

双汇发展 (000895)

业绩低于预期，看好全年盈利恢复

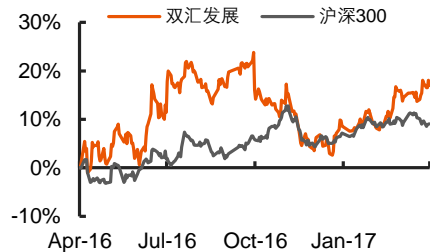
推荐 (维持)

现价: 23.05 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.shuanghui.net
大股东/持股	双汇实业/59.27%
实际控制人/持股	Rise Grand Group Ltd. (兴泰集团) /%
总股本(百万股)	3,300
流通 A 股(百万股)	3,299
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	760.55
流通 A 股市值(亿元)	760.42
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	30

行情走势图



相关研究报告

- 《双汇发展*000895*稳字当头、股息诱人》 2016-10-27
- 《双汇发展*000895*高股息、稳健增长龙头，维持“推荐”评级》 2016-08-16

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

刘彪 一般从业资格编号
S1130116080018
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 双汇发展公布 2017 年一季报，1Q17 营收 122.28 亿元，同比-4.0%，归属上市公司股东净利 8.79 亿元，同比-18.2%，EPS: 0.27 元。

平安观点:

- **1Q17 业绩低于预期。**1Q17 营收同比-4%，屠宰收入大幅下滑导致营收低于预期；净利同比-18.2%，主要是受肉制品营业利润率下滑拖累。
- **高成本拖累肉制品盈利，新品销售好于预期。**1Q17 肉制品销量约 36 万吨，同比-5%，吨价同比+2.4%，吨利约 2700 元，同比-21%。我们认为销量下滑的原因在于春节前移和 1Q16 促销高基数，吨价受产品结构升级&2H16 提价影响，出现小幅提升，吨利则主要受高猪价、鸡肉大涨拖累，新产品方面，公司 1Q17 新品销售占比 11.2%，但考虑到前期新品仍处于培育期，下半年或有更好表现。短期来看，公司新产品表现较好，销量在 2Q17 有望出现止跌迹象，叠加提价因素，营收将重回正增长。猪价下行及进口肉增量利于降低成本，肉制品盈利能力或在 2Q17 开始改善。全年肉制品营业利润率大概率恢复至 20%。
- **春节前移抑制屠宰放量，全年趋势向好。**1Q17 春节前移至元月，需求转移导致行业定点屠宰量同比-8%，公司屠宰量同比-17%，吨价同比-7%，或受益于冻肉进口增加及头重提升，公司鲜肉销量仍略有增长。我们估计头均利润约 36 元，同比+128%，但较正常年份的 50 元水平仍偏低。展望全年，猪价有望自 2Q17 开始加速下行，生猪-猪肉价差扩大及产能利用率提升利于头均利润提升，屠宰盈利能力将有较好改善。
- **盈利恢复可期，维持“推荐”评级。**预计 17-19 年 EPS 分别为 1.34 元、1.54 元、1.74 元，17-18 年较原有预测上调 0%、13.2%，对应最新收盘价 P/E 分别为 17.2 倍、15.0 倍、13.3 倍。双汇是国内肉制品&屠宰龙头，市场份额行业领先，猪价下行利好公司屠宰放量、头利提升，屠宰盈利加速恢复，肉制新品推广效果好于预期，下半年或有更好表现，预计今年公司盈利能力稳步恢复，产品结构升级将逐步成为利润增长主要推动力，维持“推荐”评级。
- **风险提示：需求放缓、食品安全事故、原料价格波动、消费者偏好变化。**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	44,697	51,845	51,132	55,232	60,893
YoY(%)	-2.2	16.0	-1.4	8.0	10.2
净利润(百万元)	4,256	4,405	4,436	5,080	5,731
YoY(%)	5.3	3.5	0.7	14.5	12.8
毛利率(%)	20.8	18.1	18.6	19.0	19.0
净利率(%)	9.5	8.5	8.7	9.2	9.4
ROE(%)	26.4	28.4	34.3	40.7	40.3
EPS(摊薄/元)	1.29	1.33	1.34	1.54	1.74
P/E(倍)	17.9	17.3	17.2	15.0	13.3
P/B(倍)	4.53	5.36	6.52	5.72	5.03

图表1 一季报快读：净利增速低于预期

单位：百万元，元/股

	1Q16	1Q17	QoQ	备注
营业收入	12,740	12,228	-4.0%	收入主要是屠宰量、鲜肉吨价下滑拖累
营业成本	10,424	10,149	-2.6%	
毛利率	18.2%	17.0%	-1.2%	毛利率下降主要是生猪价格高位拖累
毛利	2,316	2,079	-10.3%	
营业税金及附加	54	80	48.5%	销售费用/管理费用税费调整至本科目
销售费用	567	559	-1.3%	
管理费用	313	272	-13.0%	
财务费用	-5	15	392.4%	借款增加
资产减值损失	25	58	136.8%	猪价连续下降，对库存屠宰产品提取减值
公允价值变动收益	0	0	0.0%	
投资收益	43	13	-68.5%	购买理财产品减少
营业利润	1,406	1,106	-21.3%	高猪价&鸡肉上涨抬高成本
营业利润率	11.0%	9.0%	-2.0%	
营业外收入	41	75	80.5%	政府补助同比增加
营业外支出	4	3	-22.7%	
利润总额	1,443	1,178	-18.4%	
所得税	334	265	-20.6%	
所得税率	24.5%	24.3%	-0.2%	
少数股东损益	35	34	-2.6%	
归属于母公司净利润	1,074	879	-18.2%	
净利率	8.4%	7.2%	-1.2%	
EPS	0.33	0.27	-18.2%	净利增速低于预期

资料来源：平安证券研究所、公司公告、wind

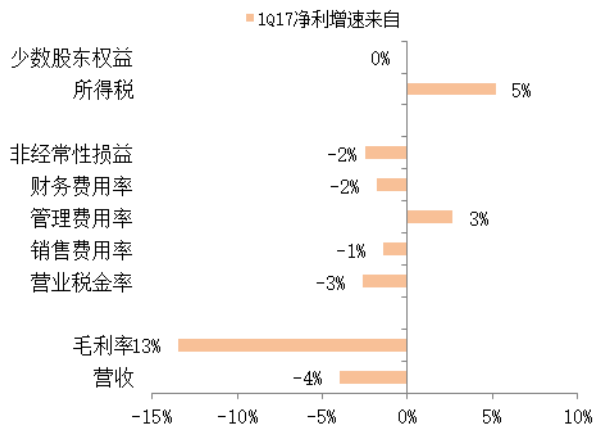
图表2 2H16 高、低温肉制品收入分别同比-1%、3%

单位：百万元

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
生鲜冻肉收入	8,177	11,460	10,532	13,912	15,689	16,021
同比增长率	4%	6%	29%	21%	49%	15%
毛利率	13%	10%	9%	6%	5%	6%
同比变化	1.1%	-1.4%	-4.2%	-3.3%	-4.0%	-0.1%
高温肉制品收入	7,760	7,915	7,010	7,243	6,848	7,196
同比增长率	7%	-6%	-10%	-8%	-2%	-1%
毛利率	29%	28%	30%	34%	33%	30%
同比变化	2%	1%	1%	6%	3%	-3%
低温肉制品收入	4,595	4,850	4,107	4,279	4,106	4,427
同比增长率	1%	-3%	-11%	-12%	0%	3%
毛利率	26%	22%	29%	33%	32%	30%
同比变化	4%	-1%	3%	10%	3%	-3%

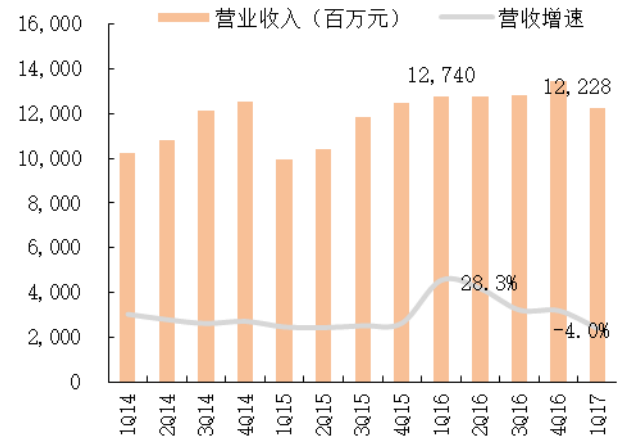
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 1Q17 净利下降受累于毛利率



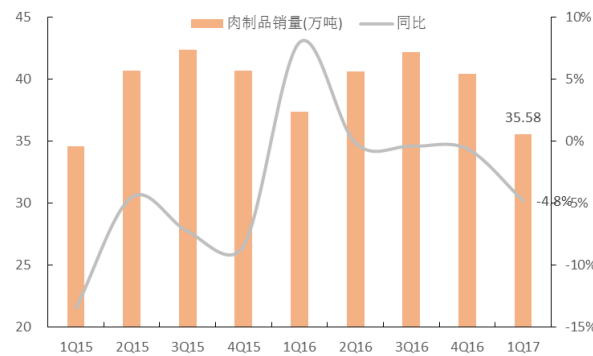
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 1Q17 营收 122.3 亿元，同比-4.0%



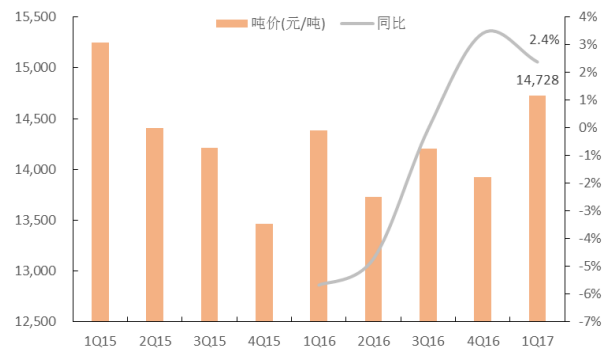
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 1Q17 肉制品销量同比-4.8%



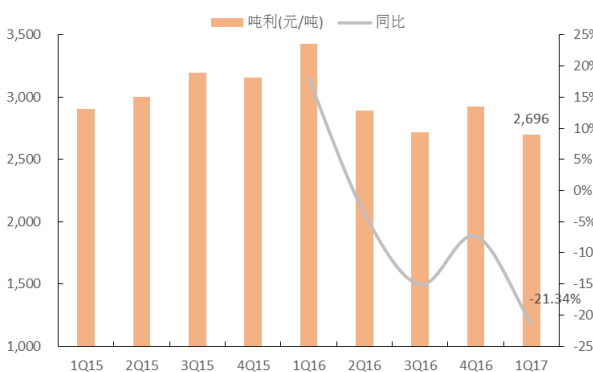
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 1Q17 肉制品吨价同比+2.4%



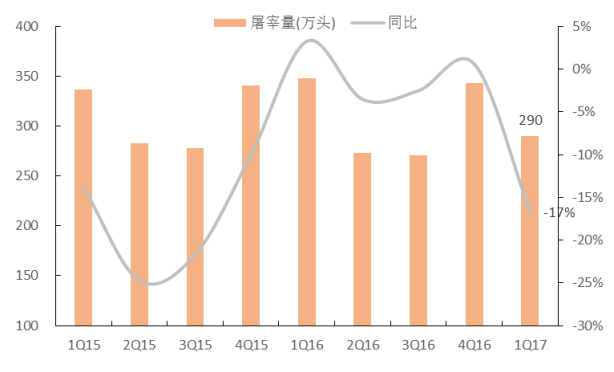
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 1Q17 肉制品吨利同比-21.3%



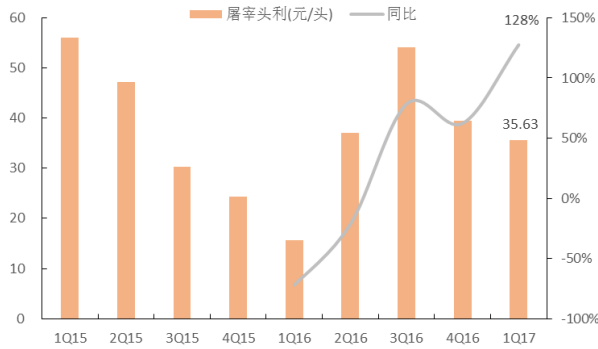
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 1Q17 屠宰量同比-17%



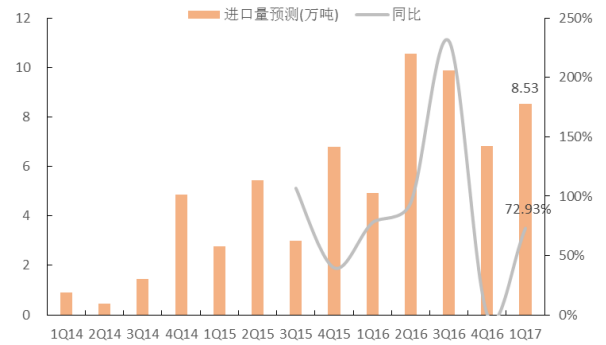
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 估计 1Q17 屠宰头利同比+128%



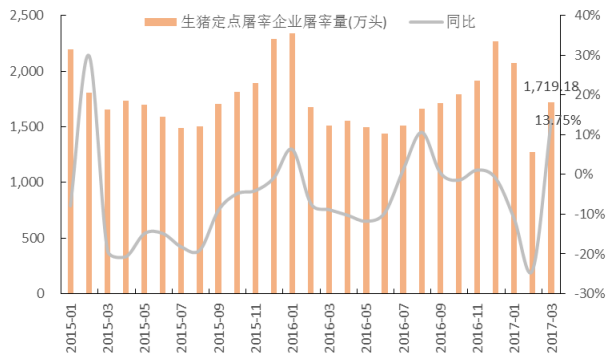
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 估计 1Q17 进口冻肉同比+73%



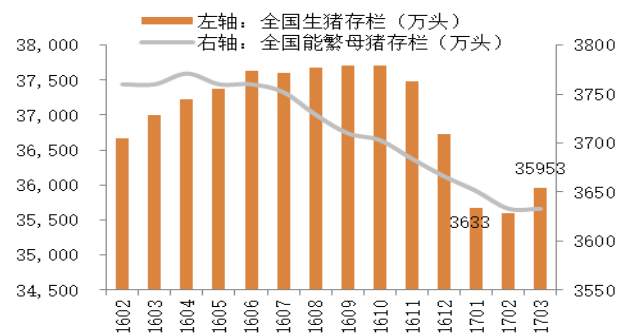
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 3月全国生猪定点屠宰量同比+13.75%



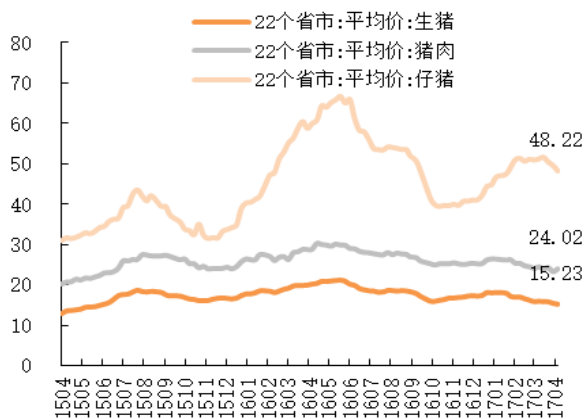
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表12 3月能繁母猪数量同比-1.6%，环比持平



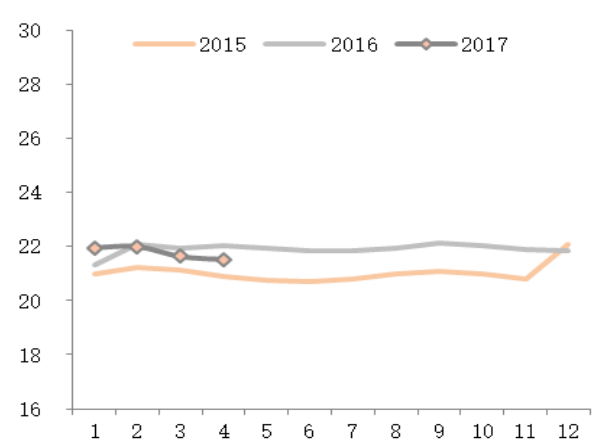
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表13 4月22日，生猪价格同比降24.7%，环比下降4.7%



资料来源：wind，平安证券研究所

图表14 4月10日，白条鸡价格同比-2.3%，环比-0.6%



资料来源：wind，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,041	9,188	9,996	13,016
现金	3,304	1,967	2,384	4,529
应收账款	101	125	121	141
其他应收款	48	68	78	83
预付账款	58	90	97	107
存货	3,220	4,040	4,378	4,810
其他流动资产	312	2,898	2,939	3,345
非流动资产	14,311	14,315	14,321	14,320
长期投资	177	177	177	177
固定资产	12,107	12,110	12,114	12,113
无形资产	1,043	1,045	1,047	1,046
其他非流动资产	985	984	984	984
资产总计	21,352	23,504	24,317	27,336
流动负债	6,176	10,686	9,678	10,661
短期借款	1,055	2,055	55	0
应付账款	2,309	2,995	3,370	3,635
其他流动负债	2,813	5,635	6,254	7,027
非流动负债	107	107	107	101
长期借款	6	6	6	0
其他非流动负债	101	101	101	101
负债合计	6,283	10,792	9,785	10,762
少数股东权益	866	1,037	1,234	1,456
股本	3,300	3,300	3,300	3,300
资本公积	1,831	1,931	2,031	2,131
留存收益	9,072	6,444	7,968	9,687
归属母公司股东权益	14,203	11,674	13,298	15,117
负债和股东权益	21,352	23,504	24,317	27,336

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,764	1,667	5,591	5,795
净利润	4,562	4,607	5,277	5,953
折旧摊销	55	54	54	54
财务费用	-18	-15	10	-20
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	3,022	-3,058	27	-462
其他经营现金流	-5,857	80	222	270
投资活动现金流	-6,741	-59	-59	-53
资本支出	371	-59	-59	-53
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-6,371	-119	-118	-107
筹资活动现金流	581	-2,945	-5,115	-3,597
短期借款	1,055	2,055	55	0
长期借款	6	6	6	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-480	-5,005	-5,176	-3,597
现金净增加额	-4,396	-1,336	417	2,145

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	51,845	51,132	55,232	60,893
营业成本	42,440	41,604	44,733	49,343
营业税金及附加	312	308	333	367
营业费用	2,272	2,332	2,373	2,447
管理费用	1,207	1,362	1,354	1,378
财务费用	-18	-15	10	-20
资产减值损失	173	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	98	77	61	64
营业利润	5,556	5,519	6,390	7,342
营业外收入	345	285	355	360
营业外支出	40	39	55	60
利润总额	5,862	5,765	6,690	7,642
所得税	1,300	1,157	1,413	1,689
净利润	4,562	4,607	5,277	5,953
少数股东损益	156	171	197	222
归属母公司净利润	4,405	4,436	5,080	5,731
EBITDA	5,594	5,558	6,454	7,376
EPS (元)	1.33	1.34	1.54	1.74

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	16.0	-1.4	8.0	10.2
营业利润(%)	2.7	-0.7	15.8	14.9
归属于母公司净利润(%)	3.5	0.7	14.5	12.8
获利能力				
毛利率(%)	18.1	18.6	19.0	19.0
净利率(%)	8.5	8.7	9.2	9.4
ROE(%)	28.4	34.3	40.7	40.3
ROIC(%)	27.0	27.3	28.6	32.0
偿债能力				
资产负债率(%)	29.4	45.9	40.2	39.4
净负债比率(%)	-0.1	0.0	-0.2	-0.3
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.8
营运能力				
总资产周转率	2.3	2.3	2.3	2.4
应收账款周转率	445.8	452.7	448.4	463.8
应付账款周转率	18.4	15.7	14.1	14.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.33	1.34	1.54	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.51	1.69	1.76
每股净资产(最新摊薄)	4.30	3.54	4.03	4.58
估值比率				
P/E	17.27	17.15	14.98	13.28
P/B	5.36	6.52	5.72	5.03
EV/EBITDA	13.87	14.17	11.92	10.45

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033