

慷慨分红，看好公司16年增长

——双汇发展（000895）2015年财报点评

2016年03月30日

强烈推荐/维持

双汇发展

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

事件:

公司2015年营业收入446.97亿元,同比下降2.19%,归属上市公司股东净利润42.56亿元,同比增长5.34%,扣非后归属上市公司股东净利润39.27亿元,同比增长4.9%,EPS1.29元,2015年利润分配预案为每10股派发12.5元(含税)现金股利。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入(百万元)	10,801	12,111	12,542	9,931	10,423	11,850	12,492
增长率(%)	1.91%	-0.69%	0.75%	-3.04%	-3.50%	-2.15%	-0.40%
毛利率(%)	21.48%	19.25%	17.45%	20.84%	22.13%	21.02%	19.33%
期间费用率(%)	8.98%	8.83%	8.28%	8.63%	9.23%	8.39%	7.33%
营业利润率(%)	12.83%	10.46%	9.00%	11.89%	13.10%	12.28%	11.28%
净利润(百万元)	1,169	1,012	912	950	1,105	1,182	1,180
增长率(%)	18.71%	-15.84%	-15.53%	-15.38%	-5.48%	16.79%	29.36%
每股盈利(季度,元)	0.51	0.44	0.4	0.42	0.32	0.34	0.34
资产负债率(%)	20.94%	22.20%	25.58%	22.91%	28.15%	26.78%	22.71%
净资产收益率(%)	8.69%	6.90%	5.84%	5.76%	6.87%	7.55%	7.01%
总资产收益率(%)	6.12%	5.37%	4.37%	4.29%	5.08%	5.41%	5.20%

观点:

- 公司2015年四季度营业收入124.92亿元,同比下降0.4%,归属上市公司股东净利润11.36亿元,同比增长29.53%,高于全年净利润增速。从公司全年各季度收入和利润情况来看,公司呈现前低后高走势,全年各季度收入分别环比增长-20.81%、4.95%、13.7%、5.41%,归属上市公司股东净利润分别环比增长4.95%、15.33%、7.01%、-0.02%,下半年收入和净利润好于上半年,实现全年净利润同比正增长。
- 2015年,分产品来看,在肉制品方面,公司肉制品产品158.9万吨,同比下降5.85%,销量158.34万吨,同比下降8.33%,从公司年报披露的数据来看,公司本期吨肉制品收入略低于同期水平。从全年来看,公司下半年肉制品的产销情况略好于上半年,但是由于国内消费较为疲弱,且年内猪肉价格上涨较快,部分抑制了需求,公司肉制品的产销据年初目标差距较大。公司本期肉制品收入为226.39亿元,同比下

降10.14%，占收入比重下降5.71个百分点，其中高温肉制品收入为142.53亿元，同比下降9.92%，占收入比重下降3.51个百分点，低温肉制品收入为83.86亿元，同比下降10.51%，占收入比重下降2.21个百分点，在肉制品收入方面，我们预计随着公司新品的投放，公司肉制品收入在2016年将会部分好转，另外，公司的郑州双汇美式工厂已于15年12月中期投产，主要生产高档低温产品，品牌、原料、工艺、技术全部来自美国，加速公司产品结构调整和转型升级。在屠宰业务方面，公司本期屠宰生猪1239万头，较同期下降17.46%，从全年来看，公司下半年屠宰量基本与上半年持平，从头均收入来看，较同期增长27.02%，生鲜品收入为244.44亿元，同比增长4.85%，占收入比重增加2.53个百分点。从公司各类产品的收入占比情况来看，公司逐步落实“调结构、促转型”的战略，逐步“由高温向低温转变、由食品向食材转变”。

- 2015年，公司整体毛利率20.77%，较同期增加0.84个百分点，公司肉制品毛利率为31.37%，较同期增加5.22个百分点，其中高温肉制品毛利率为31.67%，较同期增加5.68个百分点，低温肉制品毛利率为30.85%，较同期增加5.26个百分点，我们认为公司肉制品毛利率增加主要在于公司低价进口原材料，预计随着公司16年猪肉进口量的增加，以及产品结构的调整，虽然国内猪肉价格上涨对公司成本形成一定压力，但是公司的低价进口将会在一定程度进行对冲，另外，与国内其他肉制品公司相比，公司的低价进口将会进一步提升公司的竞争力。公司屠宰业务毛利率为7.31%，较同期下降2.25个百分点，由于生猪价格上涨的原因，公司屠宰业务毛利率出现部分下滑。
- 2015年公司销售费用较同期下降7.08%，销售费用率为5.14%，较同期减少0.27个百分点，“建网络、扩渠道”仍是公司的主要战略，公司将在商超、餐饮、农贸、自建、电商等7个主要渠道扩大网络渠道。本期公司管理费用同比下降5.3%，管理费用率为3.21%，较同期减少0.11个百分点，期间费用率为8.35%，较同期减少0.3个百分点，显示公司良好的费用管控能力。

结论：

我们预计公司2016-2018年营业收入分别为474.2亿元、511.45亿元、557.9亿元，归属上市公司股东净利润分别为44.28亿元、47.95亿元、52.86亿元，对应EPS1.34元、1.45元、1.6元，对应PE16X、14X、13X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	8,531	8,916	12,386	15,619	19,041	营业收入	45,696	44,697	47,420	51,145	55,790
货币资金	2,929	2,427	5,510	8,242	11,078	营业成本	36,589	35,413	37,481	40,413	44,017
应收账款	129	132	130	140	153	营业税金及附加	189	190	198	209	224
其他应收款	80	53	56	61	66	营业费用	2,474	2,299	2,442	2,639	2,884
预付款项	80	77	264	466	686	管理费用	1,515	1,435	1,517	1,632	1,774
存货	3,720	3,385	3,594	3,875	4,221	财务费用	-39	-4	-22	-69	-96
其他流动资产	1,500	2,806	2,806	2,806	2,806	资产减值损失	9	109	0	0	0
非流动资产合计	13,452	13,969	12,332	10,741	9,149	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	162	162	162	162	162	投资净收益	150	156	65	30	20
固定资产	11,196	11,776	11,007	9,523	8,039	营业利润	5,109	5,410	5,868	6,350	7,008
无形资产	1,083	1,074	967	859	752	营业外收入	279	289	30	30	30
其他非流动资产	109	45	0	0	0	营业外支出	15	24	15	10	15
资产总计	21,982	22,884	24,719	26,360	28,190	利润总额	5,373	5,675	5,883	6,370	7,023
流动负债合计	5,569	5,119	5,046	5,554	6,136	所得税	1,157	1,259	1,294	1,401	1,545
短期借款	299	600	0	0	0	净利润	4,215	4,416	4,588	4,969	5,478
应付账款	3,365	2,314	2,567	2,768	3,015	少数股东损益	176	161	161	174	192
预收款项	453	636	921	1,228	1,562	归属母公司净利润	4,040	4,256	4,428	4,795	5,286
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	6,773	7,297	7,438	7,873	8,503
非流动负债合计	52	79	6	6	6	BPS (元)	1.84	1.29	1.34	1.45	1.60
长期借款	6	6	6	6	6	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	5,622	5,198	5,052	5,560	6,142	成长能力					
少数股东权益	858	894	1,055	1,229	1,420	营业收入增长	1.66%	-2.19%	6.09%	7.86%	9.08%
实收资本(或股本)	2,201	3,301	3,301	3,301	3,301	营业利润增长	3.71%	5.90%	8.46%	8.23%	10.36%
资本公积	2,672	1,730	2,608	2,608	2,608	归属于母公司净利润	4.71%	5.34%	4.05%	8.29%	10.25%
未分配利润	9,220	9,929	9,708	9,468	9,204	获利能力					
归属母公司股东权	15,503	16,792	18,556	19,515	20,572	毛利率(%)	19.93%	20.77%	68.91%	69.90%	70.43%
负债和所有者权	21,982	22,884	24,662	26,303	28,134	净利率(%)	9.23%	9.88%	9.68%	9.72%	9.82%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	6.86%	18.38%	18.60%	17.91%	18.19%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	26.06%	25.34%	23.86%	24.57%	25.70%	
经营活动现金流	4,712	5,766	6,214	6,470	6,949	营运能力					
净利润	4,215	4,416	4,588	4,969	5,478	总资产周转率	2.19	1.99	1.99	2.01	2.05
折旧摊销	1,704	1,891	0	1,592	1,592	应收账款周转率	282	342	362	379	381
财务费用	-39	-4	-22	-69	-96	应付账款周转率	16.39	15.74	19.43	19.17	19.30
应收账款减少	0	0	2	-10	-13	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	285	307	335	每股收益(最新摊薄)	1.84	1.29	1.34	1.45	1.60
投资活动现金流	-2,241	-3,289	112	30	20	每股净现金流(最新)	-0.42	-0.15	0.93	0.83	0.86
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.05	5.09	5.62	5.91	6.23
长期股权投资减少	0	0	2	0	0	估值比率					
投资收益	150	156	65	30	20	P/E	11.38	16.20	15.57	14.38	13.04
筹资活动现金流	-3,385	-2,970	-3,243	-3,767	-4,132	P/B	2.97	4.11	3.72	3.53	3.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.40	9.20	8.53	7.71	6.81
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	1,100	0	0	0						
资本公积增加	307	-942	878	0	0						
现金净增加额	-914	-493	3,083	2,733	2,836						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 4 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我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。我们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。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。