

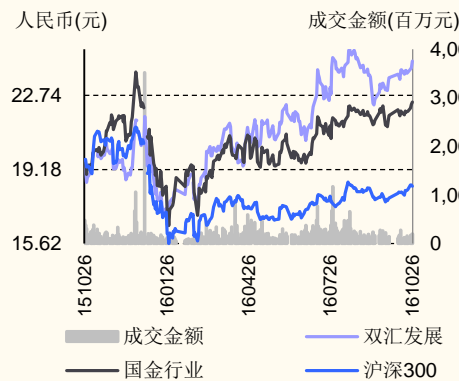
市场价格(人民币): 24.39元

屠宰端增速明显, 期待猪价下行盈利提升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,299.02
总市值(百万元)	80,476.23
年内股价最高最低(元)	24.95/16.51
沪深300指数	3354.80
深证成指	10817.51



相关报告

- 《进口肉替代效应明显, 经营效率提升降费用-双汇发展公司点评》, 2016.8.17
- 《生鲜发力提收入, 效率提升促利润-双汇发展公司点评》, 2016.4.29
- 《调结构推美式, 看新品和屠宰齐发力-双汇发展公司点评》, 2016.3.30
- 《美式新品发力, 积极转型增盈利-双汇发展公司点评》, 2015.12.23
- 《业绩逐季改善, 期待来年加速回暖-双汇发展业绩点评》, 2015.10.30

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.836	1.289	1.354	1.527	1.784
每股净资产(元)	7.05	5.09	5.36	5.66	6.02
每股经营性现金流(元)	2.14	1.75	1.04	1.78	2.07
市盈率(倍)	17.19	15.83	18.39	16.31	13.96
行业优化市盈率(倍)	124.34	167.23	159.17	159.17	159.17
净利润增长率(%)	4.71%	5.34%	5.01%	12.74%	16.90%
净资产收益率(%)	26.06%	25.34%	25.27%	26.95%	29.64%
总股本(百万股)	2,200.58	3,300.87	3,300.87	3,300.87	3,300.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 双汇发展 2016 年前三季度共录得收入 383.5 亿元, 同比+19%, 归母净利录得 32.8 亿元, 同比+5.06%, 其中 Q3 单季录得收入 128.3 亿元, 同比+8.23%, 归母净利录得 11.25 亿元, 同比-0.96%, 主要是由于肉制品盈利的同比下滑, 整体业绩符合预期。

经营分析

■ 屠宰量同比下滑, 进口猪肉替代部分生鲜冻品销量: 前三季度公司共屠宰生猪 892.5 万头, 同比略有下滑, 其中三季度单季屠宰生猪 271 万头, 同比-2%, 主要还是由于公司主动控制了部分屠宰产能, 在保持公司利益最大化的基础上, 用进口替代了部分外销量。公司前三季共销售生鲜冻肉 97.5 万吨, 同比+19%, Q3 单季销售生鲜冻肉 31.5 万吨, 同比+14.1%。生鲜冻品业绩超预期。

■ 生鲜冻品利润持续回升: 生鲜冻品前三季录得净收入 205 亿元, 同比+42.5%, 其中 Q3 单季生鲜冻品录得收入 75.3 亿元, 同比+20%左右。得益于三季度生猪价格的下降幅度超过猪肉价格的降幅, 以及美国低价猪肉的部分替代, 3 季度生鲜肉的利润环比+45%, 同比+73%, 利润率持续回升。

■ 肉制品利润小幅下滑: 公司前三季肉制品销量 120.2 万吨, 同比+2.1%, Q3 单季出现了小幅下滑, 主要原因是由于 7 月部分地区洪水爆发影响了肉制品的销量。Q3 肉制品单价环比止跌回升, 但因销量疲软以及 2 季度末的高价库存, 单季吨利同比环比均出现下降。肉制品业绩略低于预期。

■ 展望 2017 年, 我们认为屠宰端将收益于猪价下行周期, 屠宰量有望恢复高个位数增长, 产量增加的同时利润率也将提升明显, 同时公司预计美国的猪肉来年将继续保持低价, 在补充部分生鲜冻品的同时, 提高利润率。肉制品方面, 今年公司深化肉制品结构转型, 销量压力较大。我们期待 2017 年公司“稳高温、上低温”的战略能稳定销量, 同时低温肉制品销量的增速提升, 而成本端, 公司来年将受益于猪肉价格下行和进口猪肉带来的成本红利, 同时通过储备、扩上游及进口等积极方式对冲鸡肉价格上涨带来的压力。我们预计 17 年肉制品吨利将稳中略升。

投资建议

■ 我们预计 2016-2017 年双汇发展收入 521 亿/566 亿, 净利润 44.68 亿/50.38 亿, 对应 EPS 1.354 元/1.527 元, 公司目前股价对应 2017 年 PE 16X, 我们维持“买入”评级。

申晟

联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭

分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

图表 1: 财务预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	44,950	45,696	44,697	52,112	56,641	61,848
增长率		1.7%	-2.2%	16.6%	8.7%	9.2%
主营业务成本	-36,216	-36,589	-35,413	-42,125	-45,557	-49,181
% 销售收入	80.6%	80.1%	79.2%	80.8%	80.4%	79.5%
毛利	8,734	9,107	9,283	9,987	11,084	12,667
% 销售收入	19.4%	19.9%	20.8%	19.2%	19.6%	20.5%
营业税金及附加	-190	-189	-190	-235	-255	-278
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,364	-2,474	-2,299	-2,606	-2,889	-3,216
% 销售收入	5.3%	5.4%	5.1%	5.0%	5.1%	5.2%
管理费用	-1,353	-1,515	-1,435	-1,563	-1,699	-1,855
% 销售收入	3.0%	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	4,827	4,928	5,359	5,583	6,241	7,317
% 销售收入	10.7%	10.8%	12.0%	10.7%	11.0%	11.8%
财务费用	44	39	4	37	40	63
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-27	-9	-109	-85	-3	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	81	150	156	160	176	194
% 税前利润	1.6%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
营业利润	4,926	5,109	5,410	5,696	6,455	7,591
营业利润率	11.0%	11.2%	12.1%	10.9%	11.4%	12.3%
营业外收支	222	264	265	265	265	265
税前利润	5,148	5,373	5,675	5,961	6,720	7,856
利润率	11.5%	11.8%	12.7%	11.4%	11.9%	12.7%
所得税	-1,078	-1,157	-1,259	-1,323	-1,492	-1,744
所得税率	21.0%	21.5%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
净利润	4,069	4,215	4,416	4,637	5,228	6,112
少数股东损益	211	176	161	169	190	223
归属于母公司的净利	3,858	4,040	4,256	4,468	5,038	5,889
净利率	8.6%	8.8%	9.5%	8.6%	8.9%	9.5%

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	4,069	4,215	4,416	4,637	5,228	6,112
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	680	692	989	986	990	1,056
非经营收益	-59	-80	-133	-413	-441	-458
营运资金变动	-821	-115	494	-1,794	109	123
经营活动现金净流	3,869	4,712	5,766	3,417	5,887	6,832
资本开支	-1,335	-2,483	-2,233	-1,162	-1,235	-1,235
投资	-730	84	-1,212	0	0	0
其他	81	157	156	160	176	194
投资活动现金净流	-1,984	-2,241	-3,289	-1,002	-1,059	-1,041
股权募资	0	40	30	0	0	0
债权募资	-494	39	271	-657	0	1
其他	-1,674	-3,464	-3,261	-14	-3,575	-4,031
筹资活动现金净流	-2,168	-3,385	-2,960	-670	-3,575	-4,030
现金净流量	-282	-914	-483	1,744	1,253	1,761

来源: 国金证券研究所

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,846	2,929	2,427	4,171	5,424	7,185
应收账款	307	234	219	295	302	330
存货	3,568	3,720	3,385	4,162	4,524	4,909
其他流动资产	1,238	1,648	2,885	5,155	5,164	5,173
流动资产	8,958	8,531	8,916	13,783	15,414	17,596
% 总资产	45.4%	38.8%	39.0%	48.7%	50.7%	53.3%
长期投资	169	162	162	162	162	162
固定资产	9,019	11,969	12,551	13,081	13,527	13,889
% 总资产	45.7%	54.4%	54.8%	46.3%	44.5%	42.1%
无形资产	982	1,173	1,147	1,143	1,209	1,274
非流动资产	10,788	13,452	13,969	14,495	15,007	15,434
% 总资产	54.6%	61.2%	61.0%	51.3%	49.3%	46.7%
资产总计	19,746	21,982	22,884	28,278	30,421	33,030
短期借款	189	299	600	0	0	0
应付款项	3,255	4,292	3,551	4,777	5,172	5,595
其他流动负债	1,236	978	968	4,729	5,280	6,064
流动负债	4,680	5,569	5,119	9,507	10,452	11,659
长期贷款	6	6	6	6	6	7
其他长期负债	57	46	73	16	16	16
负债	4,743	5,622	5,198	9,529	10,474	11,682
普通股股东权益	14,347	15,503	16,792	17,686	18,694	19,871
少数股东权益	656	858	894	1,063	1,254	1,476
负债股东权益合计	19,746	21,982	22,884	28,278	30,421	33,030

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.753	1.836	1.289	1.354	1.527	1.785
每股净资产	6.520	7.045	5.087	5.358	5.663	6.020
每股经营现金净流	1.758	2.141	1.747	1.035	1.783	2.070
每股股利	1.450	1.420	1.250	1.083	1.221	1.427
回报率						
净资产收益率	26.89%	26.06%	25.34%	25.27%	26.95%	29.64%
总资产收益率	19.54%	18.38%	18.60%	15.80%	16.56%	17.83%
投入资本收益率	25.10%	23.18%	22.78%	23.14%	24.31%	26.64%
增长率						
主营业务收入增长率	13.21%	1.66%	-2.19%	16.59%	8.69%	9.19%
EBIT增长率	34.79%	2.09%	8.75%	4.19%	11.78%	17.23%
净利润增长率	33.72%	4.71%	5.34%	5.00%	12.74%	16.90%
总资产增长率	18.28%	11.33%	4.10%	23.57%	7.58%	8.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	28.4	36.4	36.6	36.8	36.8	36.8
应付账款周转天数	19.2	27.8	29.3	29.0	29.0	29.0
固定资产周转天数	69.3	89.7	96.6	85.2	79.9	74.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.33%	-16.04%	-10.29%	-22.21%	-27.16%	-33.62%
EBIT利息保障倍数	-109.9	-124.9	-1,415.5	-150.6	-154.6	-116.9
资产负债率	24.02%	25.57%	22.71%	33.70%	34.43%	35.37%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-10-15	买入	18.39	25.00~27.00
2	2015-10-30	买入	18.56	25.00~27.00
3	2015-12-23	买入	21.56	27.00~27.00
4	2016-03-30	买入	20.89	27.00~27.00
5	2016-04-29	买入	20.46	29.00~29.00
6	2016-08-17	买入	24.95	29.00~29.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD