

评级：买入 维持评级

业绩点评

市场价格（人民币）：18.56元  
 目标价格（人民币）：25.00-27.00元

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)	1,817.43
总市值(百万元)	61,264.10
年内股价最高最低(元)	40.25/15.40
沪深300指数	3524.92
深证成指	11494.35
人民币(元)	
成交金额(百万元)	3,000

**相关报告**

- 1.《控成本护盈利，龙头份额持续上升-双汇发展公司研究》，2015.10.15

**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.753	1.836	1.256	1.382	1.548
每股净资产(元)	6.52	7.05	7.63	8.35	9.27
每股经营性现金流(元)	1.76	2.14	1.77	2.34	2.85
市盈率(倍)	26.85	17.19	16.21	14.73	13.15
行业优化市盈率(倍)	150.15	124.34	160.59	160.59	160.59
净利润增长率(%)	33.72%	4.71%	2.64%	10.01%	12.01%
净资产收益率(%)	26.89%	26.06%	24.70%	24.82%	25.04%
总股本(百万股)	2,200.58	2,200.58	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15年第三季收入录得118.5亿元，-2.15%YoY，下滑幅度收窄，前三季度收入共录得322.0亿元，-2.86% YoY。利润方面环比改善明显，第三季度扣非净利为10.5亿元，同比+9.32%，前三季度扣非净利总共达28.9亿元，下降1.15%YoY。

**经营分析**

- 屠宰继续控量保价，生鲜冻品销量同比下滑幅度收窄：由于今年Q3猪价仍维持高位，使得公司上游屠宰方面继续控量保价，单季屠宰生猪约277.5万头，同比下跌幅度增大。但得益于进口冻肉的补充，Q3生鲜冻品销量27.6万吨，同比下降-6.8%，环比+7.2%，改善明显。由于第三季度猪肉价格的增速超过生猪价格的增速，我们预计生鲜冻品对于收入的贡献环比提升。
- 肉制品销量继续下滑，但吨利上升：15年前三季度/第三季度共销售肉制品117.67万吨/42.4万吨，分别-8.29%/-7.3%YoY，逐季改善显现。虽次新品+新品销量9.2%占比符合预期，但受老产品拖累明显，销量增速回暖幅度不大。受益于低价库存肉、进口猪肉替代以及大宗商品价格低迷，肉制品Q3吨均毛利4,600元，毛利率32.5%，比Q2明显提高，肉制品经营利润是13.5亿，分别+22%YoY/+9%QoQ。
- 受股权激励费用影响，管理费用率下跌明显：Q3管理费用率同比下滑为0.5个百分点，主要由于去年同期股权激励费用比较多。同时由于公司力争控制成本，销售费用率环比下降0.6个百分点，同比也有小幅下滑。

**盈利调整**

- 管理层预计收入今年持平或者小幅下降，利润保持同比小幅增长。在基于明年生猪价格小幅低于15年的基础上，16年屠宰量的上升有利于提高单位效率，而和SFD合作的美式产品也预计明年上市将进一步缓解老产品下降的影响。我们预计15/16年收入为459.7亿/481.8亿，分别+0.6%/4.8%YoY，对应15/16EPS 1.256元/1.382元

**投资建议**

- 目前双汇股价仍位于历史低位，16年由于猪价的周期因素和新品的继续推进，业绩持续改善是大概率事件。我们维持“买入”评级，目标价25元，对应16/17年PE 18X/16X

**申晟**

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

**刘枝花**

分析师 SAC 执业编号：S1130515060001  
 (8621)61038289  
 liuzhih@gjzq.com.cn

## 电话会议纪要

### ■ 业绩总结

公司 Q3 季度收入环比 Q2 实现 2 位数增长，同比去年小幅下降。Q3 利润环比 Q2 增长，同比实现两位数增长，基本符合预期。肉制品销量 424,000 吨，-7.3%YoY, +4%QoQ。鲜肉销量 276,000 吨，-6.8%YoY, +7.2%QoQ。营业收入 -2%YoY, +13.7%YoY，税前利润+18.2%YoY, +6%QoQ。宏观消费下滑，猪价高销量受损以及中秋销售不及预期，使得 Q3 收入同比仍下降，而环比+13.7%，同比降幅比 Q2 收窄。生鲜冻品新增销售网点 2,700 多个，肉制品新增网点 37,000 个。Q3 第四批新品已经开始铺货，Q3 四批新品一共销售 39,000 吨，占总销量 9.2%。

### ■ Q&A

#### 猪价走势

Q4 预测猪价可能出现环比下降，存量上涨。10 月份市场需求量会增大，10 月份猪价出现翘尾现象，但增速不会太大。**16 年影响猪价上升的因素** 1.存栏量同期相比依然比较小，支撑 16 年猪价维持高位；2.新环保法导致猪圈拆迁，养殖量减少，支持猪价高位运行；3.新食品安全法推高猪价。**16 年支持猪价下降的因素：**1.15Q2 开始猪价开始快速增长，母猪销量+3-5%，影响 16Q3 以后猪的出栏量同比上涨，2.生猪的养殖效率提高，规模养殖企业占比提高，3.饲料成本的下降，养殖企业利润增加，4.明年进口肉增加，国内外差异还是比较大，进一步制约国内猪价；4.高猪价支持消费者替代消费，猪肉需求下降影响价格。**16 年猪价前高后低，前三季度高，Q4 逐月降低，全年均价 15 元，最高点低于 15 年高点，低点高于 15 年低点，全年平均比 15 年略有下降。**

#### 产品方面

**Q:** 即使新品开始铺货，老品下降幅度很大，拖累了整体肉制品的增速，老品的特征和背后下降原因？

**A:** 宏观经济增速放缓，消费者萎缩，市场竞争更为激烈。高温产品上我们主要调结构，从低档向中高档转换，我们没有在低档商品上投入太多，使得老产品销量下降。

**Q:** 新产品在利润方面的贡献？

**A:** 1-9 月新品+次新品销量占比 10%，全新产品占新产品的 1/3。新产品从高温向低温转变，但由于国内的具体情况，这是需要我们长期坚持下去的。3 季度新品利润有所下降，主要是对新产品市场价格的支持增加，同时猪价的上涨使得猪肉含量较高的产品受影响，使得新品每吨利润有所下降。

**Q:** Q3 高温和低温的毛利率和肉制品的营业利润？

**A:** 肉制品 Q3 吨均毛利 4,600 元，毛利率 32.5%，比 Q2 明显提高，同比去年也有所增长。高低温总体毛利差不多。肉制品经营利润是 13 亿 5 千万，+22%YoY, +9%QoQ

**Q:** 屠宰和肉制品的净利润？

**A:** 屠宰营业利润率基本等同于净利润，因为屠宰免税，肉制品经营利润\*75% 就是净利润。

**Q:** Q3 肉制品吨价毛利提升不少，主要原因？

**A:** 尽管猪价维持比较高的价位，但前期低成本储备比较多，加上低成本进口肉用量增加，以及鸡肉和其他大宗商品价格下行，Q3 肉制品的销售成本环比-4.2%，同比-11%。几大材料除了猪肉成本上升之外，进口肉、鸡肉、辅料和包材成本都是下降的。

**Q:** Q3 新品和次新品利润的占比？

**A:** 新产品的销量和利润都是占 10% 左右，本来新产品的利润应该高一点，但由于猪价上升对含猪肉量高的产品毛利影响，所以新产品创利水平不高。

Q: Q3 上游屠宰部分头猪盈利？

A: 不包括产业补贴和投资收益，Q3 季度的经营利润相对较低，每头 30.4 元，环比下降，主要是猪价抑制屠宰量。

Q: Q3 管理费用下降？

A: 去年同期股权激励费用比较多，第一期和 8,9 月第二期，两期重叠，今年只有第二期，主要是股权费用今年下降所致。

Q: 单季度屠宰量下滑 20%，猪肉消费需求在下滑？

A: 主要原因是猪价上涨消费抑制的影响，8 月是三年最高的，19 元，也是淡季。所以整个屠宰规模低于预期，但 Q3 环比 Q2 提升，同比降幅比 Q2 收窄。Q3 外部销量环比 Q2+7.2%，同比收窄 4.8pc，收入环比+17.5%。Q3 总销量环比 Q2+7.6%，同比收窄 3.1pct，7-9 月产销规模和盈利都是环比逐月增长的。

#### 美国进口猪肉方面

Q: 第三季度单季和前九月进口美国猪肉总量？

A: Q3 单季进口肉在国内销售（对外卖的）26,000 吨，+71%YoY，1-9 月份 78,000 吨，同比+2.88 倍。进口量 1-9 月 11 万吨，全年预计 15-20 万吨。使用量和进口量基本差不多。

Q: 进口美国猪肉对公司利润贡献多大？

A: 1-9 月进口肉对肉制品利润贡献人民币 3 千万左右，对生鲜品利润贡献人民币 2 千万。这些已经体现在账面上。

Q: 上海和郑州的美式车间投产？

A: 郑州和上海土建和安装都结束，11 月下旬试生产，12 月出产品，明年推向市场，我们希望从高温向低温转变。

#### 未来计划方面

Q: 对于明年的利润展望？

A: 今年收入预计持平或者小幅下降，利润保持同比小幅增长。明年预计保持正向增长。

Q: 明年新的投资，扩张计划？

A: 沈阳双汇和其他一些今年没有完成的改造，具体计划要到 12 月底才能确定。

### 图表 1：财务预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
主营业务收入	39,705	44,950	45,696	45,970	48,188	51,088		货币资金	4,075	3,846	2,929	2,500	2,850	3,275
增长率	13.2%	1.7%	0.6%	4.8%	6.0%		应收款项	315	307	234	259	278	303	
主营业务成本	-32,564	-36,216	-36,589	-36,786	-38,122	-39,867	存货	2,067	3,568	3,720	4,213	4,763	5,265	
% 销售收入	82.0%	80.6%	80.1%	80.0%	79.1%	78.0%	其他流动资产	792	1,238	1,648	1,737	1,823	1,914	
毛利	7,141	8,734	9,107	9,185	10,066	11,221	流动资产	7,248	8,958	8,531	8,708	9,713	10,756	
% 销售收入	18.0%	19.4%	19.9%	20.0%	20.9%	22.0%	% 总资产	43.4%	45.4%	38.8%	37.3%	36.5%	34.9%	
营业税金及附加	-204	-190	-189	-207	-217	-230	长期投资	170	169	162	162	162	162	
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	8,279	9,019	11,969	13,250	15,572	18,713	
营业费用	-2,045	-2,364	-2,474	-2,459	-2,699	-2,912	% 总资产	49.6%	45.7%	54.4%	56.8%	58.5%	60.8%	
% 销售收入	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.6%	5.7%	无形资产	920	982	1,173	1,061	1,039	1,017	
管理费用	-1,311	-1,353	-1,515	-1,379	-1,455	-1,553	非流动资产	9,447	10,788	13,452	14,621	16,920	20,041	
% 销售收入	3.3%	3.0%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	% 总资产	56.6%	54.6%	61.2%	62.7%	63.5%	65.1%	
息税前利润（EBIT）	3,581	4,827	4,928	5,139	5,695	6,526	<b>资产总计</b>	<b>16,695</b>	<b>19,746</b>	<b>21,982</b>	<b>23,329</b>	<b>26,634</b>	<b>30,797</b>	
% 销售收入	9.0%	10.7%	10.8%	11.2%	11.8%	12.8%	短期借款	200	189	299	475	1,669	3,218	
财务费用	-10	44	39	24	-30	-129	应付款项	2,843	3,255	4,292	4,056	4,368	4,696	
% 销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.3%	其他流动负债	843	1,236	978	995	1,035	1,086	
资产减值损失	9	-27	-9	-1	0	0	流动负债	3,887	4,680	5,569	5,526	7,071	9,001	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	178	6	6	6	6	7	
投资收益	53	81	150	153	161	169	其他长期负债	76	57	46	14	14	14	
% 税前利润	1.4%	1.6%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	<b>负债总计</b>	<b>4,141</b>	<b>4,743</b>	<b>5,622</b>	<b>5,545</b>	<b>7,090</b>	<b>9,021</b>	
营业利润	3,632	4,926	5,109	5,315	5,825	6,565	<b>普通股股东权益</b>	<b>11,737</b>	<b>14,347</b>	<b>15,503</b>	<b>16,789</b>	<b>18,379</b>	<b>20,408</b>	
营业利润率	9.1%	11.0%	11.2%	11.6%	12.1%	12.9%	少数股东权益	817	656	858	995	1,164	1,368	
营业外收支	278	222	264	184	203	223	<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,695</b>	<b>19,746</b>	<b>21,982</b>	<b>23,329</b>	<b>26,634</b>	<b>30,797</b>	
税前利润	3,911	5,148	5,373	5,499	6,028	6,788								
利润率	9.8%	11.5%	11.8%	12.0%	12.5%	13.3%								
所得税	-842	-1,078	-1,157	-1,215	-1,298	-1,475								
所得税率	21.5%	21.0%	21.5%	22.1%	21.5%	21.7%								
净利润	3,069	4,069	4,215	4,284	4,730	5,313								
少数股东损益	184	211	176	137	169	204								
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,885</b>	<b>3,858</b>	<b>4,040</b>	<b>4,146</b>	<b>4,561</b>	<b>5,109</b>								
<b>净利率</b>	<b>7.3%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.0%</b>								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	3,069	4,069	4,215	4,284	4,730	5,313	<b>每股指标</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	2.622	1.753	1.836	1.256	1.382	1.548	
非现金支出	669	680	692	753	1,010	1,390	每股净资产	10.667	6.520	7.045	7.629	8.352	9.274	
非经营收益	32	-59	-80	-306	-280	-201	每股经营现金流	4.142	1.758	2.141	1.774	2.344	2.847	
营运资金变动	788	-821	-115	-827	-303	-238	每股股利	1.350	1.450	1.420	1.300	1.350	1.400	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,557</b>	<b>3,869</b>	<b>4,712</b>	<b>3,903</b>	<b>5,158</b>	<b>6,264</b>	<b>回报率</b>							
资本开支	-1,200	-1,335	-2,483	-1,736	-3,107	-4,287	净资产收益率	24.58%	26.89%	26.06%	24.70%	24.82%	25.04%	
投资	-340	-730	84	0	0	0	总资产收益率	17.28%	19.54%	18.38%	17.77%	17.13%	16.59%	
其他	51	81	157	153	161	169	投入资本收益率	21.72%	25.10%	23.18%	21.90%	21.05%	20.42%	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,489</b>	<b>-1,984</b>	<b>-2,241</b>	<b>-1,583</b>	<b>-2,947</b>	<b>-4,119</b>	<b>增长率</b>							
股权筹资	0	0	40	0	0	0	主营业务收入增长率	5.55%	13.21%	1.66%	0.60%	4.82%	6.02%	
债权筹资	-930	-494	39	143	1,193	1,551	EBIT增长率	433.06%	34.79%	2.09%	4.28%	10.82%	14.59%	
其他	-446	-1,674	-3,464	-2,891	-3,054	-3,271	净利润增长率	410.76%	33.72%	4.71%	2.64%	10.01%	12.01%	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,376</b>	<b>-2,168</b>	<b>-3,385</b>	<b>-2,748</b>	<b>-1,861</b>	<b>-1,721</b>	总资产增长率	112.96%	18.28%	11.33%	6.13%	14.16%	15.63%	
<b>现金净流量</b>	<b>1,692</b>	<b>-282</b>	<b>-914</b>	<b>-429</b>	<b>350</b>	<b>425</b>	<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	1.9	1.7	1.3	1.1	1.2	1.2	
							存货周转天数	21.1	28.4	36.4	41.8	45.6	48.2	
							应付账款周转天数	14.8	19.2	27.8	30.0	31.5	32.6	
							固定资产周转天数	72.5	69.3	89.7	95.3	102.5	112.0	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-29.44%	-24.33%	-16.04%	-11.35%	-6.02%	-0.23%	
							EBIT利息保障倍数	345.6	-109.9	-124.9	-213.2	189.3	50.5	
							资产负债率	24.80%	24.02%	25.57%	23.77%	26.62%	29.29%	

来源：国金证券研究所

### 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	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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	2013-10-30	买入	46.43	56.70~58.80
2	2014-02-25	买入	43.00	56.70~58.80
3	2014-04-29	买入	36.81	56.70~58.80
4	2014-08-12	买入	36.79	47.30~49.50
5	2015-10-15	买入	18.39	25.00~27.00

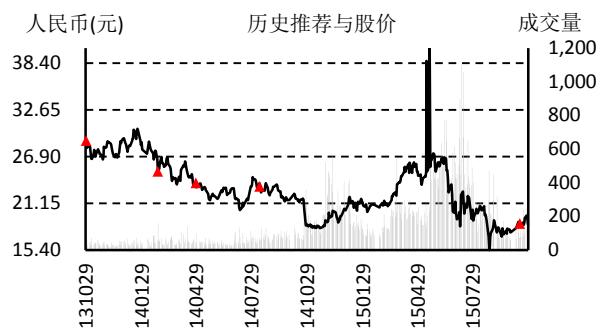
来源：国金证券研究所

### 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 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

**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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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