

2017年03月24日

双汇发展 (000895.SZ)

## 2016 历史最高分红，2017 有望复苏

■公司发布年报，2016 年实现营业收入 518.45 亿元，同比增长 15.22%，归属于母公司股东的净利润 44.05 亿元，同比增长 3.51%，综合毛利率 18.11%，同比下降 2.66pct，对应基本每股收益 1.33 元。其中第四季度实现营业收入 134.82 亿元，同比增长 7.93%，归属于母公司股东的净利润 11.28 亿元，同比下降 0.73%。公司公布 2016 年利润分配方案，拟以现金方式每 10 股派发 12 元股利，加上半年报每 10 股派发 9 元股利，当年共派发现金分红 69.3 亿元，占净利润比率超过 150%。

■行业情况：2016 年猪价高位运行，预计 2017 年将进入下行周期。2016 年生猪年均价 18.53 元/千克，较 2015 年增长 22%。2017 年春节后猪价下降明显，3 月 20 日最新生猪均价约 15.89 元/千克，预计全年均价将下降至 15-16 元之间，我们乐观判断，屠宰、肉制品业务均将从 2016 年压力最大的时期中逐步复苏。

■上游屠宰业：在宏观经济和成本双重压力下，逆势稳量，贡献绝大收入增量，盈利能力逐步恢复。全年生猪屠宰量基本与上年持平，但由于进口肉规模加大，生鲜品销量快速提升，全年销售 136 万吨，同比增长 16.11%；高猪价推动高肉价，屠宰业务实现收入 317 亿元，同比增长 29.73%；全年营业利润率同比下降 0.6pct 至 1.38%，降幅较前三季度略缩窄，头均营业利润同比下降 10.2%至 35.47 元/头，但较前三季度 310 元/吨有所回升。

■下游肉制品业：销量基本与上年持平、高成本压力不减，利润率略降。全年肉制品销量 161 万吨，同比增长 1.4%，实现收入 225.8 亿元，同比微降 0.3%；肉制品全年度营业利润率 21.19%，同比下降 0.3%，吨均营业利润约为 2978 元/吨。

■2017 年经营展望：把握猪价下行行情，17 年盈利增速有望提升。1) 成本：主要受原材料影响，公司预计 2017 年成本大概率将呈现先高后低走势。2) 销量：我们认为在猪价下行周期中，公司大概率完成屠宰业销量两位数增长、肉制品销量正增长的目标。3) 利润：预计公司屠宰、肉制品业务营业利润率水平大概率可恢复至 2015 年水平，预计全年净利润率将回到 9%水平。4) 分红：公司可供分配利润仍余 72 亿左右，有望持续近年高分红策略，提供稳健投资收益。

■投资建议：买入-A 投资评级，12 个月目标价 30.4 元。我们预计公司 2017 年-2019 年净利润增速为 14.2%、9.3%、7.1%，对应基本每股收益分别为 1.52、1.67、1.79 元，目标价相当于 2017 年 20 倍市盈率。

■风险提示：猪价波动、食品安全事件。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	44,696.7	51,845.1	54,516.4	58,057.3	61,823.6
净利润	4,255.5	4,405.1	5,028.7	5,497.1	5,889.7
每股收益(元)	1.29	1.34	1.52	1.67	1.79
每股净资产(元)	5.09	4.30	4.14	3.78	3.25

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	17.7	17.1	15.0	13.7	12.8
市净率(倍)	4.5	5.3	5.5	6.1	7.0
净利润率	9.5%	8.5%	9.2%	9.5%	9.5%
净资产收益率	25.3%	31.0%	36.8%	44.1%	54.9%
股息收益率	5.5%	9.2%	7.4%	8.9%	10.1%
ROIC	31.3%	27.5%	40.8%	40.4%	49.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

肉制品

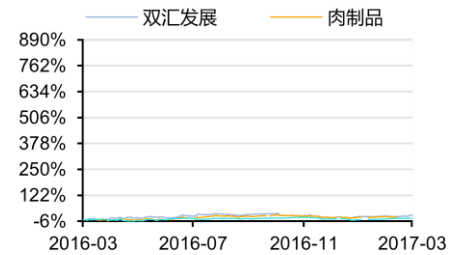
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**30.4 元**  
股价 (2017-03-24) **22.88 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	75,493.89
流通市值(百万元)	75,481.66
总股本(百万股)	3,299.56
流通股本(百万股)	3,299.02
12 个月价格区间	20.01/24.95 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.44	7.34	18.19
绝对收益	4.19	11.18	25.77

苏斌 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

吕睿竞 报告联系人  
lvrij@essence.com.cn

### 相关报告

双汇发展：猪价下行利好将渐显，17 年盈利增速有望提升 2016-10-28

双汇发展：双汇发展：业绩先抑后扬，转型预期向好 2016-03-30

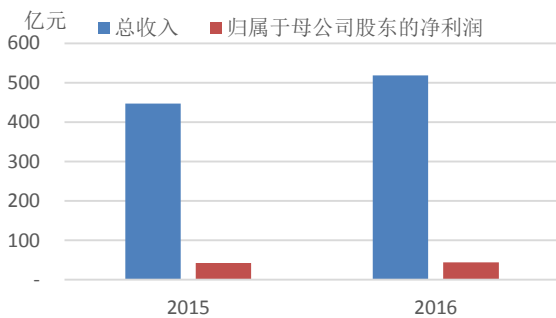
## 一、2016 年业绩：营业收入增长 15.22%，净利润增长 3.51%

2016 年实现营业收入 518.45 亿元，同比增长 15.22%，归属于母公司股东的净利润 44.05 亿元，同比增长 3.51%，综合毛利率 18.11%，同比下降 2.66pct，对应基本每股收益 1.33 元。

其中第四季度实现营业收入 134.82 亿元，同比增长 7.93%，归属于母公司股东的净利润 11.28 亿元，同比下降 0.73%，综合毛利率 17.78%，同比下降 1.56pct。

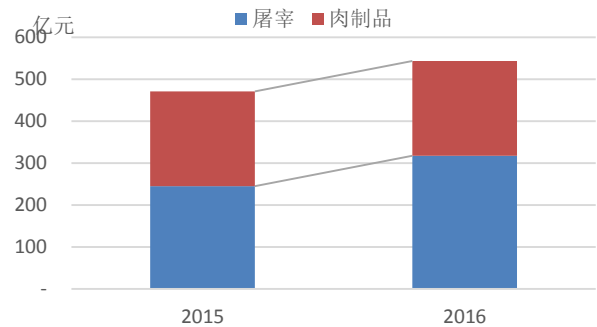
公司公布 2016 年利润分配方案，拟以现金方式每 10 股派发 12 元股利，加上半年报每 10 股派发 9 元股利，2016 年公司共派发现金分红 69.3 亿元，占去年净利润比率超过 150%。

图 1：2016 年收入增速 15.22%，净利润增长 3.51%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：2016 年，屠宰贡献绝大部分收入增量



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 二、2016 年经营：屠宰业务逆势稳量，肉制品在成本压力下表现平淡

### 1、上游屠宰业务，在宏观经济和成本双重压力下逆势稳量，贡献绝大部分收入增量

猪肉与生猪利差缩小，营业利润率同比下降 0.6pct 至 1.38%，降幅较前三季度略缩窄，头均营业利润同比下降 10.2% 至 35.47 元/头，但较前三季度 310 元/吨有所回升。

**屠宰产品面临宏观和成本双重压力，逆势稳量（屠宰量），进口肉规模扩大帮助生鲜品销量增长。**

全年屠宰生猪 1235 万头，基本与上年持平，但由于进口肉规模加大，生鲜品销量快速提升，全年销售 136 万吨，同比增长 16.11%，较上年增加 19 万吨。

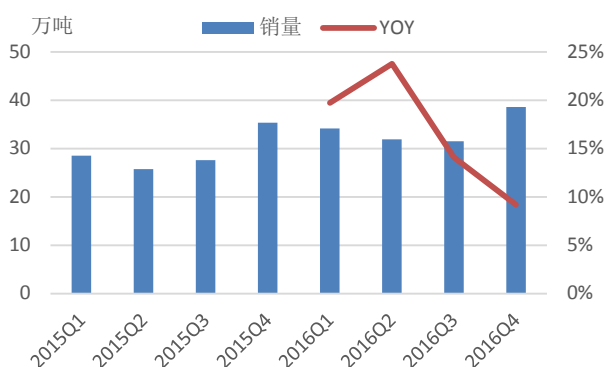
生鲜品销量增量主要来自进口肉规模扩大。2016 年公司合计进口猪肉 31 万吨，较 2015 年 17 万吨增长 80% 以上。其中，我们推测 50% 以上进口肉直接转外销，形成生鲜品销量。

高猪价推动高肉价，屠宰业务实现收入 317 亿元，同比增长 29.73%

**屠宰盈利能力逐步恢复，四季度营业利润率同比上升 0.51pct 至 1.60%；全年营业 1.38%，较前三季度提升 0.08pct。**

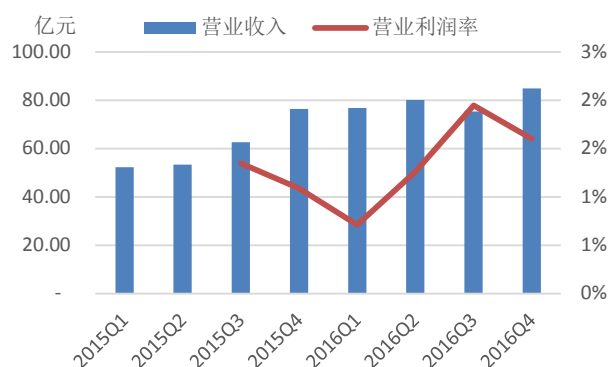
受 2017 年春节较早的影响，2016 年 11-12 月较早进入节前备货旺季，导致四季度猪价出现较明显反弹。受此影响，公司四季度屠宰业务营业利润率为 1.60%，环比第三季度 1.95% 出现略微下降，但同比 2015 年仍有增长，我们认为屠宰业务盈利能力正在逐步恢复，2017 年伴随猪价下行，屠宰业绩复苏、盈利增速将大概率提升。

图 3：屠宰业：2016 年生鲜品销量保持两位数增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：屠宰业：2016 年营业利润率逐步恢复

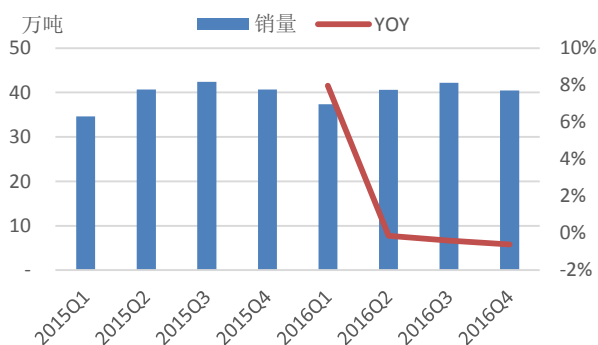


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2、下游肉制品业务，销量基本持平，高成本压力不减，利润率略下降

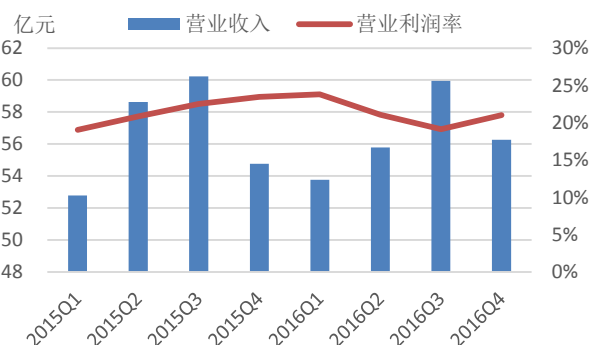
全年肉制品销量 161 万吨，同比增长 1.4%，实现收入 225.8 亿元，同比微降 0.3%；肉制品全年度营业利润率 21.19%，同比下降 0.3%，吨均营业利润约为 2978 元/吨。

图 5：肉制品：2016 年销量基本与上年持平



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：肉制品：2016 年营业利润率略降



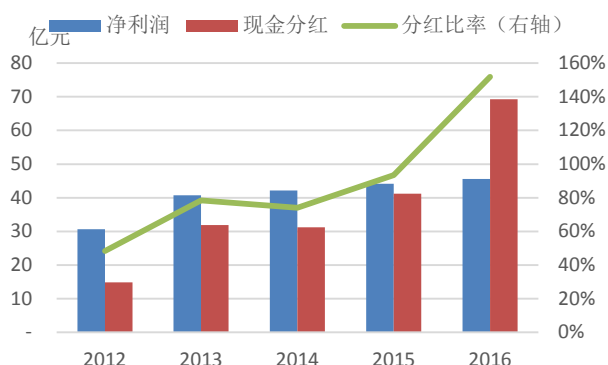
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3、高分红：历史最高分红

公司公布 2016 年利润分配方案，拟以现金方式每 10 股派发 12 元股利，加上半年报每 10 股派发 9 元股利，当年共派发现金分红 69.3 亿元，占净利润比率超过 150%。

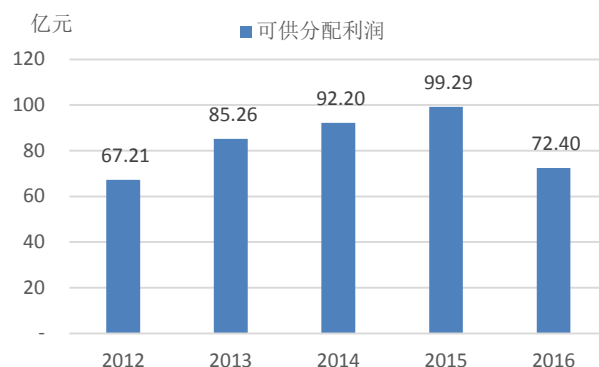
公司自 2012 年资产注入后即保持较高分红率，现金股利占当年净利润比率均在 70% 以上；2016 年利润分配后，公司可供分配的利润 72 亿元仍较充沛，考虑到公司暂无并购等资本支出，我们认为公司具备持续高分红的能力，具备稳健投资回报。

图 7：高分红：2012-2016 年分红占净利润比率持续较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：持续高分红能力：可供分配利润充足



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 三、2017 年盈利及经营展望：把握猪价下行行情，盈利增速有望提升

#### 1、屠宰业务：猪价下行后受益最明显，利润增速有望显著提升

超强猪周期已进入猪价下行通道，17 年国内猪价有望下行 10-20%，屠宰业务最为受益。预计今年屠宰业务将持续量利齐升局面。销量预计持续两位数增长，利润有望显著提升。

#### 2、肉制品业务：期待 2017 年销量增长提速。

在 2016 年万洲国际业绩披露会上，公司明确提出“肉制品是公司主业中的主业”，肉制品调结构是产品战略中的第一顺次。近年公司通过新产品和新渠道、扩网点等措施，积极推进肉制品产品结构调整，自 2015 年 8 月曾任双汇肉制品事业部总经理的游牧履职双汇发展董事长后，公司对肉制品业务条线进行一年半积极努力，包括将 1 个技术中心改组为 8 个研发中心、成立新销售推进部、新渠道开发部等，但在宏观经济疲弱和市场需求趋于个性化的影响下，目前成效暂不明显。公司表示仍将继续坚持既定产品战略：

- (1) 稳高温：主推王中王等现有主导产品；适当稳定普通产品价格，确保销量不下降；大力进军县乡市场；
- (2) 上低温：加强产品研发，迎合区域产品消费；
- (3) 美式产品：2016 年 3 月上市，2-4 季度基本度过引导期，今年大概率会有量的提升；
- (4) 休闲食品：休闲食品已成规模，加大研发向休闲食品进军；
- (5) 中式产品工业化：研发传统卤制品、家庭菜肴产品、农村宴席产品的工业化，提升中式产品销量。

猪价下行，肉制品的成本压力将得到缓解，同时公司预计 2017 年将进入前期变革开始显效的阶段，肉制品结构调整有望取得新的变化。我们将继续关注公司肉制品产品结构变化、新产品推广情况。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	44,696.7	51,845.1	54,516.4	58,057.3	61,823.6	成长性					
减:营业成本	35,413.3	42,439.5	43,613.1	46,445.9	49,458.9	营业收入增长率	-2.2%	16.0%	5.2%	6.5%	6.5%
营业税费	190.3	312.3	262.2	292.0	326.9	营业利润增长率	5.9%	2.7%	11.0%	9.4%	7.5%
销售费用	2,298.9	2,271.7	2,725.8	2,810.9	2,931.1	净利润增长率	5.3%	3.5%	14.2%	9.3%	7.1%
管理费用	1,435.0	1,206.6	1,635.5	1,652.3	1,684.4	EBITDA 增长率	9.3%	3.4%	11.2%	9.0%	6.9%
财务费用	-3.8	-17.8	61.1	109.1	124.6	EBIT 增长率	6.7%	2.5%	12.4%	10.1%	7.7%
资产减值损失	109.0	172.9	160.0	140.0	157.6	NOPLAT 增长率	5.8%	2.4%	12.7%	10.1%	7.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.8%	-24.0%	11.2%	-12.7%	-5.0%
投资和汇兑收益	156.0	98.1	110.0	140.0	116.0	净资产增长率	8.1%	-14.8%	-3.7%	-8.1%	-13.1%
营业利润	5,410.0	5,556.3	6,168.7	6,747.2	7,256.1	利润率					
加:营业外净收支	265.2	305.7	278.4	300.3	294.8	毛利率	20.8%	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%
利润总额	5,675.2	5,862.0	6,447.1	7,047.5	7,550.9	营业利润率	12.1%	10.7%	11.3%	11.6%	11.7%
减:所得税	1,258.7	1,300.5	1,418.4	1,550.5	1,661.2	净利润率	9.5%	8.5%	9.2%	9.5%	9.5%
净利润	4,255.5	4,405.1	5,028.7	5,497.1	5,889.7	EBITDA/营业收入	14.0%	12.5%	13.2%	13.5%	13.6%
						EBIT/营业收入	12.1%	10.7%	11.4%	11.8%	11.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	93	81	75	66	57
						流动资产周转天数	9	2	-2	2	1
						流动营业资本周转天数	70	55	73	90	87
						应收账款周转天数	2	1	2	1	1
						存货周转天数	29	23	27	26	25
						总资产周转天数	181	154	163	168	156
						投资资本周转天数	117	96	83	77	66
						投资回报率					
						ROE	25.3%	31.0%	36.8%	44.1%	54.9%
						ROA	19.3%	21.4%	18.0%	21.0%	21.6%
						ROIC	31.3%	27.5%	40.8%	40.4%	49.8%
						费用率					
						销售费用率	5.1%	4.4%	5.0%	4.8%	4.7%
						管理费用率	3.2%	2.3%	3.0%	2.8%	2.7%
						财务费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
						三费/营业收入	8.3%	6.7%	8.1%	7.9%	7.7%
						偿债能力					
						资产负债率	22.7%	29.4%	48.2%	49.1%	57.6%
						负债权益比	29.4%	41.7%	92.9%	96.6%	135.7%
						流动比率	1.74	1.14	1.13	1.10	1.02
						速动比率	1.08	0.62	0.77	0.82	0.69
						利息保障倍数	-1,427.8	-311.88	102.01	62.86	59.22
						分红指标					
						DPS(元)	1.25	2.10	1.68	2.03	2.32
						分红比率	96.9%	157.3%	110.5%	121.6%	129.8%
						股息收益率	5.5%	9.2%	7.4%	8.9%	10.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,416.5	4,561.5	5,028.7	5,497.1	5,889.7	EPS(元)	1.29	1.34	1.52	1.67	1.79
加:折旧和摊销	879.7	946.2	958.5	980.6	999.4	BVPS(元)	5.09	4.30	4.14	3.78	3.25
资产减值准备	109.0	172.9	-	-	-	PE(X)	17.7	17.1	15.0	13.7	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	5.3	5.5	6.1	7.0
财务费用	27.6	12.2	61.1	109.1	124.6	P/FCF	32.7	8.7	7.6	10.4	9.1
投资损失	-156.0	-98.1	-110.0	-140.0	-116.0	P/S	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
少数股东损益	160.9	156.5	-	-	-	EV/EBITDA	10.6	10.3	10.4	9.5	9.0
营运资金的变动	-918.1	2,694.2	-2,112.7	839.2	-300.5	CAGR(%)	7.6%	8.9%	6.1%	7.6%	8.9%
经营活动产生现金流量	5,766.3	5,546.0	3,825.6	7,285.9	6,597.3	PEG	2.3	1.9	2.5	1.8	1.4
投资活动产生现金流量	-3,289.3	1,764.1	485.8	-51.6	-121.5	ROIC/WACC	3.2	2.8	4.2	4.1	5.1
融资活动产生现金流量	-2,970.1	-6,741.4	562.4	-6,703.1	-5,910.9	REP	1.3	2.0	1.4	1.6	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034