食品饮料

猪肉月报：3Q17 中国业务利润改善，美国业务承压

行业动态

股票名称	评级	目标价格	P/E (x) 2017E	2018E
双汇发展-A	推荐	28.28	17.7	16.1
万洲国际-H	推荐	9.32	14.0	11.8

行业近况

我们结合中金独家的商超肉制品消费数据，以及中美两国农业部的权威数据，定期跟踪**双汇发展**和**万洲国际**在中美两国市场动态。

商超数据显示，双汇肉制品 8 月销量和销售额同比+8.1%和+10.8%，销售额增长快于行业且超越竞争对手金锣；8 月中国生猪均价 14.43 元/公斤，同比去年下降 22%，环比 7 月上升 3.3%；美国 8 月猪价 9.22 元/公斤（61.5 美元/英担），环比 7 月下降 8.6%，中美生猪价差扩大至 56.5%。8 月中国进口美国猪肉量同比下降 29.6%，环比 7 月上升 2.3%。

评论

双汇集团（中国市场）：肉制品销量预计转正，利润稳步增长。

- **肉制品：**8 月 Smithfield 品牌的低温肉制品新品销售额市占率略低于 Hormel（见图表 8-10）。预计 3Q17 双汇肉制品销量同比呈现正增长，4Q 将有多款新产品推出，同时肉制品结构调整正在稳步进行。此外，3Q 起猪肉价格下降的利好有望推动肉制品营业利润同比较快增长。
- **屠宰：**近期生猪价格季节性反弹不改长期下降趋势，预计 2H17 公司屠宰量仍将保持较快增长，同时头均盈利有望环比提升。公司规划全年进口猪肉量不低于去年水平，预计 2H 将持续有进口猪肉到岸。

史密斯菲尔德（美国市场）：3Q 猪价飙升有利于养殖业务，但可能同时挤压公司屠宰及肉制品业务盈利。

- 7-8 月，美国生猪均价同比大涨 26%，高于同期猪肉均价同比 16%涨幅，显示生猪屠宰及下游肉制品业务盈利可能双双承压。同期，玉米价格同比微涨，豆粕价格延续同比大幅下跌态势，显示生猪养殖业务盈利或有明显回升。但综合来看，公司三季度盈利（营业利润层面）承压。

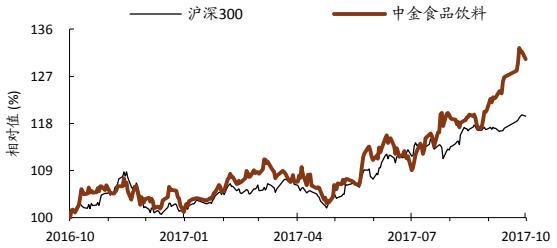
估值与建议

双汇发展和万洲国际分别对应 2017 年 17.7x 和 14.0x 市盈率，维持推荐评级。（1）猪肉是中国最主要的蛋白供应且行业高度分散，上游整合和下游升级的空间仍大；（2）肉制品行业壁垒高，双汇龙头地位无可撼动；（3）双汇下半年将有多款新品推出，且将受益后期猪价环比下降。

风险

中美猪价剧烈波动。

中金一级行业　　日常消费



相关研究报告

- 猪肉月报：看好中国业务 3Q 量利齐升 (2017.09.17)
- 猪肉月报：下半年利润增长动力将转至中国 (2017.08.17)
- 猪肉月报：2Q17 中美屠宰业务均表现较好 (2017.07.19)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

吕若晨，CFA
分析员
ruochen.lv@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080514080002
SFC CE Ref: BEE828

袁霏阳
分析员
feiyang.yuan@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511030012
SFC CE Ref: AIZ727

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明
“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

双汇集团（中国市场）：肉制品销量预计转正，利润稳步增长

- **肉制品**：8 月 Smithfield 品牌的低温肉制品新品销售额市占率略低于 Hormel（见图表 8-10）。预计 3Q17 双汇肉制品销量同比呈现正增长，4Q 将有多款新产品推出，同时肉制品结构调整正在稳步进行。此外，3Q 起猪肉价格下降的利好有望推动肉制品营业利润同比较快增长。

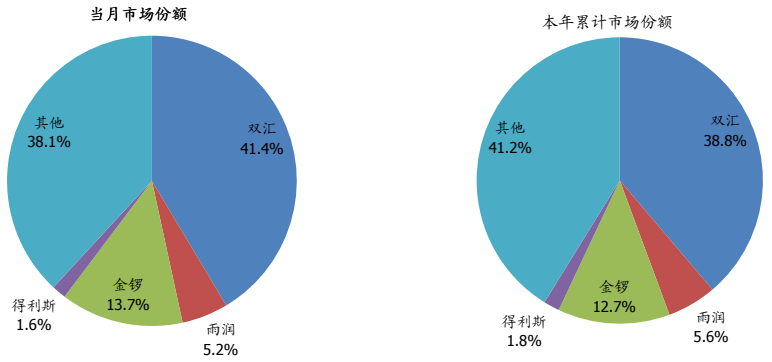
- **屠宰**：近期生猪价格季节性反弹不改长期下降趋势，预计 2H17 公司屠宰量仍将保持较快增长，同时头均盈利有望环比提升。公司规划全年进口猪肉量不低于去年水平，预计 2H 将持续有进口猪肉到岸。

图表 1：肉制品商超数据概览

						历史同比增速1		历史同比增速2					
2017年8月	当月	同比	环比	年初累计	同比	2017年7月	2017年6月	2Q 2017	1Q 2017	4Q 2016	3Q 2016	2Q 2016	1Q 2016
全国商超肉制品													
销售额	165,699.3	10.5%	2.9%	1,208,043.7	6.1%	9.0%	8.7%	7.8%	2.4%	3.6%	-1.1%	-4.0%	-5.8%
销售量	45,824.5	8.5%	3.1%	327,230.3	4.7%	6.3%	7.5%	6.2%	1.6%	3.9%	-0.6%	-4.3%	-5.6%
单位均价	36.2	1.8%	-0.2%	36.9	1.3%	2.6%	1.1%	1.5%	0.6%	-0.3%	-0.5%	0.2%	0.6%
其中(销售额):													
双汇	68,630.9	10.8%	4.1%	468,549.7	4.7%	4.5%	6.0%	3.8%	3.3%	9.3%	5.0%	1.0%	-3.1%
雨润	8,572.8	20.0%	0.1%	67,248.3	9.7%	22.7%	16.9%	12.4%	2.2%	2.0%	-10.9%	-15.7%	-19.1%
金锣	22,718.4	8.0%	6.0%	153,008.7	9.0%	9.4%	10.9%	10.0%	8.1%	10.3%	4.4%	5.5%	8.6%
得利斯	2,625.9	4.5%	8.1%	21,758.0	-7.8%	5.4%	-0.1%	3.5%	-18.0%	11.8%	-3.2%	0.3%	1.5%
Smithfield	1,445.2	0.8%	-3.2%	11,062.9	19.9%	-12.0%	-23.0%	-13.7%	175.0%	--	--	--	--

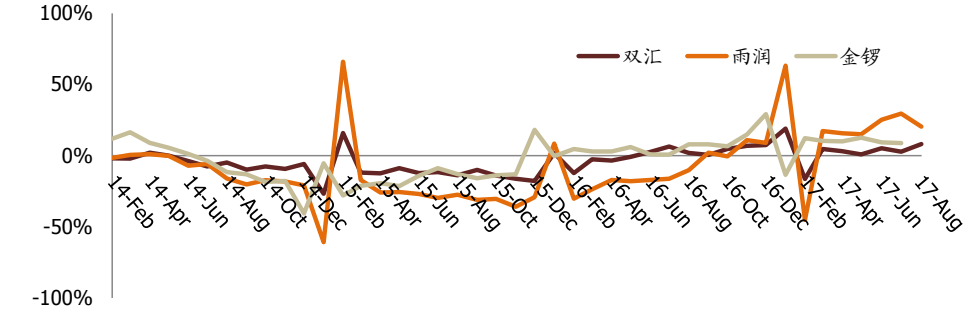
资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

图表 2：肉制品商超渠道市场份额



资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

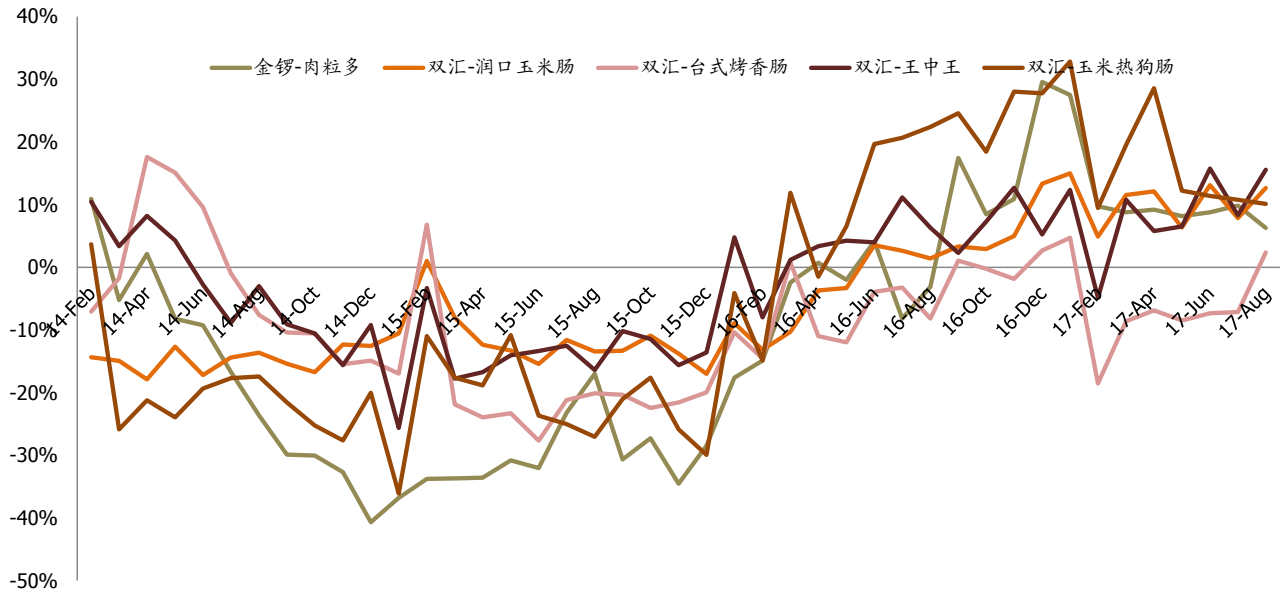
图表 3：主要公司商超渠道销量增速



资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

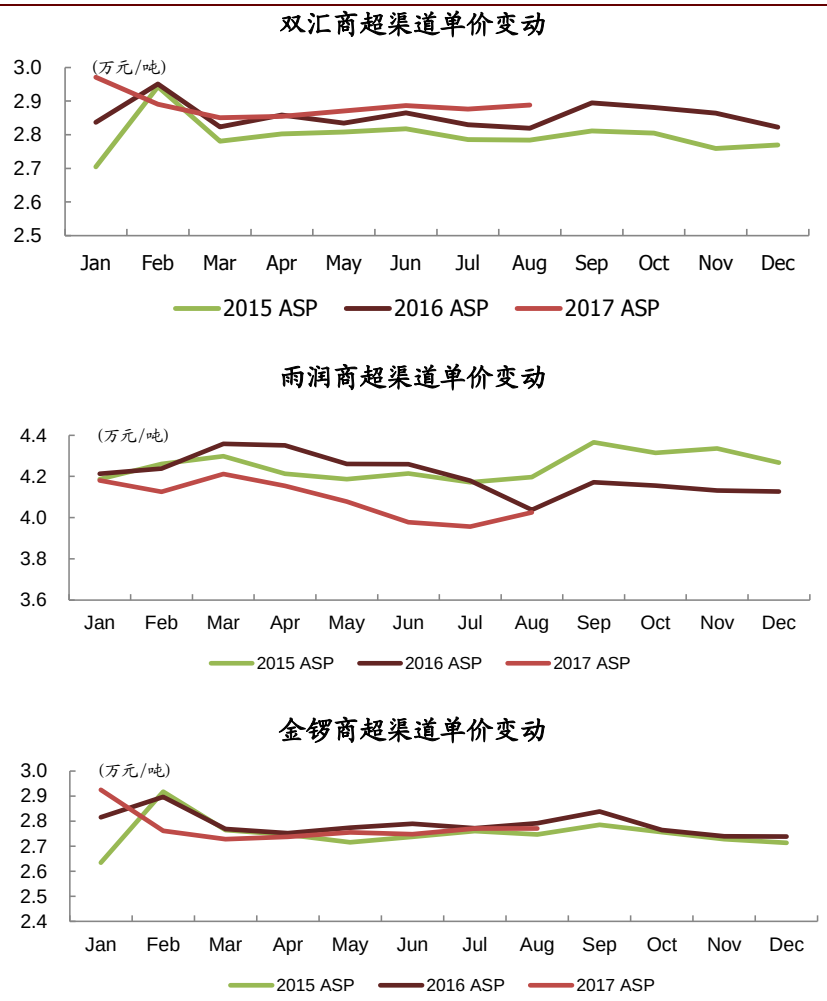
“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 4：前 5 大单品的商超渠道销量增速



资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

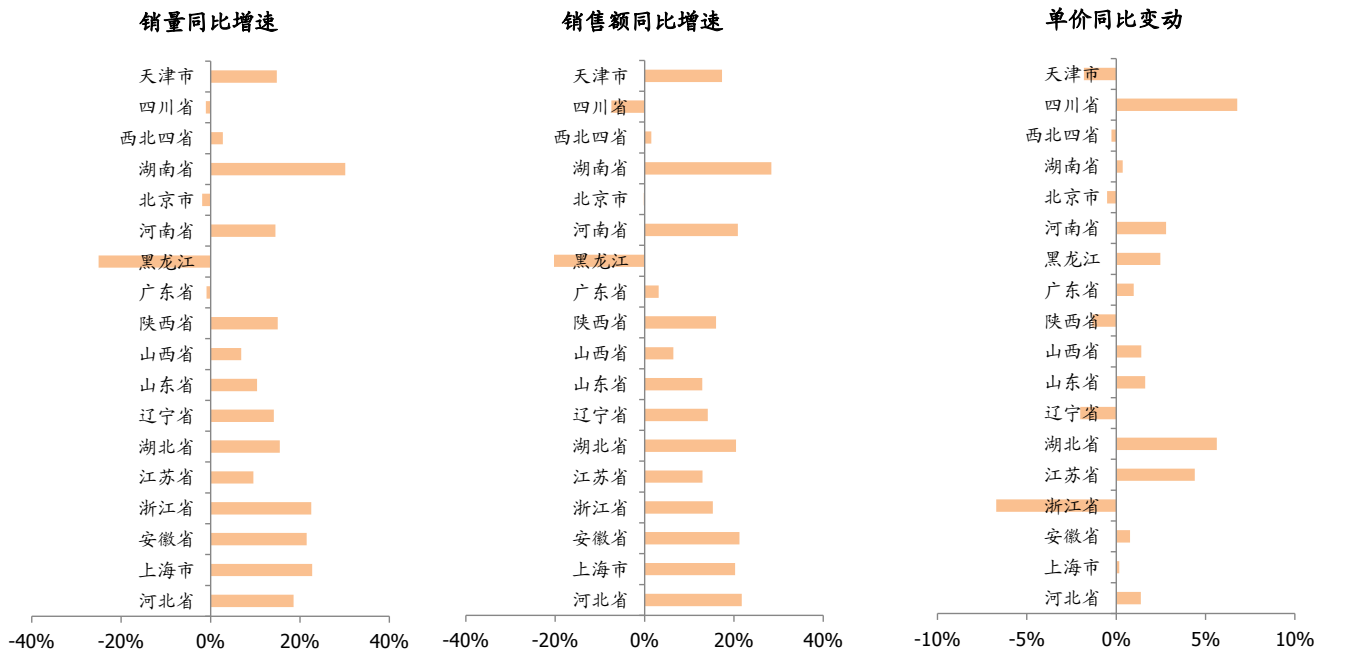
图表 5：商超渠道单价变动



资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

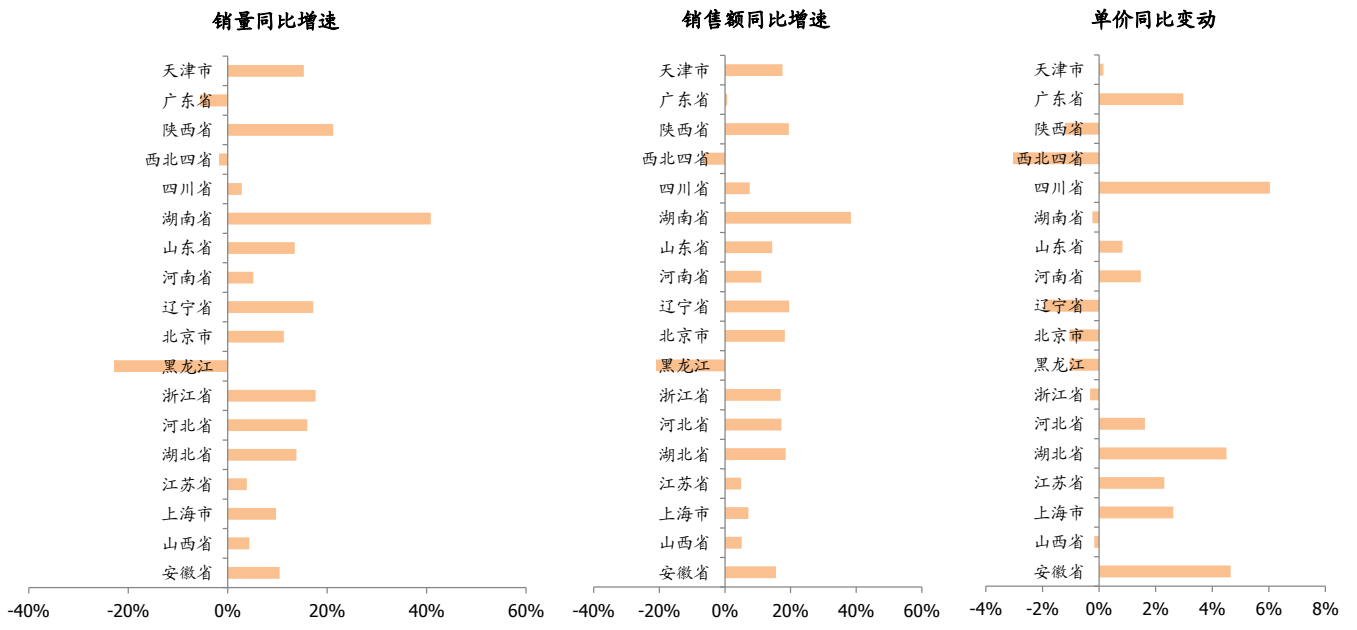
“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 6：肉制品行业 8 月份分地区销售情况



资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

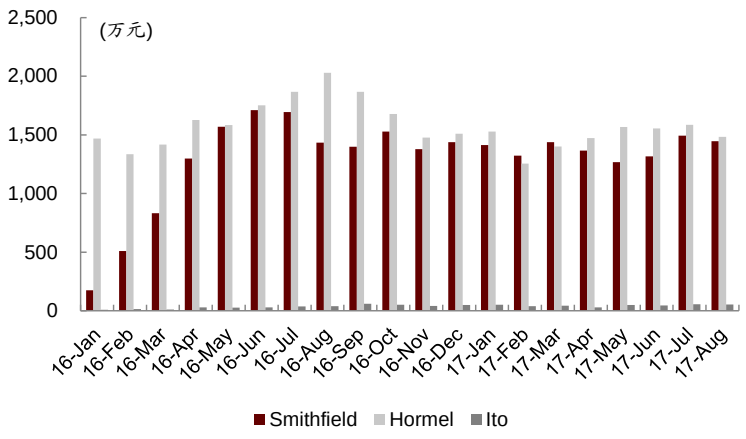
图表 7：双汇 8 月份分地区销售情况



资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

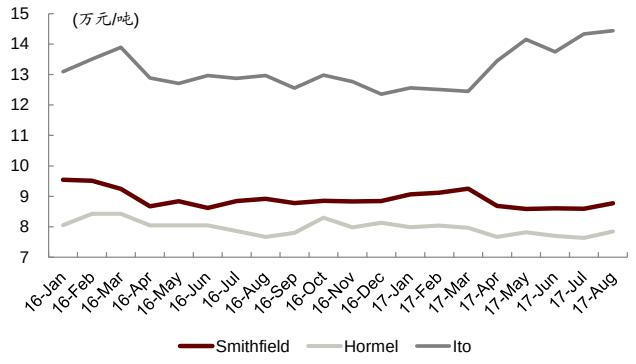
“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 8: Smithfield/Hormel/伊藤商超渠道销售额比较



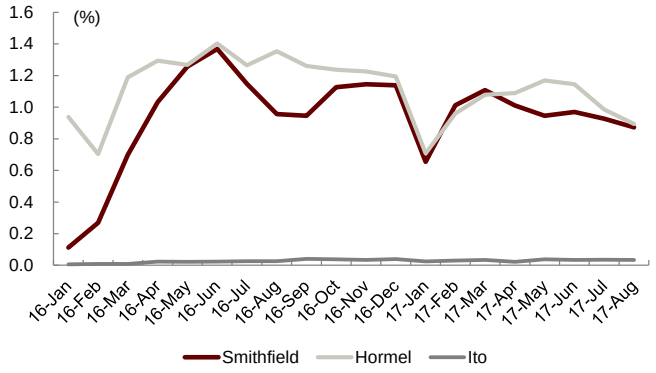
资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

图表 9: Smithfield/Hormel/伊藤商超渠道均价比较



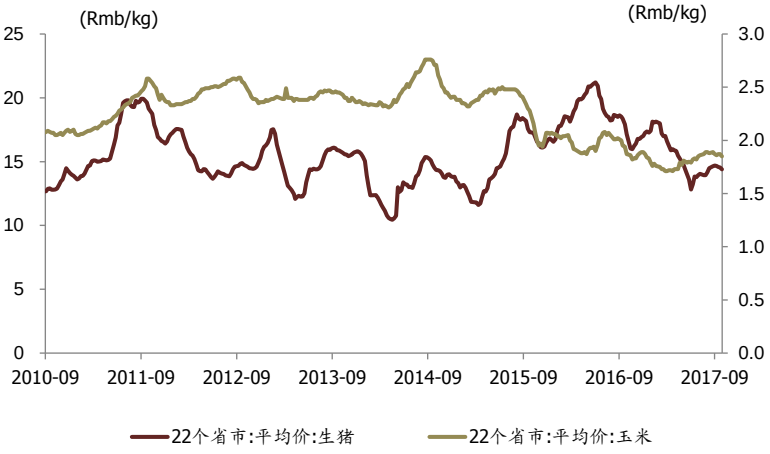
资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

图表 10: Smithfield/Hormel/伊藤商超渠道市占率比较



资料来源：全国连锁店超市信息网，中金公司研究部

图表 11：中国猪价走势图



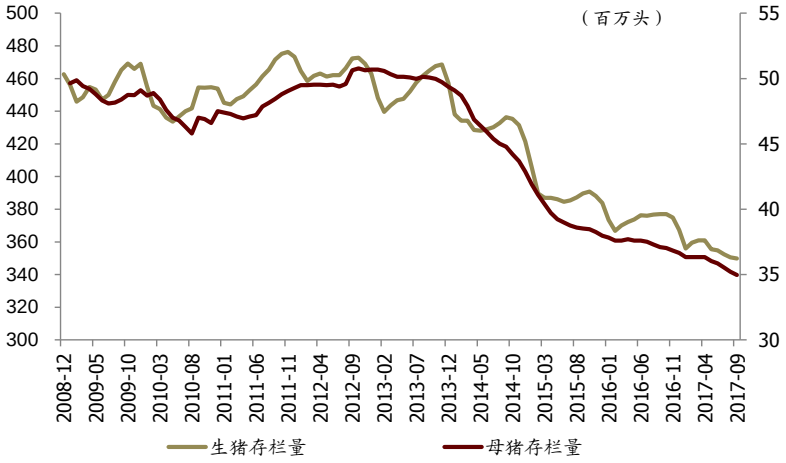
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 12：中国猪粮比走势

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 13：中国生猪/母猪存栏量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

史密斯菲尔德（美国市场）：3Q 猪价飙升有利于养殖业务，但可能同时挤压公司屠宰及肉制品业务盈利

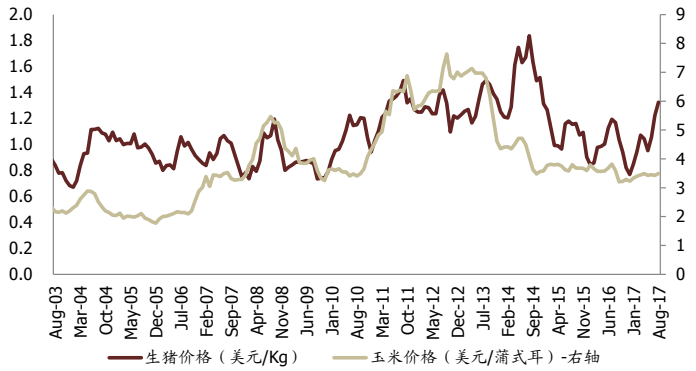
- 7-8 月，美国生猪均价同比大涨 26%，高于同期猪肉均价同比 16%涨幅，显示生猪屠宰及下游肉制品业务盈利可能双双承压。同期，玉米价格同比微涨，豆粕价格延续同比大幅下跌态势，显示生猪养殖业务盈利或有明显回升。但综合来看，公司三季度盈利（营业利润层面）承压。

图表 14: USDA 美国生猪产量和价格最新预测

	2014					2015					2016					2017			
	1Q	2Q	3Q	4Q	年度	1Q	2Q	3Q	4Q	年度	1Q	2Q	3Q	4Q	年度	1Q	2Q	3Q	4QE
猪肉产量（百万磅）	5,785	5,504	5,423	6,132	22,844	6,161	5,925	5,957	6,456	24,499	6,230	5,963	6,100	6,648	24,941	6,409	6,137	6,245	7,035
YoY(%)			-4%	-2%	-1%	0%	8%	10%	5%	7%	1%	1%	2%	3%	2%	3%	3%	2%	6%
生猪价格（美元/英担）	69	85	83	67	76	48	53	55	45	50	45	54	49	37	46	50	52	56	39
YoY(%)			18%	9%	19%		-38%	-34%	-33%	-34%	-8%	1%	-10%	-17%	-8%	11%	-4%	13%	5%

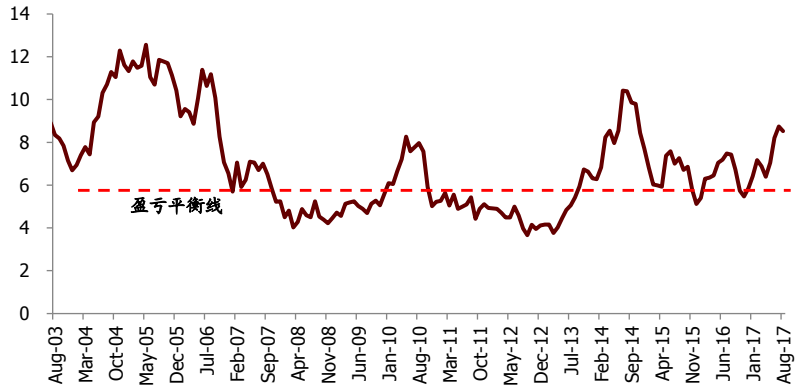
资料来源：美国农业部，中金公司研究部

图表 15：美国生猪和玉米价格走势图



资料来源：美国农业部，中金公司研究部

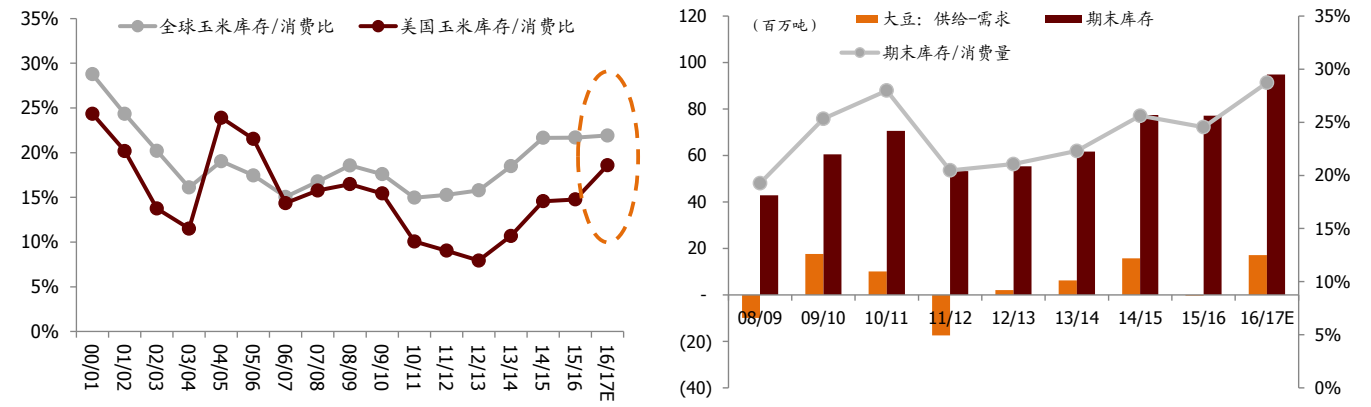
图表 16：美国猪粮比



资料来源：美国农业部，中金公司研究部

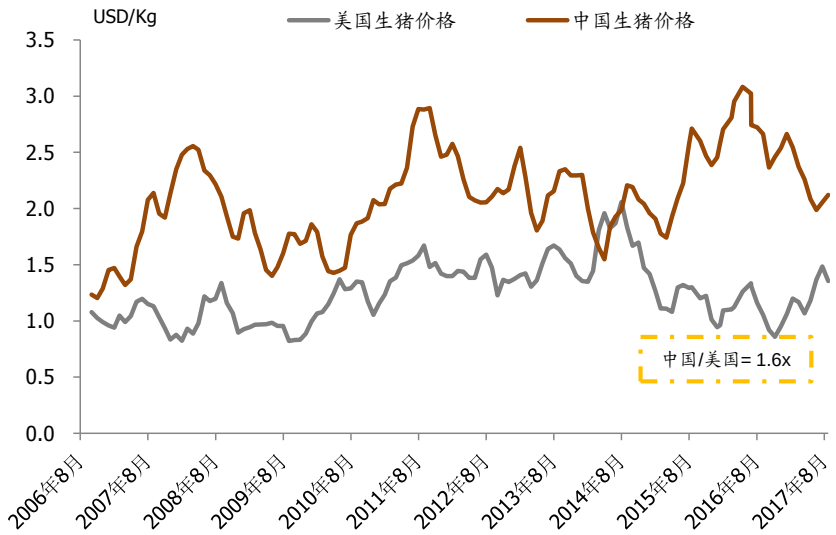
“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 17：玉米和大豆库存消费比



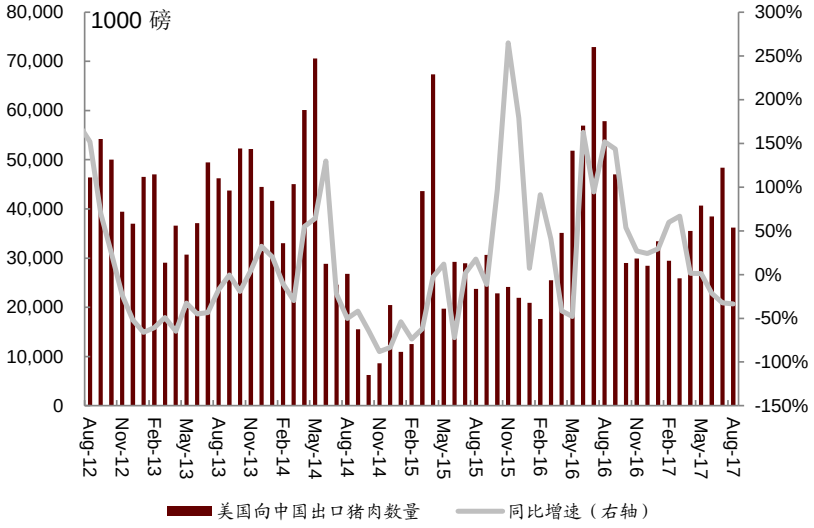
资料来源：美国农业部，中金公司研究部

图表 18：中美猪肉价格对比



资料来源：万得资讯，美国农业部，中金公司研究部

图表 19：美国对中国出口猪肉量及增速



资料来源：美国农业部，中金公司研究部

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 20：国际肉制品公司估值表

公司	代码	市值（百万美元）	市盈率			市净率			EV/EBITDA			净资产收益率(%)			EBIT Margin (%)			分红收益率(%)		
2017/10/16			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
荷美尔食品有限公司	HRL US Equity	16,811	19.0	20.4	19.3	3.5	3.6	3.4	11.3	11.8	11.3	18.7	17.8	17.8	13.9	3.4	13.8	1.8	2.1	2.3
日本火腿	2282 JP Equity	6,316	19.1	17.6	16.6	1.7	1.6	1.5	10.4	9.7	9.2	9.0	9.2	9.2	4.5	n.m	4.7	1.6	1.7	1.8
泰森食品公司	TSN US Equity	27,465	15.3	13.5	12.5	2.5	2.5	2.1	10.8	9.7	8.9	16.3	18.4	17.0	7.7	2.2	8.7	0.9	1.3	1.4
桑德森农场公司	SAFM US Equity	3,334	17.5	11.6	12.7	2.4	2.2	1.9	7.8	5.5	6.0	13.7	19.1	15.3	10.4	3.9	10.8	1.3	1.1	1.1
Pilgrim's Pride公司	PPC US Equity	7,244	16.7	11.9	11.2	6.3	n.m	n.m	9.4	6.9	6.4	37.7	n.m	n.m	9.0	3.2	9.6	9.4	n.m	-
平均			17.5	15.0	14.5	3.3	2.5	2.3	9.9	8.7	8.3	19.1	16.1	14.8	9.1	3.2	9.5	3.0	1.6	1.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部（盈利预测采用 Bloomberg 一致预期）

图表 21：肉制品公司估值表

	代码	当前股价 2017/10/16	市值 亿元	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
肉制品板块																		
双汇发展	000895.SZ	24.34	803	18.2	17.7	16.1	5.7	5.6	5.5	31.0	31.7	34.3	8.6	5.5	6.0	12.2	12.3	11.2
上海梅林	600073.SH	9.99	94	36.5	21.2	16.6	1.8	1.4	1.2	5.0	6.4	7.4	0.5	0.9	1.0	20.3	13.9	13.8
万洲国际	0288.HK	7.90	1158	14.3	14.0	11.8	2.3	2.2	1.9	16.4	15.6	16.7	3.4	3.5	4.1	7.6	7.4	6.6
肉制品板块总体平均				23.0	17.6	14.8	3.3	3.0	2.9	17.5	17.9	19.5	4.2	3.3	3.7	13.4	11.2	10.5

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（盈利预测来自 CICC）

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

北京
中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道 7088 号
招商银行大厦 25 楼 2503 室
邮编：518040
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

Singapore
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom
China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部
上海市黄浦区湖滨路 168 号
企业天地商业中心 3 号楼 18 楼 02-07 室
邮编：200021
电话：（86-21) 56386-1195、6386-1196
传真：（86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部
南京市鼓楼区汉中路 2 号
亚太商务楼 30 层 C 区
邮编：210005
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部
北京市海淀区科学院南路 2 号
融科资讯中心 B 座 13 层 1311 单元
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部
武汉市武昌区中南路 99 号
保利广场写字楼 43 层 4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部
天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼 C1 幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼
38 层 02-03 室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部
上海市浦东新区世纪大道 8 号
上海国金中心办公楼二期 46 层 4609-14 室
邮编：200120
电话：(86-21) 2057-9499
传真：(86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部
大连市中山区港兴路 6 号
万达中心 16 层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

西安雁塔证券营业部
西安市雁塔区二环南路西段 64 号
凯德广场西塔 21 层 02/03 号
邮编：710065
电话：（+86-29）8648 6888
传真：（+86-29）8648 6868

CICC 中金公司

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn