

双汇发展 (000895.SZ)

业绩低于预期，肉制品销量与利润率有望逐季改善

● 受春节提前影响收入小幅下降，原材料上涨导致肉制品利润率下降

公司 2017 年第一季度实现营业收入 122.12 亿元，同比下降 4.14%。分业务来看，肉制品分部实现收入 52.4 亿元，同比下降 2.54%；屠宰分部实现收入 77.41 亿元，同比增长 0.86%。公司一季度共屠宰生猪 290 万头，同比下降 16.61%，主要由于 16 年一季度公司采取薄利上量策略，屠宰量基数较高；公司鲜冻肉及肉制品外销 70.17 万吨，同比下降 1.84%，主要由于今年春节提前导致归入 17 年一季度的旺季时间缩短而影响销售。

公司 2017 年一季度营业利润 11.06 亿元，同比下降 21.31%，归母净利润 8.79 亿元，同比下降 18.2%。分业务来看，肉制品分部实现营业利润 9.59 亿元，同比下降 25.11%，营业利润率 18.3%，同比下降 5.5 个 PCT，主要由于库存猪肉与鸡肉价格较高，导致成本同比上升；屠宰分部实现营业利润 1.03 亿，同比增加 89.65%，营业利润率 1.33%，同比增长 0.62 个 PCT，一方面由于进口肉同比增长贡献利润，另一方面由于 16 年一季度基数较低。

● 肉制品销量与利润率有望逐季改善

由于原材料成本同比上升，肉制品一季度营业利润大幅下滑，随着猪肉、鸡肉价格回落，公司肉制品销量与利润率有望逐季改善：（1）一季度猪肉与鸡肉价格均出现下降，目前存货水平低，预计对肉制品成本的改善从二季度起逐渐显现。（2）公司低温肉制品销量有望逐步改善。16 年公司建立八大研发中心，未来将逐步出现效果；公司继续渠道下沉与扩大销售网络，推动纯低温肉制品 16 年实现较快增长，17 年增长有望延续。

● 投资建议

看好未来肉制品销量与利润率改善带来业绩弹性。预计公司 17-19 年实现收入 515.53/554.65/614.84 亿元，增速 -0.6%/7.6%/10.8%，归母净利润 46.41/51.48/57.25 亿元，增速 5.4%/10.9%/11.2%，EPS 为 1.41/1.56/1.74 元，对应 16/15/13 倍 PE，维持买入评级。

● 风险提示

食品安全问题；肉制品销售不及预期；屠宰量增长不及预期；猪肉、鸡肉成本大幅上涨风险。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	44,696.67	51,845.06	51,552.58	55,464.55	61,481.42
增长率(%)	-2.19%	15.99%	-0.56%	7.59%	10.85%
EBITDA(百万元)	6,238.83	6,559.50	6,850.50	7,486.73	8,192.68
净利润(百万元)	4,255.54	4,405.06	4,640.75	5,147.69	5,725.24
增长率(%)	5.34%	3.51%	5.35%	10.92%	11.22%
EPS (元/股)	1.289	1.335	1.406	1.560	1.735
市盈率 (P/E)	15.83	15.68	16.39	14.77	13.28
市净率 (P/B)	4.01	4.86	5.11	4.73	4.26
EV/EBITDA	10.51	10.19	10.22	9.00	7.74

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

23.25 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-28

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002

01059136605

wangyongfeng@gf.com.cn

相关研究：

双汇发展 (000895.SZ)：业绩略低于预期，看好肉制品销量改善带来业绩弹性 2017-03-23

双汇发展 (000895.SZ)：业绩符合预期，看好未来肉制品销售逐步增长 2016-10-27

双汇发展中报点评：业绩符合预期，未来盈利有望持续改善 2016-08-17

联系人：张志遂

zhangzhisui@gf.com.cn

公司公告2017年一季度实现营业收入122.12亿元，同比下降4.14%，归属于母公司净利润8.79亿元，同比下降18.2%。点评如下：

受春节提前影响收入小幅下降，原材料上涨导致肉制品利润率下降

公司2017年第一季度实现营业收入122.12亿元，同比下降4.14%。分业务来看，肉制品分部实现收入52.4亿元，同比下降2.54%；屠宰分部实现收入77.41亿元，同比增长0.86%。公司一季度共屠宰生猪290万头，同比下降16.61%，主要由于16年一季度公司采取薄利上量策略，屠宰量基数较高；公司鲜冻肉及肉制品外销70.17万吨，同比下降1.84%，主要由于今年春节提前导致归入17年一季度的旺季时间缩短而影响销售。

公司2017年一季度营业利润11.06亿元，同比下降21.31%，归母净利润8.79亿元，同比下降18.2%。分业务来看，肉制品分部实现营业利润9.59亿元，同比下降25.11%，营业利润率18.3%，同比下降5.5个PCT，主要由于库存猪肉与鸡肉价格较高，导致猪肉与鸡肉成本同比上升，随着猪肉与鸡肉价格逐渐下降，我们预计17年肉制品利润率将前低后高，未来利润率将逐季提升；屠宰分部实现营业利润1.03亿，同比增加89.65%，营业利润率1.33%，同比增长0.62个PCT，一方面由于进口肉同比增长贡献利润，另一方面由于16年一季度公司采取薄利上量策略，利润率较低。

肉制品销量与利润率有望逐季改善

由于原材料成本同比上升，肉制品一季度营业利润大幅下滑，随着猪肉、鸡肉价格回落，公司肉制品销量与利润率有望逐季改善：（1）一季度猪肉与鸡肉价格均出现下降，由于目前存货已下降到近4年最低水平，预计猪肉与鸡肉价格下降对肉制品成本的改善从二季度起逐渐显现，利润率将逐季提升。（2）公司低温肉制品销量有望逐步改善。16年公司建立八大研发中心，研发适合本区域的新产品，未来将逐步出现效果；公司继续渠道下沉与扩大销售网络，推动纯低温肉制品16年实现较快增长，17年增长有望延续。

投资建议

看好未来肉制品销量与利润率改善带来业绩弹性。预计公司17-19年实现收入515.53/554.65/614.84亿元，增速-0.6%/7.6%/10.8%，归母净利润46.41/51.48/57.25亿元，增速5.4%/10.9%/11.2%，EPS为1.41/1.56/1.74元，对应16/15/13倍PE，维持买入评级。

风险提示

食品安全问题；肉制品销售不及预期；屠宰量增长不及预期；猪肉、鸡肉成本大幅上涨风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	8916	7041	13344	16277	19881
货币资金	2427	3304	6031	8675	12610
应收及预付	296	266	322	346	384
存货	3385	3220	4182	4448	4078
其他流动资产	2809	251	2809	2809	2809
非流动资产	13969	14311	12422	11284	10147
长期股权投资	162	177	177	177	177
固定资产	11836	11647	10584	9538	8505
在建工程	715	533	556	498	426
无形资产	1147	1105	1071	1037	1005
其他长期资产	109	849	34	34	34
资产总计	22884	21352	25766	27561	30028
流动负债	5119	6176	9846	10270	10767
短期借款	600	1055	0	0	0
应付及预收	4509	4777	9846	10270	10767
其他流动负债	11	345	0	0	0
非流动负债	79	107	6	6	6
长期借款	6	6	6	6	6
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	101	0	0	0
负债合计	5198	6283	9852	10275	10773
股本	3301	3300	3300	3300	3300
资本公积	1730	1831	1831	1831	1831
留存收益	11761	9072	9753	10942	12707
归属母公司股东权	16792	14203	14884	16072	17838
少数股东权益	894	866	1031	1214	1417
负债和股东权益	22884	21352	25766	27561	30028

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	44697	51845	51553	55465	61481
营业成本	35413	42441	41694	44658	49619
营业税金及附加	190	312	311	334	370
销售费用	2299	2272	2320	2496	2674
管理费用	1435	1207	1289	1387	1506
财务费用	-4	-18	0	0	0
资产减值损失	109	173	167	144	96
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	156	98	98	98	98
营业利润	5410	5556	5870	6545	7313
营业外收入	289	345	345	345	345
营业外支出	24	40	40	40	40
利润总额	5675	5862	6176	6850	7619
所得税	1259	1300	1370	1520	1690
净利润	4416	4562	4806	5331	5929
少数股东损益	161	156	165	183	203
归属母公司净利润	4256	4405	4641	5148	5725
EBITDA	6239	6559	6851	7487	8193
EPS (元)	1.29	1.34	1.41	1.56	1.74

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	5766	5546	2639	5958	7235
净利润	4416	4562	4806	5331	5929
折旧摊销	880	946	911	896	881
营运资金变动	494	-106	-2859	-9	733
其它	-24	144	-219	-260	-307
投资活动现金流	-3289	1764	1314	646	660
资本支出	-2233	-881	1216	547	562
投资变动	-1056	2645	98	98	98
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2960	-6729	-1226	-3959	-3959
银行借款	2473	2586	-1055	0	0
债券融资	-2202	-2160	-52	0	0
股权融资	30	205	0	0	0
其他	-3261	-7360	-119	-3959	-3959
现金净增加额	-483	581	2727	2644	3936
期初现金余额	2929	2427	3304	6031	8675
期末现金余额	2446	3008	6031	8675	12610

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.2	16.0	-0.6	7.6	10.8
营业利润增长	5.9	2.7	5.6	11.5	11.7
归属母公司净利润增长	5.3	3.5	5.4	10.9	11.2
获利能力(%)					
毛利率	20.8	18.1	19.1	19.5	19.3
净利率	9.9	8.8	9.3	9.6	9.6
ROE	25.3	31.0	31.2	32.0	32.1
ROIC	26.5	34.5	47.7	61.0	88.3
偿债能力					
资产负债率(%)	22.7	29.4	38.2	37.3	35.9
净负债比率	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.7
流动比率	1.74	1.14	1.36	1.59	1.85
速动比率	1.07	0.61	0.92	1.14	1.46
营运能力					
总资产周转率	1.99	2.34	2.19	2.08	2.14
应收账款周转率	342.38	445.83	445.83	445.83	445.83
存货周转率	9.97	12.85	9.97	10.04	12.17
每股指标(元)					
每股收益	1.29	1.34	1.41	1.56	1.74
每股经营现金流	1.75	1.68	0.80	1.81	2.19
每股净资产	5.09	4.30	4.51	4.87	5.41
估值比率					
P/E	15.8	15.7	16.4	14.8	13.3
P/B	4.0	4.9	5.1	4.7	4.3
EV/EBITDA	10.5	10.2	10.2	9.0	7.7

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。