猪肉进口量	YOY	中国从美国进口猪肉量	美国进口占比
2019-01	12.55	8%	0.58	4.6%
2019-02	8.15	14%	0.51	6.3%
2019-03	12.72	-6%	1.19	9.4%
2019-04	13.65	24%	1.24	9.1%
2019-05	18.75	63%	1.76	9.4%
2019-06	16.05	63%	1.48	9.2%
2019-07	18.22	107%	2.02	11.1%
2019-08	19.44	110%	2.33	12.0%
2019-09	20.75	120%	2.49	12.0%
2019-10	19.08	130%	2.29	12.0%
2019-11	21.95	140%	2.63	12.0%
2019-12	23.85	150%	2.86	12.0%
合计	205.16	72%	21.38	10.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 数据统计不含猪副产品)

2.2.2. 全美第一生鲜肉出口商, 积极拓展出口渠道

史密斯菲尔德为全美第一生鲜肉出口商, 根据 Frost & Sullivan 数据, 史密斯菲尔德出口占美国猪肉出口总量的 36.7%。16 年公司出口中国 30 万吨猪肉, 包括约 15 万吨猪副产品 (由于饮食习惯差异, 猪副产品在美国价格仅 0.15 美元/公斤, 而在中国价格可达到 1.2 美元/公斤, 存在可观的套利空间), 18 年受关税及两国价差缩小影响出口中国量下滑至约 12 万吨 (含猪副产品)。19 年来看, 目前出口量与 18 年基本持平, 由于不同类别产品价差不同, 综合考虑关税变化、海运运费 0.3 美元/公斤、增值税 9% 及销售管理等费率 5% (其中直接用作双汇肉制品原料的部分不存在销售管理费用), 猪副产品存在套利空间, 出口以猪副产品为主。20 年来看, 若保持当前的贸易环境, 万洲体系里的中美贸易套利空间较小; 若贸易磋商进展顺利, 假定 20 年关税 37% 的情况下, 整个万洲体系增加 1 亿美元利润, 假定关税完全恢复至 12% 的情况下, 则将增加 3 亿美元利润。

图 22: 万洲猪肉贸易拆解

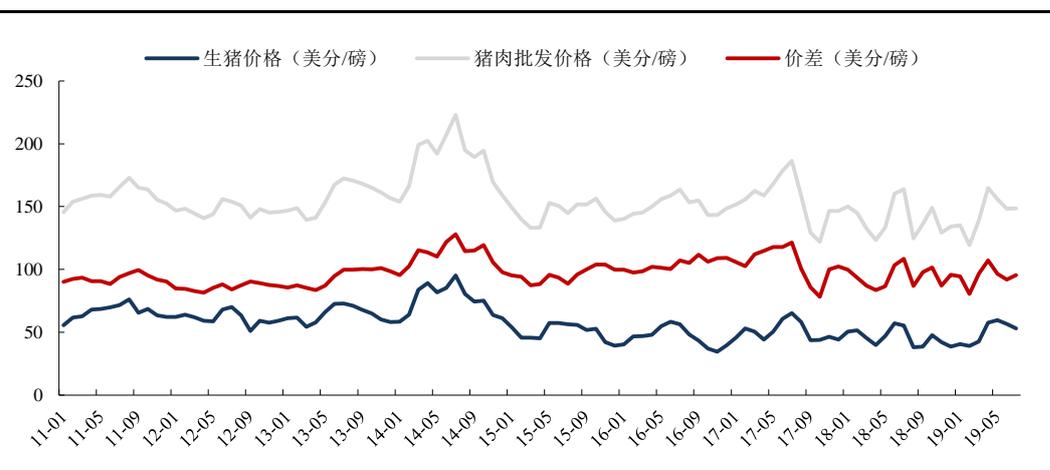
关税	72%	62%	37%	12%
万洲体系中美贸易量 (万吨)				
猪副产品	12	12	18	23
生鲜猪肉-外销			9	11
生鲜猪肉-原料			9	11

单位利润 (美元/公斤)				
猪副产品	0.12	0.18	0.34	0.49
生鲜猪肉-外销	-0.49	-0.39	0.18	0.82
生鲜猪肉-原料	-0.39	-0.30	0.27	0.89
利润 (百万美元)				
猪副产品	15	22	59	113
生鲜猪肉-外销			16	94
生鲜猪肉-原料			23	102
合计	15	22	99	308

数据来源：公司公告，USDA，Wind，东吴证券研究所

本土生鲜肉业务来看，业绩表现与美国国内猪肉及生猪价差相关。19Q1 由于肉价涨幅快于猪价实现盈利 0.68 亿美元，4 月猪价快速上涨导致价差收窄造成 Q2 亏损 0.83 亿美元。短期来看，由于美国市场猪肉供应多导致生鲜肉或将承压，但中长期通过积极拓展出口渠道以缓解生鲜肉业务压力。值得注意的是，史密斯菲尔德猪肉从美国出口到超过 40 多个国家地区，生鲜肉出口团队过去十年一直在和市场建立关系，包括日本、加拿大、中美洲、澳大利亚等地区。因此除了中美贸易通道外，也可通过出口别国来寻找双赢机遇。

图 23：美国猪肉与生猪价格及价差走势



数据来源：USDA，东吴证券研究所

图 24：万洲国际生鲜肉头均盈利及美国区生鲜肉经营利润率

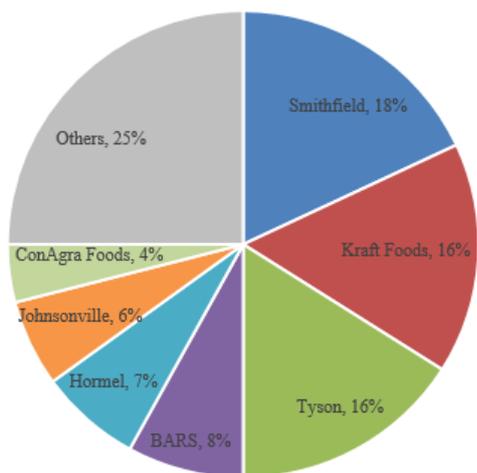
	2014	2015	2016	2017	2018
头均盈利 (美元)	4.5	4.7	11.1	10.2	4.4
美欧头均盈利 (美元)	2.4	4.1	12.1	11.2	1.7
美国区收入 (百万美元)	5,540	4,717	4,441	4,961	4,790
美国区经营利润 (百万美元)	90	168	472	433	48
美国区经营利润率	1.10%	2.39%	6.72%	5.47%	0.65%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：美国区经营利润率考虑内部转销收入计算实际利润率）

2.3. 肉制品业务量利波动小，将继续保持稳定增长趋势

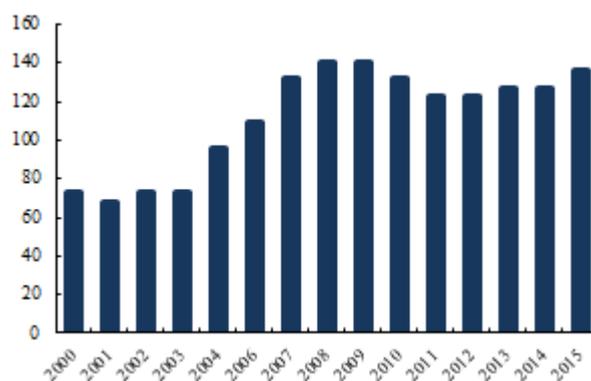
史密斯菲尔德为全美规模最大的肉制品供应商，市占率 18%，旗下火腿肠、香肠、培根等产品市占率均排名第一。根据其历年销量来看，80 年代起通过一系列并购快速扩张，揽获 Gwaltney (1982)、John Morrel (1995)、Circle Four Farms (1998) 等诸多高价值品牌，08 年后受困于次贷危机导致需求下行，销量出现明显下滑，近年来由于持续推进盈利改善和增长计划，销量基本稳定在 140 万吨以上并保持小幅增长。

图 25：美国肉制品市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：史密斯菲尔德历年肉制品销量（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自万洲国际收购史密斯菲尔德后，美国区的管理运作体系不断整合改进，15 年 2 月提出“一个史密斯菲尔德”架构，建立更有竞争力的成本结构和调配组织，优化生产流程、降低物流和分销成本，并整合营销部门和下游零售商，统一管理品牌资源，将规模优势发挥最大，因此 15FY 肉制品部门的经营利润率显著改善，其后基本保持在 9-10%，盈利能力稳定。我们认为史密斯菲尔德的肉制品业务将继续保持稳定增长的趋势。

图 27：万洲国际肉制品吨盈利及美国区肉制品经营利润率

	2014	2015	2016	2017	2018
肉制品吨盈利（美元）	370.0	471.0	458.1	436.9	460.3
美欧肉制品吨盈利（美元）	322.0	448.2	459.6	436.7	474.4
美国区肉制品经营利润率	6.27%	9.42%	10.02%	9.30%	10.09%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 双汇：屠宰长期受益猪瘟催化下供给改善，新管理层将推动肉制品持续边际向上

3.1. 屠宰：短期可借助相对优势逐步提高市场份额，长期受益规模化趋势量

利双升

3.1.1. 双汇屠宰 16-18 年复合增速 14.9%，远超行业增速

18 年我国屠宰企业屠宰总量达 6.98 亿头，其中规模以上定点屠宰量 2.43 亿头占比 35%，16-18 年复合增速 7.8%。行业整体发展主要受两大因素影响：1) 猪价，在猪周期下行阶段的 12-14 年行业复合增速 3.5%，15 年下半年起猪价上行至 16 年年中高点，这两年行业屠宰量以 3% 以上的速度下滑，17 年再度进入猪价下行期，屠宰整体放量，规模以上定点企业年均复合增速 7.8%。2) 规模化趋势，16 年起步入环保高峰期叠加猪价高点带来的成本压力导致非规模小场逐步退出，近两年保持 2% 以上的出清速度。

18 年双汇屠宰量 1631 万头，市占率 2.34%（定点市占率 6.72%），16-18 年复合增速 14.9%，远超行业平均 0.94% 及定点企业 7.8% 的增速，19Q1 屠宰规模 473 万头，创单季新高，Q2 由于非洲猪瘟导致猪价快速上涨，收猪相对困难下屠宰量有所回落至 385 万头。由于在上一轮猪周期上行阶段双汇未把握屠宰走量抢占份额的机会，因此近年来整体市占率提升并不明显。但随着 17 年底新管理层就位，屠宰整体战略方向发生变化，从原先以保证利润率为先转变为以量为先，猪价下行量利双击，而猪价上行将借助相对优势逐步提升市占率。

双汇屠宰的生鲜猪肉没有热鲜肉，18 年冷鲜冻品销量 153.18 万吨。根据 Frost & Sullivan，15 年我国冷鲜、冷冻肉消费量约为 1270、1030 万吨，双汇市占率约 5%。

图 28：屠宰行业及双汇历年屠宰量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	16-18CAGR
行业								
屠宰量（万头）	69,790	71,558	73,510	70,825	68,502	68,861	69,800	0.94%
yoy	5.16%	2.53%	2.73%	-3.65%	-3.28%	0.52%	1.36%	
-定点屠宰企业	22,285	23,314	23,618	21,383	20,871	22,184	24,252	7.80%
yoy	3.83%	4.62%	1.30%	-9.46%	-2.40%	6.29%	9.32%	
-非规模屠宰企业	47,505	48,243	49,892	49,442	47,631	46,677	45,548	-2.21%
yoy	5.81%	1.56%	3.42%	-0.90%	-3.66%	-2.00%	-2.42%	
双汇								
屠宰量（万头）	1,142	1,331	1,501	1,239	1,235	1,427	1,631	14.90%
yoy		16.56%	12.77%	-17.46%	-0.32%	15.54%	14.27%	
总体市占率	1.64%	1.86%	2.04%	1.75%	1.80%	2.07%	2.34%	
定点市占率	5.12%	5.71%	6.36%	5.79%	5.92%	6.43%	6.72%	
生鲜冻品销量（万吨）	114.80	130.65	120.10	117.20	136.08	151.93	153.18	6.10%
yoy		13.81%	-8.08%	-2.41%	16.11%	11.65%	0.82%	
毛利率	10.54%	11.35%	10.97%	7.31%	5.48%	7.06%	9.95%	
经营利润率			4.29%	2.00%	1.38%	2.03%	3.63%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

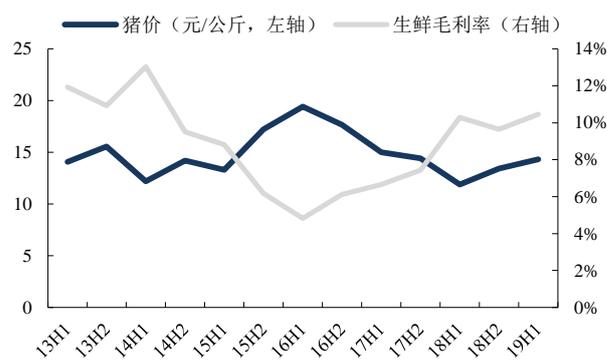
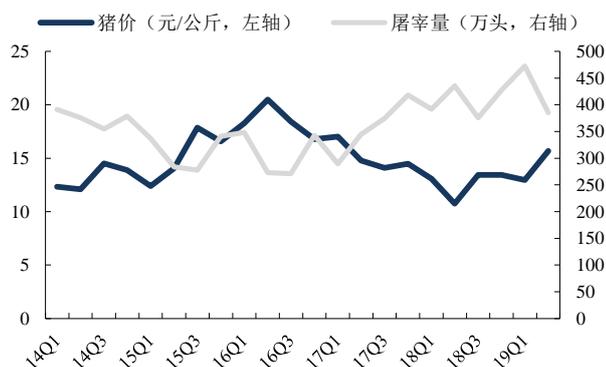
3.1.2. 历史屠宰量、生鲜毛利率均与猪价反向走势，但新一轮周期下策略仍有调整空间

从历年双汇屠宰量与猪价走势来看，两者大致呈反向关系。从14年开始的猪周期来看，14年猪价13元/公斤附近，保持相对低位，双汇的屠宰规模单季均保持在350万头以上；15年进入猪价上涨通道，双汇屠宰量一路下滑至Q3的278万头，并抓住Q4猪价小幅回调的契机单季规模341万头，也是当年屠宰规模最大的季度；16年猪价再度上行至Q2高点超20元/公斤，Q3保持在18元/公斤以上，双汇屠宰量降至近年来最低，单季约270万头；17Q2开始猪价进入漫长的下行通道，双汇屠宰量则快速提升，18年全年保持单季400万头左右的规模，期间也随猪价的短期反弹出现相应的反向变动。

从历年双汇生鲜毛利率与猪价走势来看，两者同样呈反向关系。在猪价相对低位的13、14年，毛利率基本保持在10%以上，其中14H1猪价探底12元/公斤，毛利率高达13%。在猪价上涨的15、16年，毛利率一路下滑至16H1的4.8%，其后随着猪价的下行逐步修复，18年回到10%。

图 29：双汇屠宰量与猪价走势

图 30：双汇生鲜毛利率与猪价走势

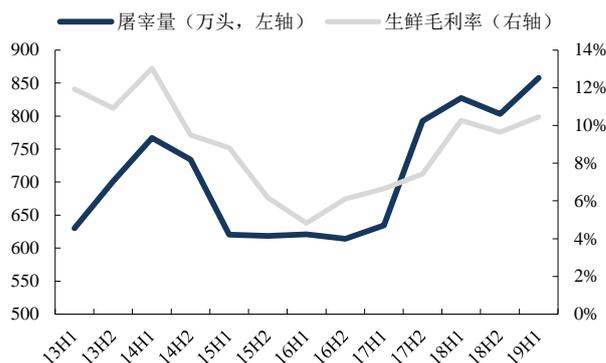


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

因此，在猪价下行期，屠宰成本下降，存在量利双升的逻辑。在猪价上行期，虽然过去的的数据反映双汇屠宰承压，但面对新一轮的周期，双汇存在策略调整空间：1) 借助相对优势提升市占率，猪价上涨带来的成本压力是全行业共同面临的，而双汇相较竞争对手存在全国性布局（猪瘟疫情下跨省调运）、产能规模、成本、鲜肉渠道等多重优势，有望借助猪价上涨的契机快速抢占市场份额。同时，放量带来产能利用率的提高，摊薄固定成本和费用，可触及毛利率拐点。从历年屠宰量与生鲜毛利率走势来看，两者呈正向关系。2) 扩大分割肉提高盈利能力，分割肉相较于白条肉利润更高，双汇有望通过提高高毛利的分割肉占比提升品牌溢价。

图 31：双汇屠宰量与生鲜毛利率走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.1.3. 环保及猪瘟催化行业集中度提升，长期存在量利双升逻辑

我国生猪屠宰行业集中度低导致头部厂商产能利用率低下。17年我国生猪屠宰CR3不超过6%，规模以上生猪定点屠宰企业屠宰占比一直维持在三分之一左右。相较之下，16年美国CR4为66%，屠宰产能利用率为98%，行业十分集中。国内低效产能的冗余阻碍规模化企业生产效率的提高。从万洲国际的区域产能利用率也能验证，18年中国区65.6%，远低于美国超过100%、欧洲93.8%的产能利用率。

图 32: 万洲国际区域屠宰产能利用率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国 (万头)	1960	2040	2250	2,100	2,368	2,487
产能利用率	71.9%	73.5%	61.5%	58.8%	60.9%	65.6%
美国 (万头)	3020	3020	3100	3100	3307	3377
产能利用率	96.9%	90.7%	98.6%	98.8%	103.0%	100.5%
欧洲 (万头)	420	470			551	623
产能利用率	90.0%	90.5%			91.8%	93.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

近年来环保趋紧，上游养殖散户逐步出清，利于屠宰行业集中度提升。13年底我国农村和农业环保领域首部国家行政法规《畜禽规模养殖污染防治条例》出台，加强监管养殖环保。16年步入环保禁养高峰期，17年禁养区划定范围逐渐向西南、东北、西北等地区扩大，因环保整治减少生猪存栏分别达到3600、2000万头。除了上游的整治外，环保部还出台了《屠宰与肉类加工工业水污染物排放标准》，在屠宰端直接施压，私屠滥宰也将加速出清。

图 33: 生猪养殖环保政策

时间	政策文件	内容
2013.10.	《畜禽规模养殖污染防治条例》	确定畜禽养殖污染防治要求，包括预防、综合利用与治理、立即措施等，明确法律责任
2014.4.	《中华人民共和国环境法》	逐渐进入环保高压期
2015.4.	《水污染防治行动计划》	到2020年，全国水环境质量得到阶段性改善；到2030年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复
2015.11.	《南方水网地区生猪养殖布局调整优化指导意见》	加大南方水网地区环保禁养区清理力度
2016.4.	《全国生猪生产发展规划（2016-2020）》	划分重点发展区、约束发展区、潜力增长区、适度发展区
2016.5.	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	明确禁养区划分依据
2016.12.	《中华人民共和国环境保护税法》	规定直接向环境排污企业征缴环境保护税
2017.2.	中央一号文件	明确要优化南方水网地区生猪养殖布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移

数据来源：农村农业部，东吴证券研究所

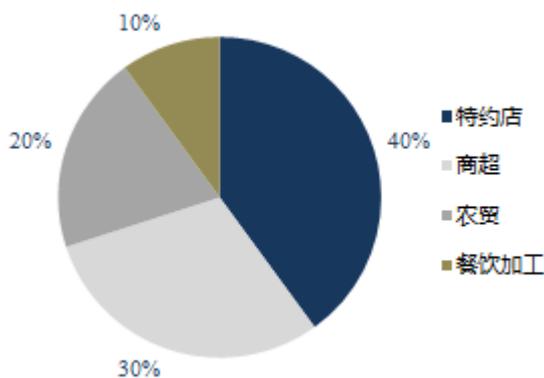
非洲猪瘟将成为加速行业集中度提升的重要契机。1) **养殖端**，散养户存在不规范豢养，低端产能泔水猪的发病率比正常豢养的猪要高出 30-50%，防疫能力薄弱加速散户出清，带动下游屠宰集中度提高。2) **屠宰端**，农业农村部发布《关于加强屠宰环节非洲猪瘟检测工作的通知》，明确提出：在 5 月 1 日前组织对生猪屠宰企业进行全面清理，对未取得排污许可证、不符合动物防疫要求的企业一律立即停产整改；7 月 1 日前整改不达标的，坚决依法取消定点屠宰资格，鼓励屠宰企业通过兼并、重组、标准化示范创建，提升规模化、规范化、标准化水平。

我们认为，猪瘟催化上游养殖端集中化程度提高，叠加屠宰治理强化有望带动行业的规模化进程，长期来看，双汇屠宰业务将充分受益。一方面，目前存在 4.6 亿头的非规模屠宰空间可以抢占，以美国龙头史密斯菲尔德 26% 的市占率来看，双汇的提升空间很大，屠宰量有望在 15 年内达到 1 亿头，市占率提升至 15%。另一方面，屠宰放量节奏的加快意味着产能利用率的提高，充分释放规模效应，屠宰盈利能力有望提升。

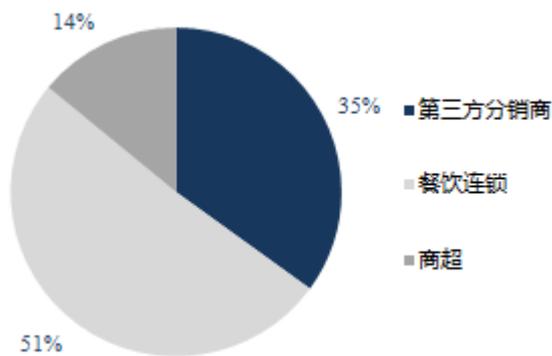
值得注意的是，屠宰能否快速扩张关键取决于生鲜渠道的把控。数量上，17 年底双汇生鲜网点超过 6 万家，计划每年增加 1 万家以上（特约店 8000+商超 300+农贸 500+餐饮加工厂 1200），到 2020 年底将形成超过 10 万家的销售网络，能有效支撑屠宰的扩张。渠道种类上，相较于雨润等竞争对手，双汇在农贸批发等低价走量的渠道占比较低，在特约店和商超渠道占比更高，有助于实现品牌溢价。

图 34：双汇生鲜肉渠道结构

图 35：雨润生鲜肉渠道结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 肉制品：多策略运用以降本，管理层更替增长可期

3.2.1. 肉制品行业增速稳健，双汇发展遇瓶颈

肉制品消费量稳步增长，12-18 年年均复合增速 6.2%，其中低温增速 9.7%，远超高高温增速 4.2%。目前我国低温消费量占比约 42%，相较日本等发达国家约 90% 的占比差距较大，未来市场渗透率有望快速提升。

近年来双汇肉制品发展停滞不前，12-18 年销量年均复合增速 0.5%，高低温营收占比为 63%、37%。市占率来看，双汇肉制品市占率达到 18%，超过后十位竞争对手的总和，其中高温产品遥遥领先，市占率超过 60%，低温产品由于冷链物流因素导致整体行业格局分散，但依旧以约 15% 的市占率位居第一。盈利能力来看，15 年起毛利率稳定在 30% 以上，经营利润率保持在 20% 以上。

图 36：肉制品行业及双汇历年销量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	12-18CAGR
行业								
肉制品（百万吨）	12.1	12.8	13.6	14.6	15.3	16.4	17.4	6.24%
yoy	5.16%	5.79%	6.25%	7.35%	4.79%	7.19%	6.10%	
-高温	7.9	8.3	8.7	9.2	9.4	9.7	10.1	4.18%
yoy	3.83%	5.06%	4.82%	5.75%	2.17%	3.19%	4.12%	
-低温	4.2	4.5	4.9	5.4	5.9	6.7	7.3	9.65%
yoy	5.81%	7.14%	8.89%	10.20%	9.26%	13.56%	8.96%	
双汇								
肉制品（万吨）	155.15	171.42	172.72	158.34	160.62	158.36	160.08	0.52%
yoy		10.49%	0.76%	-8.33%	1.44%	-1.41%	1.09%	
肉制品收入（百万元）	23,003	25,224	25,120	22,639	22,577	22,659	23,211	0.15%
yoy		9.66%	-0.42%	-9.87%	-0.27%	0.36%	2.44%	
-高温	13,715	15,700	15,674	14,253	14,044	14,142	14,695	
占比	59.62%	62.24%	62.40%	62.96%	62.20%	62.41%	63.31%	
-低温	9,288	9,524	9,445	8,386	8,533	8,517	8,516	

	占比	40.38%	37.76%	37.60%	37.04%	37.80%	37.59%	36.69%
毛利率		22.59%	25.32%	26.77%	31.37%	31.21%	30.50%	30.29%
	-高温	24.23%	26.86%	28.27%	31.67%	31.58%	30.99%	31.57%
	-低温	20.16%	22.78%	24.27%	30.85%	30.61%	29.69%	28.08%
经营利润率			17.53%	21.49%	21.19%	20.72%	20.45%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.2. 非洲猪瘟影响下成本上升，双汇多策略应对成本压力

从成本链条来看，猪价上涨会增加肉制品的成本，进而造成盈利承压，13、14年双汇的肉制品毛利率与猪价呈现反向关系。其后相关性逐渐弱化，毛利率保持在30%左右。19年上半年受非洲猪瘟影响猪价快速上涨，鸡价也产生共振上涨，成本承压，毛利率下滑4.3pct至26.3%，经营利润率由前期较为稳定的20%+下滑至16.3%。

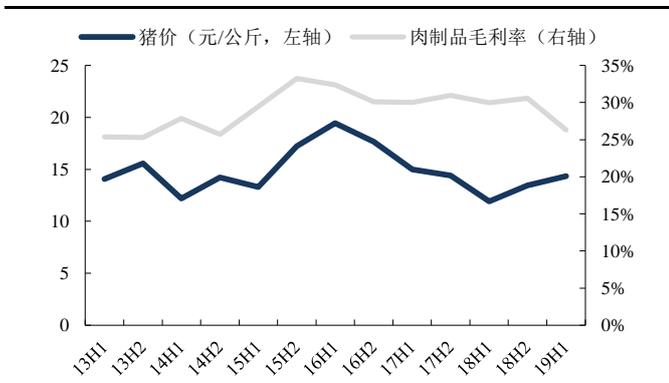
面对新一轮周期的成本压力，双汇采取多策略降本：

1) **周期上行提价转移成本压力**：双汇凭借自身的品牌实力在周期上行阶段能顺利提价转化盈利，比如07-08年以及11年的提价。此轮周期双汇已进行了三次提价，18年底、19年4月两次提价幅度2.5%左右，19年7月初提价幅度4-5%，累计提价幅度接近10%，下半年成效有望全部体现，转移成本压力。同时提价策略是逐步推进，加之自身的品牌优势，产品销量基本稳定。

2) **周期底部积极备货**：作为现金奶牛的双汇在猪价下行通道时能积极补库存，锁定成本，比如13-14年养殖户亏损阶段以及18年猪价底部均伴随库存的大幅增加。随着猪价的持续攀升，双汇19H1存货达到72亿，为后续猪价高位运行做成本端的储备。

3) **快速调整产品结构**：19年下半年开始陆续推出高价新品，持续提升高品质、高价格、高盈利产品占比。

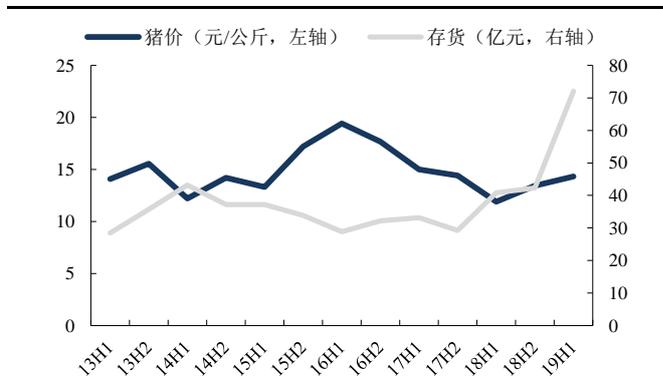
图 37：双汇肉制品毛利率与猪价走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 39：双汇肉制品吨价

图 38：双汇库存与猪价走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 40：双汇肉制品外销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



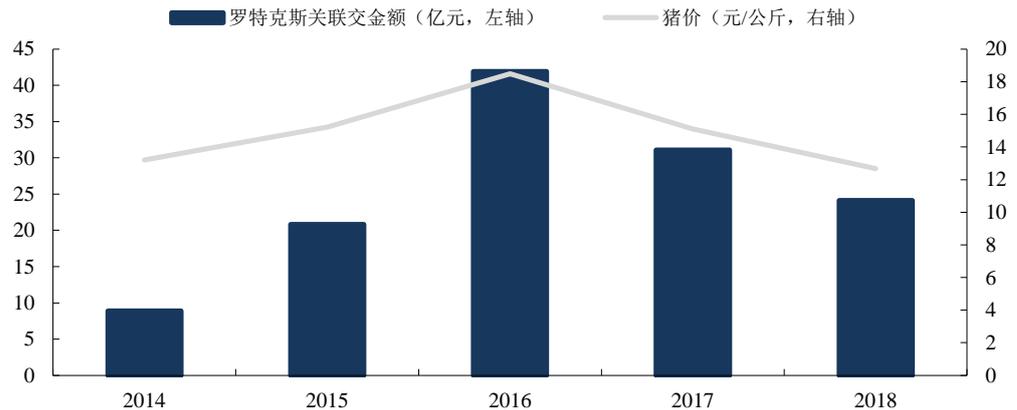
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4) 降低费率：推进集约化生产，降低各项运营费用提高营运水平，19H1 管理费率、销售费率合计小幅下降 0.06pct。

5) 猪鸡比例灵活调整：肉制品原料主要包括猪肉和鸡肉，当猪价上行可通过配方优化，适当提高鸡肉用量使成本可控。

6) 进口猪肉：13 年万洲收购史密斯菲尔德，14 年起双汇从史密斯菲尔德进口猪肉原料，降低成本。自 2014 年万洲全年并表史密斯菲尔德起，双汇通过罗特克斯采购史密斯菲尔德进口猪肉金额逐年提升，至上一轮猪周期高点 2016 年全年采购金额达 42 亿元，约 28 万吨猪肉，其中约有一半为猪肉副产品销售（14 万吨），约有四分之一作为肉制品原材料（7 万吨），其余为生鲜猪肉销售（7 万吨）。17 年随着猪价下跌导致国内原料成本下降、中美价差缩小，进口量也随之回落。18 年加之中美贸易关系紧张，采购金额进一步下滑。我们根据双汇历年关联采购金额进行测算：1) 正常年份（15/17 年）进口原料通常在 4-6 万吨，节省成本约 2.3 亿元，降本幅度 1.5% 左右，改善毛利率约 1 个百分点。2) 16 年猪价高点时进口原料攀升至 7 万吨，大幅降本约 6.9 亿元，降本幅度约 4.3%，改善毛利率约 3 个百分点，因此在猪价大幅上涨的情况下，双汇毛利率依旧能维持稳定水平。3) 18 年受中美关系及国内猪价低迷影响，加征 50% 关税后进口成本几无优势，导致当年进口量大幅下滑。19 年来看，由于关税影响目前出口量与 18 年基本持平，且主要以猪副产品进口为主，若中美贸易磋商进展顺利，则后续猪价高位运行时双汇的肉制品成本优势将进一步凸显。

图 41：双汇进口采购交易金额（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.3. 管理层更替开启肉制品改革道路，长期增长可期

近年来双汇肉制品陷入了增长瓶颈，销量不见起色，吨价也没出现明显提升。我们认为问题主要出现在：**1) 营销短板：**自11年发生“瘦肉精”事件后，肉制品重心便放在安全生产上，在营销端的投入相较同板块消费品龙头伊利、蒙牛、海天差距较大。**2) 产品调整不到位：**虽然双汇提出产品往中高端转型的战略，但内部组织架构并未快速匹配，考核以销量为主，难以贯彻高端化路线，吨价近5年保持在1.4-1.45万之间。**3) 新品策略问题：**一方面，双汇推出的新品种类繁多，资源投入分散，效果不佳，近年来并未出现成功的大单品；另一方面，新品与老品间存在替代效应，并非完全新的市场增量。

17年底，新总裁马相杰上位，同时高管团队年轻化，把控组织架构及战略方向，开启肉制品改革道路，以解困局。

1) 营销端：副总裁李凯上任，曾先后就职于百事、伊利、农夫山泉、怡宝市场业务，并仅用三年将怡宝市场份额从全国第五提到第二，未来有望带领双汇由原先生产和技术导向转变为市场和消费者导向，实现营销端的突破。以19年6月底发布的筷厨新品煎烤炒菜肠为例，聘请与产品定位相契合的黄磊做品牌代言人（曾在《爸爸去哪儿》、《深夜厨房》、《向往的生活》等诸多节目中展示精湛厨艺，传递美食哲学），营销手法有了较大改革，助推新品销售。

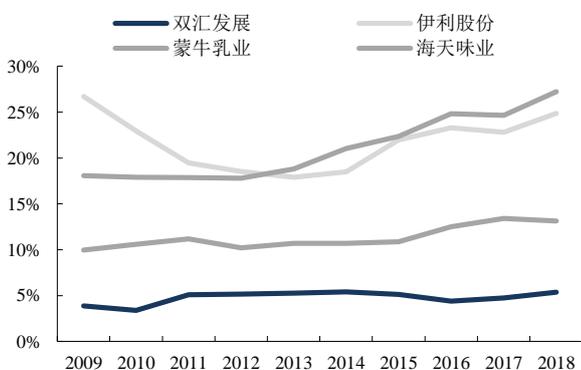
2) 组织架构调整：由原本的总部研发中心改为十大研发中心，且与绩效挂钩。肉制品组织架构改革，成立高温、低温、中式三大产品事业部，并配备相应研发中心。销售团队考核从量转向销售额，量价并重，推动产品结构优化升级。

3) 新品开发方面：策略上，不追求全国化的大单品，而是精准投放，高端产品聚焦核心城市。品类上，**1) 稳高温**，改变消费者对高温即低档的误解，推出高品质的大健康食品，并打造王中王品牌升级系列；拓展新式吃法，向餐饮食材化、营养健康化转

变；开发麻辣、香辣味等新品香肠，填补高温产品口味上的空白。2) 上低温，打造中式、欧式、美式高档低温系列，圆腿、培根等高档产品重点发力。3) 中式产品工业化，借助深加工及屠宰副产品等原料资源优势，开发中式熟食，并整合较为零散的线下卤制品行业，这是全新的增量市场，与原先的产品不存在替代关系，18年销量1万吨，未来每年目标销量翻倍。

4) 传统渠道+新型渠道协同发展：17年底各类网点突破100万个，新市场和新渠道拓展稳步推进，电商、餐饮渠道销量增幅分别为48.6%、40.2%。双汇计划每年增加网点10万个以上(AB商超600+CD终端65000+批发渠道3000+学校1500+自建17000+餐饮6000+特殊渠道7000)，到2020年底形成总数超过130万个的销售网络，做到从中心城市到乡村市场，从超市商店到餐饮渠道，从线下终端到线上终端的全覆盖。

图 42：食品饮料板块龙头销售费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 43：双汇销售网点分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为，新管理班子就位后，对于肉制品的改革是全方位的，有望带动肉制品突破增长瓶颈。18年已经看到肉制品销量的企稳，若考虑当年减少低毛利的炭烤产品5万吨以上，优质产品销量的提升实际更为明显，产品结构不断改善。虽然改革调整阶段是一个漫长的过程，当前消费需求的碎片化难以再现当年王中王的大单品景象，但肉制品持续的恢复式增长也足以令人期待。

4. 盈利预测与投资评级

分区域来看：

美国史密斯菲尔德：1) 生猪养殖：由于对此次中国猪价上涨周期预期较长，中国猪价的溢出效应或将带动美国猪价上涨，贡献业绩弹性；2) 生鲜肉：本土业务表现与猪肉及生猪价差相关，短期或将承压，但中长期通过积极拓展出口渠道有望实现改善，若中美贸易磋商进展顺利，万洲体系的猪肉贸易将增厚业绩；3) 肉制品：量利波动小，

将继续保持稳定增长趋势。

中国双汇：1) 屠宰：短期可借助相对优势逐步扩大市场份额，长期受益环保及猪瘟催化行业集中度提升，进一步抢占非规模屠宰市场，产能利用率的提高将带动盈利能力上行；**2) 肉制品：**通过三次提价、备货库存、产品结构调整、配方优化、管理效率提升、进口肉等策略缓解新一轮猪周期的成本压力，同时随着管理层换届有望突破增长瓶颈，迈上积极的改革新道路。

图 44：万洲国际业绩拆分（百万美元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,243	21,209	21,534	22,379	22,605	23,619	24,952	25,332
yoy		-4.6%	1.5%	3.9%	1.0%	4.5%	5.6%	1.5%
经营利润	1,614	1,557	1,788	1,583	1,650	1,781	1,913	2,025
yoy		-3.5%	14.8%	-11.5%	4.2%	7.9%	7.4%	5.9%
经营利润率	7.3%	7.3%	8.3%	7.1%	7.3%	7.5%	7.7%	8.0%
美国	13235	12,745	12,358	13,278	13,182	13,203	13,459	13,441
yoy		-3.7%	-3.0%	7.4%	-0.7%	0.2%	1.9%	-0.1%
经营利润	748	696	888	923	615	740	813	885
yoy		-7.0%	27.6%	3.9%	-33.4%	20.3%	9.9%	8.9%
经营利润率	4.0%	4.0%	5.3%	5.0%	3.4%	4.1%	4.3%	4.7%
肉制品	7,173	7,088	7,123	7,807	7,773	7,851	7,929	8,009
经营利润	450	668	714	726	785	927	944	962
经营利润率	6.3%	9.4%	10.0%	9.3%	10.1%	11.8%	11.9%	12.0%
生鲜猪肉	5,540	4,717	4,441	4,961	4,790	4,646	4,739	4,644
经营利润	90	168	472	433	48	-115	-120	36
经营利润率	1.1%	2.4%	6.7%	5.5%	0.7%	-1.6%	-1.7%	0.5%
生猪养殖	522	940	794	510	619	706	790	788
经营利润	337	12	-144	-68	-147	78	239	108
中国	7395	7,087	7,755	7,446	7,328	8,209	9,171	9,437
yoy		-4.2%	9.4%	-4.0%	-1.6%	12.0%	11.7%	2.9%
经营利润	773	811	823	525	922	873	922	1,024
yoy		4.9%	1.5%	-36.2%	75.6%	-5.3%	5.6%	11.2%
经营利润率	9.2%	10.3%	9.6%	6.3%	11.0%	9.2%	8.7%	9.3%
肉制品	4,039	3,559	3,344	3,312	3,458	3,706	3,987	4,270
经营利润	711	782	725	692	712	620	718	811
经营利润率	17.6%	22.0%	21.7%	20.9%	20.6%	16.7%	18.0%	19.0%
生鲜猪肉	3,172	3,344	4,194	3,888	3,584	4,173	4,801	4,727
经营利润	135	80	98	103	179	202	154	158
经营利润率	3.5%	2.1%	2.1%	2.3%	4.1%	4.0%	2.6%	2.7%
生猪养殖	7	9	14	11	8	10	15	17
经营利润	4	18	38	23	5	19	43	39
欧洲	1613	1,377	1,421	1,655	2,095	2,202	2,319	2,448
经营利润	93	50	77	135	113	168	178	115
经营利润率	3.6%	2.3%	3.2%	4.8%	3.3%	4.7%	4.7%	2.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

假定当前贸易环境下，我们预计 19-21 年公司实现营收 236.2/249.5/253.3 亿美元，同增 4.5%/5.6%/1.5%；归母净利 11.6/12.7/13.3 亿美元，同增 23.3%/8.8%/5.2%，当前股价对应 PE 为 11.1X/10.2X/9.7X，若中美磋商进展顺利，惩罚性关税减免后业绩弹性大。

根据万洲国际历史走势及估值，市值高点在 19 年 4 月超 1200 亿，对应估值 14.8 倍，19 年的上涨主要受益整体大盘上涨及业绩弹性预期；市值低点在 14 年 12 月 439 亿，对应估值 9.4 倍，主要由于 14 年双汇增速下滑、低于预期；估值高点在 18 年 2 月 17.8 倍，主要由于 18 年全年业绩增速受中美关系影响下滑 17%；估值低点在 16 年 1 月 7.1 倍，主要由于 16 年全年业绩增速 32% 而市场未给出充分预期；整体估值中枢在 12 倍，目前处于中偏低水平。考虑到公司全面布局生猪养殖、屠宰、肉制品一体化全球化产业链，业绩稳健增长与弹性并存，首次覆盖，给予“买入”评级！

图 45：万洲历史走势复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 46：可比公司估值表（截止 2019 年 9 月 25 日）

证券代码	证券简称	市值 (亿美元)	归母净利 (亿美元)			PE		
			19E	20E	21E	19E	20E	21E
0288.HK	万洲国际	129	11.6	12.7	13.3	11.1	10.2	9.7
000895.SZ	双汇发展	112	7.1	7.5	8.3	15.8	14.9	13.5
TSN.N	泰森食品	315	23.3	25.2	27.8	13.5	12.5	11.3
HRL.N	荷美尔	229	9.8	10.2	10.7	23.5	22.6	21.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所（除万洲国际外其余公司盈利预测均为 Wind 一致预期；由于双汇市值与财务报表以人民币计价，按 2019/9/25 人民币兑美元汇率 7.0724 换算而来）

5. 风险提示

猪价波动：受非洲猪瘟影响国内猪价步入上升通道，进而也会助推全球猪价上涨，

但猪价波动依旧存在不确定性，若涨价不及预期将导致生猪养殖板块业务增量下滑。

中美贸易摩擦：美国业务部分针对中国出口，若两国贸易摩擦加剧将导致猪肉关税长期维持高位，影响美国业务出口及协同效应的发挥。

产品调整乏力：公司肉制品业务处于产品结构升级阶段，若新品推出发力不足，产品调整进度放缓，将影响肉制品营收利润的增速。

汇率波动：由于万洲业务分布在中美欧三大区域，收入受汇率波动影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

