

买入 (维持)

0288.HK 万洲国际

目标价: 7.90 港元

现价: 6.86 港元

期待 2017 年盈利性改善, 重申买入评级

2016 年 10 月 26 日

预期升幅: 15%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.10.26

收盘价(港元)	6.86
总股本(百万股)	14,648
总市值(百万港元)	100,485
净资产(百万美元)	6,152
总资产(百万美元)	13,873
每股净资产(美元)	0.42

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万美元)	21,209	22,495	23,122	24,035
同比增长(%)	-4.65%	6.06%	2.79%	3.95%
净利润(百万美元)	786	981	1,064	1,160
同比增长(%)	2.61%	24.86%	8.39%	9.07%
经营利润率(%)	7.34%	7.62%	8.68%	8.90%
净利润率(%)	3.71%	4.36%	4.60%	4.83%
净资产收益率(%)	11.73%	14.12%	14.90%	15.58%
每股收益(美元)	0.058	0.067	0.073	0.079
股息率(%)	1.82%	2.12%	2.30%	2.51%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

相关报告

- 万洲国际(0288.HK)-2015 年业绩点评-20160330
- 消费行业 2015 年业绩总结-行业深度报告-20160413
- 万洲国际(0288.HK)-事件点评-20160428
- 万洲国际(0288.HK)-深度报告-20160602
- 万洲国际(0288.HK)-跟踪报告-20160816
- 万洲国际(0288.HK)-跟踪报告-20160822

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjihui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

- **维持公司盈利预测, 重申买入评级:** 公司持有 73.25% 股权的附属子公司双汇发展和全资子公司史密斯菲尔德发布三季度业绩。双汇发展前三季实现收入同比增长 19.12%, 净利润同比增长 5.12%。史密斯菲尔德前三季销售收入同比下降 2%, 净利润同比增长 42%。我们维持此前对公司的盈利预测, 预计 2015-2018 年净利润复合增速为 13.9%, 维持公司目标价 7.9 港元, 对应 2016/17 年 PE 为 15.3x/14.1x, 目前股价对应目标价具备 15% 上升空间, 维持买入评级。
- **3Q16 中国子公司净利同比降 1.4%, 期待盈利性改善:** 双汇发展 3Q16 销售收入同比增长 8.2%, 净利润同比下跌 1.4%。前三季度, 双汇发展上游生鲜肉销售量同比增长 19.1%, 肉制品销售量同比增长 2.1%, 其中 3Q16 生鲜肉销量同比增长 14.1%, 肉制品销售量同比下降 0.6%。3Q 肉制品销量下降, 除了宏观经济因素外, 频发的洪涝灾害对公司产品的销售有一定影响, 另外公司整体的产品结构仍在调整中, 新产品仍处于渠道布局阶段, 销量在明年有望出现明显增长。公司预计肉制品销量四季度有望扭转下滑趋势, 全年仍有望实现正增长。三季度开始猪肉价格出现下行, 但是仍有一些高价格猪肉原料库存没有消化掉, 加之鸡肉价格在三季度有所上涨, 整体形成三季度成本相对较高。预计猪肉价格的下跌将会在四季度肉制品的盈利性上开始体现, 预计 4Q 经营利润率会较 3Q 稳中略有增长。
- **史密斯菲尔德 3Q16 净利润同比增长 73%:** 史密斯菲尔德 3Q16 实现销售收入同比增长 4%, 净利润同比增长 73%。3Q16 毛利率较二季度环比进一步提升 0.3 个百分点达到 13.4%, 同比去年提升了 2.1 个百分点, 主要受益于公司成本控制和生产效率的提升。另外, 史密斯菲尔德三季度销售管理费用同比下降 2%, 销售管理费用占收入比重同比下降 0.4 个百分点到 6.6%, 体现了“一个史密斯菲尔德”战略下公司整体运营效率的提升。
- **风险提示:** 食品安全及瘟疫; 猪肉价格超预期波动; 汇兑风险; 贸易政策

报告正文

1. 双汇发展 3Q16 净利同比下得 1.4%

双汇发展前今年以来前三季度，屠宰生猪 8,925,000 头，同比下降 0.57%，肉类总销量为 218 万吨，同比增长 9.07%，前三季度实现收入 383.63 亿元，同比增长 19.12%，实现净利润 43.73 亿元，同比增长 5.12%。其中三季度，销售收入实现同比增长 8.2%，然而净利润同比下跌 1.4%，略低于市场预期，猪肉和鸡肉成本的上涨、自然灾害天气、人民币贬值以及构的持续调整是形成三季度双汇发展净利润同比下跌的主要几方面原因。

前三季度，双汇上游生鲜肉业务表现好于下游肉制品。前九个月，双汇发展上游生鲜肉销售量为 975,000 吨，同比增长 19.1%，肉制品销售量同比增长 2.1% 达到 120,2000 吨，其中三季度生鲜肉销量同比增长 14.1%，肉制品销售量同比下降 0.6%。生鲜肉今年出现较快增长符合我们预期，一方面，上半年在猪肉价格上行周期中，上游盈利性向好，公司加大上游销售网络的布局，同时公司进口美国猪肉中一部分用于直接外销，也带动了上游生鲜肉的销量增长。三季度肉制品销售量的同比下降，除了市场环境因素外，七八月频发的洪涝灾害对公司产品的销售有一定影响，另外公司整体的产品结构仍在调整中，新产品仍处于渠道布局阶段，销量在明年有望出现明显增长。公司预计肉制品销量四季度有望扭转下滑趋势，全年仍有望实现正增长。

盈利性上看，双汇三季度经营利润率出现下滑，主要是受到成本因素影响，前三季度中国生猪价格同比上涨 31%，三季度开始猪肉价格出现下行，但是仍有一些二季度高价格猪肉原料库存没有消化掉，加之鸡肉价格在三季度有所上涨，整体形成三季度成本相对较高。预计猪肉价格的下跌将会在四季度肉制品的盈利性上有所体现，公司预计四季度经营利润率会较三季度稳中略有增长。

图 1、双汇发展 3Q16 毛利润率环比回升

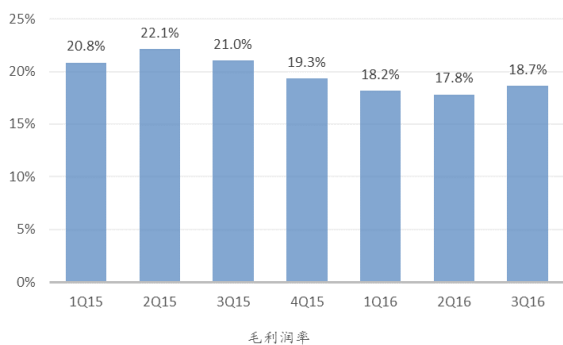
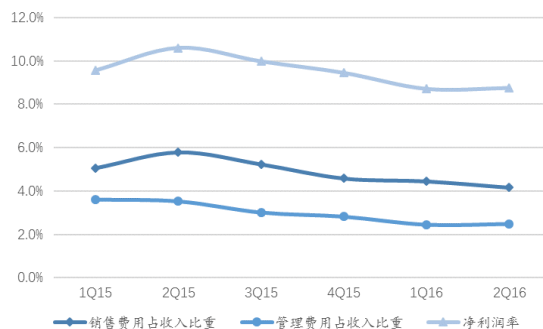


图 2、双汇发展 3Q16 费用率维持稳定



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

2. 史密斯菲尔德 3Q16 净利润同比增长 73%

万洲国际全资附属公司史密斯菲尔德前三季度实现销售收入 103.38 亿美元，同比下降 2%，净利润 4.03 亿美元，同比增长 42%。其中三季度，史密斯菲尔德实现销售收入同比增长 4%，净利润同比增长 73%。

史密斯菲尔德三季度毛利润率较二季度环比进一步提升 0.3 个百分点达到 13.4%，同比去年提升了 2.1 个百分点，主要受益于公司成本控制和生产效率的提升。另外，史密斯菲尔德三季度销售管理费用同比下降 2%，销售管理费用占收入比重同比下降 0.4 个百分点到 6.6%，体现了“一个史密斯菲尔德”战略下公司整体运营效率的提升。

3. 期待 2017 年公司盈利性改善，重申买入评级

2016 年中国上游生鲜肉业务受益于公司销售网络扩张和进口美国猪肉，销量出现明显增长，而下游肉制品业务在整个产品结构调整的情况下，销量增长低于上游业务。2017 年，我们预计下游肉制品销量的增长则将会有所改善，一方面，通过今年持续的产品结构调整，和新产品渠道的布局，明年低温肉制品、西式产品和休闲产品会成为量的新增长点。预计公司 2017 年万洲国际上游生鲜肉销售额或同比下降 5.7%，下游肉制品销售收入有望同比增长 8%。

中国猪肉价格从三季度开始如期进入下行周期，预计下行趋势将延续到 2017 年，明年全年生猪价格下跌空间或在 10%-20% 之间，有望给公司的猪肉原料成本压力带来缓解。鸡肉成本价格上行预期下，公司将积极进行库存储备，以提高对供应商的议价能力，同时自建的上游鸡肉产能已经全部达产进行自供。另外，在中美猪肉价差持续存在的情况下，公司 2017 年将进一步扩大美国猪肉的进口量。期待公司 2017 年的下游肉制品盈利能力改善，预计明年全年万洲国际下游肉制品业务经营利润率提升 3 个百分点。

史密斯菲尔德 2017 年销售收入规模预计维持和今年持平，但美国业务盈利的改善在 2017 年有望持续，在“一个史密斯菲尔德”的策略导向下，劳动效率和经营管理效率有望进一步提升，美国及欧洲业务 2017 年经营利润率全年有望同比提升 1 个百分点。

维持公司 7.9 港元目标价，重申买入评级

我们预估公司 2016/2017 年分别实现销售收入分别同比增长 6.1%、2.8% 达到 224.9 亿元/231.2 亿元，两年净利润分别同比增长 25% 和 8.4%，公司 2015-2018 年净利

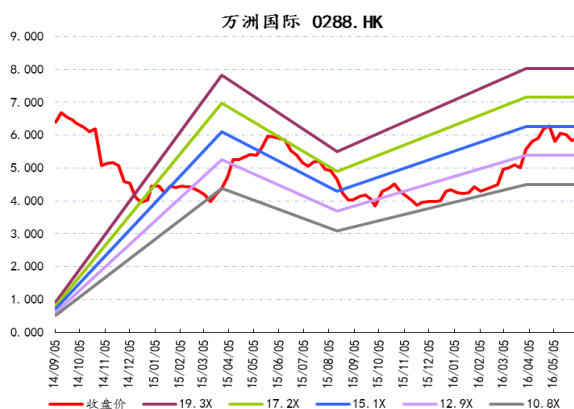
润复合增速为 13.9%。我们维持给予公司目标价 7.9 港元，对应 2016/17 年 PE15.3x/14.1x，目前股价对应目标价具备 15% 上升空间，维持买入评级。

表 1、公司盈利预测

(美元: 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
生猪养殖	990	763	920	967
同比增长	68.7%	-22.9%	20.7%	5.1%
中国生猪养殖	9	11	10	10
美国&国际生猪养殖	981	867	911	957
生鲜猪肉	8,591	9,203	8,678	9,028
同比增长	-8.3%	7.1%	-5.7%	4.0%
中国生鲜肉	3,344	4,142	3,789	4,050
美国&国际生鲜肉	5,247	5,061	4,889	4,977
肉制品	11,240	12,110	13,091	13,595
同比增长	-5.4%	7.7%	8.1%	3.9%
中国肉制品	3,559	3,862	4,761	5,099
美国&国际肉制品	7,681	8,248	8,330	8,496
其他	388	419	432	445
中国其他业务	175	194	200	206
美国&国际其他业务	213	225	232	239
收入合计	21,209	22,495	23,122	24,035
同比增长	-4.6%	6.1%	2.8%	3.9%
经营利润率	2015	2016F	2017F	2018F
生猪养殖	5.5%	0.2%	4.3%	4.7%
美国&国际	3.7%	-3.9%	2.4%	2.7%
生鲜肉	2.6%	3.4%	2.0%	2.1%
中国	2.4%	1.0%	1.9%	2.0%
美国&国际	2.8%	5.4%	2.1%	2.3%
肉制品	13.3%	13.2%	16.2%	16.5%
中国	22.0%	23.7%	24.2%	24.6%
美国&国际	9.3%	8.3%	11.7%	11.7%
整体经营利润率	7.3%	7.6%	9.2%	9.4%
销售及管理费用	2,523	2,715	2,890	3,004
销售管理费用占收入比	11.9%	12.1%	12.5%	12.5%
净利润	786	981	1,064	1,160
同比增长	2.6%	24.9%	8.4%	9.1%
净利率	3.7%	4.4%	4.6%	4.8%
EPS (美元/股)	0.058	0.067	0.073	0.079

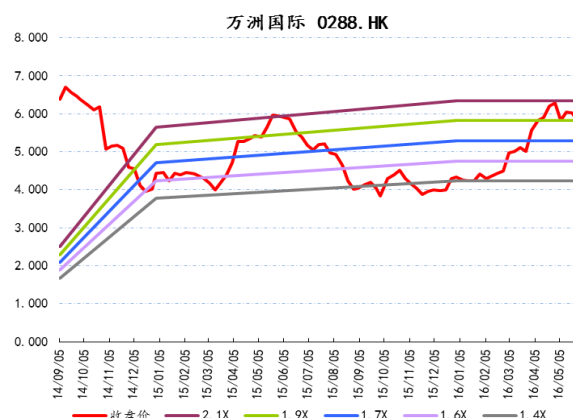
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 3、P/E Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 4、P/B Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

4. 3Q16 双汇发展业绩说明会问答

Q1: 前九个月的鲜冻肉（生鲜肉）和肉制品的量分开来情况如何？

前九个月公司生鲜肉销量一共是 97.5 万吨，同比增长 19.1%，肉制品是 120.2 万吨，同比增长 2.1%。其中三季度肉制品的量略有下降，同比下降 0.6%，生鲜品销售量三季度同比增长 14.1%。

Q2: 下游肉制品这块，高温和低温肉的增长情况分别如何？公司双汇自己的低温产品和 smith 产品的销售情况如何？smith 这边以目前的销售情况来看，年底能达到多少的产能利用率？

1-3 季度，低温产品的产品结构同比略有上升，其中纯低温产品的发展比较迅速，增幅比较，四季度我们将继续加快上低温策略，争取到年底低温产品结构会有一个增长，我们中长期目标，市场规模希望低温产品达到 50% 左右的比例。关于 smith 产品的问题，截至到 9 月底我们已经在全国 3800 家商超，5500+ 便利店，高端渠道定点销售，我们下一步是加强餐饮渠道和团购渠道的开发，同时重点在商超专区专柜以及便利店占据市场，并且拓展餐饮渠道和团购渠道的开发，希望在新渠道上有一个新的增量，目前 smith 在直辖市、省会城市以及重点城市表现还是比较好的。6 月份在全国大概 15 个城市的大卖场调查分析显示，我们双汇品牌销售第一，smith 品牌销售第三，smith 的产品推广还可以，基本上达到了预期。

Q3: 三季度的肉制品销售单价环比有所上升，如果现在往四季度以及明年一季度来看，我们给经销商的补贴会是怎么样的，是否会保持现在的状态？

三季度我们体现在账面上的价格与二季度比是有一个上升,大概有 500 元的上升,这里边有两个因素:一个是部分产品的终端销价做了一定的调整,一个月反映到总体金额上有 1000-1500 万;第二个是二季度未来帮助部分区域部分渠道的经销商处理前期库存,给他销售的区域价格适当多了一点,三季度这个因素有一定的减弱,所以说三季度的价格相比于二季度和上半年有一定提升,展望四季度价格会保持平稳,因为我们的终端价预计至少在今年从目前情况看是相对稳定的价格。

Q4: 三季度肉制品的营业利润率年对年的下滑是高于二季度的,当然我们能理解整体成本还是在高位,但是猪价的绝对平均成本实际上比二季度要低,所以我想请问一下三季度肉制品的营业利润率比二季度还更低的具体原因是什么?

经营利润率三季度同比下降,主要是成本的影响,猪价在三季度是成一个下降趋势,但是公司生鲜品分部的利润在三季度同比和环比都有大幅增长,环比增长了 45%,同比增长 73%,这个说明随着猪价的下降,肉价降得相对慢一点,肉价降得慢一点对生鲜品是一个好事,但是对于肉制品的成本就没有实现同比例下降,另外加上肉制品有一部分前期的二季度末的生鲜肉的原料库存,成本也比较高,所以三季度猪价下降对肉制品、猪肉原料的下降来说影响没有体现出来,这一块应该在四季度体现会明显一些。另外一个,我们的鸡肉的成本,三季度较二季度有一定的上涨,主要体现在 7 月份,8、9 月份基本上稳中略降,但是总体成本来说三季度较二季度有一定的上升,再加上去年的成本是比较低的,所以这几个原因就造成了营业利润率有所下降。

Q5: 前九个月、三季度具体进口多少吨?直接用于外销和肉制品的生产的各有多少吨?

前期半年报和去年年报的时候,我们传递过这样的信息,2016 年我们的进口贸易要做到 30 万吨,前三个季度我们做到了 22 万多吨,今年 30 万吨的目标应该能够实现,而且我们展望 2017 年进口贸易会做的更大做得更多,会保证持续的进展。而关于多少进口肉用于肉制品的生产,一个是我们进口的品种是否对接,我们需要肉、肥膘、猪皮,我们的生产需要美国能否跟上;第二个我们要考虑综合我们的屠宰业(生鲜品)和肉制品这两个产业的价值最大化,因为我们的屠宰业也会产生很多的肉、肥膘、猪皮这些东西,如果我们把它卖到市场价格会很低,所以我们把它们转化为原料来消化。总的来说,考虑两个问题,一个是美国的供应能力问题,品种对接问题,另一个是我们自身产的猪的原料,一些低价值的,需要

肉制品来拉动，所以我们会综合考虑两个产业价值最大化的问题。我们自己的原料也会用一部分，尤其是一些碎，碎的肥膘，这个价格很低，但是用到肉制品作为原料和肥膘是一样的，所以我们就自己用掉了，另外我们进口大体上是肉类和膘类，还有就是猪副产品类，猪副产品我们内部是没法作为原料来消化的，所以直接推向市场销售，只有进口的肉、肥膘和皮我们会用，我们会结合肉制品的生产消耗情况，既平衡好进口原料又平衡好自己的原料，追求价值最大化来使用的，总体来说管理层就是这样考虑的。

Q6: 如果看第三季度的分部利润，生鲜部的利润率比较高，肉制品利润三季度是同比降的，这两个降幅和升幅差别比较大，是不是因为我们有些进口肉是直接卖出去？能不能分析一下三季度进口美国猪肉的量有多少，多少是用于下游的，全年量的目标实现程度有没有困难？美国猪价的下行对我国 2017 年的进口量有什么展望？

分季度的利润三季度生鲜品是同比环比都有较大增长，肉制品环比是略有增长，同比是有所下降，进口产品我们有一部分是直接向市场上销售，而且直接向市场上销售的比例从量上来说是大于转到肉制品上做原料的比例，这个是受产品结构的限制和影响；另外有一部分产品是不适合做肉制品的原料的我们也会直接向市场上销售；还有一个做肉制品原料和向市场上销售哪一种方式对公司更有利，我们会选择哪一种方式；另外一个进口肉的内转和外销公司会按照有利于公司价值最大化的原则来统筹安排，因为我们的进口肉是有专门的外贸部门和生鲜品实业部来统一进行运作。

从现在来看内转的量的比例比外销的比例要小一些，全年规划的进口肉的量从现在来看应该会达到年初的目标。

而明年的情况来看，明年美国和中国的猪价应该都会下降，但是这两者之间的价差仍然是非常大的，仍然对进口肉包括一些猪的副产品存在价差，是有一定的经济性的，所以我们明年的进口量会在今年的基础上有一个增长，会有持续的增长。

Q7: 关于进口肉的使用上，按生鲜来卖的比例大于自用的比例，是因为我们在国内的 smith 产量产能的问题、销售端的问题，还是说进口产品结构的问题（更多地进口一些副产品动物内脏）？

这两个原因应该说都有，肉制品需要的原料，包括肥膘、猪皮等各方面原来和进口产品结构并不是完全对接的，另外进口产品也会面向中国的整个生鲜品市场和

市场需求来进行对接，当然副产品这一块也是一个原因之一。

Q8: 鸡肉对肉制品成本的影响有多大？鸡肉成本当前有个迅速的上升，管理层如何应对这个情况？从成本来看，三季度成本较二季度上升，营业利润率有所下降，鸡肉的影响要如何应对？

肉制品的成本包括猪肉成本、鸡肉成本、牛肉成本以及其它蛋白、淀粉、包装材料等成本，核算中全部列入肉制品成本，猪肉和鸡肉都是比较重要的成本组成，但是每种产品的含量产别比较大，这个公司的商业秘密，具体比例不方便说，可以确切地说，猪肉和鸡肉对公司的影响都是比较大的，为了应对鸡肉价格的上涨，公司采取了一系列的措施，比如库存增加等来控制当期成本，同时增加库存也提高了公司在采购市场的谈判和议价能力，另外对我们的客户实现战略合作，对不同原料进行差别化管理等一系列措施，另外我们会在生产旺季到来之前保持一个充足的库存，来保证旺季的供应和提高公司价格谈判能力。在未来不排除公司对鸡上游产业链进一步扩大，增加自己的供应，从去年以来，我们自己自繁自养的5000万只鸡的生产线，今年已经满负荷生产了，当然这还远远不够，所以我们会适当扩大自己的供应。

加工肉制品的主导原料主要是两大类，一类是猪肉一类是鸡肉，这是国际惯例，欧美国家也是如此，那么如何应对鸡肉价格上涨，一共有以下几个方面：1) 自己有5000万只的养殖、孵化、屠宰规模，每年生产的鸡肉在按照我们的发展规划不断扩大，产出来之后我们可以自己用；2) 增加库存，来应对未来的变化；3) 技术上的研究，把鸡肉价格和美国猪价对比，如果鸡肉价格高于美国猪肉价格，我们宁愿用美国猪肉不用鸡肉，我们在做原料置换的研究；4) 我们也正在和巴西、阿根廷、美国以及欧洲一些国家联系，有必要的时候会进口国外的鸡肉过来应对国内鸡肉价格的上升。

Q9: 双汇的5000万只鸡，占总体用量比例大概多少？

这个比例涉及到产品配方隐私，这个比例有一个调控空间，我们明年可以满负荷生产，可以养5000万只，宰5000万只，我们可以将外部渠道全部掐断，全部内转，也可以保持一部分外部市场，内转我们有充分空间，我们会竭尽全力降低成本，实现稳健发展。

Q10: 10 月份猪价跌破 18 元/公斤，中国生猪存栏量并没有出现预期不足，接下来猪价会保持低位运行还是会出现小幅度上升？

根据我们的调研来看，总体来讲四季度和明年猪价下降，根据大周期，根据我们的市场调研，新增的存栏量在持续上升，从大周期来看，今年四季度和明年全年整体下降，今年下半年，降幅比我们的预期还要快一些，今年一直到明年年底会有一个明显的下滑。

Q11: 管理层有怎样的估计，肉制品下游的吨净利会是什么样的水平（今年是 3000-3100 的水平）？

中国猪价是一个很敏感的话题，今年的生猪价格在 18 元/公斤以上，同比去年增长 20% 左右，一些券商或者证券公司说中国生猪的存栏量在下降或者说没有明显增长，但是从我们掌握的信息来看，中国生猪的存栏量和出栏量都是增加的，从全球角度考虑，美国的猪价当前是很低的，预测明年会保持低价位，尽管会有人民币贬值的影响，但是从美国进口猪肉的量仍然不小，这样来看明年猪价一定是波动下降的，我们也期盼明年猪价相对今年有 10%-20% 的下降，这是我们对猪价初步的判断。

肉制品的盈利水平的问题，加工肉制品的原料有的是猪肉有的是鸡肉，明年猪价原料应该是下降的，这是对肉制品有利的，如果进口猪肉价格低于国内价格，我们还会大量使用进口原料，鸡肉原料我们会通过各种办法来控制其价格变化对我们成本的影响，我们希望把这种影响掌握在我们的可控范围内，所以明年肉制品的盈利水平和今年相比应该是相对稳定的，当然我们希望它有所上升，我们也在相关措施。

Q12: 四季度成本会持续往下走，所以对四季度的营业利润率有什么展望，是否会优于三季度？

关于四季度的利润率，我们认为肉制品的利润率会保持基本平稳，生鲜品会有进一步提升，总体公司的营业利润率会稳定并且略有增长。

Q13: 肉制品的利润率预计四季度会保持平稳，是指跟去年同比平稳还是今年三季度环比平稳？

是指与三季度相比环比稳定。

Q14: 四季度量的增长规划如何, 是否会比三季度有提速可能? 最早公司管理层的目标是实现 10%左右, 前面九个月实现了 5%, 所以最后一个季度是不是压力比较大?

总体的量的问题, 关于肉制品, 肉制品三季度的量表现的不是很理想, 略有下降, 这样的话全年达到预期目标有比较大的苦难, 但是全年保持正增长应该没有问题, 包括四季度, 通过公司的努力, 改变三季度销量下滑的趋势, 实现同比正增长, 公司是有信心的, 这样全年能实现一个小个位数的增长; 对于生鲜品, 四季度的量与去年同比我们有信心实现增长, 当然生鲜品今年的屠宰量和销售量差异比较大, 我在这里做一个解释: 从累计上来看, 屠宰量下降了 0.6%, 但是生鲜品的销量增长了将近 20%, 一个是今年的投均重大, 第二个是库存下降, 第三个是内端占比小了外销占比大了, 第四个是从国外进口肉的市场开拓和销售, 这四个原因解释了生鲜品销量增长的幅度大于屠宰量增长的幅度。所以在四季度还是会有这样的趋势, 就是销售量的增长会大于屠宰量的增长, 屠宰量在三季度是有一个略微的下降, 在四季度我们会通过努力实现正的增长, 而销售量仍然会保持两位数以上的增长。

Q15: 关于肉制品销量的预测, 2015 年上半年曾经预测 2016 年下半年开始肉制品会出现量的复苏, 现在情况与预测非常契合, 随着双汇产品结构的到位, smith 放量, 能否预测一下 2017 年肉制品销量的增长应该是什么样的水平?

16 年三季度销量下降的原因, 下降主要在 7 月份, 湖南湖北安徽江西出现了严重自然灾害, 造成产品运输比较困难, 也影响了终端销售, 另外是经济下行, 所以三季度销量稍微出现下滑, 下滑了 0.6%, 但是 16 年仍然会保持增长; 而 17 年我们预测仍然会保持增加, 我们会通过以下措施: 1、稳高温: 主推主导产品; 适当稳定普通类产品价格, 确保普通产品价格不下降; 大力推进县乡市场, 这是新的市场增多长点, 县乡市场消费水准提高; 2、上低温: 迎合区域产品消费; 3、休闲产品更休闲: 通过市场调研, 现在无论是商超还是各种小便利店, 不知不觉休闲产品已经成规模了, 销量在增长, 四季度和明年休闲产品更休闲将形成新的增长点; 4、中式产品工业化, 将传统的肉制品等通过工业化去提高销量。通过这四个方向, 保证明年的肉制品保持增长。

由于当前中国经济下行压力仍然比较大, 消费市场疲弱、整体需求不旺、购买力微弱, 当前我们确实面临比较大的挑战。但是从去年开始, 我们一直在调整产品

结构，让产品更加接近中国市场接近消费，通过结构调整实现市场突破。我们有 8 大技术中心，今年 6 月份，我们做了好几个改革，使产品更加贴近市场，贴近当地消费，他们已经开发出了 100 多个产品，已经上市的有 5、60 个产品。我们会继续开发更多新产品，来实现产品的调整，我们产品结构主要有两个方向：一是高温向低温转移，跟国际市场接轨；而是高温向休闲食品转移，这是跟中国市场接轨。所以我们要做大低温，包括美式、西式以及传统产品，我们有技术、网络、市场、设备以及遍布全国的工业基地，我们会加大力度、加快速度来完成产品结构调整过度，尽管我们面临很大困难，但是我们同比去年还是保持增长。2017 年，我们的产品结构调整会有所体现，我们也争取用最短的时间完成调整，所以我们有信心保持增长。

Q16: 明年在下游的屠宰量和生销量的比例还是去按照既定目标去挑战还是会有更激进的想法？

关于生鲜品的销售问题，明年猪价降，肉价降，消费的潜力会释放出来，明年的市场要比今年好操作一些，我们会提高屠宰业的集中度，提高双汇的话语权，我们有很多创新工作，我们想和国际卖方、中国的连锁超市、地方的连锁超市，进行战略合作，就双汇一个品牌来销售，包场销售，希望把销售品牌的冷鲜肉在中国市场有个大的突破，同时我们也不会放弃农贸市场、团购、电商等渠道的努力，所以希望明年能实现规模上的较大提升。在中国毛猪少的情况下，我们确实很难实现规模大的提升，所以我们有时候牺牲屠宰量有时候牺牲盈利水平，我们会根据情况调整。总体来看，明年中国猪价下降是必然的，一个进口不减少，一个中国毛猪量在增加，所以明年对屠宰业是有利的，我们正在为明年的工作做准备，我们希望明年能有量和利润的突破。

5. 风险提示:

- 食品安全问题
- 出现瘟疫疾病的风险
- 中国及美国猪肉价格及农产品价格的超预期剧烈波动
- 人民币超预期贬值风险
- 国际贸易政策风险

跟踪报告

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,213	5,415	5,529	5,786	营业收入	21,209	22,495	23,122	24,035
货币资金	1,125	1,330	1,543	1,832	营业成本	17,129	18,066	18,224	18,892
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	4,080	4,429	4,898	5,143
应收账款	968	914	840	779	销售费用	1,783	2,140	2,354	2,471
其他应收款	243	292	306	321	管理费用	740	576	537	533
存货	1,748	1,844	1,860	1,928	其他经营费用	1	-	-	-
非流动资产	9,088	9,333	9,593	9,870	营业利润	1,556	1,714	2,007	2,139
可供出售金融资产	-	-	-	-	利息支出	219	241	265	238
长期股权投资	-	-	-	-	利息收入	12	13	15	16
投资性房地产	185	191	196	202	权益性投资损益	14	15	15	16
固定资产净值	4,195	4,405	4,625	4,856	非经营性损益	-89	135	-	-
商誉及无形资产	3,516	3,482	3,448	3,415	非经常项目损益	-10	-10	-10	-10
土地使用权	694	708	721	734	利润总额	1,302	1,626	1,762	1,922
其他非流动资产	498	548	603	663	所得税	307	384	416	454
资产总计	14,301	14,748	15,122	15,656	净利润	786	981	1,064	1,160
流动负债	2,859	2,988	3,102	3,248	少数股东损益	209	261	283	308
短期借款及长期借款到期	607	625	644	663	归属母公司净利润	786	981	1,064	1,160
应付票据及账款	812	856	864	896	EPS(元)	0.058	0.067	0.073	0.079
应缴税金	44	384	416	454					
其他流动资产	1,370	1,096	1,151	1,208					
非流动负债	4,739	4,809	4,883	4,961	主要财务比率				
长期借款	3,331	3,331	3,331	3,331	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
其他	1,408	1,478	1,552	1,630	成长性(%)				
负债合计	7,598	7,797	7,985	8,209	营业收入增长率	-4.65%	6.06%	2.79%	3.95%
股本	14,648	14,648	14,648	14,648	营业利润增长率	56.54%	10.16%	17.12%	6.53%
资本公积	2,902	1,161	464	186	净利润增长率	2.61%	24.86%	8.39%	9.07%
未分配利润	2,139	2,160	2,182	2,204	盈利能力(%)				
少数股东权益	940	1,201	1,484	1,792	毛利率	19.24%	19.69%	21.18%	21.40%
股东权益合计	6,703	6,950	7,137	7,446	净利率	3.71%	4.36%	4.60%	4.83%
负债及权益合计	14,301	14,748	15,122	15,656	ROE	11.73%	14.12%	14.90%	15.58%
					偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	53.13%	52.87%	52.80%	52.44%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	流动比率	1.82	1.81	1.78	1.78
净利润	786	981	1,064	1,160	速动比率	1.21	1.20	1.18	1.19
折旧和摊销	391	821	862	905	营运能力(次)				
营运资金的变动	191	54	74	60	资产周转率	1.46	1.55	1.55	1.56
出售固定资产收到现金	9	8	7	7	存货周转率	9.39	10.06	9.84	9.98
资本性支出	737	590	619	650	每股资料(元)				
投资损失	-188	-150	-75	-38	每股收益	0.058	0.067	0.073	0.079
债务增加	2,347	2,112	2,218	2,329	每股经营现金	0.11	0.15	0.14	0.15
债务减少	3,091	3,400	3,060	3,213	每股净资产	0.39	0.39	0.39	0.39
支付股利合计	-	275	298	325	估值比率(倍)				
经营活动产生现金流量	1,613	2,223	2,064	2,201	PE	15.36	13.19	12.17	11.15
投资活动产生现金流量	-514	-426	-681	-675	PB	2.25	2.25	2.29	2.29
融资活动产生现金流量	-901	-1,562	-1,140	-1,209					
现金净变动	167	205	213	289					
现金的期初余额	958	1,125	1,330	1,543					
现金的期末余额	1,125	1,330	1,543	1,832					

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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。

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 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。