

2017年06月12日

双汇发展 (000895.SZ)

高价库存已消化，预计将逐季改善

■2017年1-5月生猪市场行情基本符合此前预期，猪价持续下跌。生猪月均价已从年初18.11元/kg，下跌至5月14.17元/kg，跌幅逾20%。经过1-4月消化调整，公司原有高价库存已基本消化，猪价下行周期的成本利好逐渐显现。

■高价库存已消化，预计将逐季改善。一季度公司的实际成本主要为2016年相对高价收购的库存生猪和猪、鸡肉等，因此虽然一季度猪、鸡价格下降明显，但公司实际成本仍然较高。最新调研显示，公司高价库存基本延续至4月中，5、6月成本已同比下降。我们预判猪价全年呈波动下降态势、鸡价四季度前仍将处于低位，因此成本利好将逐渐显现；同时随着下半年旺季来临，预计公司业绩将逐季改善。

■二季度上下游业务均有显著改善，预计全年可实现10%以内正增长。上游屠宰业，二季度截至目前单头盈利显著提升，有望回到历史高点；虽然猪价下跌，屠宰量增长明显，预计二季度收入小幅正增长。全年销量将实现两位数增长。下游肉制品业，二季度截至目前营业利润率略有增长，增幅小于屠宰业；肉制品销量4、5月基本同上年持平；鸡肉采购价较年初下降超20%，二、三季度成本压力小。预计公司全年收入、利润实现10%以内增长，利润表现更优。

■估值处于历史较低水平，行业龙头仍具较高配置价值。公司是国内猪产业龙头，发展稳健。上游屠宰业处于行业集中度加速提升阶段、下游肉制品市场空间广阔且公司市占率已有绝对优势。公司2017年预计估值约15倍左右，处于历史区间（14~30倍）低位，配置价值较高。

■投资建议：维持买入-A投资评级，上调6个月目标价至27.35元。我们预计公司2017-2019年收入分别为545.2、580.6、618.2亿元，净利润分别为50.3、55.0、58.9亿元，对应每股收益分别为1.52、1.67、1.79元，目标价相当于2017年18倍市盈率。

■风险提示：鸡价短期过快上涨、新品推广不达预期、食品安全问题。

(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	6.0	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%	10.2%
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

公司快报

证券研究报告

肉制品

投资评级 买入-A

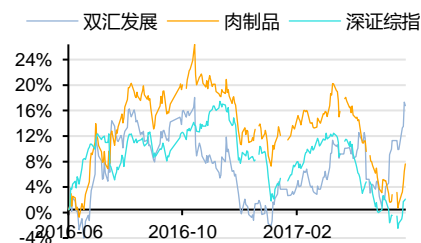
维持评级

6个月目标价：27.35元
股价(2017-06-09) 22.79元

交易数据

总市值(百万元)	75,196.93
流通市值(百万元)	75,184.75
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	19.70/24.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.24	20.51	16.06
绝对收益	11.33	12.74	12.86

苏铖

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：猪价下行受益逻辑不变/苏铖	2017-04-28
双汇发展：2016 历史最高分红，2017 有望复苏/苏铖	2017-03-24
双汇发展：上游稳利上量、下游积极拓新，猪肉龙头再起航/苏铖	2017-03-24
双汇发展：猪价下行利好将渐显，17 年盈利增速有望提升/苏铖	2016-10-28
双汇发展：双汇发展：业绩先抑后扬，转型预期向好/苏铖	2016-03-30

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%	10.2%

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	6.0	7.0
财务费用	27.6	12.2	61.1	109.1	124.6	P/FCF	32.6	8.7	7.5	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	1.3

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